

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**PROBLEMI STERILIZACIJE PRITOKOV TUJEGA
KAPITALA**

Ljubljana, september 2003

TIT HOČEVAR

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. OSNOVNI POJMI IN DELITVE	2
1.1 Ključni pojmi obravnavanja pritokov kapitala iz tujine.....	2
1.2 Delitev politik glede na cilje.....	3
2. TOKOVI TUJEGA KAPITALA IN STERILIZACIJA.....	6
2.1 Pritoki tujega kapitala in njihova delitev	6
2.2 Učinki pritokov tujega kapitala na narodno gospodarstvo	7
2.3 Izvedba sterilizacije in njen namen	9
3. PROBLEMI STERILIZACIJE PRITOKOV TUJEGA KAPITALA.....	12
3.1 Sterilizacija in obstoj primernih instrumentov.....	13
3.2 Stroški sterilizacije	16
3.3 Vzdržnost kontinuirane sterilizacije	17
4. ARGUMENTI ZA STERILIZACIJO.....	18
4.1 Sterilizacija v režimu fleksibilnih deviznih tečajev.....	20
4.2 Sterilizacija v režimu fiksne devizne tečaja	21
5. PRITOKI TUJEGA KAPITALA IN STERILIZACIJA V SVETU.....	24
5.1 Madžarska	25
5.2 Izrael.....	27
5.3 Tajska	29
5.4 Indonezija	31
5.5 Mehika	32
5.6 Povzetek epizod pritokov kapitala v 90-ih.....	34
6. SKLEP	36
LITERATURA	37
VIRI	38

Uvod

Živimo v dobi globalizacije in svet postaja vse bolj povezan, tudi ekonomsko gledano, seveda. To se v posameznih gospodarstvih vidi v ljudeh, ki prihajajo delat iz tujine, blago, ki je bilo proizvedeno na drugem koncu sveta in tujih lastnikih, ki so ravno kar kupili podjetje, v katerem delamo. Slednji primer je dober prikaz povečane mobilnosti kapitala, kateremu smo priča v zadnjem času. Vsi zgoraj naštetih pojavi naj bi sčasoma pripomogli h boljšemu svetu. Vendar nobena novost nima le dobrih strani, in tudi pritoki kapitala iz tujine imajo nekatere nezaželene stranske posledice. Predmet te diplomske naloge je obravnava enega od možnih odgovorov na obsežnejše pritoke tujega kapitala, namreč sterilizacija.

V prvem delu so pojasnjeni osnovni pojmi in okviri, potrebni za razumevanje nadaljnje razprave.

Drugi del razloži vzroke za kapitalske tokove in njihov vpliv na gospodarstvo posamezne države, tudi možne negativne posledice. Nato pojasni logiko delovanja sterilizacije, njene cilje in pogoje.

Tretji del obravnava možne probleme, ki se lahko pojavijo ob izvedbi sterilizacije ali kot njena posledica, ter razmere, v katerih do tega lahko pride. Izpostavljam tri sklope problemov, povezanih s sterilizacijo.

V četrtem delu na kratko povzamem alternativne ukrepe pri povečanih pritokih tujega kapitala in njihove prednosti in slabosti v primerjavi s sterilizacijo. Podrobneje je sterilizacija predstavljena v dveh ločenih okvirjih, v režimu fleksibilnega in fiksnega deviznega tečaja, kjer je delno odgovorjeno mnogim kritikam tega ukrepa.

Zadnji, peti del, predstavi dejansko zgodovino kapitalskih tokov v 5 državah in makroekonomske okoliščine, v katerih je do njih prišlo in ki so sledile. Primeri niso izbrani naključno, ampak pokrivajo vse dele sveta, vsaj tiste dele, ki so v zadnjih 15 letih beležili daljša obdobja povečanih pritokov kapitala glede na njihovo ekonomsko moč. V tem delu poskušam preveriti, ali dejstva potrjujejo teorijo, obravnavano v drugem, tretjem in četrtem delu. Sledi sklep.

1. Osnovni pojmi in delitve

1.1 Ključni pojmi obravnavanja pritokov kapitala iz tujine

Za razumevanje problematike sterilizacije kapitalskih tokov je ključnega pomena, da že na začetku natančno opredelimo osnovne pojme, ki jih bom uporabljal v delu, ki je pred vami.

Pod tuji kapital, ki bo osrednji pojem tega dela, razumemo kategorije, ki so v plačilni bilanci zajete na finančnem računu in predstavljajo obveznosti do subjektov, ki niso rezidenti v obravnavani državi, njihovi pritoki pa povečanje teh obveznosti. Plačilna bilanca zajema le spremembe teh stanj. Tuji kapital ima seveda mnogo oblik, ki jih bom pojasnil v kasnejših poglavjih.

Pri sterilizaciji tokov tujega kapitala gre za zamenjavo domačih vrednostnih papirjev s strani centralne banke za prilive tujih sredstev, z namenom, da priliv tujega kapitala čim manj (ali v omejenem obsegu) vpliva na monetarno bazo. »Neto vpliv postopka sterilizacije je ta, da je monetarna baza nespremenjena v obsegu, delež tuje aktive v sredstvih centralne banke pa se poveča« (Kletzer, Spiegel, 2000, str. 3). Pri slednji definiciji je kot monetarna baza mišljena gotovina v obtoku. Jasno je, da ima lahko centralna banka le na ta najožji denarni agregat popoln vpliv, medtem ko se vpliv na širše denarne agregate po obsegu razlikuje zaradi dolžine časovnih odlogov in drugih institucionalnih značilnosti gospodarstva.

Sterilizacija, kot jo definirata Kletzer in Spiegel, kjer centralna banka sočasno kupuje devize in prodaja domače vrednostne papirje, da bi ohranila obseg denarnih agregatov nespremenjen, je sterilizacija v ožjem smislu. »Sterilizacija v širšem smislu« pa je poleg tega še »vsako obliko transakcij, ki je naperjena k omejitvi vpliva pritoka rezerv na rast denarnih agregatov« (Takagi, Esaka, 1999, str. 8). Ta diplomska naloga obravnava sterilizacijo pritokov tujega kapitala tudi v širšem smislu.

Sterilizacija je ukrep, ki ga uporablja centralna banka v primeru, ko istočasno želi vplivati na devizni tečaj in na količino denarja v obtoku. To je med drugim razvidno tudi iz naslednje definicije: »Cilj sterilizirane intervencije je dvojen. Posredovanje na deviznem trgu je namenjen preprečitvi, ali pa vsaj omilitvi, nominalne apreciacije deviznega tečaja. Sočasno s tem pa prodaja obveznic na domačem trgu črpa domače rezerve, da bi nadomestila učinek na skupne rezerve- in s tem ponudbo denarja-, ki bi drugače sledila iz akumulacije deviznih rezerv s strani centralne banke.« (Reinhart, Reinhart, 1998, str. 97)

Iz tega sledi, da sterilizacija možna in prisotna le v tistih državah, kjer režim deviznega tečaja ni popolnoma fleksibilen. Ta pogoj pa v današnjem času izpolnjujejo skoraj vse države sveta, saj bi težko našli kakšno, ki popolnoma nič ne posreduje na deviznem trgu. V

zgornjih definicijah je vsebovanih nekaj terminov, ki so vezani specifično na pojem deviznega tečaja.

Devizni tečaj je zato tudi ključen pojem pri obravnavanju sterilizacije tokov tujega kapitala. Definirajmo nominalni devizni tečaj kot število enot domače valute, ki jo je treba odšteti za enoto tuje valute. Ta opredelitev je znana tudi kot direktna kotacija in je uveljavljen način izražanja v mednarodni praksi (Mrak, 2002, str. 45). Podražitev tuje valute pomeni, da vrednost domače valute pade oz. deprecira (v sistemu fiksnih deviznih tečajev je ustrezen termin devalvira). Nasprotno pa pocenitev tuje valute pomeni apreciacijo domače valute oz. njeno revalvacijo, če gre za sistem fiksnih deviznih tečajev. Poznamo več vrst politik deviznega tečaja in razlogov zanje, ki pa jih bom pojasnil v nadaljevanju.

Režim deviznega tečaja pomeni zavezanost centralne banke k vzdrževanju deviznega tečaja na določeni ravni. Večinoma delimo režime glede na to, koliko se približujejo ekstremnima oz. »polarnima« ureditvama; režimu popolnoma fiksnega in režimu popolnoma fleksibilnega deviznega tečaja. Corden (2002) navaja tri; poleg omenjenih dveh še režim fiksnega-vendar prilagodljivega tečaja (fixed-but-adjustable exchange rate regime= FBAR). Kakorkoli že, pomembno je, da gre pri vsakem odstopanju od režima popolnoma fleksibilnega deviznega tečaja tudi za interveniranje centralne banke na deviznem trgu, kar sem že poudaril. Njihovo razlikovanje bo postalo pomembnejše, ko jih bom obravnaval glede na njihove cilje.

1.2 Delitev politik glede na cilje

V tem delu bom sledil Corden (2002) in njegovi delitvi pristopov monetarne politike in politike deviznega tečaja glede na cilje ekonomske politike. Monetarno politiko in politiko deviznega tečaja je smiselno analizirati kot celoto, saj sta obe v močni soodvisnosti in podvrženi isti instituciji- centralni banki. Delitev je še posebej relevantna, ker je lažje dojeti razloge za sterilizacijo tokov tujega kapitala, katere bomo obravnavali kasneje, v luči širših ciljev ekonomske politike.

Corden deli 3 pristope k monetarni politiki in politiki deviznega tečaja: pristop nominalnega sidra (nominal anchor approach), pristop ciljanja realnih kategorij (real targets approach) in pristop stabilnega deviznega tečaja (exchange rate stability approach). Čeprav že poimenovanja dovolj dobro opisujejo njihove cilje, jih velja podrobneje opisati. Različni pristopi so namreč različno naklonjeni izbiri režima deviznega tečaja, in tudi uporabi sterilizacije za doseganje ciljev ekonomske politike.

1.2.1 Pristop nominalnega sidra

Mnoge države imajo bogato zgodovino boja z visoko inflacijo in hiperinflacijo. V našem primeru lahko takšen primer najdemo kar v naši novejši zgodovini, v 80-ih letih prejšnjega stoletja. Sicer pa v svetu pogosto uporabljajo države Južne Amerike kot primer kroničnega pacienta te nadloge narodnih gospodarstev. Vzrok za to nadlogo pa pogosto leži v monetizaciji fiskalnih deficitov. Ta povzroči inflacijo. V kolikor je ta pojav prisoten nekaj časovnih obdobj zapored, jo ekonomski subjekti sčasoma predvidijo in vključijo v svoja pričakovanja, kar povzroči dvig cen in mezd. Centralna banka mora slediti s povečevanjem denarja v obtoku, če želi ohraniti realno ponudbo denarja nespremenjeno in se izogniti možnosti recesije. Inflacija tako začne poganjati samo sebe, in v kolikor je monetizacija fiskalnih deficitov še naprej stalna praksa, postaja iz leta v leto višja. Temu začaranemu krogu je najlažje napraviti konec z vezavo domače valute na tujo valuto z zgodovino nizke inflacije. S tem devizni tečaj postane nominalno sidro. Ta pristop k zmanjševanju inflacije pa zahteva discipliniranost in kredibilnost (monetarnih) oblasti. Z discipliniranostjo je mišljena omejitev zmožnosti, da se fiskalni deficit ne financirajo z izdajo novega denarja. Kredibilnost pa se odraža v pričakovanjih na trgu dela, da bo rast denarne mase omejena in ne bo povzročala cenovne inflacije. Ob izpolnitvi tega pogoja se tudi na trgu dela ne bodo pojavljale več sistematične zahteve po povečanju mezd.

Pri tem pristopu je jasno, da mora biti centralna banka neodvisna in da mora biti tečaj vezan na tujo valuto, da bi pristop uspel, saj prav to zagotavlja kredibilnost celotne politike.

1.2.2 Pristop ciljanja realnih kategorij

Ta pristop temelji, kakor pove že njegovo poimenovanje, na ciljanju realnih kategorij. S ciljanjem realnih kategorij je mišljeno predvsem doseganje ravnovesij- zunanjega in notranjega. Če ta pristop primerjamo s pristopom nominalnega sidra, ugotovimo, da je poudarek tu na realnih kategorijah kot sta proizvodnja in zaposlenost, in pa na uravnovešenem tekočem računu plačilne bilance. Glavna razlika pri vodenju ekonomskih politik pa je, da pri tem pristopu monetarna politika s svojim vplivom na devizni tečaj sledi in se prilagaja gibanju cen in mezd, medtem ko pri pristopu nominalnega sidra vodi gibanje nominalnih mezd. Monetarna politika je v tem primeru očitno bolj prilagodljiva.

Ilustrirajmo ta pristop na konkretnem primeru. Predpostavimo negativni šok v gospodarstvu, ki zniža povpraševanje in ob dani ravni realnih plač tudi zaposlenost. S povečanjem denarja v obtoku, ki bi povečal raven cen, pa bi ob dani nominalni mezdi realne mezde (plače) padle, s čemer bi se izognili povečanju brezposelnosti. Sploh ob deprecijaciji domače valute, ki bi povečala konkurenčnost domačega gospodarstva in skozi povečan izvoz dodatno spodbudila agregatno povpraševanje.

V tem pristopu lahko hitro zasledimo močan vpliv keynesianskih idej. Nekdaj konvencionalen pristop, daje pa najboljše argumente za ohranjanje režima fleksibilnega deviznega tečaja in njemu bližnjih ureditev, saj daje prednost notranjim ciljem.

1.2.3 Pristop stabilnega deviznega tečaja

Ta pristop temelji na slabostih režima fleksibilnega deviznega tečaja. Iz ekonomske zgodovine je razvidno, da devizni tečaji pogosto nihajo izven razumnih meja. Na ta pojav niso imuna niti razvita gospodarstva. Kot primer lahko navedemo gibanje japonskega jena v razmerju do ameriškega dolarja. Junija 1995 je bil tečaj 1 USD = 85 JPY. Tri leta kasneje je bilo to razmerje 1 USD = 141 JPY. Vzroke podobnih nihanj bi težko interpretirali kot spremembe v temeljih določenega gospodarstva, saj je to v tako kratkem času praktično nemogoče. Jasno pa je, da tako silovita nihanja predstavljajo nevarnost mednarodni trgovini in mobilnosti kapitala, kar povzroča mnogo škode, čeprav je ta težko izmerljiva. Kot škodljive posledice takih nihanj naj omenim višje transakcijske stroške, odvrčanje dolgoročnih gibanj kapitala, mednarodne diverzifikacije portfeljev in redistribucije v domačem gospodarstvu. Fluktuacije nedvomno najbolj škodijo majhnim odprtim gospodarstvom, ki se opirajo na izvozno povpraševanje. V kolikor torej fluktuacije niso odraz temeljnih sprememb v gospodarstvu, je nestabilnost deviznega tečaja nezaželena. Tu leži bistvo tega pristopa, saj ima centralna banka možnost, da z monetarno politiko in politiko deviznega tečaja zagotovi zaželeno stabilnost.

Nominalni devizni tečaj sam ni tako ključnega pomena kot je njegova vloga v determiniranju realnega deviznega tečaja. Realni devizni tečaj je cena (mednarodno) trgovanih proizvodov glede na ceno netrgovanih (domačih) proizvodov (Athukorala, Rajaparita, 2003, str. 619). Je indikator mednarodne kompetitivnosti gospodarstva. Indikator ima več variant izračuna, najpogostejši pa je naslednji:

$$R = \frac{eP_t}{P_d}$$

V zgornji enačbi predstavlja R realni, e nominalni devizni tečaj, P_t raven tujih cen in P_d raven domačih cen, pri čemer je P_t tehtano povprečje več držav glede na deleže v izvozu oz. uvozu.

Višji kot je realni devizni tečaj, bolj konkurenčno bo domače gospodarstvo in bolj motivirano za izvoz, ker bodo trgovanci v razmerju do netrgovancev dražji.

2. Tokovi tujega kapitala in sterilizacija

2.1 Pritoki tujega kapitala in njihova delitev

Obstaja več razlogov, zakaj tuji kapital priteka v neko gospodarstvo, bistvo pa je ekonomsko gledano le eno. Tuji kapital priteka v državo zaradi višjih (pričakovanih) donosnosti kot na mednarodnih trgih. Vzrok višjih donosnosti je lahko višja obrestna mera, ki je rezultat politike centralne banke ali pa boljših potencialov za gospodarsko rast v državi, kar vpliva na pričakovano donosnost lastniškega kapitala. Razloge ločimo na zunanje (»push«) in notranje (»pull«) faktorje. Prvi vključujejo za države uvoznice kapitala, med drugimi, nizke obrestne mere na svetovnih trgih, recesije po svetu in trend k svetovni diverzifikaciji portfeljev, torej faktorji, ki silijo vlagatelje v tujini, da investirajo izven svojega matičnega gospodarstva. Notranji vplivi so tisti, ki državo delajo bolj privlačno za tuji kapital in izvirajo v gospodarstvu samem. Sem spadata npr. stabilnost deviznega tečaja in liberalizacija kapitalskih tokov, faktorja, ki sta v tranzicijskih državah postajala vse bolj prisotna v 90. letih prejšnjega stoletja, poleg njih pa tudi v Latinski Ameriki in Vzhodni Aziji. Ta območja so zato tudi privabljala največ tujega kapitala v omenjenem obdobju.

Tuji kapital je še posebej zaželen v državah, ki nimajo dovolj lastne akumulacije za investicije, kar onemogoča njihov razvoj in gospodarsko rast. Tudi v bolj razvitih državah je tuji kapital zaželen, saj se predvideva, da bo v gospodarstvu produktivno naložen in bo tako prispeval k gospodarski rasti.

Pritoke tujega kapitala tradicionalno ločujemo na kratkoročne in dolgoročne, v skladu z njihovo pogodbeno ročnostjo. Takšno delitev pa dopolnjujejo modernejši načini opredelitve pritokov, ki jih ločujejo glade na njihove akterje in namembnost. Glede na akterje, ki so udeleženi pri mednarodnih transferjih kapitala delimo tokove na tokove zasebnega kapitala (angl. private capital flows) in javne tokove kapitala (official capital flows). Slednji predstavljajo tokove, ki potekajo med državo in državnimi institucijami ter podobnimi institucijami v tujini ali mednarodnimi institucijami. Mednje uvrščamo poleg kreditov tudi oblike nepovratne pomoči. Tokovi javnega kapitala od 80. let naprej relativno izgubljajo na pomenu.

V skladu z načelom namembnosti je treba izpostaviti dve obliki tujega zasebnega kapitala, ki jim v mednarodni ekonomiji namenjajo več pozornosti.

Prva oblika so tuje direktne investicije (angl. foreign direct investment), ki so dejansko močno zaželeni v vsakem gospodarstvu. Gre za investicije v projekte, kjer imajo lastniki

kapitala tudi upravljavski interes¹. Pri takšnih oblikah tujega vlaganja namreč ne bo prišlo do nenadnega bega kapitala v primeru slabših izgledeov za gospodarstvo.

Drugo obliko predstavljajo portfeljske investicije. Gre za nakupe lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev s strani tujcev z namenom razpršitve rizika, ki vključuje pogosto tudi špekulativni kapital. Gre za kapital, ki išče najboljše donose na kratki rok. Takšen kapital dejansko lahko hitro zapusti državo ob prvih slabih izgledeih in se dejansko pogosto za to tudi odloči. Beg špekulativnega kapitala pa lahko povzroči močno depreciacijo domače valute in plačilnobilančno krizo. To je slabo predvsem vidika pristopa stabilnega deviznega tečaja, čeprav tudi druga dva pristopa takšnim dogodkom nikakor nista naklonjena.

2.2 Učinki pritokov tujega kapitala na narodno gospodarstvo

Daljša obdobja prilivov tujega kapitala povzročijo realno apreciacijo domače valute in povečajo domačo absorbcijo. Prvi učinek zmanjšuje konkurenčnost domačih proizvajalcev na tujih trgih in s tem zmanjšuje izvoz, medtem ko oba učinka spodbujata domači uvoz. Posledica je poslabšanje tekočega računa plačilne bilance. »Ekonomski teoretiki in analitiki pa se v veliki meri strinjajo, da predstavljajo te učinki simptome ekonomske ranljivosti, saj so tipični za države, ki so nedavno doživele plačilno-bilančno krizo« ugotavlja Buscaglia (2000, str. 3) in dalje navaja: »Kaminskyjeva, na primer, ugotavlja, da je realna apreciacija deviznega tečaja najboljši univariantni prediktor bodoče valutne krize.«

Kapital (razen fizični) je namreč veliko bolj mobilni kot pa blago in v tem je srž problema. Medtem ko lahko predvsem špekulativni kapital čez noč zapusti gospodarstvo, se realni tokovi, zajeti v tekočem računu plačilne bilance, prilagajajo veliko počasneje. Rezultat je plačilnobilančna kriza.

Pritoki tujega kapitala imajo, kot smo videli, svojo pozitivno in negativno plat. Tuj kapital je zaželen, ker prispeva k gospodarski rasti, sploh kadar prihaja v obliki nove tehnologije, znanj in proizvodov. Te oblike so ponavadi zajete v tujih direktnih investicijah. Tudi špekulativni kapital omogoča ekonomskim subjektom investiranje, ki ga sicer ne bi bilo zaradi nezadostnega varčevanja. Obe obliki torej prispevata k razvoju gospodarstva.

Po drugi strani pa pritoki kapitala povečajo ranljivost gospodarstva. To je še posebej očitno, ki pride do nenadnega bega kapitala. Povsem možno je, da pride do masovnega bega kapitala iz države brez kakršnihkoli racionalnih temeljev, ampak le na podlagi črednega obnašanja investorjev. Takšen scenarij je za vsakega gospodarstvenika še posebej zaskrbljujoč, ker ni mogoče predvideti, kdaj bo do takšnega bega prišlo in v kakšnem obsegu se bo kapital odlil nazaj v tujino. Največji problem pa je, da se bega kapitala v

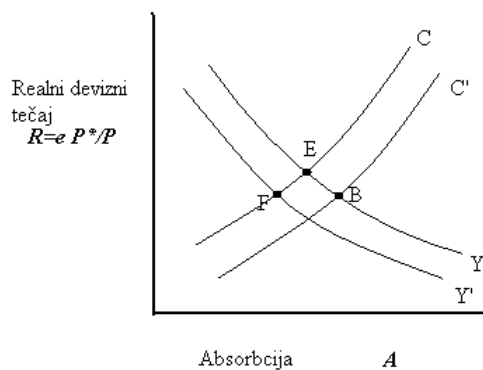
¹ Čeprav je razlikovanje povsem arbitrarno, se za potrebe statistike ponavadi šteje, da gre za upravljalški interes in tujo direktno investicijo, če naložba v podjetje predstavlja več kot 10% vrednosti vseh izdanih delnic oz. deležev. Takšen kriterij npr. uporablja Svetovna banka.

takšnih primerih ne da nujno preprečiti, saj je lahko v veliki meri plod iracionalnih dejavnikov.

Poglejmo natančneje, kako pritoki tujega kapitala vplivajo na nekatere narodnogospodarske agregate in kakšno mesto ima sterilizacija. Kot preprosto analitično orodje bom vzel Swanov diagram. Naslednji primer je zanimiv predvsem z vidika ciljanja realnih kategorij.

Swanov diagram (glej Sliko 1) ima na abscisi realno vrednost absorbcije A , kar predstavlja celotno domačo porabo gospodarstva, ne glede na izvor. Na ordinati se odraža realni devizni tečaj R . R je definiran kot nominalni devizni tečaj e , pomnožen z razmerjem med cenami tujega domačega blaga P_f/P_d . Nominalni devizni tečaj je izražen v številu enot domače valute za enoto tuje valute, tako da povečanje e pomeni depreciacijo (devalvacijo), njegovo znižanje pa apreciacijo (revalvacijo) domače valute.

Slika 1: Swanov diagram



Vir: Corden, 2002, str. 84.

Padajoča krivulja Y v diagramu predstavlja kombinacije R in A , ki ustrezajo določenemu obsegu domačega povpraševanja in s tem dohodka. Te točke predstavljajo notranje ravnotežje. Padajoča krivulja ponazarja, da ob nespremenjenem dohodku pri nižjem realnem deviznem tečaju (realni apreciaciji) s svojim denarjem lahko kupijo več tujih dobrin in tako več potrošijo. Naraščajoča krivulja C po drugi strani predstavlja določeno stanje tekočega računa in s tem zunanje ravnotežje. Krivulja je naraščajoča, ker realna depreciacija spodbuja izvoz in zahteva sočasno povečanje uvoza, kar je možno le s povečanimi domačimi izdatki, da bi stanje tekočega računa ostalo nespremenjeno.

Za izhodiščno točko vzamemo točko sočasnega zunanjega in notranjega ravnotežja. Predpostavimo sedaj, da se zaradi nekega zunanjega vzroka poveča pritok kapitala v državo. To povzroči višji deficit na tekočem računu, kar v diagramu predstavlja premik v C' . Ravnotežna točka se premakne v B , ki predstavlja višjo absorbcijo in realno apreciacijo domače valute glede na prejšnje stanje. Realna apreciacija je kombinacija nominalne

apreciacije in dviga domačih cen. Kako se bo pritok tujega kapitala odražal na teh dveh spremenljivkah, je odvisno tudi od režima deviznega tečaja.

Deficit na tekočem računu ne more trajati v nedogled. Prej ali slej bodo tujci imeli v lasti zaželeni obseg kapitala in pritok kapitala se bo ustavil ali vsaj zmanjšal, zato bom prikazal možne posledice v tem enostavnem modelu in pojasnil logiko posredovanja centralne banke na deviznem trgu.

Ob zmanjšanem pritoku kapitala tekoči račun ne more biti več v primanjkljaju, zato so potrebne prilagoditve. Krivulja C se premakne nazaj v levo (v primeru odtoka kapitala celo levo od originalne krivulje, to možnost pa na tem mestu spregledam), vendar se na žalost ne vzpostavi avtomatično zopet staro ravnotežje v E. Prilagoditi se mora notranje ravnotežje, kar se zgodi z zmanjšanjem nekaterih komponent domačega povpraševanja, predvsem investicij in uvoza. To premakne krivuljo notranjega ravnotežja v Y', kar predstavlja manjši dohodek, torej recesijo. Iz točke B se najprej premika gospodarstvo vzporedno z abscisno osjo proti točki F. Prilagajanje v smeri proti E je veliko počasnejša, sploh v režimu fiksnega tečaja, ko bi bila dejansko potrebna prilagoditev domačih cen navzdol v razmerju do tujih cen! Tudi realna deprecijacija domače valute ne more namreč odpraviti primanjkljaja tekočega računa tako promptno. Predvsem izvoz se veliko dlje odziva na spremembe v deviznem tečaju in kar nekaj časa lahko traja, preden se ravnotežje ponovno približa E. Hitrost prilagajanja določa dolžino recesije, ki je zato v veliki meri odvisna od institucionalnih dejavnikov.

Iz zgornjega scenarija je razvidno, zakaj so centralne banke previdne do pritokov tujega kapitala. Nenaden odliv predvsem špekulativnega kapitala lahko povzroči globoko recesijo, predvsem v državah, ki imajo zelo odprto gospodarstvo. Z namenom, da ohrani devizni tečaj nespremenjen, centralna banka v takšnih primerih posreduje na deviznem trgu. Z odkupom presežnih deviz ščiti devizni tečaj in preprečuje večji deficit na tekočem računu ter poveča količino domačega denarja. To je v skladu s pristopom stabilnega deviznega tečaja in tudi s pristopom doseganja realnih kategorij. Da pa ne bi povečana količina denarja v obtoku sprožila dviga domačih cen oz. inflacije, centralna banka sterilizira novo ustvarjeno denarno maso z operacijami na odprtem trgu (kupovanjem državnih obveznic).

2.3 Izvedba sterilizacije in njen namen

Kot sem že omenil, centralna banka s sterilizacijo poskuša vplivati sočasno na devizni tečaj in na količino denarja v obtoku. Sterilizacija lahko deluje v skladu z vsemi tremi pristopi, ki smo jih omenili v prvem delu. Razlikuje pa se v omejitvah, glede na to, kako centralna banka želi vplivati na devizni tečaj. V tem delu bom predstavil klasično obliko sterilizacije in kanale, skozi katere deluje, ter njene osnovne omejitve in pogoje.

2.3.1 Sterilizacija in učinek premoženjske bilance

Najprej obravnavajmo primer, ko je na deviznem trgu težnja po depreciaciji domače valute. Centralna banka želi ohraniti tečaj nespremenjen in brani domačo valuto tako, da prodaja devizne rezerve. V zameno dobiva domačo valuto in s tem zmanjšuje količino denarja v obtoku. Centralna banka želi tudi denarne agregate obdržati na prvotni ravni in v ta namen sterilizira svojo intervencijo. Ponavadi v ta namen kupuje državne vrednostne papirje in nadomesti denar, ki ga je s prodajo deviznih rezerv vzela iz obtoka.

Iz zgoraj zapisanega je jasno, da sterilizacija v tem primeru ne more trajati v nedogled, saj tudi centralna banka lahko prodaja devizne rezerve le toliko časa, dokler jih ji ne zmanjka². S tem sem pomen sterilizacije malo razširil. Medtem ko sem sterilizacijo omenjal doslej le v zvezi z pritokom kapitala, sem v tem delu jasno nakazal, da je možna tudi v primeru odtekanja kapitala. V nadaljevanju pa bo poudarek še naprej na pritokih kapitala in sterilizaciji v njihovi prisotnosti.

Sedaj predpostavimo, da obstaja pritisk na apreciacijo deviznega tečaja in da centralna banka odkupuje tujo valuto, da ohrani devizni tečaj na sedanjem nivoju. S tem daje v obtok domačo valuto in povečuje denarno maso. Ker pa se boji, da bi povečana denarna masa povzročila nepričakovano inflacijo, se odloči za sterilizacijo. Prodaja vrednostne papirje in tako jemlje denar iz obtoka. Končni izid je tako nespremenjena denarna masa in povečane devizne rezerve v bilanci centralne banke.

Na prvi pogled centralna banka v tem primeru ni tako omejena kot pri prodaji deviznih rezerv. Devizne rezerve bi lahko akumulirala praktično v nedogled. Tu pa se srečuje z omejitvijo, ki jo bomo podrobneje analizirali kasneje. Izdaja obveznic namreč zahteva plačevanje obresti na te vrednostne papirje v prihodnosti. To pa pomeni za centralno banko strošek. Pri določenem obsegu vrednostnih papirjev pa tudi ekonomski subjekti niso več pripravljeni kupovati obveznic centralne banke pri obstoječi obrestni meri. Za nadaljnjo izdajo vrednostnih papirjev mora dvigniti obrestno mero. To pa predstavlja dodatno breme tako za centralno banko kot za gospodarstvo v celoti.

Zelo pomembna predpostavka pri takšnih operacijah je, da so vrednostni papirji, denominirani v domači in tuji valuti, nepopolni substituti. V kolikor nadomestljivosti med njima ne bi bilo, bi to pomenilo, da enih ali drugih ekonomski subjekti niso pripravljeni držati kot premoženjsko obliko. To bi obenem negiralo smisel njihovega obstoja, zato takšno možnost izključimo. Če bi bili ti vrednostni papirji popolni substituti, centralna banka tudi na kratki rok ne bi mogla zasledovati neodvisne monetarne politike sočasno z

² Teoretično bi se lahko centralna banka tudi zadolževala na mednarodnih trgih z namenom, da posreduje na deviznem trgu, vendar bi se tudi takšno početje ob določeni meji končalo, saj se tudi centralna banka ne more zadolževati preko vseh meja. V realnosti centralna banka neha ščititi tečaj veliko preden ji zmanjka deviznih rezerv.

politiko deviznega tečaja. Fish (2002) sicer navaja, da empirične raziskave doslej pogosto niso zavrnila ničelne domneve o popolni zamenljivosti teh dveh oblik premoženja. Fatum in Hutchinson (2003) pa le poročata o bolj različnih rezultatih literature, zato zaenkrat privzemimo to predpostavko.

Ta način delovanja sterilizacije predstavlja spremembo oblike premoženja investorjev kot celote, zato se imenuje učinek premoženjske bilance (angl. portfolio balance channel). Teorija o učinku premoženjske bilance predpostavlja, da investorji spremenijo lastništvo domačih in tujih oblik premoženja v odgovor na sterilizacijo. »Sterilizacija nevtralizira učinek na pogoje kreditiranja, spremeni pa strukturo portfeljev ekonomskih subjektov skozi nakupe in prodaje domačih oblik premoženja med tem procesom« (Fish, 2002, str. 4).

2.3.2 Sterilizacija in učinek signalizacije

Ponavadi je velikost posega centralne banke glede na velikost deviznega trga relativno majhna. Fatum in Hutchinson (2003) na podlagi podatkov BIS navajata za trg USD-DEM v aprilu 2003, da so velikosti zneskov tudi v primerih posredovanj ene od centralnih bank znašale 100 milijonov USD, kar v primerjavi s povprečnim obsegom dnevnega trgovanja na proučevanem trgu v tem času, ki znaša 265 milijard USD, malenkostna vsota (cca. 0,35%). Četudi privzamemo predpostavko o tujih in domačih premoženjskih oblikah kot nepopolnih substitutih, je malo verjetno, da bi učinek premoženjske bilance odločilno vplival na spremembo deviznega tečaja. Odločilni vpliv se zato pogosto pripisuje vplivu signalizacije.

Teorija signalizacije zavzema stališče, da sterilizirana intervencija na deviznem trgu posreduje nove informacije o spremembi politike centralne banke v prihodnje. Posredovanje monetarnih oblasti spremeni pričakovanja agentov na finančnih trgih, kar posledično okrepi njihovo delovanje k želenemu cilju. Za čim večji učinek signalizacije pa je potrebna transparentnost aktivnosti in ciljev monetarnih oblasti, ki morajo imeti poleg vsega še potrebno kredibilnost. Ta se s časom pridobi, če so signali kasneje podprti še z dejanji, drugače pa se kredibilnost kar lahko izgubi, če le-teh ni.

2.3.3 Mere sterilizacije

V zvezi s sterilizacijo omenimo še dva koncepta; koeficient sterilizacije in nadomestitveni koeficient. Ni namreč vseeno, v kakšni meri centralna banka sterilizira svoje posege na deviznem trgu. V zgornjih primerih sem (implicitno) predpostavljala, da je sterilizacija popolna, kar pomeni, da je končni učinek na denarno maso nevtralen. (Obseg denarne mase

se ne spremeni.) Nikakor pa to ni samoumevno. Centralna banka lahko sterilizira od nič ali pa do celotnega povečanja (zmanjšanja) denarne mase³.

Koeficient sterilizacije nam pove, kakšen delež pritokov tujega kapitala centralna banka sterilizira v istem obdobju, da bi obdržala denarno maso nespremenjeno. Nadomestitveni koeficient (angl. offset coefficient) pa kaže delež kreditne ekspanzije, ki jo predstavljajo izgube deviznih rezerv centralne banke v istem obdobju kot posledica povečanja denarne mase.

3. Problemi sterilizacije pritokov tujega kapitala

Zdaj ko so nekateri okvirni razlogi za sterilizacijo pojasnjeni, bom nadaljeval s pojasnjevanjem problemov, ki lahko nastanejo v zvezi s sterilizacijo. Ločil jih bom v 3 sklope, ki najbolj temeljito zajamejo celotni spekter (možnih) problemov v zvezi s sterilizacijo:

- **Problem obstoja primernih instrumentov.** Sterilizacija vključuje posredovanje na deviznem trgu in na trgu vrednostnih papirjev. Implicitno je torej predpostavljeno, da sta v gospodarstvu prisotna organiziran devizni trg in organiziran trg vrednostnih papirjev. Tema predpostavkama pa je v realnosti zadoščeno včasih le delno, sploh ko gre za manj razvita gospodarstva. V nadaljevanju bom podrobneje predstavil, kakšne instrumente centralna banka še lahko uporablja, kako so uspešni in na čem temeljita izvedljivost in uspešnost.
- **Problem stroškov sterilizacije.** Sterilizacija je povezana s stroški, ki ponavadi niso zanemarljivi, kot bomo videli v nadaljevanju. Pri sterilizaciji pritokov tujega kapitala gre za sočasno kupovanje deviz in prodajo domačih vrednostnih papirjev s strani centralne banke. Centralna banka mora na vrednostne papirje plačevati obresti. Ker kapital priteka v državo zaradi višjih donosov, je obrestna mera praviloma višja kot mednarodna obrestna mera, kar pomeni, da centralna banka plačuje višje obresti kot jih na drugi strani prejema na tuje vrednostne papirje. S tem ustvarja (kvazifiskalno) izgubo (angl. quasi-fiscal losses).

Kontinuirani pritoki kapitala zahtevajo kontinuirano sterilizacijo, če centralna banka želi ohraniti devizni tečaj in obseg denarnih agregatov na isti ravni. To pa tudi pomeni, da bo morala centralna banka ponuditi na svoje vrednotne papirje vse višje donose. To bo dvignilo obrestno mero in s tem tudi stroške financiranja fiskalnega deficita. Obenem pa lahko tudi izrine investicije in zavre gospodarsko rast.

³ Povsem možno je tudi, da sterilizira več kot je bil njen prvotni vpliv na spremembo denarne mase, vendar se to v praksi redko pojavlja.

- **Problem časovne omejenosti sterilizacije in kapitalskih pritokov.** Dvig obrestnih mer, opisan zgoraj, bo lahko privabil dodatni kapital iz tujine, kar bo povečalo problem, ki ga ima centralna banka s sterilizacijo. To originalni problem le poglobi. Avtomatično se zato poraja vprašanje, kako dolgo lahko centralna banka vztraja pri sterilizaciji glede na naraščajoče stroške le-te.

Temu vprašanju diametralno nasprotno je, kako dolgo bo kapital pritekal v gospodarstvo in kaj se bo zgodilo, ko se bo te tokovi zaustavili in obrnili. Pri tem pa je pomembna tudi ročnost vrednostnih papirjev, s katerimi centralna banka sterilizira, saj ta omogoča zamenjavo vrednostnih papirjev za tujo valuto in vpliva na hitrost morebitnega odtekanja kapitala iz države.

3.1 Sterilizacija in obstoj primernih instrumentov

Klasični instrument sterilizacije so operacije odprtega trga, kjer centralna banka trguje z zakladnimi menicami. V kolikor teh vrednostnih papirjev ne bi bilo, ima centralna banka možnost izdajo lastnih dolžniških vrednostnih papirjev. Predpogoj za klasično ukrepanje je torej obstoj državnega oz. javnega dolga. Ob intervenciji na deviznem trgu, kjer centralna banka odkupuje presežne devize, posledico pritoka tujega kapitala, nato povečanje te denarne mase sterilizira tako, da proda vrednostne papirje in tako umakne denar iz obtoka. Za praktično izvedljivost sterilizacije pa je potrebno poleg obstoja vrednostnih papirjev javnega dolga potreben tudi organiziran trg takšnih vrednostnih papirjev, kjer je obenem promet dovolj velik, da zagotavlja njihovo likvidnost. Sicer s takšnimi operacijami sterilizacija ali ni izvedljiva ali pa so njeni stroški previsoki.

Gospodarstva, ki ne izpolnjujejo zgoraj navedenih predpostavk, so se ob nezaželenih pritokih tujega kapitala prisiljena zateči k drugim ukrepom sterilizacije, ali k omejitvam kapitala. Večinoma pa gospodarstva, ki nimajo zadovoljivo organiziranega in likvidnega trga kapitala, le-tega tudi niso zmožna privabiti, zato se s takšnimi problemi ne ukvarjajo. Po drugi strani pa je prav odstranitev teh omejitev v nekaterih državah pripeljala do velikih pritokov kapitala. V poznih 80. in 90. letih prejšnjega stoletja so bile teh pritokov deležne novointustrializirane azijske države in države Latinske Amerike, ki so se jim kasneje in postopoma pridružile še tranzicijske države Vzhodne in Srednje Evrope.

Pri operacijah odprtega trga sem omenil trgovanje z zakladnimi menicami le kot primer državnega dolžniškega vrednostnega papirja. Sterilizacija se, ker naj bi bila kratkoročne narave, namreč najraje poslužuje trgovanja s kratkoročnimi dolžniškimi vrednostnimi papirji. Možno pa je namesto tega trgovanje z dolžniškimi vrednostnimi papirji katerekoli

druge ročnosti, pri čemer pa se zopet odpre vprašanje, koliko različnih vrst obstaja in katere so najprimernejše.

Poleg operacij odprtega trga ima centralna banka še mnogo drugih možnih instrumentov za sterilizacijo, t.j. reguliranje ponudbe denarja ob sočasni intervenciji na deviznem trgu. Eden od njih je uravnavanje diskontne stopnje in usmerjena posojila centralne banke. S tem je namreč možno podražiti ali omejiti dostop do novih kreditov, in to selektivno. Vendar pa opozarja Lee (1996, str. 5), da politika diskontne stopnje pogosto ne more služiti kot fleksibilen instrument, sploh ne v državah v razvoju. Tam je namreč kreditna politika centralne banke preko komercialnih ali specializiranih bank pogosto že itak selektivna do prioritetnih sektorjev gospodarstva, zato bi bila sprememba diskontne stopnje v nasprotju z drugimi cilji ekonomske in razvojne politike. Tudi če takšna neskladja v kreditni politiki niso prisotna, pa je lahko instrument neprimeren zaradi nizke elastičnosti kreditnega povpraševanja, kar pomeni, da sprememba obrestne mere ne bo imela velikega vpliva na zmanjšanje povpraševanja po denarju.

Določene prednosti ta instrument vseeno ima. Kot prvo njegova razpoložljivost, za razliko od njegove učinkovitosti, ni vprašljiva. Prav tako pomeni nižje stroške sterilizacije v primerjavi z operacijami odprtega trga, saj je diskontna stopnja praviloma nižja od tržnih obrestnih mer. V primerih, ko je vzročna povezava med diskontno stopnjo in posojilno obrestno mero komercialnih bank šibka zaradi slabega bančnega sektorja- kar je pogosto v državah v razvoju-, pa ima včasih sprememba diskontne stopnje zaželeni učinek brez da bi obenem dvignila obrestne mere (Lee, 1996, str. 6).

Naslednji instrument, ki ga ima centralna banka prav tako vedno na voljo, je sprememba stopnje obveznih rezerv. Z zvišanjem te stopnje zmanjša denarni multiplikator, kar negativno vpliva na obseg širših denarnih agregatov. Učinek tega instrumenta se odvisen od (ne)obrestovanja rezerv komercialnih bank pri centralni banki, pri čemer bodo seveda stroški takšne *de facto* sterilizacije podobni stroškom posega na trgu vrednostnih papirjev, če so rezerve obrestovane.

Uporaba tega instrumenta je sporna, ker je rezultate takšnega ukrepa težko napovedati. Če je bančni sektor šibak, takšen dekret lahko nekatere banke naredi nelikvidne, kar lahko nadalje povzroči krizo bančnega sektorja in posledično pripelje do večjih problemov v gospodarstvu, kot bi jih sam pritok tujega kapitala. Druga možna situacija je, da banke že itak držijo likvidnostne rezerve, ki presegajo stopnjo obveznih rezerv, ki jih določa centralna banka, zato dvig stopnje obveznih rezerv ne bi imel nikakršnega vpliva na denarni multiplikator.

Kakorkoli že, stopnja obveznih rezerv se le redko uporablja kot instrument monetarne politike, saj njeno pogosto spreminjanje onemogočajo konsistentno upravljanje z bančnim

portfeljem. Če rezervne vloge pri centralni banki niso obrestovane, delujejo kot posredni davek in lahko pripeljejo do umika finančnega posredovanja iz bančnega sektorja, kar v prihodnosti otežuje centralni banki vodenje monetarne politike.

Zanimiv instrument predstavlja ponovni odkup (reodkup) na deviznem trgu (angl. foreign exchange swaps). Gre za prodajo deviz centralne banke komercialnim bankam z obljubo, da bo čez določen čas iste devize odkupila po vnaprej dogovorjenem tečaju. S tem je komercialnim bankam ponujena možnost zavarovanja proti izgubi zaradi fluktuacije deviznega tečaja v nezaželeno smer. Ta instrument lahko centralna banka celo uporabi za stimuliranje komercialnih bank, da devize izvozijo, s tem, da je razlika med prihodnjim in sedanjim deviznim tečajem večja od razlike med domačo in mednarodno obrestno mero:

$$E_{t+1} - E_t > i - i^*$$

E_t pri tem predstavlja sedanji, E_{t+1} pa prihodnji devizni tečaj, i in i^* pa domačo in tujo obrestno mero.⁴

Problem tega instrumenta, kakor tudi drugih, je dejstvo, da centralna banka prevzame stroške nase, pri čemer pa ni nujno, da doseže zaželeni učinek. Prodane devize se lahko takoj spet pojavijo na deviznem trgu, kar izniči učinek tega instrumenta, zato je nadzor nad operacijami komercialnih bank pri teh transakcijah ključnega pomena.

Dodaten problem je vprašanje obstoja termenskega deviznega trga (angl. forward exchange market). Terminski devizni trg mora biti dobro razvit in organiziran, sicer netransparentnost lahko povzroči napačno alokacijo kapitala pri teh operacijah, ki temelji prav na razpoložljivosti informacij ekonomskim akterjem.

Po drugi strani pa organiziran in razvit terminski devizni trg predstavlja množico fleksibilnih instrumentov. Če je zadostno likviden, namreč učinkuje na zelo podoben način kot operacije odprtega trga. Te pogodbe lahko časovno variirajo in s tem dajo tudi signale o pričakovanem trajanju pritokov kapitala in njihovem obsegu. V primerjavi z operacijami odprtega trga pa so izvedljive tudi ob odsotnosti javnega dolga (Lee, 1996, str. 8).

Nazadnje naj omenim še ukrep, ki ga lahko centralna banka izvede v sodelovanju z vlado in ima učinek sterilizacije. To je prenos državnih depozitov iz komercialnih bank k centralni banki. Učinek je odvisen od deleža, ki ga državni depoziti predstavljajo v sestavi depozitov bančnega sektorja. Če se ta sredstva upoštevajo kot del denarne baze, potem ima operacija učinek povečanja obveznih rezerv, sicer pa delujejo kot operacije odprtega trga, ki znižujejo likvidnost gospodarstva. Pri tem je celo možno, da stroškov ne nosi centralna banka, če se

⁴ Izraz je približek natančne prave enačbe.

depoziti pri njej neobrestovani. V tem primeru predstavlja takšen ukrep (oportunitetni) strošek za proračun.

Obstaja torej veliko število možnosti, ki so na voljo centralni banki za sterilizacijo pritokov tujega kapitala. Navedenih je bilo kar lepo število, pri čemer ima vsak instrument svoje prednosti in slabosti, kakršne so bile navedene. Ni tudi nujno, da so vsi instrumenti na voljo v posameznem gospodarstvu, kar je eden od problemov, ki sem ga želel izpostaviti, drugi pa je vprašanje primernosti konkretnega instrumenta.

3.2 Stroški sterilizacije

Sterilizacija povzroča stroške, najprej centralni banki, torej instituciji, ki se je za to operacijo odločila, posredno pa tudi širšemu javnemu sektorju in celotnemu gospodarstvu.

Vzrok za pritok tujega kapitala je višja obrestna mera oz. donosnost v gospodarstvu, kamor priteka. Ko centralna banka prodaja domače obveznice in kupuje tuje vrednostne papirje, dejansko zamenjuje bolj donosen domači dolg za bolj donosnega tujega. Jasno je, da centralna banka s takšnimi posli dela izgubo. Ker je centralna banka del javnega sektorja, ob tem pa je ponavadi ni potrebno financirati iz proračuna, imenujemo takšno izgubo »kvazi-fiskalni stroški« (angl. quasi-fiscal costs).

Takšne stroške je relativno lahko oceniti. Bufman in Leiderman (2001, str. 17) sta jih ocenila za Izrael v obdobju 1996-2000. Izračunati je potrebno razliko med obrestno mero, ki jo centralna banka plačuje na depozite domače valute komercialnih bank, in obrestno mero njenih deviznih rezerv. Nato je potrebno odšteti še stopnjo deprecijacije domače valute, saj predstavlja dodatek k donosnosti držanja deviznih rezerv. Ta razlika v obrestnih merah, popravljena za deprecijacijo domače valute, je nato pomnožena z povečanjem deviznih rezerv v določenem obdobju kot rezultat sterilizacije. Ta znesek se nato ponavadi relativizira tako, da se deli z nominalnim BDP.

»Ocene kvazi-fiskalnih stroškov«, sporočata Kletzer in Spiegel (2000, str. 3), »ki so bile izmerjene pri centralnih bankah držav v razvoju, nakazujejo, da te stroški lahko postanejo veliki.« Za Izrael je ocena v proučevanem obdobju znašala okoli 0,9% BDP letno (Bufman, Leiderman, 2001, str. 17). Kletzer in Spiegel (2000, str. 3-4) za primer tihomorskih držav navajata ocene med 0,25% in 0,5% BDP, s četrtnimi vrhunci, ki celo presegajo mejo 1%, obenem pa opozarjata, da so te ocene zgornja meja dejanskih stroškov. Razlike v donosnostih državnih obveznic namreč lahko odsevajo tudi premijo za rizik neplačila.

S sterilizacijo centralna banka dviguje obrestno mero, saj mora za kontinuirano prodajo obveznic, denominiranih v domači valuti, ponujati vedno večje donosnosti, da so jih

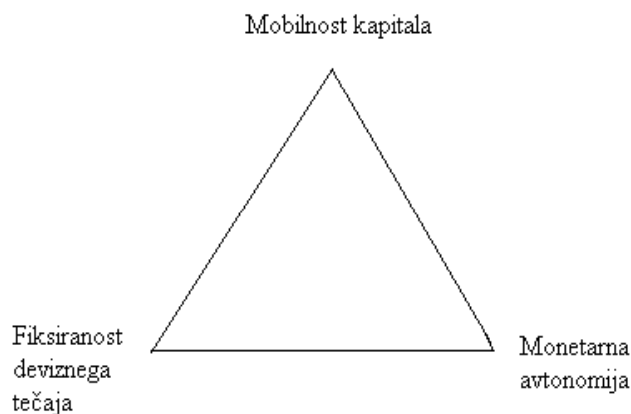
ekonomski subjekti pripravljeni držati. Dejanski dvig obrestnih mer je v veliki meri odvisen od elastičnosti povpraševanja po denarju, pa tudi od likvidnosti trga vrednostnih papirjev. V vsakem primeru pa povečanje obrestne mere poveča stroške servisiranja tudi za državo, saj je potrebno za pokrivanje proračunskega primanjkljaja plačevati vedno višje obresti. Calvo (1991) je še posebej opozoril na to možnost in njene posledice. Z enostavno matematično izpeljavo dokaže, da bo zaradi višjih obrestnih mer, ki so posledica sterilizacije pritokov kapitala, država v bodoče raje financirala breme zadolženosti z inflacijo kot pa z davki. To pa je v nasprotju z enim osnovnih namenov sterilizacije, da se pritoki kapitala ne prenesejo v inflacijske pritiske na gospodarstvo.

3.3 Vzdržnost kontinuirane sterilizacije

V jedru vprašanja zmožnosti kontinuirane sterilizacije leži t.i. trikotnik nekonsistentnosti. Nekonsistentnost leži v tem, da v gospodarstvu ne morejo biti sočasno prisotni vsi trije elementi; popolna mobilnost kapitala, fiksiranost deviznega tečaja in avtonomna monetarna politika. Le dva od treh elementov sta lahko prisotna. V kolikor želi centralna banka uspešno sterilizirati, kar implicira vpliv na devizni tečaj in aktivno monetarno politiko, potem mobilnosti kapitala ne more biti oz. ne more biti popolna. Bolj kot je gospodarstvo bližje popolni mednarodni mobilnosti kapitala, v večji meri se mora odpovedati enemu od preostalih dveh elementov.

Pritok tujega kapitala praviloma znižuje domačo obrestno mero, saj poveča ponudbo denarja. V kolikor pa se centralna banka odloči za sterilizacijo, le-ta pogosto povzroči dvig domače obrestne mere. Dvig domače obrestne mere pa ima nasproten učinek, v tem da dodatno stimulira pritok tujega kapitala.

Slika 2: Trikotnik nekonsistentnosti



Vir: Bofinger, Wollmerhäuser, 2002, str. 13.

Dvig obrestnih mer je rezultat več dejavnikov, ki lahko delujejo simultano. Omenil sem že, da morajo biti lastniški in državni dolžniški vrednostni papirji substituti, čeprav nepopolni. Slabši substituti kot so kratkoročni dolžniški vrednostni papirji za lastniški kapital, večji donos bo zahtevan, kar bo dvignilo (kratkoročno) obrestno mero. Višji donosi na kratkoročne državne vrednostne papirje bo spremenilo strukturo tokov kapitala stran od dolgoročno naravnane kapitala h kratkoročnim kapitalskim tokovom. Takšen izid je seveda popolnoma v nasprotju s ciljem centralne banke, saj povečuje ranljivost gospodarstva.

Pritoki kapitala v gospodarstvo so prisotni večinoma v času, ko je tam močnejša ekonomska aktivnost. Ponavadi se v tem času tudi poveča tudi povpraševanje po denarju. Sterilizacija v tem obdobju pomeni, da je monetarna politika preveč restriktivna, saj v tem primeru tuji kapital ne bi deloval inflatorno. Takšna politika je lahko zelo škodljiva narodnemu gospodarstvu, saj duši njegovo gospodarsko rast. Predvsem investicijska dejavnost je zelo odvisna od obrestnih mer, in jo sterilizacija lahko, če je prisotna dovolj dolgo, povsem zatire.

Glede na to, da pritoki tujega kapitala pomenijo težnjo po apreciaciji deviznega tečaja (ali vsaj počasnejši deprecijaciji), sterilizacija le še poudari razlike v donosnostih med državami. Ex post donosnost zaradi sterilizacije je zato višja od pričakovane, ki pa že itak presega tisto v tujini, kar privablja dodaten tuji kapital.

Zgoraj navedeni faktorji kažejo na to, da je sterilizacija na dolgi rok sama nevzdržna, poleg tega pa še nezaželena, ker pogosto tudi negativno vpliva na gospodarstvo. Dolgoročna nevzdržnost je jasno vidna tudi v praksi. Reinhart in Reinhart (1998, str. 104) navajata 4 primere, kjer je bila politika sterilizacije v končni fazi popolnoma odpravljena, omiljena ali pa dopolnjena z drugimi instrumenti kot npr. omejitve tujemu kapitalu. Sterilizacija je lahko tako le kratkoročna, v najboljšem primeru srednjeročna politika centralne banke.

4. Argumenti za sterilizacijo

Ob omejitvah in potencialnih problemih, ki lahko spremljajo sterilizacijo, se postavlja vprašanje, zakaj sploh uporabiti takšen ukrep. Alternative so, poleg nevmešavanja centralne banke, množične; Reinhart in Reinhart (1998, str. 94-95) naštejeta nekaj različnih reakcij na povečane pritoke kapitala v državo. Naj navedem najbolj aktualne in logiko, ki stoji za njimi:

- **Zaostrovanje fiskalne politike.** Predvsem z zmanjšanjem proračunskih izdatkov se lahko zmanjša pritisk na realni devizni tečaj in prepreči pregrevanje gospodarstva, sploh če zmanjšanje pade v veliki meri na netrgovni sektor. Tudi prenos državnih depozitov na centralno banko sem že omenil. Oboje pa ostaja v domeni vladne

politike in izven vpliva centralne banke, kar ju uvrsti v malo verjetni politično vprašljivi izbiri.

- **Liberalizacija trgovine** je bila v mnogih primerih pospešena v upanju, da bi dvig produktivnosti v netrgovanem sektorju omilil inflacijske pritiske in s tem apreciacijo realnega deviznega tečaja. Morebiti je uspeh takega ukrepa še najbolj sprejemljiv v času povečanih pritokov, saj lahko odpravljanje napačno alociranih sredstev, ki so rezultat trgovinskih ovir, dodatno poveča primanjkljaj tekočega računa. S tem se pritoki kapitala absorbirajo brez povečanja agregatnega povpraševanja.
- **Liberalizacija odtokov kapitala.** V kolikor je problem prevelik pritok kapitala, je smiselno odstraniti morebitne omejitve domačim ekonomskim subjektom, da investirajo v tujini. To je spodbuda za odtok, kar zmanjša neto pritoke.
- **Omejitve pritokov kapitala** lahko v obliki prepovedi, različnih davkov ali kvantitativnih omejitev. Večina takšnih ukrepov diskriminira na škodo kratkoročnih tokov kapitala. Z uvedbo takšnih ukrepov se monetarna neodvisnost poveča.
- **Revalvacija deviznega tečaja** je odgovor, če so pritoki izjemno veliki in predvsem dolgotrajnejši. Če centralna banka pride do spoznanja, da nivoja realnega deviznega tečaja ne bo mogoče vzdrževati, je bolje, da pride do prilagoditve skozi spremembo nominalnega deviznega tečaja kot skozi povečano inflacijo.
- **Povečana fleksibilnost deviznega tečaja** privede do podobnega rezultata kot revalvacija, poleg tega pa omogoča denarnim oblastem tudi večjo stopnjo neodvisnosti. Za investitorje pomeni večji rizik zaradi variabilnosti deviznega tečaja, kar najbolj odvrne kratkoročni kapital.

Ponavadi se zgoraj našteti ukrepi predstavljajo možne alternativne odgovore na pritoke tujega kapitala, čeprav se redko uporabljajo samostojno, ampak se dopolnjujejo. Kljub temu ostaja sterilizacija daleč najbolj pogost ukrep pri povečanju pritokov tujega kapitala. Argentina od nedavnih epizod povečanega pritoka tujega kapitala predstavlja edini primer, ko intervencija na deviznem trgu ni bila sterilizirana (Reinhart in Reinhart, 1998, str. 94). To dejstvo nedvoumno prikazuje popularnost tega ukrepa.

Učinkovitost sterilizacije je na dolgi rok, kot sem nakazal, zelo vprašljiva, če ne celo nemogoča. To pa nikakor ne izključuje možnosti uporabe sterilizacije na kratki rok. Ob povečanih tokovih tujega kapitala je namreč ključno vprašanje, ki se postavlja akterjem ekonomske politike, ali so pritoki trajne ali začasne narave. Uporaba sterilizacije jim daje čas, da presodijo, pri tem pa ohranjajo devizni tečaj in denarne agregate nespremenjene.

4.1 Sterilizacija v režimu fleksibilnih deviznih tečajev

Učinkovitost in zmožnost intervencije na deviznem trgu je odvisna od tudi relativne velikosti intervencije, na kar pravilno opozarjata Bofinger in Wollmershäuser (2002). Devizni trgi se po svoji velikosti zelo razlikujejo. Manjši kot je devizni trg, večji je relativni učinek premoženjske bilance ob nespremenjeni velikosti intervencije. Kljub temu so na kratki rok lahko uspešne intervencije tudi na največjih deviznih trgih, kot sta za USD-DEM ugotovila Fatum in Hutchinson (2003). K temu pripomore učinek signalizacije, in čeprav je skupni učinek nemogoče ločiti na posamezni komponenti, je jasno, da bi brez kredibilnosti centralne banke, ki učinku signalizacije daje težo, sterilizacija imela zanemarljiv efekt.

Bofinger in Wollmershäuser (2002) menita, da je sterilizacija lahko uspešna, in dajeta tudi napotke za uspešno izvedbo. Ključno je, da centralna banka v trikotniku nekonsistentnosti ne zavzame nobenega od polarnih položajev. Za izbiro režima deviznega tečaja priporočata režim uravnavanega drsečega tečaja. Ta režim ni fiksni, v smislu napovedane poti gibanja deviznega tečaja, niti ni fleksibilen do te mere, da bi bil devizni tečaj popolnoma determiniran s tržnimi silnicami. Ker tudi kapital ponavadi ni popolnoma mednarodno mobilni, lahko gospodarstvo zadrži tudi določeno stopnjo monetarne avtonomije.

Bofinger in Wollmershäuser (2002) argumentirata, da je sterilizacija možna, saj pogoj o nepopolni zamenljivosti domačih in tujih premoženjskih oblik velja. Dopuščata sicer možnost, da domače in tuje obveznice predstavljata popolne substitute ekonomskim agentom, ki so do rizika nevtralni (angl. »risk-neutral«). Za večino ekonomskih subjektov pa velja, da se rizika ogibajo (angl. »risk-averse«), zato tuji investitorji zahtevajo na domače premoženjske oblike še premijo za devizno tveganje. V tem delu sledim njuni izpeljavi in argumentaciji uspešne sterilizacije.

Ravnotežni pogoj za privatne investitorje je t.i. nepokrita obrestna pariteta:

$$i_t - i_t^* = E_t \Delta s_{t+1} + \varepsilon_t \quad (4.1)$$

V zgornji enačbi leva stran predstavlja razliko med domačo in tujo obrestno mero oz. donosom na domače in tuje državne obveznice ob času t . Na desni strani pa $E_t \Delta s_{t+1}$ predstavlja pričakovano spremembo vrednosti domače valute, ε_t pa premijo za tveganje, ki se prav tako lahko spreminja s časom. Poleg tega imamo centralno banko, ki ima stroške s sterilizacijo SC.

$$SC_t = i_t - i_t^* - (s_t - s_{t+1}) \quad (4.2)$$

Centralna banka se lahko izogne stroškom sterilizacije, pri čemer se zgornja enačba skrči na naslednji pogoj:

$$SC_t = 0 \Leftrightarrow i_t - i_t^* = s_t - s_{t+1} = \Delta s_t \quad (4.3)$$

To pomeni, da se centralna banka lahko centralna banka odpravi stroške sterilizacije, če poskrbi za zadostno depreciacijo valute, da izniči vpliv razlike v obrestnih merah.

Vstavimo enačbo (4.3) v (4.1). Dobimo pogoj, ko so investitorji indiferentni do držanja domačih ali tujih premoženjskih oblik:

$$\Delta s_t = E_t s_t + \varepsilon_t \quad (4.4)$$

V kolikor je centralna banka sposobna zasledovati takšno politiko deviznega tečaja, da bo leva stran, torej dejanska sprememba deviznega tečaja, manjša od pričakovane spremembe in premije za tveganje, tuji investitorji ne bodo imeli motiva za držanje domačih vrednostnih papirjev. Pritoki kapitala se bodo ustavili in se lahko celo spremenijo v odtoke. Treba pa je ponovno poudariti, da tudi Bofinger in Wollmershäuser (2002) dopuščata to možnost le v režimu uravnavanega drsečega deviznega tečaja, kjer verjameta, da ima lahko centralna banka sočasen vpliv na obrestno mero in tečaj.

Argumenti Bofingerja in Wollmershäuserja imajo več pomanjkljivosti. Kot prvo nista svoje hipoteze o zmožnosti sočasnega vpliva na obrestno mero in devizni tečaj podkrepila z nobenimi empiričnimi podatki. Dalje predpostavljata, da vsi investitorji iščejo le kratkoročne zaslužke na obrestnih razlikah med državami, ne upoštevata pa dolgoročnejših investitorjev, ki vstopajo v hitro rastoča gospodarstva zaradi višjih profitov. Prav ti ponavadi predstavljajo večinski delež pritokov kapitala, ki povzročajo primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance in težnje po apreciaciji domače valute.

4.2 Sterilizacija v režimu fiksne deviznega tečaja

Spiegel (1995) pa analizira učinek pritokov tujega kapitala in sterilizacije v režimu fiksne deviznega tečaja z Bernanke-Blinderjevim modelom odprtega gospodarstva. Bernanke-Blinderjev model je le razširjena varianta IS-LM okvirja analize, pravzaprav zelo podobna Mundell-Flemingovemu modelu. Model predpostavlja poleg denarja dve domači premoženjski obliki, bančni plog (posojilo), ki se obrestuje po obrestni meri r , in domače obveznice, ki imajo donosnost i , kar ga ločuje od Mundell-Flemingovega modela. Sestavljajo ga krivulja CX, ki predstavlja ravnotežje na trgu blaga in trgu bančnih posojil, LM krivulja, ki predstavlja ravnotežje na denarnem trgu, in krivulja BP, ki predstavlja

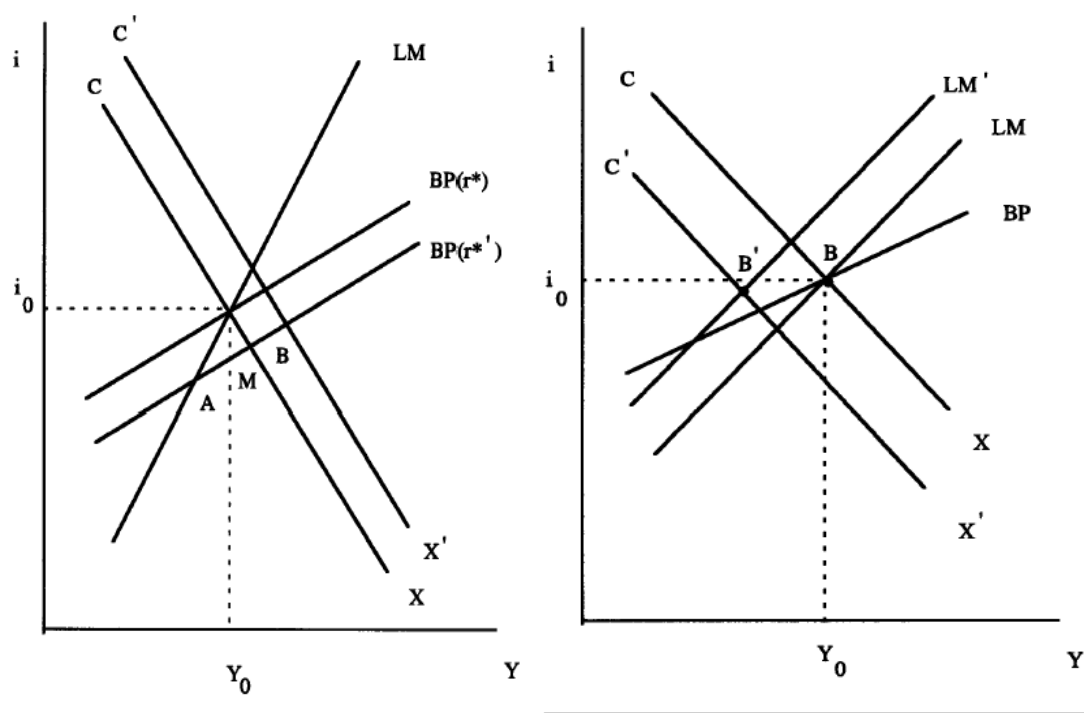
plačilnobilančno ravnotežje. V dvorazsežnem diagramu je dohodek Y prikazan na abscisi, na ordinati pa i , torej donosnost obveznic⁵.

V tem modelu avtor najprej analizira vpliv eksterne šoka na gospodarstvo, ki povzroči pritok kapitala iz tujine. Šok predstavlja znižanje donosnosti tuje nerizične naložbe, r^* . Posledica je premik krivulje BP navzdol, kot je nakazano na Sliki 3a. V točki, kjer je bilo doslej ravnotežje, bo prišlo do pritoka kapitala iz tujine. Ker je tečaj fiksni, mora centralna banka odkupovati presežne valute, s čimer povečuje denarno maso. LM krivulja se premika v desno. V Mundell-Flemingovem modelu bi se novo ravnotežje vzpostavilo v točki M. Ker pa v Bernanke-Blinderjevem modelu delujejo dodatni transmisijski mehanizmi, se tudi krivulja CX premakne navzven v $C'X'$, in sicer zaradi negativnega vpliva zmanjšanja tuje obrestne mere na domačo bančno obrestno mero. Ta dodatni mehanizem implicira tudi večjo mero monetizacije, kar nas na koncu pripelje v točko B.

Nato vpeljemo v model še sterilizacijo, katere vpliv prikazuje Slika 3b. Začetne krivulje CX, LM in BP predstavljajo končni položaj v Sliki 3a. Spiegel (1995) omenja dva načina sterilizacije. Lahko poteka na klasični način, z operacijami odprtega trga, ali s povišanjem stopnje obveznih rezerv. Katerikoli instrument že izbere monetarna oblast, se krivulji LM in CX premakneta v levo. Povečanje obveznih rezerv bo zmanjšalo denarni multiplikator in zaradi tega spremenila položaj LM krivulje. Na krivuljo CX bo to delovalo skozi povečanje obrestne mere na bančna posojila, kar bo zmanjšalo investicije. Začasno ravnotežje je vzpostavljeno v točki B', ki leži nad BP krivuljo. Presežne devizne centralna banka odkupuje, vendar kljub temu gospodarstvo ne more ostati v tej točki v nedogled. Prej ali slej bo potrebna revalorizacija tečaja ali pa prilagodljiva monetarna politika. Monetarne oblasti upajo, da bodo medtem odpravljeni eksterni faktorji, ki so pripeljali do povečanja pritokov kapitala v državo- znižanje tuje obrestne mere r^* .

⁵ Za podrobnejšo razlago Bernanke-Blinderjevega modela glej Švigelj (2000) ali literaturo, navedeno v Spiegel (1995).

Slika 3a in 3b: Pritok tujega kapitala in učinek sterilizacije v Bernanke-Blinderjev model



Vir: Spiegel, 1995, str. 21, 23.

Pomembno je opozoriti, da vpliv sterilizacije na donosnost obveznic i ni določljiv, kar ponovno kaže na drugačen rezultat, do katerega pripelje uporaba tega modela v primerjavi z Mundell-Flemingovim. Vpliv na dohodke je negativen v primerjavi z nesterilizirano intervencijo. Različna pa je tudi velikost vpliva glede na izbiro instrumenta sterilizacije. Oba načina vplivata na ponudbo denarja, povečanje obveznih rezerv pa zmanjša delež finančnega posredovanja, ki ga opravljajo banke. V gospodarstvih, kjer je ta delež visok, je verjetnost uspeha sterilizacije skozi spremembo stopnje obveznih rezerv tudi bolj verjetna.

Spiegel (1995) poskuša preveriti veljavnost zgornjih ugotovitev na primerih držav vzhodne Azije, ki so v letih 1986-1993 doživele povečanje pritokov tujega kapitala. Primeri v glavnem potrjujejo zgornje ugotovitve, kar bomo prikazal tudi v nadaljevanju.

5. Pritoki tujega kapitala in sterilizacija v svetu

Zdaj, ko sem predstavil pritoke tujega kapitala in sterilizacijo preko teorije, je vredno preučiti praktične primere. Le-teh je obilo, saj zadnje desetletje prejšnjega tisočletja predstavlja dramatično povečanje zasebnih kapitalskih tokov na svetovni ravni. Povprečni letni pritoki kapitala v manj razvite države, na primer, so v obdobju 1990-1995 znašali več kot 150 milijard USD (SB, str. 205). Ta znesek pa predstavlja približno 2% skupnega BDP vseh držav v razvoju. Tokovi kapitala pa še zdaleč niso bili enakomerno porazdeljeni med državami. Nekatere so imele zato letne neto pritoke, ki so predstavljale v omenjenem razdobju 5-8% njihovega BDP. Tolikšen obseg tokov pa predstavlja resen makroekonomski problem, kot sem prikazal v teoretičnem delu naloge. Prav takšne države pa so seveda zanimive, ko proučujemo tokove kapitala, njihove posledice in možni odgovori nanje. V tem delu bom prikazal, kako so se različne države v posameznih obdobjih znatnih pritokov odzivale in kakšne posledice je to imelo. Za primere sem izbral države z različnih koncev sveta z med seboj različno institucionalno ureditvijo in drugimi danostmi. Države pa se razlikujejo tudi po ciljih glavne monetarne ustanove, ki sem jih okvirno razdelil že v prvem poglavju diplomske naloge. Na vse te elemente je potrebno biti pozoren, ko proučujemo posamezen primer, zato bom vse države obravnaval v zelo širokem kontekstu.

Tokovi kapitala so bili neenakomerno razporejeni med državami, vendar države z večjimi prilivi tujega kapitala nikakor niso bile naključno raztresene. Če pogledamo zemljevid sveta, bomo videli, da so bili geografsko tokovi močno koncentrirani. Kot regije z obsežnimi prilivi kapitala v 90-ih lahko identificiramo Latinsko Ameriko, Jugovzhodno Azijo, Vzhodno Evropo in do neke mere Bližnji Vzhod. Nesmiselno bi bilo odzive na pritoke tujega kapitala analizirati na ravni celotnih regij, saj se monetarna politika in politika deviznega tečaja izvajata na ravni posameznega gospodarstva, zato sem iz vsake regije izbral po en primer. Iz Jugovzhodne Azije predstavljam izjemoma celo dva, ker je po številu gospodarstev in obsegu deficitov na tekočem računu v proučevanem obdobju ta regija še dodatno izstopala. Iz posameznih regij sem poskušal izbrati ekstremne primere, ker se iz njihovih poudarjenih neskladjih še najlažje opazi vzročno posledične povezave.

Marsikdo se bo vprašal, zakaj med obravnavanimi primeri ni Slovenije, ki bi bila vsekakor najbolj aktualen primer. Razloga sta dva. Prvič, Slovenija zaradi počasne liberalizacije kapitalskega in finančnega računa ni uspela privabiti toliko tujega kapitala kot druge države, zato tovrstni problemi niso bili tako akutni kot drugod. Drugič, menim, da je lažje objektivno presoјati, ko opazuješ druge države kot neprizadeta oseba kot pa v vlogi udeleženca.

5.1 Madžarska

Madžarska je v prejšnjem desetletju primer napredne tranzicijske države. Politične spremembe s konca 80. let so se dogajale sočasno z ekonomskimi. Madžarska se je v 90-ih zavezala slediti in podrežati cilju integriranja v Evropsko Unijo, kar ji bo leta 2004, tako kot Sloveniji, tudi uspelo. Temu cilju primerno je sledila tudi ekonomska politika. Že prej, leta 1988 se je madžarski trg začel odpirati privatnemu kapitalu in tujim investicijam. Ekonomska politika države je očitno dajala prave signale, da je tuji kapital začel pritekati v gospodarstvo, z njim pa tudi neločljivo povezani problemi.

Madžarska centralna banka je v tem obdobju uradno zasledovala dva cilja. Poskušala je omejevati inflacijo in obenem izboljševati stanje tekočega računa plačilne bilance. Slednji cilj je poskušala doseči s ciljanjem realnega deviznega tečaja in ga v čim večji meri fiksirati. To je bila tudi izrecna politika madžarske centralne banke. Ker sta cilja nekoliko kontradiktorna, je bila monetarna politika posledično v prvi polovici desetletja nekonsistentna in nepredvidljiva. Do marca 1995 je centralna banka vodila politiko deviznega tečaja z občasnimi devalvacijami, ki pa so močno variirale tako v časovnih presledkih kot v obsegu. Po tem datumu pa je madžarski forint sledil vnaprej napovedanim devalvacijam (crawling peg), zato je bilo njegovo gibanje veliko bolj predvidljivo. Forint je bil sprva gibal glede na košarico tujih valut, kasneje pa le še glede na evro. Tekoči račun plačilne bilance je vsaj že od leta 1992 negativen, financiran s obsežnimi pritoki tujega kapitala.

Pritoki kapitala v Madžarsko so rezultat zunanjih in notranjih faktorjev, slednji pa vsekakor prevladujejo. Liberalizacija kapitalskih tokov je predstavljala temeljni pogoj za obsežne pritoke tujega kapitala, ključni razlogi pa vseeno ležijo drugje. Eden je vsekakor nekompatibilnost monetarne in fiskalne politike.

Vzemimo dobro poznano makroekonomsko omejitev gospodarstva, ki mora veljati:

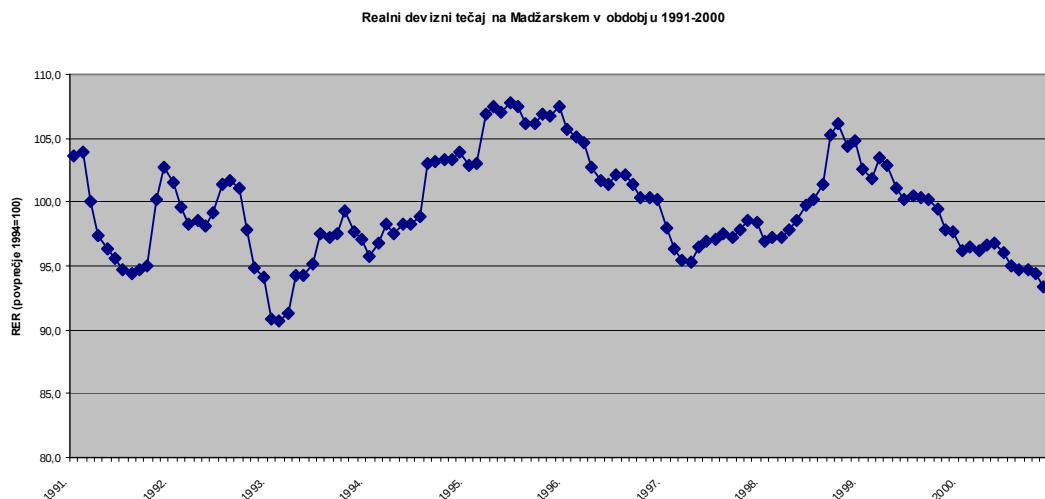
$$(S-I)+(T-G)=M-X$$

V zgornji enačbi S predstavlja domače varčevanje, I nivo investicij, T zbrane davke in prispevke, G izdatke države, X uvoz in M uvoz.

Madžarska je v proučevanem razdobju vodila ekspanzivno fiskalno politiko. Monetarna politika ni bila prilagodljiva (tudi zaradi zakonskih omejitev), zato so bili donosi na državni dolg visoki, s tem pa tudi stroški financiranja tega dolga, ki še danes preprečujejo državi izravnani proračun. Čeprav je bila nominalna obrestna visoka, je bila realna obrestna mera komajda pozitivna zaradi inflacije. Prave stimulacije za domače varčevanje torej ni bilo, kar

je povzročilo tudi investicijsko-varčevalno vrzel. Primanjkljaja na levi strani enačbe imata za nujno posledico primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance, katerega predstavlja desna stran enačbe. Pokrivanje le-tega je bilo možno le s pritokom tujega kapitala v državo.

Slika 4: Gibanje realnega deviznega tečaja na Madžarskem v razdobju 1991-2000



Vir: Madžarska narodna banka, 2003.

Kot že rečeno, je bila tečajna politika do leta 1995 zelo nejasna. Primanjkljaj tekočega računa se je sprva pokrival s prihodki privatizacije, tujimi direktnimi investicijami in drugim dolgoročnim in srednjeročnim tujim kapitalom. V obdobju do leta 1995 je forint najprej realno apreciiral (slika 4), nato pa depreciral, tako da je bil v začetku leta 1995 realno nižje kot leta 1991⁶. Po tem datumu je centralna banka uvedla režim plazečega fiksnega deviznega tečaja z dovoljenim odstopanjem v mejah $\pm 2,25\%$. S tem pa je bila prižgana zelena luč tudi kratkoročnemu špekulativnemu kapitalu. Za razliko od domačih varčevalcev, za katere je bila pomembna realna obrestna mera, je za tuje investitorje pomembna razlika v obrestnih merah, zmanjšana za pričakovano stopnjo deprecijacije ($i_t - i_t^* - \Delta s_t^e$). Dokler so bile devalvacije občasne in nepričakovane, je bila negotovost glede pričakovane deprecijacije občutna. Z napovedanim gibanjem tečaja, pa je ta negotovost izginila, saj je centralna banka posredovala le na mejah dovoljenega odstopanja. Posredovati pa je itak morala le na spodnji meji. Špekulanti so tako igrali igro, pri kateri pravzaprav niso mogli izgubiti, ker madžarska centralna banka znotraj meja ni nikoli intervenirala. Slika 4 kaže očiten trend po realni apreciaciji forinta od uvedbe takega režima, z izjemo enkratnega dogodka ruske krize v letu 1998, ko je bilo zaupanje omajano v tako rekoč celotno svetovno gospodarstvo.

⁶ Pri izračunu realnega deviznega tečaja je uporabljen indeks cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih. Indeks cen življenjskih potrebščin ni najbolj primeren za izračun realnega deviznega tečaja, ker je v ozadju sprememb teh cen imela pomembno vlogo sprememba relativnih cen zaradi izkrivljenosti cen, ki so bile posledica netržnega gospodarstva in administriranja cen v prejšnjem ekonomskem sistemu, opozarja med drugimi Tarafas (2002),

Centralna banka je svoje posredovanje na deviznem trgu sterilizirala. Pri tem je uporabljala različne instrumente, tako klasične- prodaja državnih obveznic in obveznic centralne banke-, kot tudi druge- prostovoljni depoziti v centralni banki, omejitev kreditnih linij finančnim institucijam in začasni nakup deviz. Spremenila je tudi stopnjo obveznih rezerv. Siklos (1998) ugotavlja, da je bila v proučevanem obdobju (1992:I-1997:III) sterilizacija celo pretirana, saj je sterilizacijski koeficient po absolutni vrednosti presegel 1. Kljub temu madžarska centralna banka ni uspela preprečiti realne apreciacije forinta, jo je pa zadržala v razumnih mejah, s čemer je morda pripomogla, da gospodarstvo ni doletela plačilnobilanca kriza.

Stroški sterilizacije pa so bili visoki. Ocene skupnih stroškov se razlikujejo. Siklos (1998) navaja različne ocene, ki znašajo od 0,16% pa do 0,5% BDP na letni ravni. Tarafas (2002) ugotavlja, da je sterilizacija pripomogla, da realne obrestne mere niso bile negativne, kar bi imelo učinek kazni za domače varčevalce. Negativne realne obrestne mere so bile značilne za socialistični ekonomski sistem, kjer je država z inflacijskim davkom financirala svojo pretirano porabo, zato bi bilo takšno stanje korak nazaj. Posebej visoki pa so bili stroški obresti, ki jih je morala plačevati država na obveznice, denominirane v tujih valutah, ki pa niso posledica sterilizacije, pač pa zadolženosti in visoke premije za tveganje neplačila.

Kako torej ovrednotiti madžarsko epizodo povečanih pritokov tujega kapitala ter monetarno politiko in politiko deviznega tečaja v tem obdobju? Monetarno politiko lahko označimo za neustrezno, saj je visoka nominalna obrestna mera povzročila visoke stroške financiranja proračunskega primanjkljaja in naredila investiranje neatraktivno. Posledično ni bilo pričakovane gospodarske rasti, vrzel pa so morali zapolniti s prilivi tujega kapitala. Realni devizni tečaj je zaradi tega težil k apreciaciji, kar bi madžarsko gospodarstvo naredilo še bolj nekonkurenčno na mednarodnih trgih. Monetarne oblasti so temu navkljub vztrajale pri restriktivni monetarni politiki, zato so svojo intervencijo močno sterilizirale. Na kratki rok je bila sterilizacija uspešna, vendar pa je trend realne apreciacije forinta proti koncu prejšnjega desetletja nemogoče spregledati, kar daje težo tezi, da sterilizacija ne more predstavljati dolgoročnega odgovora. Ker pa madžarska tranzicijska zgodba še ni končana, končnih sodb ne moremo dati.

5.2 Izrael

Glavna težava izraelskega gospodarstva je bila v poznih 70. in začetnih 80. letih hiperinflacija, do katere je pripeljala prilagodljivost monetarne politike. Ključni problem stabilizacije gospodarstva, ki je sledila in je bila v pristojnosti monetarnih oblasti, je bila inflacija. Za uspešno dezinflacijo je bil potreben pristop nominalnega sidra, ki je bil vzpostavljen z uvedbo režima prilagodljivega fiksnega deviznega tečaja v juniju 1985. V tej

prvi fazi stabilizacijskega programa, ki je trajala od 1986 do 1991, se je inflacijska stopnja gibala v mejah 16-20% letno. Drugo fazo, ki je sledila od 1992 do 1996, zaznamujeta prehod h režimu plazečega fiksnega deviznega tečaja z širšimi mejami in eksplicitna ciljna stopnja inflacije. V tej fazi je inflacija padla na okoli 10-odstotno letno stopnjo (Bufman in Leiderman, 2001). Zadnja faza je nastopila po letu 1997, ko se je letna stopnja inflacije spustila pod mejo desetih procentov. Stabilizacijski program je vseboval evolucijo režima nominalnega deviznega tečaja po letu 1985, ki je postopoma prehajal vedno bolj proti drsečemu deviznemu tečaju ob vedno večjem pomenu ciljanja inflacijske stopnje. Režim je šel v smeri večje fleksibilnosti tako, da so meje, v katerih se je šekel lahko gibal postopoma širili, vendar ne enakomerno v obe smeri, ampak se je interval povečeval predvsem na najnižji dovoljeni vrednosti domače valute, kamor pa v tem obdobju ni zašel.

Sočasno ciljanje inflacijske stopnje in nominalnega deviznega tečaja implicira uporabo sterilizacije, zato je pomembno poznati makroekonomsko stanje izraelskega gospodarstva v tem obdobju. Monetarne oblasti so, kot že rečeno, uporabili fiksni nominalni devizni tečaj, da bi zagotovili kredibilnost svoji politiki. Njen glavni instrument je bila nominalna obrestna mera.

Iz bilance izraelske centralne banke je razvidno, da bilo obdobje 1995-1998 tisto, ko je bilo največ problemov s pritokom tujega kapitala. Pred tem obdobjem je stanje deviznih rezerv nihalo, predvsem kot posledica špekulativnih transakcij. V omenjenem obdobju pa je morala centralna banka preprečiti apreciacijo šekela (nacionalne valute), kar je povzročilo, da so se zaradi kontinuiranega posredovanja devizne rezerve več kot podvojile. Od leta 1998 (pa vsaj do leta 2000) centralni banki ni bilo več treba posredovati na deviznem trgu, kar pa je bila tudi posledica dviga zgornje meje deviznega tečaja (najnižje vrednosti domače valute). Povečane neto kapitalske tokove v Izrael v tem razdobju je sprožila visoka razlika med domačo in svetovno obrestno mero kot tehtano povprečje različnih valut in sočasno zmanjšanje ocene valutnega rizika. Do slednjega je najbrž prišlo, ker je kljub špekulativnim napadom v predhodnem obdobju šekel obdržal svojo vrednost, pa tudi zaradi političnih dogodkov, ki so za mednarodno boniteto te države še posebej pomemben faktor.

Intervencija na deviznem trgu je zaradi eksplicitnega inflacijskega cilja morala biti sterilizirana. »Izraelska centralna banka je imela zelo omejene možnosti izvajati operacije odprtega trga in implementacija njene politike je bila izvedena skozi sistem denarnih depozitov in posojil« (Bufman in Leiderman, 2001, str. 17). Posledično je centralna banka od kreditodajalca komercialnim bankam prešla v stanje, ko je obsežen delež depozitov komercialnih bank naložen pri centralni banki, in tako absorbira odvečno likvidnost. Kvazi-fiskalne stroške sterilizacije sta za obdobje 1996-2000 Bufman in Leiderman (2001) ocenila na poprečno 0.9% BDP letno, v letih 1997 in 1999 pa le-ti celo presegajo 1% BDP.

Pritiski po apreciaciji šekela so, kot že rečeno, prenehali leta 1998, z nastopom ruske krize. Za kratek čas so se tokovi kapitala obrnili, kar je povzročilo občutno depreciacijo šekela, čeprav neto obseg odtokov kapitala ni bil pretiran in je vrednost valute ostala varno znotraj meja, ki jih je postavila centralna banka. Kapital je iz države odtekal le kratek čas, saj so se pritoki kapitala povečali že naslednje leto. Z liberalizacijo odtokov kapitala pa je bil vpliv teh pritokov nevtraliziran, saj so imeli domači ekonomski subjekti večjo možnost diverzificirati svoje portfelje z naložbami v tujino, kar so tudi izkoristili. Obenem je depreciacija ob nastopu ruske krize občutno vplivala na percepcijo deviznega tveganja ekonomskih subjektov, ki je bila dotlej zaradi sprva fiksnega deviznega tečaja in kasnejših pritiskov po apreciranju veljala za nizko. Zavedanje deviznega tveganja je predvsem odvrnilo špekulante, ki lahko s kratkoročnimi tokovi destabilizirajoče vplivajo na devizni trg.

Stabilizacijski program v Izraelu je uspel na celi črti. Inflacijo so uspeli tako reč popolnoma odpraviti, saj je znašala v letu 2002 že manj od 3%, za kar je zaslužna predvsem restriktivna monetarna politika, ki pa ni zaustavila gospodarske rasti. Epizodo povečanih pritokov kapitala je težje oceniti. Vsekakor je centralna banka uspela ubraniti valuto pred pretirano apreciacijo. Realno šekel v desetletju 1990-2000 sploh ni appreciiral glede na začetno vrednost, kar je svojevrsten dosežek. V kolikšni meri se je s tem zmanjšala nevarnost plačilnobilančne krize ob paniki, ki je sledila takšnim krizam drugod po svetu, je težko oceniti. Relativno visok delež tujih direktnih investicij v celotnem obsegu pritokov tujega kapitala je pri tem nedvomno odigral pozitivno vlogo. Glede na nekatere epizode pritokov kapitala drugod v svetu pa lahko vsekakor trdimo, da je izraelska med tistimi, ki so imele v gospodarstvu še najmanj negativnih posledic.

5.3 Tajska

Tajska je bila od sredine 80-ih naprej primer hitro rastočega gospodarstva, ki so bila za regijo JV Azije v tem obdobju skoraj pravilo. Tudi med njimi pa je Tajsa izstopala z enimi najvišjih stopenj gospodarske rasti v svetu v obdobju 1988-1995, ki je konsistentno znašala 8-10% letno (Corden, 2002, str. 196). Leta 1988 se je začelo tudi obdobje povečanih pritokov tujega kapitala v državo⁷, ko je primanjkljaj tekočega računa več let dosegal 10% BDP. Pritoki takšnih razsežnosti kljub visoki stopnji rasti vsekakor dajejo razlog za razmislek izvajalcem ekonomske politike.

Bat (tajska nacionalna valuta) je bila *de facto* že dolgo vezana na ameriški dolar, s občasnimi, a nerednimi prilagoditvami. Realna vrednost bata glede na dolar je bila

⁷ Spiegel (1995) poudarja v primeru tajske epizode pritokov tujega kapitala poudarja vlogo eksternih dejavnikov za njen začetek, saj Tajsa v predhodnem obdobju ni beležila povečanja obrestnih mer ali izvedla liberalizacije finančnih tokov. Program liberalizacije finančnih tokov se je začel šele l. 1990, ko so bili pritoki kapitala iz tujine

predvsem odvisna od razlike v inflacijskimi stopnjami, za stanje gospodarstva pa je bila pomembno tudi gibanje razmerja dolar-jen, saj je slednji pomembna valuta v regiji. Ker je obenem imela centralna banka tudi ciljno rast denarnih agregatov, je pritoke tujega kapitala sterilizirala. Takagi in Esaka (1999) obravnavata celotno obdobje 1988-1995 kot obdobje steriliziranih posegov in izpostavita Tajsko kot edino, ki je konsistentno aktivno izvajala sterilizacijo, čeprav je Spiegel (1995) popolnoma drugačnega mnenja. Trdi, da je Tajska predvsem poskušala spodbuditi izvoz tega kapitala. S tem bi dosegli dva cilja, poleg izognitvi apreciacije bata bi Tajsko razvili kot regijski finančni sektor, kar je bil tudi eden od uradnih ciljev plana razvoja tajskega finančnega sistema (Krongkaew, 1999, str. 398).

Sterilizacija je bila uspešna v omejevanju rasti denarnih agregatov glede na obseg pritokov tujega kapitala (Alba *et al.*, 1999, str. 39). Ker je bil trg državnih obveznic relativno nelikviden zaradi majhnega obsega, in tudi centralna banka z izdajo lastnih vrednostnih papirjev ne bi uspela doseči občutnih rezultatov glede na velikanski obseg pritokov, je bilo nujno uvesti komplementarne ukrepe h klasičnim instrumentom sterilizacije. Eden od naknadnih ukrepov je bilo pospešeno odplačevanje uradnega zunanjega dolga. Drugi instrument je bil reodkup deviz po ugodni diskontni stopnji.

Nerazvit trg državnih vrednostnih papirjev, kombiniran s sočasno liberalizacijo finančnih tokov, je povzročil, da je bila sterilizacija vse manj učinkovita zaradi povečane mobilnosti kapitala. Razlika med domačo in mednarodno obrestno mero se je povečala, kar je dodatno spodbudilo pritoke kapitala iz tujine. Najbolj zaskrbljujoče je seveda bilo, da je bilo vedno več pritokov kratkoročnega značaja, delež tujih direktnih investicij pa vse manjši. Razlike v obrestnih merah so spodbudile banke, da so se vse bolj zadolževale, obenem pa se odločale za vse bolj tvegana posojila. Da bi zmanjšala spodbude za tuja posojila, je centralna banka leta dvignila stopnjo obveznih rezerv za tuja posojila, ki so jih na novo prejele finančne institucije, na 7%. Ukrep se je izkazal za premalo radikalnega in prepoznega. Izpostavil je najprej banke z najslabšo strukturo naložb, katere je nato s krediti reševala centralna banka sama. Zaupanje tujih investorjev je padalo, zato tudi drastično znižanje pritokov. Centralna banka je sprva branila tečaj, vendar je bila situacija brezupna, in ko so mednarodne devizne rezerve padle z 38,6 milijonov USD v začetku leta na 2,5 milijona USD, je dovolila batu drseti. Devalvacija je prišla v juliju 1997, sledil pa je ogromen odtok kapitala, ki je le poudaril slabo strukturo naložb tajskih bank. Z oslabljenim finančnim sektorjem in odtokom tujega kapitala so presahnili viri investicij, tajsko gospodarstvo pa je zašlo v globoko krizo.

Tajska epizoda nas uči, da sterilizacija na dolgi rok ne more biti učinkovita in lahko stanje le še poslabša. Evidentno je, da je dolgotrajna sterilizacija poglobila problem kapitalskih tokov, saj jih je spodbujevala in poslabšala njihovo strukturo z vidika ročnosti. Njihov glavni problem ni bil povečevanje inflacije, ampak neracionalna alokacija s strani bank, ki je glavni krivec za krizo, ki je sledila.

5.4 Indonezija

V obdobju 1988-1993 je Indonezija stopila na pot liberalizacije finančnih tokov. Pritoki tujega kapitala so hitro sledili in indonezijsko gospodarstvo se je znašlo z primanjkljajem na tekočem računu plačilne bilance, ki pa je bil še najbolj stabilen in zmeren izmed hitro rastočih gospodarstev JV Azije. Makroekonomski kazalci skozi v prvi polovici 90-ih so bili več kot spodbudni. Povprečna letna rast BDP v obdobju je bila nad 6-odstotna, rast izvoza celo višja. Le inflacija je bila relativno visoka, nihala je v razmiku 5-10%.

Pritoki tujega kapitala so se prevedli v povečane obveznosti bank in nefinančnih institucij do tujcev. Podjetja so se pogosto zadolževala mimo bank, torej direktno na kapitalskem trgu v tujini. Večina tujih kreditov sploh ni bila pravilno evidentiranih v uradni statistiki, kot se je kasneje izkazalo, ko so uradno oceno 114 milijonov USD popravili na preko 200 milijonov USD zunanjega dolga (Saxena, 1998). Očitno je nadzor povsem zatajil, še posebej v bankah, ki so odobravale posojila za nedonosne projekte⁸. Splošna pomanjkljivost obveznosti finančnega in nefinančnega sektorja je bila tudi, da njihove obveznosti v precejšnji meri niso bile zavarovane proti deviznem tveganju z nakupi na terminskem deviznem trgu

Razloge za to gre iskati v obnašanju deviznega tečaja. Režim je bil v svoji osnovi fiksni plazeči z mejami odstopanja $\pm 8\%$. Devizni tečaj se je vse do leta 1997, ko je izbruhnila kriza, gibal znotraj teh meja. Dejansko devizno tveganje je bilo zaradi tega podcenjeno.

Indonezijska centralna banka je aktivno sterilizirala pritoke kapitala v letih 1990-93 in 1996 (Takagi in Esaka, 1999). Primanjkljaj tekočega računa se je v tem obdobju povečal glede na prejšnja leta. Tako kot druge vzhodnoazijske države je najprej uporabila klasične instrumente sterilizacije, operacije na odprtem trgu torej. Te vrste operacije so bile zelo omejene iz podobnih razlogov kot na Tajskem. Kasneje je bil izdan odlok, da morajo javna podjetja svoje depozite pri komercialnih bankah pretvoriti v certifikate centralne banke (SBI), s čemer naj bi tudi omejili vpliv pritokov na denarne agregate. Javna podjetja so morala torej nositi breme poskusov omejitve inflacije. Kljub temu se je povečala. Tudi z reodkupom deviz so monetarne oblasti poizkusile. V letu 1996 se je morala centralna banka poleg zgornjih instrumentov poslužiti tudi povečanja stopnje obveznih rezerv, s 3% na 5%. Takagi in Esaka (1999) menita, da je bila »sterilizacija učinkovita v omejevanju rasti denarnih agregatov« tudi v Indoneziji. Tudi posredovanje na deviznem trgu je bilo po mojem mnenju uspešno, saj v obdobju 1987-1996 realno indonezijska rupija apreciirala maksimalno za 8 indeksnih točk, na koncu obdobja pa je v primerjavi z začetno vrednostjo obdobja pridobila le za 3,3 indeksne točke.

⁸ Spiegel (1995) navaja, da je delež slabih posojil bank dosegel 16% vseh posojil

Vzhodnoazijska finančna kriza je leta 1997 zajela tudi Indonezijo in ji ni prizanesla. Čeprav se je panika razširila in prenesla iz drugih azijskih držav, predvsem Tajske, so bili odtoki kapitala ogromni. Kot odgovor nanje je centralna banka najprej razširila meje odstopanja na $\pm 12\%$, ko pa je vrednost rupije dosegla spodnjo točko, posredovanja ni bilo in vzpostavljen je bil drseči režim, s katerim je bilo dovoljeno, da se vrednost rupije pade preko vseh razumnih meja. Ob začetku krize v juliju 1997 je znašal tečaj 2500 rupij za USD. Marca naslednje leto je bilo treba za USD odšteti že 8325, nato pa je med letom njegova vrednost dosegla 15000, in se v decembru spet spustila na 8000 (Corden, 2001, str. 204). Vrednost rupije se od tega padca še do danes ni opomogla. Tako drastične depreciacije domače valute podjetja s krediti, denominiranimi v tujih valutah, seveda niso mogla prenesti in so po vrsti bankrotirala. Država je zašla v recesijo, iz katere se le počasi pobira.

Indonezija je imela že od vsega začetka višji delež kratkoročnih tokov med pritoki tujega kapitala, kar jo je že od začetka epizode naredilo bolj ranljivo. Sterilizacija te strukture vsekakor ni popravila, ampak le privabila kratkoročne investitorje iz tujine. Na koncu je bila zato situacija še slabša kot na Tajskem. Oba primera pa nas učita, da so veliko pomembnejši kot realni devizni tečaj, ki naj bi zagotavljal mednarodno konkurenčnost, pomembni ekonomski temelji gospodarstva, kot je trden finančni sektor in fleksibilnost privatnega sektorja.

5.5 Mehika

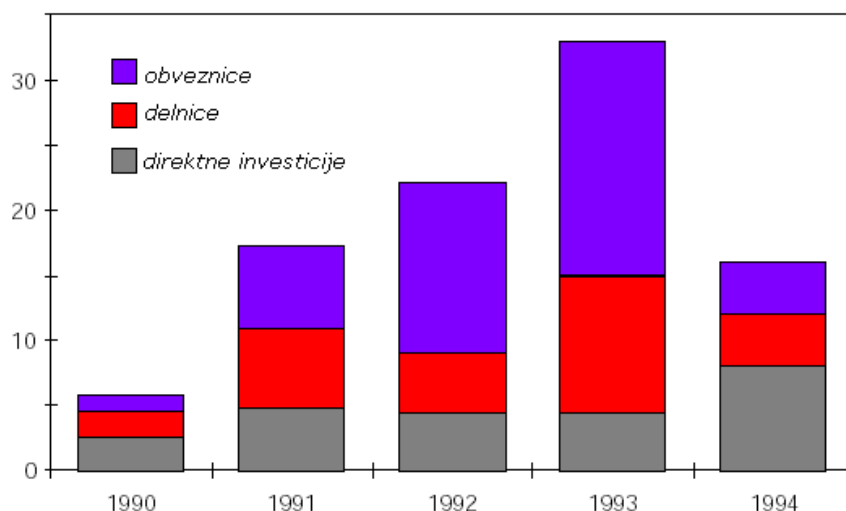
Mehiško gospodarstvo je ob začetku prejšnjega desetletja dajalo vtis, da je po izgubljenem desetletju končno našlo pravo kombinacijo za visoko sonaravno gospodarsko rast. Makroekonomski izgledi so bili obetavni; »inflacija se je občutno zmanjšala, tuji investitorji so črpali denar v državo in centralna banka je akumulirala milijarde dolarjev deviznih rezerv« (Whitt, 1996, str. 1). Upi so bili toliko bolj visoki, ker se je pripravljala ustanovitev prostotrgovinske cone z ZDA in Kanado-NAFTA, ki bi z odpravo carin naredila mehiške izvozne artikle konkurenčnejše na trgih njenih glavnih partneric. NAFTA je stopila v veljavo 1.1.1994.

Glavni zaskrbljujoči dejavnik je bil naraščajoči primanjkljaj tekočega računa, ki je s 6 milijard leta 1989 zrasel na preko 20 milijard v letih 1992 in 1993. Mehika je imela v veljavi režim plazečega fiksne tečaja v razmerju do dolarja, ki ga je vzpostavila kot nominalno sidro za zaustavitev inflacije v 80-ih letih. Čeprav so inflacijo uspeli znižati na sprejemljivo stopnjo, je bila še vedno mnogo višja kot v ZDA, kar je pomenilo realno apreciacijo mehiškega pesa, saj stopnja njegove nominalne depreciacije te razlike ni pokrila. Stopnja realne apreciacije pesa je bila v začetku 1994. leta ocenjena med 25% in 35% glede na leto 1989. Mehiška vlada v vsem tem ni videla razloga za zaskrbljenost. Njeno prepričanje je bilo, da je razlog primanjkljaja tekočega računa v investicijskem

povpraševanju, ki bo, ko se bodo pričele naložbe realizirati, naknadno obrnil stanje tekočega računa s povečanim izvozom.

Zaradi zaskrbljenosti nad inflacijo je bilo posredovanje na deviznem trgu sterilizirano. Glavni instrument so bile operacije odprtega trga s prodajo kratkoročnih zakladnih menic, t.i. *cetes*. Mehiške obrestne mere se zaradi teh operacij niso približale ameriškim, kar je spodbudilo dodatne tokove kapitala. Donosnost je bila neprimerno višja na *cetes* kot na ameriške zakladne menice (skoraj 11 odstotkov nasproti 3,73 odstotka v 2. četrtletju 1992), rizik pa zanemarljiv vse dokler je bil režim deviznega tečaja vzdržljiv. Posledica je bila poslabšanje strukture pritokov iz tujine, kar je razvidno iz slike. Večina obveznic so bile namreč kratkoročne *cetes*. Ranljivost mehiškega gospodarstva je bila velika. Whitt(1996, str. 11) se sklicuje na Calva, da je bila celo ob višku mehiških deviznih rezerv vrednost zelo likvidnih državni in bančnih obveznosti štirikratnik neto mednarodnih rezerv!

Slika 5: Struktura pritokov kapitala v Mehiko v razdobju 1990-1994 v milijardah USD



Vir: Whitt, 1996, str. 10.

Sterilizacija je torej vsaj deloma odgovorna za preprečitev konvergiranja mehiških obrestnih mer k mednarodnim. Pritoki so bili zato še posebej obsežni v letih 1992-93, ko je ameriška obrestna mera padla. Podatek o realni apreciaciji pa nam je povedal, da v celotnem obdobju sterilizacijska politika tudi posebej učinkovita ni bila.

Leta 1994 so Mehiko začeli pestiti politični problemi (upori v provinci Chiapas, atentat predsedniškega kandidata). To je imelo dvojni učinek. Kapital je začel odtekati iz države zaradi negotovosti, zahtevana donosnost na vrednostne papirje pa se je iz istih razlogov dvignila. Dodatni zagon odtokom je dal dvig ameriških obrestnih mer. Pritiski po devalvaciji in obramba pesa so povzročili, da je v razdobju od februarja do aprila izgubila 11 od nekaj manj kot 30 milijard USD deviznih rezerv. Namesto zaostrovanja monetarne politike za obrambo tečaja je centralna banka sterilizirala tudi odtoke kapitala, da bi se

izognila recesiji. Ukrepi oblasti so spominjali na odgovore na enkratne in začasne šoke, katerih učinek bo hitro minil.

Z devalvacijskimi pritiski so se monetarne oblasti odločile pritegniti tuj kapital z konverzijo dolga, denominiranega v pesih, v obveznice, denominirane, v dolarjih, imenovane *tesobonos*. S tem so želeli zagotoviti investitorjem, da nimajo interesa zmanjšati vrednosti svojega dolga z devalvacijo, obenem pa zmanjšati stroške servisiranja dolga, saj je bila obrestna mera na *tesobonos* od 6 do 8 odstotnih točk manjša kot na *cetes*. V enem letu je delež dolga v obliki *cetes* s 75% padel na 25%, delež v obliki *tesobonos* pa narasel na 70%. S tem je država prevzela devizno tveganje dolga.

Ker omenjeni koraki niso ustavili odtoka kapitala v tujino, je bila centralna banka prisiljena decembra 1994 peso najprej devalvirati, ko pa je vrednost deviznih rezerv v enem samem dnevu padla za 4,5 milijarde USD, pa uvesti fleksibilni devizni tečaj.

V Mehiki je zaradi odtoka kapitala v tujino sledila globoka recesija. Ker je devizno tveganje prevzela država in pri tem izgubila, velik delež dolga pa je zapadel v letu 1995, je bilo kar veliko vprašanje, če bo Mehika uspela poravnati svoje obveznosti. Na pomoč so ji na koncu prišle ZDA in MDS.

Mehiška epizoda nas uči, kako negativne učinke ima lahko dolgotrajna sterilizacija. Najprej je preprečila znižanje obrestnih mer in s tem povečala stroške servisiranja dolga, ko pa so se tokovi obrnili, je prav gotovo pripomogla k večjim devalvacijskim pritiskom. Čeprav ni edini niti najbrž ne glavni vzrok za krizo, pa nam mehiška epizoda ponovno potrjuje, da dolgotrajna sterilizacija ne more imeti želenih učinkov.

5.6 Povzetek epizod pritokov kapitala v 90-ih

Obravnaval sem pet epizod pritokov tujega kapitala. Z izborom konkretnih primerov sem želel pokazati, kako je svetovno gospodarstvo prepleteno in ni odvisno od geografske lokacije, ali je posamezna država zmožna privabiti kapital iz tujine. Obravnaval sem primere iz Azije, Latinske Amerike, Vzhodne Evrope in Bližnjega vzhoda. V vseh državah je bila sterilizacija prisotna kot ukrep v prisotnosti obsežnih pritokov kapitala, kar potrjuje priljubljenost njene uporabe. Prepogosto pa se sterilizacija uporablja predolgo, in situacijo le še poslabša. Po mojem mnenju je izmed predstavljenih epizod le Izrael sterilizacijo uporabljal v razumno časovno omejenem obdobju. Večina držav ni sprevidela, da je za dolgotrajnejše in obsežnejše pritoke kapitala potrebna uporaba drugačnih instrumentov.

Oblasti pogosto delajo napake, ker izgubijo občutek razločevanja ciljev politike in taktičnih ciljev, kot jih opredeljuje Fish (2002, str. 18-19). Prvi so dolgoročneje narave in (v primeru

politike deviznega tečaja) upoštevajo vpliv na makroekonomske spremenljivke, medtem ko so slednji kratkoročnejše narave, v našem primeru recimo zmanjšanje nihanja deviznega tečaja okoli dolgoročne vrednosti. Za doseganje ciljev (ekonomske) politike mora biti posredovanje transparentno, kredibilno in časovno konsistentno (Fish, 2002, str. 19). Ko obravnavamo sterilizacijo, nam mora biti jasno, da je primerna kvečjemu za doseganje taktičnih ciljev. Iz vseh razlogov, ki sem jih navedel, je jasno da vsaj pogoja o časovni konsistentnosti ne izpolnjuje, saj le spodbudi nadaljnje pritoke kapitala iz tujine. To stališče zavzema tudi Fish (2002, str. 10), ki na podlagi obsežne literature zaključí, da so empirične študije intervencij ugotovile, da sterilizirano posredovanje nima statistično značilnega trajnega učinka na raven deviznega tečaja. Po mnenju mnogih avtorjev (Reinhart, Reinhart, 1998; Calvo, Reinhart, 1998) je veliko boljši odgovor povečanim pritokom kapitala za doseganje podobnih ciljev ekonomske politike zaostrovanje fiskalne politike, ki pa mora biti pravilno usmerjeno. Kakorkoli že, razprava v tej smeri bi že presegala okvire te diplomske naloge.

V predstavljenih epizodah so bila izhodišča posameznih držav zelo različna, zato bi bilo napačno predpisovati enotne napotke kot odgovor na pritoke kapitala. Vse države so se sočasno z pritoki kapitala morale ukvarjati še z drugimi problemi, zato je naš pogled precej poenostavljen. Sterilizacija gotovo nikjer ni bila izključni vzrok poslabšane situacije. Gotovo pa sterilizacija nikjer ni uspela dolgoročno magično rešiti problemov, ki so bili zakoreninjeni v strukturi gospodarstva in katerih posledica je bila med drugim tudi precejšen realnega deviznega tečaja.

6. Sklep

Kapitalski tokovi, predvsem privatnega kapitala, so se v svetovnem merilu v devetdesetih letih prejšnjega tisočletja občutno povečali. Kot je običajno, tudi niso bili enakomerno razporejeni in nekatera gospodarstva so imela neto pritoke v takem obsegu, da so nekatere ciljne makroekonomske spremenljivke močno odstopale od zaželenih vrednosti, še posebej realni devizni tečaj, na katerega vplivata tako domača inflacija kot nominalni devizni tečaj.

Vlade in monetarne oblasti so se odzvale z različnimi ukrepi, med katerimi je bila sterilizacija skoraj nepogrešljiva. S tem naj bi vplivali s politiko deviznega tečaja na nominalni devizni tečaj in z monetarno politiko preko obsega denarnih agregatov na inflacijo. Ubili bi dve muhi na en mah. S sočasnim kontroliranjem inflacije in nominalnega deviznega tečaja bi določili želeni realni devizni tečaj, najpomembnejši faktor za doseganje zunanjskega ravnotežja. Obenem pa bi z monetarno politiko dosegli notranje ravnotežje.

Zgodba je prelepa, da bi bila resnična. Sterilizacija ima tudi stranske učinke in ne odpravi vzrokov za povečane pritoke, le še poudari jih, obenem pa povzroča nezanemarljive stroške. V kolikor ni spremembe v eksternih ali internih dejavnikih, ki so pripeljali do povečanih pritokov, sterilizacija na dolgi rok nima želenega vpliva na njihov obseg. Problem mnogih držav je bil, da tega niso želele dojeti. Rezultati so bili v nekaterih primerih katastrofalni, zato se vsekakor splača naučiti to lekcijo na napakah drugih in ne na lastnih.

Literatura

1. Alba, P., et al.: Financial Liberalization and Capital Account: Thailand 1988-1997. Chulalongkron University. [URL: <http://wb-cu.car.chula.ac.th/papers/corpgov/wps2188.pdf>], julij 2003.
2. Athukorala P-C., Rajapatirana S.: Capital Inflows and the Real Exchange Rate: A Comparative Study of Asia and Latin America. The World Economy, 26(2003), 4, str. 613-637.
3. Bofinger P., Wollmershäuser T.: Managed Floating: Theory, Practice and ERM II. Working paper. Budimpešta: International Center for Economic Growth, 2002, 53 str.
4. Bufman G., Leiderman L.: Surprises on Israel's Road to Exchange Rate Flexibility. [URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2001/err/eng/leider.pdf>], marec 2001.
5. Buscaglia M.A.: Sterilization of Capital Inflows and Balance of Payment Crises. [URL: <http://www.udes.edu.ar/deptodeeconomia/eventos/sembuscaglia.pdf>], december 2000.
6. Calvo G.: The Perils of Sterilization, vsebovano v Calvo G.: Money, Exchange rates, and Output. London: MIT Press, 1996. str. 269-274.
7. Calvo G., Reinhart, C.: The Consequences and Management of Capital Inflows: Lessons for Sub-Saharan Africa. Stockholm: Almqvist & Wicksell International, 1998. 44 str.
8. Corden W. M.: Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes,. Cambridge (Massachussets): MIT Press, 2002. 269 str.
9. Emir O.Y. et al.: Monetary Policy Reaction Function in Turkey. Central Bank of Turkey [URL: <http://www.tcmb.gov.tr/~research/discus/dpaper48.pdf>], oktober 2000.
10. Fatum R., Hutchinson M.: Is Sterilized Foreign Exchange Intervention Effective After All? An Event Study Approach. The Economic Journal 113(2003), 487, 2003, str. 390-411.
11. Fish M.R.: Effective Foreign Exchange Intervention: Mixing Strategies with Objectives, Bank of Canada Working Paper. [URL: <http://www.bankofcanada.ca/mking/fx.pdf>], 12. december 2002.
12. Frankel J.A., Okongwu C.: Liberalized Portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations, and the Incompleteness of Interest Rate Convergence. International Journal of Finance and Economics, New Jersey, 1(1995), 1, str. 1-24.
13. Kletzer K. in Spiegel M.: Sterilization costs and exchange rate targeting. [URL: <http://www.frbsf.org/econsrch/workingp/pbc/1999/wppb99-03.pdf>], 3. april 2000.
14. Krongkaew M.: Capital Flows and Economic Crisis in Thailand, The Developing Economies, Čiba, 37(1999), 4, str. 395-416.

15. Lee Jang-Yung: Economic Issues 7 Sterilizing Capital Inflows. IMF Working Paper 96/53. Washington D.C.: IMF, 1997. 17 str.
16. Mrak M.: Mednarodne finance. Ljubljana: GV Založba, 2002. 682 str.
17. Mednarodni denarni sklad (IMF): Balance of Payments Manual. Washington DC: IMF, 1993. 166 str.
18. Pilbeam K.: International Finance- 2nd Edition. London: Macmillan Press, 1998. 488 str.
19. Reinhart, C., Reinhart V.M.: Some Lessons for Policy Makers Dealing with the Mixed Blessings of Capital Inflows, vsebovano v M. Kahler (ur.): Capital Flows and Financial Crises. New York: Council on Foreign Relations, 1998. str. 93-127.
20. Saxena, Sweta Chaman: A Country Report on Indonesia. University of Washington. [URL: <http://faculty.washington.edu/karyiu/Asia/Indonesia/report.pdf>], 8.maj 1998.
21. Siklos P.L.: Capital Flows in a Transitional Economy and the Sterilization Dilemma: The Hungarian Experience 1992-97. IMF Working Paper 96/86. New York: 1998. 17 str.
22. Spiegel M.: Sterilization of Capital Inflows through the Banking Sector: Evidence from Asia, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review, San Francisco, (1995), 3, str. 17-34.
23. Svetovna banka (World Bank): Chapter 6: Capital Inflows: Causes and Policy Responses. [URL: <http://www.worldbank.org/wbi/macroeconomics/management/GDLN/MENA%20DLC/ACA-Chapter6.pdf>], 10. februar 2003, str. 203-249.
24. Švigelj M.: Analiza Bernanke-Blinderjevega modela, diplomsko delo, Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 43 str.
25. Takagi S., Esaka T.: Sterilization and the Capital Inflow problem in East Asia, 1987-97, Tokio, Economic Research Institute Economic Planning Agency, 1999. 40 str.
26. Tarafas I.: Monetary Policy Dilemmas in Transition Economies; The Case of Hungary, Acta Oeconomica, Budimpešta, 52 (2002), 1, str. 1-23.
27. Whitt J.A.Jr.: The Mexican Peso Crisis, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, Atlanta, 81 (1996), 1, str. 1-20.

Viri

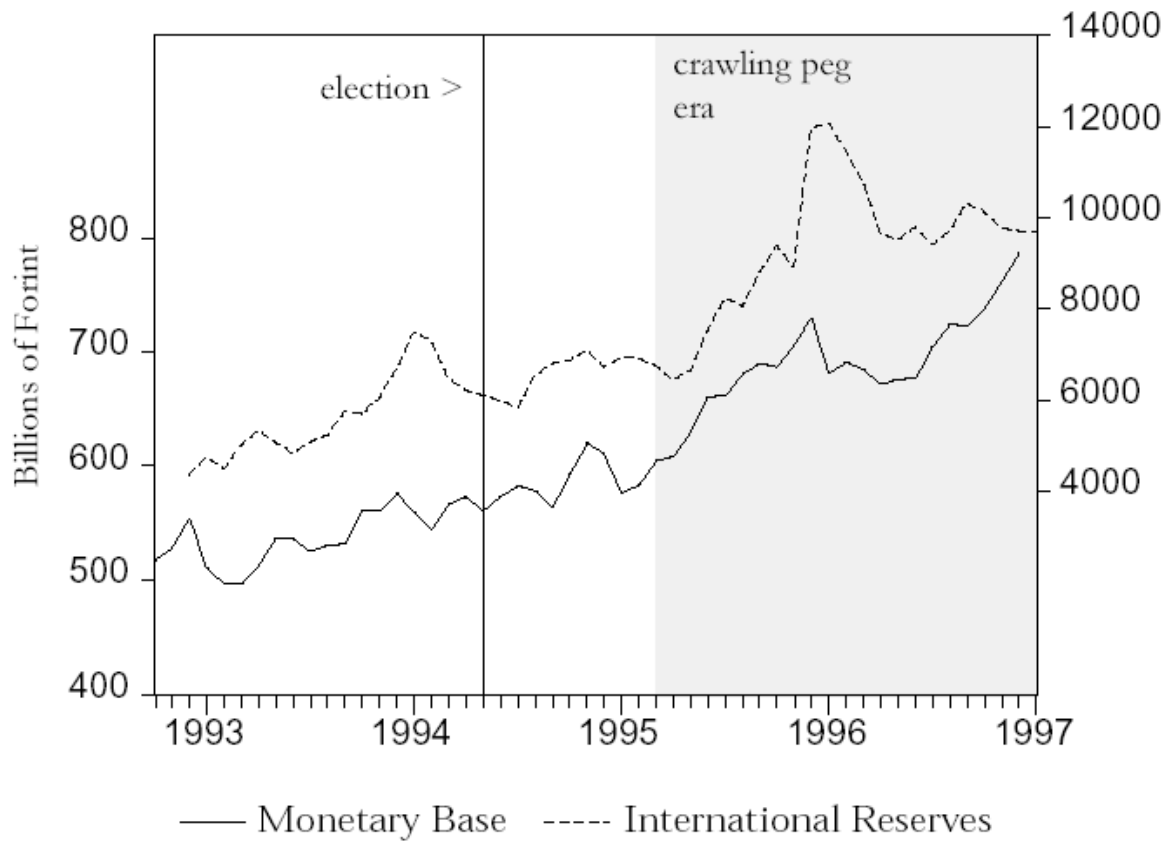
1. Spletna stran Madžarske narodne banke (Magyar Nemzeti Bank). [URL: <http://www.mnb.hu>], 10. avgust 2003.
2. Spletna stran Development Group for Alternate Policies. [URL: <http://www.developmentgap.org/imfhungary.html>], 15. april 2002.

PRILOGE

PRILOGA1

Slika I: Monetarna baza in mednarodne devizne rezerve na Madžarskem v razdobju 1992-1997 v milijardah forintov

Figure 2
Hungary: The Monetary Base and International Reserves, 1992-97

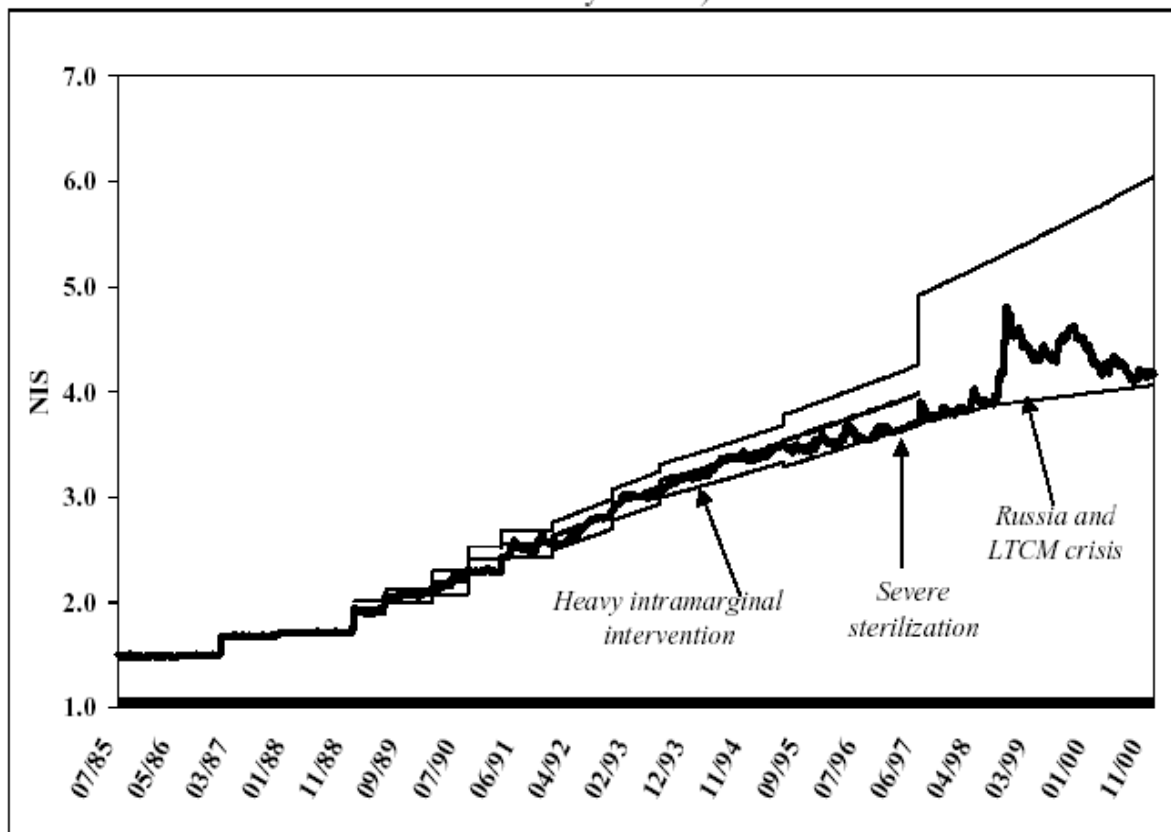


Vir: Siklos, 1998, str. 22.

PRILOGA 2

Slika II: Gibanje tečaja izraelskega šekela znotraj dovoljenih meja režima v razdobju 1985-2000

Chart 3
Israel: From a fixed exchange rate regime, to a narrow band to a widening and crawling band
The exchange rate of the Shekel (until 7/86 vis-à-vis the US\$; from 8/86 vis-à-vis a currency basket)



Vir: Bufman, Leiderman, 2001, str. 5.

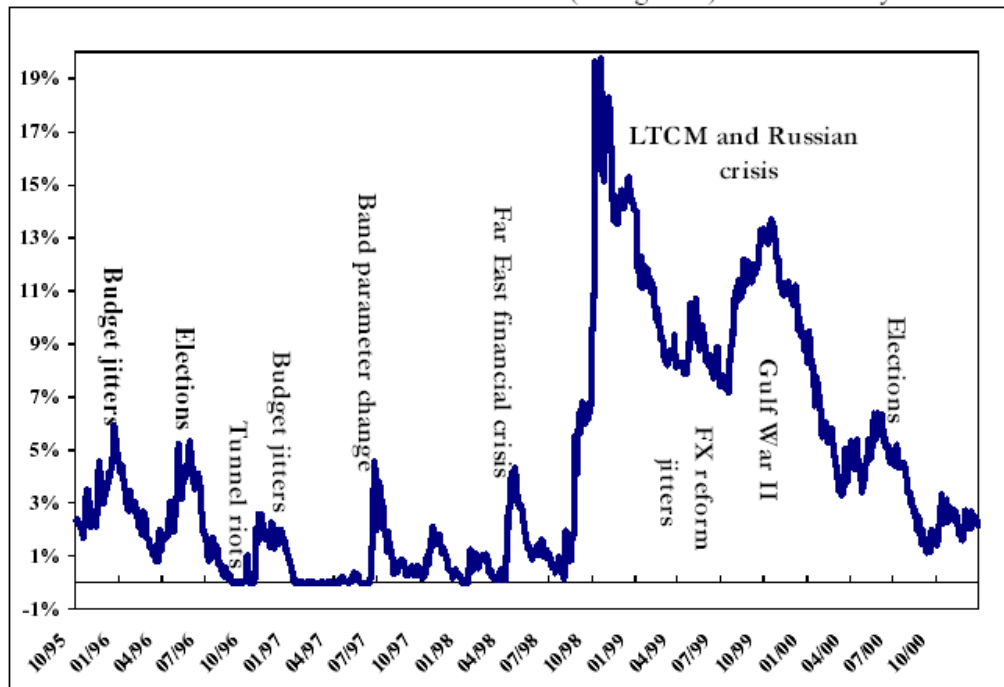
PRILOGA 3

Slika III: Odstopanje šekela od spodnje (močnejše) vrednosti glede na košarico valut

Chart 4

Deviations from the band's strong limit were driven by specific geopolitical and economic developments. Overall, the exchange rate has tended to remain close to the strong bound of the band.

The deviation of the shekel from the bottom (strong limit) of the currency band

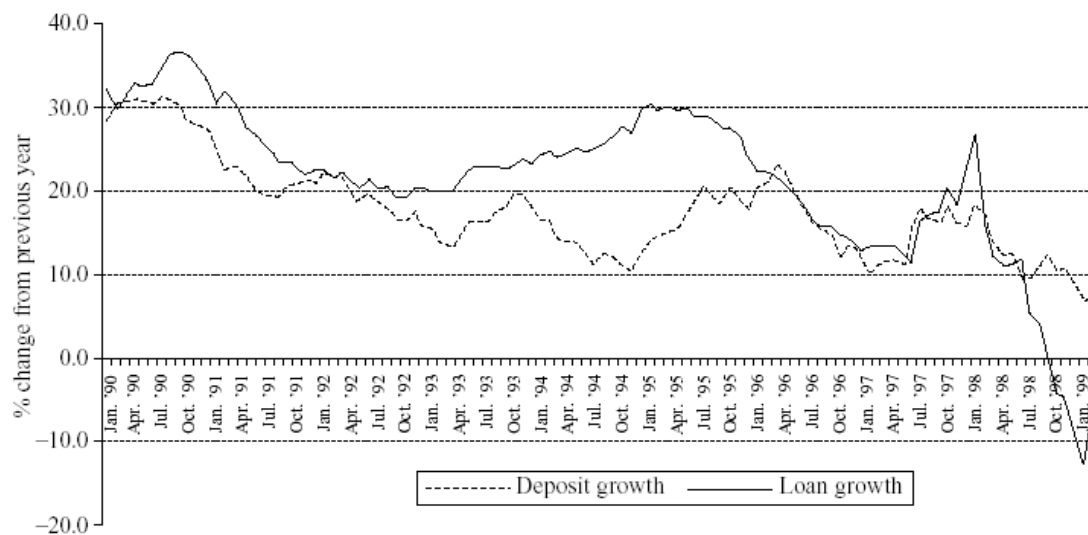


Vir: Bufman, Leiderman, 2001, str. 6.

PRILOGA 4

Slika IV: Rast bančnih posojil in depozitov na Tajskem v razdobju 1990-1999

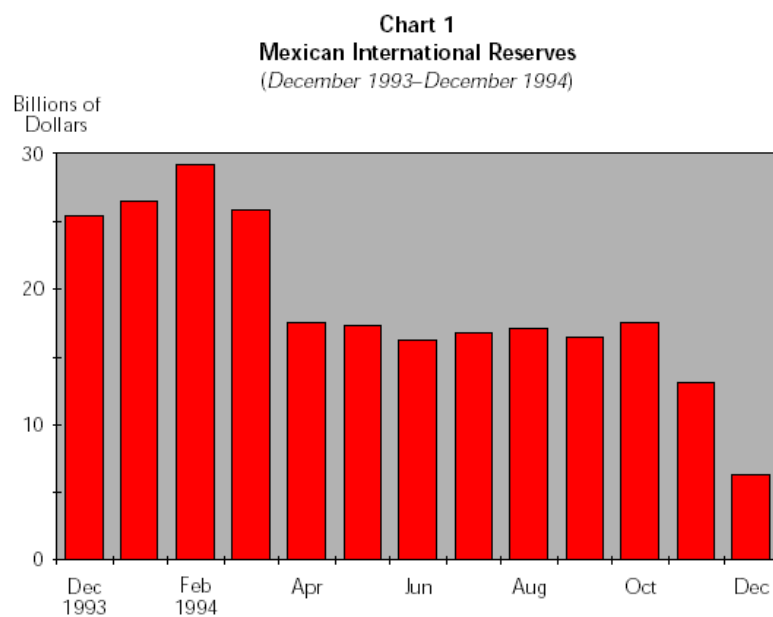
Fig. 1. Bank Deposits and Loan Growth



Vir: Krongkaew, 1999, str. 402.

PRILOGA 5

Slika V: Devizne rezerve Mehike v milijardah dolarjev v razdobju december 1993 – december 1994



Source: International Monetary Fund (IMF), *International Financial Statistics*.

Vir: Whitt, 2001, str. 3.