

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**  
**IZBIRA REŽIMA DEVIZNEGA TEČAJA  
V PROCESU PRIBLIŽEVANJA EU**

**Ljubljana, junij 2004**

**TANJA KAPELE**



## **IZJAVA**

Študentka Tanja Kapele izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Boštjana Jazbeca in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_



## KAZALO

<b>1. UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>2. KRITERIJI ČLANSTVA V EU IN EMU</b> .....	<b>2</b>
2.1. Maastrichtski oziroma nominalni konvergenčni kriteriji .....	3
2.2. Teorija optimalnega valutnega območja.....	5
<b>3. LIBERALIZACIJA KAPITALSKIH TOKOV</b> .....	<b>6</b>
3.1. Vzroki in značilnosti kapitalskih pritokov.....	7
3.2. Ekonomske posledice kapitalskih tokov in finančne krize .....	10
3.3. Ukrepi ekonomske politike za obvladovanje obsežnih kapitalskih pritokov.....	12
<b>4. KAPITALSKI PRITOKI V DRŽAVAH KANDIDATKAH</b> .....	<b>14</b>
4.1. Obseg kapitalskih pritokov .....	14
4.2. Struktura kapitalskih pritokov .....	15
4.3. Kapitalski pritoki v Sloveniji .....	16
4.3.1. Politika prilagajanja mednarodnim pritokom kapitala v Sloveniji.....	18
<b>5. POLITIKA DEVIZNEGA TEČAJA V DRŽAVAH KANDIDATKAH DO VKLJUČITVE V EMU</b> .....	<b>20</b>
5.1. Devizni tečaji držav kandidatk Srednje in Vzhodne Evrope .....	20
5.2. Možnosti izbire režima deviznega tečaja držav kandidatk v procesu približevanja EU in EMU.....	23
5.2.1. Denarna uprava .....	25
5.2.2. Evroizacija.....	27
5.2.3. Režim uravnavano-drsečega deviznega tečaja z inflacijskim ciljanjem .....	28
<b>6. ERM II: MEHANIZEM DEVIZNIH TEČAJEV</b> .....	<b>29</b>
6.2. Denarna politika Banke Slovenije do vstopa v ERM II.....	30
<b>7. ČASOVNI VIDIK VKLJUČEVANJA DRŽAV KANDIDATK V OBMOČJE EVRA</b> .....	<b>31</b>
7.1. Alternativni scenariji prehoda Slovenije v EMU .....	33
<b>8. SKLEP</b> .....	<b>34</b>
<b>9. LITERATURA</b> .....	<b>36</b>
<b>10. VIRI</b> .....	<b>37</b>
<i>Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov</i>	

## 1. UVOD

Z nastankom Evropske monetarne unije (EMU) se je pojavil problem izbire ustrezne politike oziroma izbire ustreznega režima deviznega tečaja srednje in vzhodnoevropskih držav kandidatk (CEE), ki bi najbolje zadostil kriterijem za članstvo v Evropski uniji (EU) kot tudi maastrichtskim kriterijem, ki predstavljajo pogoj za nekaj let poznejše članstvo v EMU. Pričakujemo lahko, da bodo države kandidatke v svojem pristopnem obdobju in pogajanjih za polnopravno članstvo v EU izpostavljene pritiskom in obveznostim koordinacije in harmonizacije svojega monetarnega in deviznotečajnega režima ter politike, kar bi omogočilo bolj učinkovito pripravo na bodočo vključitev v mehanizem deviznih tečajev (ERM II) in EMU.

Pojav večjih tečajnih nestabilnosti v razmerah povečane liberalizacije kapitalskih tokov v devetdesetih letih pa je sprožila nove razprave o deviznih tečajih. Povod za to je bila predvsem kriza Evropskega monetarnega sistema ter finančne krize držav v razvoju in držav v tranziciji. Vse večji mednarodni pritoki kapitala so namreč ključen razlog za to, da je vse večje število držav v razvoju in držav v tranziciji, ki so bile države prejemnice kapitala, opuščalo režime fiksne deviznega tečaja in se odločalo za prehod na bolj fleksibilne režime deviznega tečaja. Vendar je za to obdobje značilen tudi nasproten trend, saj so se nekatere države v različnih trenutkih tega obdobje usmerile k bolj fiksnim režimom deviznih tečajev. Izbira pravega režima deviznega tečaja v razmerah liberalizacije kapitalskih tokov je tako ključen element za preprečitev nastanka finančnih kriz. V diplomskem delu bom poskušala preučiti povezavo med režimom deviznega tečaja in mednarodno mobilnostjo kapitala.

Prvo poglavje je uvodnega pomena. Drugo poglavje temelji na analitičnem pregledu in predstavitvi znanih dejstev o Evropski uniji in tranzicijskih državah, kandidatkah za vstop v EU. Poglavje vsebuje kratek opis kriterijev članstva v EU in EMU, in sicer splošnih copenhagenskih kriterijev, maastrichtskih konvergenčnih kriterijev oziroma kriterijev nominalne konvergence ter kriterijev realne konvergence. V poglavju je na kratko predstavljena tudi teorija optimalnega valutnega območja, ki ravno tako predstavlja enega izmed pogojev za članstvo v EU in EMU.

Tretje in četrto poglavje se nanašata na pritoke kapitala v državah kandidatkah, ki skupaj z Balassa-Samuelsonovim učinkom vplivajo na apreciacijo nacionalne valute posamezne kandidatke. Apreciacija domače valute predstavlja pomemben izziv za ekonomsko politiko v državah kandidatkah, saj prenizka apreciacija ne omogoča procesa realnega dohitevanja, previsoka apreciacija pa poslabša konkurenčnost države. Ključno vlogo pri uravnavanju pozitivnih in negativnih učinkov apreciacije ima politika deviznega tečaja, ki je pri svojem delovanju omejena z zahtevo EMU, da država fiksira devizni tečaj nacionalne valute v razmerju do evra, kar pa lahko vodi ob visokih neto pritokih kapitala v državo do nastanka finančne krize. Tretje poglavje tako teoretično predstavi vzroke, značilnosti in ekonomske posledice kapitalskih pritokov za politiko deviznega tečaja držav kandidatk. V poglavju so

podrobneje obravnavani vzroki finančnih kriz ter splošni ukrepi ekonomske politike za obvladovanje obsežnih kapitalskih pritokov. Četrto poglavje predstavi obseg in strukturo kapitalskih pritokov v kandidatkah in še posebej v Sloveniji ter podrobneje analizira politiko Banke Slovenije do kapitalskih pritokov.

Peto poglavje predstavlja opis aktualnih sistemov deviznih tečajev v državah kandidatkah Srednje in Vzhodne Evrope, ki so v procesu približevanja EU. Devizni tečaji kandidatk pokrivajo celoten spekter možnih izbir, od fiksnih deviznih tečajev do fleksibilnih deviznih tečajev. V poglavju skušam predstaviti možnosti, ki se državam kandidatkam ponujajo pri izbiri režima deviznega tečaja pri vstopanju v ERM II in EMU. Podrobneje so analizirane prednosti in slabosti posameznih možnih režimov deviznega tečaja v prehodnem obdobju.

Šesto poglavje je osredotočeno na mehanizem deviznih tečajev, njegove značilnosti in tveganja povezana z vstopom v ERM II in prevzemom evra. Poglavje zaključim z usmerjenostjo denarne politike Banke Slovenije do vstopa v ERM II.

V sedmem poglavju je predstavljen časovni vidik vključevanja držav kandidatk v območje evra, predstavljene pa so tudi možne strategije vstopa Slovenije v EMU.

Osmo poglavje je sklep. Sledi literatura in viri.

## **2. KRITERIJI ČLANSTVA V EU IN EMU**

Za doseganje polnopravnega članstva so obstoječe članice postavile zahteve, ki jih morajo izpolnjevati bodoče članice pred vključitvijo v EU. Raven postavljenih zahtev naj bi zagotavljala optimalno delovanje Unije po vključitvi novih držav. V razpravi o izpolnjevanju pogojev za članstvo v EU oziroma v EMU moramo tako razlikovati med splošnimi ali copenhagenskimi kriteriji, maastrichtskimi kriteriji ali kriteriji nominalne konvergence ter kriteriji optimalnega valutnega območja.

*Copenhagenski kriteriji* se nanašajo na vstop v EU in zahtevajo stabilnost institucij, ki zagotavljajo demokracijo, vladavino prava, spoštovanje človekovih pravic in vprašanja narodnostnih manjšin, delujoče tržno gospodarstvo, sposobnost obvladovanja konkurence znotraj Unije ter sposobnost prevzemanja obveznosti, ki izhajajo iz članstva, v skladu s cilji politične, ekonomske in denarne unije (Delakorda, 2003, str. 3). Pomembno določilo copenhagenskih kriterijev, ki jih neposredno povezuje z zahtevo po izpolnjevanju maastrichtskih kriterijev je dejstvo, da si mora država članica prizadevati za prehod v skupno denarno področje v ustreznem časovnem obdobju. Pri tem nove članice ne bodo imele izbire glede (ne)članstva v EMU, torej nimajo opcijo *opt-out*, kot so je deležne nekatere sedanje članice EU. Danska, Švedska in Velika Britanija, ki so sicer članice EU, namreč po lastni odločitvi niso hkrati tudi članice EMU.

Glavne razloge za vključevanje v skupno valutno območje lahko razdelimo na:

- politične,
- mikroekonomske in
- makroekonomske razloge.

Politični razlogi se dotikajo vprašanj o spremembi denarne ureditve in poseganja na področje državne suverenosti. Najpomembnejši mikroekonomski razlogi vključevanja v skupno valutno območje temeljijo na predpostavki, da so prihranki zaradi uporabe skupne valute večji od enkratnih stroškov prehoda na skupno valuto. Med najpomembnejše prihranke tako štejemo prihranke zaradi zmanjšanja transakcijskih stroškov, prihranke zaradi znižanja informacijskih stroškov ter povečanih konkurenčnih pritiskov na zniževanje cen zaradi njihove povečane transparentnosti. Makroekonomski razlogi pa so povezani predvsem z izpolnjevanjem kriterijev optimalnega valutnega območja. Ti kriteriji so: razvitost (realna konvergenca), velikost in strukturo gospodarstva, sinhronizacijo in simetričnost šokov, ki jim je izpostavljeno gospodarstvo, obseg in sestavo menjave s tujino ter mobilnost proizvodnih dejavnikov.

Izpolnjevanje nominalnih in realnih kriterijev je med seboj tesno povezano. Strukturne reforme, ki na eni strani odpravljajo ovire na ponudbeni strani gospodarstva in so del realne konvergence, tako izboljšujejo razmere za gospodarsko rast ter so običajno spodbuda za oblikovanje okolja nizke inflacije in obrestnih mer. Na drugi strani pa nominalna konvergenca z zaježitvijo inflacijskih pričakovanj in zagotavljanjem stabilnejšega makroekonomskega okolja na daljši rok pozitivno vpliva na odločitve ekonomskih subjektov in tako podpira doseganje realne konvergence. Poleg samega izpolnjevanja omenjenih kriterijev kot pogoja za vstop v EU in EMU je potrebno upoštevati tudi pomen vzdržnega in zdravega doseganja postavljenih kriterijev, brez ustvarjanja dodatnih makroekonomskih neravnovesij.

Realna konvergenca ni formalen pogoj za vstop v EMU, tako kot je izpolnjevanje vnaprej določenih nominalnih konvergenčnih kriterijev. Pri tem je realna konvergenca razdeljena na dohodkovno in strukturo konvergenco. Dohodkovna konvergenca ali izenačevanje razlik v dohodkih med državami se nanaša na raven bruto domačega proizvoda na prebivalca oziroma na izenačevanje razlik v dohodkih med državami, strukturalna konvergenca pa zajema reformo institucionalnega okvira, v katerem posluje gospodarstvo (Delakorda, 2003, str. 3).

## **2.1. Maastrichtski oziroma nominalni konvergenčni kriteriji**

Maastrichtski konvergenčni kriteriji so v bistvu kvantificirane minimalne zahteve glede stabilnosti pri vodenju monetarnih, fiskalnih in deviznotečajnih politik držav članic EU, kot predpogoj za njihov vstop v EMU. Lahko bi rekli, da je osnovni namen maastrichtskih konvergenčnih kriterijev trojen (Mrak, 2002, str. 407):

- določajo merila za vstop v EMU,
- omogočajo selekcijo med državami kandidatkami za EMU pri vstopu v EMU in



- zagotavljajo stabilnost skupne evropske valute.

Kriteriji nominalne konvergence so razdeljeni na tri monetarne in dva fiskalna kriterija, in so natančno opredeljeni z maastrichtskimi kriteriji (Mrak, 2002, str. 408):

1. *Inflacijski kriterij*, ki določa, da stopnja inflacije ne sme presegati stopnje inflacije v treh državah članicah EU z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 1,5 odstotne točke, pri čemer se upošteva enoletno obdobje pred oceno kovergenčnega poročila. Inflacija se meri z indeksom življenjskih potrebščin. Prag predpisane konvergence glede inflacije se dobi tako, da se izračuna povprečje treh inflacijskih stopenj državah članicah EU, ki imajo najnižjo stopnjo inflacije, kot njihova aritmetična sredina ter se doda eno in pol odstotne točke.
2. *Obrestni kriterij*, ki določa, da obrestna mera ne sme presegati obrestne mere v treh državah članicah EU z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 2 odstotni točki, pri čemer se upošteva enoletno obdobje pred oceno konvergenčnega poročila. V treh državah EU, ki imajo najnižjo stopnjo inflacije, se ugotovi, kolikšna je obrestna mera, izračuna se povprečje teh treh obrestnih mer kot njihova aritmetična sredina, doda dve odstotni točki in s tem dobimo prag predpisane konvergence glede obrestne mere.
3. *Tečajni kriterij* zahteva, da mora biti valuta vsaj dve leti vključena v mehanizem deviznih tečajev in omejuje nihanje deviznega tečaja posamezne države na 15 % odstotkov, brez devalvacije valute na lastno pobudo.
4. *Fiskalna kriterija*, ki določata, da javnofinačni deficit ne sme presegati 3 % BDP države, javni dolg pa ne sme presegati 60 % BDP države, razen če se to razmerje zadostno zmanjšuje in z zadovoljivo hitrostjo dosega referenčno vrednost.

Tabela 1: Maastrichtski kriteriji v izbranih državah kandidatkah v letu 2003

Maastrichtski kriteriji	Proračunski primanjkljaj	Javni dolg	Inflacija	Obrestna mera
Češka	-12,9	30,7	0,1	5,1
Estonija	2,6	5,4	1,3	5,4
Madžarska	-5,9	57,9	4,7	10,5
Latvija	-1,8	16,7	2,9	5,2
Litva	-1,7	23,3	-1,2	5,4
Poljska	-4,1	45,1	0,8	5,8
Slovaška	-3,6	45,1	8,5	7,5
Slovenija	-1,8	27,4	5,6	10,2

Opombe:

Deficit in javni dolg (% BDP), inflacija (CPI indeks), obrestne mere (posojilna obrestna mera z najdaljšim dospetjem).

Vir: Quarterly Economic Report, World Bank EU-8, 2004, str. 18.

Iz Tabele 1 je razvidno, da se proračunski primanjkljaj v večini držav zmanjšuje, baltske države in Slovenija imajo vrednosti v določenih okvirih, pri tem kriteriju imata največje

težave Češka in Madžarska. Javni dolg ni problematičen v nobeni državi kandidatki. Inflacijski kriterij pa povzroča kandidatkam več težav. Inflacijski kriterij ni fiksni in se spreminja. V letu 1997 je bil najnižji, 1,9 %, medtem ko je bil avgusta 2003 že 2,8 %. Kar pomeni, da so Madžarska, Slovaška in Slovenija (z izjemo Češke, Estonije, Litve, Latvije in Poljske) bistveno nad določenimi vrednostmi.

## **2.2. Teorija optimalnega valutnega območja**

Teorija optimalnega valutnega območja (OCA) pri opredeljevanju koristi in stroškov monetarne integracije izhaja iz vprašanja, ali se pričakuje, da bo država bolj izpostavljena simetričnim ali asimetričnim šokom, ko bo vstopila v monetarno unijo, in nato iz vprašanja, katere alternativne mehanizme plačilnobilančnega prilagajanja bo lahko uporabila, ko bo zaradi vstopa v monetarno unijo izgubila možnost uporabljati monetarno politiko in politiko deviznega tečaja.

Verjetnost asimetričnega šoka je eden ključnih elementov za ugotavljanje ustreznosti pridružitve evro območju. Če so učinki šokov, ki so jim izpostavljena gospodarstva primerljivi, jih imenujemo simetrični, v primeru različnih učinkov šokov oziroma v primeru, ko se šok pojavlja le v eni državi, pa so asimetrični. Posledice simetričnih šokov je mogoče odpravljati z enotno ekonomsko politiko, asimetrični šoki pa predstavljajo problem v skupnem valutnem prostoru, saj ni možnosti regionalnega delovanja denarne politike.

Pomemben pokazatelj pripravljenosti države, da sodeluje v enotnem valutnem območju pa je tudi lastna sposobnost absorpcije šokov. Če se kljub majhni verjetnosti asimetričnih šokov le-ti pojavijo, lahko njegove negativne posledice ekonomska politika preprečuje oziroma odpravlja z instrumenti kot sta denarna in tečajna politika. Ker ta možnost v primeru enotnega valutnega območja ne obstaja, morajo v gospodarstvu obstajati alternativni kanali prilagajanja šokom. V okviru teorije optimalnih valutnih območij se kot alternativa ukrepom denarne in tečajne politike največkrat omenja mobilnost proizvodnih faktorjev in možnost uporabe fiskalne politike, kot podpora prilagajanju državi, ki jo je prizadel nek asimetrični šok (Mrak, 2002, str. 394).

OCA priporoča naslednje strukturne značilnosti gospodarstev, ki bodisi zmanjšujejo verjetnost asimetričnih šokov, bodisi blažijo njihove posledice (Program vstopa v ERM II in prevzem evra, 2003, str. 13):

- fleksibilnost plač in mobilnost dela – večja fleksibilnost na trgu dela omogoča delovanje avtomatičnih mehanizmov prilagajanja asimetričnim šokom;
- heterogenost ekonomske strukture – gospodarstvo z veliko raznolikostjo proizvodov, namenjenih mednarodni menjavi je manj izpostavljeno šokom, ki se nanašajo na posamezne sektorje, saj v tem primeru ostane večina gospodarstva neprizadeta;

- struktura ekonomije – podobna struktura ekonomij držav, ki nameravajo oblikovati monetarno unijo zagotavlja večjo simetričnost šokov, za rešitev problema pa bo mogoče uporabiti koordinirano ekonomsko politiko, ki bo ustrezala vsem državam;
- odprtost gospodarstva – čim bolj je neko gospodarstvo odprto, tem manj je učinkovita uporaba deviznega tečaja kot instrumenta za odpravo asimetričnih šokov;
- sinhronizacija poslovnih ciklov – čim večja stopnja sinhronizacije poslovnih ciklov držav v monetarni uniji zmanjšuje potrebo po specifičnih ekonomskih politikah in predstavlja enega izmed najpomembnejših elementov za vodenje enotne denarne politike Evropske centralne banke (ECB);
- zaključenost procesa tranzicije in strukturnih reform.

Tipičen primer monetarne unije, ki je nastala na podlagi dolgotrajne ekonomske integracije, je Evropska monetarna unija, ki izpolnjuje večino strukturnih kriterijev in tvori optimalno valutno območje.

Med obveznostmi držav kandidat v primeru članstva v EU in EMU je tudi liberalizacija kapitalskih tokov. Ob sedanjih bolj globalnih in povezanih finančnih trgih pa odločitev države o liberalizaciji kapitalskega računa pomeni veliko večji, nepredvidljiv in nestabilen tok kapitala za državo.

### **3. LIBERALIZACIJA KAPITALSKIH TOKOV**

Pod pojmom prost pretok kapitala razumemo vse transakcije s finančnim in realnim premoženjem (na primer nepremičnine) med pravnimi in fizičnimi osebami na območju držav članic EU in vse tovrstne transakcije med navedenimi osebami z območja držav članic EU (rezidenti EU) s pravnimi in fizičnimi osebami tretjih držav (nerezidenti EU). V celoti navajam klasifikacijo kapitalskih tokov, kot jih določa evropska direktiva iz leta 1988, s katero je bilo uveljavljeno načelo prostega pretoka kapitala. Ti kapitalski tokovi so:

- neposredne naložbe,
- naložbe v nepremičnine,
- posli z vrednostnimi papirji, s katerimi se običajno trguje na kapitalskem trgu,
- posli z enotami skladov oziroma investicijskimi kuponi,
- posli z vrednostnimi papirji in drugimi instrumenti, s katerimi se običajno trguje na denarnem trgu,
- posli v zvezi s tekočimi ali depozitnimi računi pri finančnih institucijah,
- krediti, povezani s komercialnimi posli ali nudenjem storitev,
- finančna posojila in krediti,
- garancije in druga jamstva,
- transferji v povezavi z zavarovalniškimi pogodbami,
- osebna kapitalska gibanja (posojila, darila, dote, zapuščine, poravnava dolgov imigrantov v državo prejšnjega bivanja, premoženjski transferji imigrantov, transferji prihrankov imigrantov v državo prejšnjega bivanja),

- fizični izvoz in uvoz kapital (vrednostni papirji, plačilna sredstva),
- druga kapitalna gibanja (zapuščinski davek; odškodnine, če imajo značaj kapitala; povračila v primeru odstopanj od pogodbe, če gre za kapitalne posle).

S to direktivo iz leta 1988, ki je bila štiri leta pozneje dopolnjena z Maastrichtsko pogodbo, je bila uvedena popolna sprostitev kapitalskih tokov, kar pomeni, da pri kapitalskih transakcijah ne sme biti več deviznih in plačilnih omejitev, odpravljene pa morajo biti tudi administrativne, davčne in postopkovne omejitve. Prepovedana je tudi uporaba kakršnih koli zaščitnih ukrepov. Edino izjemo predstavlja uporaba posebne plačilno bilančne klavzule, ki dovoljuje državam članicam, ki še niso vključene v EMU, da v primeru nenadnih plačilno bilančnih težav začasno omejijo pretok kapitala. Poleg tega EU pri prostem pretoku kapitala ne dopušča trajnih odmikov od skupnega pravnega reda.

Begg et al. (2001, str. 1) govorijo o režimu gibanja kapitala, ki ga opredelijo kot niz pravil, ki omogočajo državi, da uživa prednosti integracije v mednarodni finančni sistem, udeležbe v mednarodni trgovini, učinkovito mednarodno alokacijo kapitala in sposobnost pridobivanja tujega kapitala za domače finančne investicije z omejevanjem verjetnosti valutne in finančne krize.

### **3.1. Vzroki in značilnosti kapitalskih pritokov**

Dejavnike, ki določajo obseg kapitalskih pritokov v neko državo, delimo na notranje in zunanje dejavnike. Notranji dejavniki zajemajo širok spekter stabilizacijskih ukrepov in reform, ki naredijo državo prejemnico kapitala manj tvegano za tuja vlaganja. Osnovi zunanji dejavniki pa so nižji donos v državah vlagateljicah, ki usmerjajo kapitalne tokove proti državam prejemnicam, kjer so zaradi manjše razvitosti in večjega tveganja pričakovani in dejanski donosi običajno višji.

Ločimo štiri osnovne dejavnike, ki prispevajo k močnejšim finančnim pritokom v neko gospodarstvo (Begg et al., 2002, str. 26):

1. Stabilizacija okolja za investiranje, izboljšana potencialna donosnost naložb in vzdrževanje stopnje gospodarske rasti v državah prejemnicah kapitala, ki je višja od stopenj rasti v bolj razvitih državah, pritegnejo večje pritoke kapitala in na tak način omogočajo državi prejemnici kapitala financiranje profitnih investicij.
2. Kapitalni pritoki so posledica strukturnih sprememb na kapitalnem trgu v državi prejemnici kapitala kot tudi spremenjenih pogojev na zunanjih trgih, ki omogočajo vse hitrejšo vstopanje države prejemnice kapitala na globalne trge in izkoriščanje njihovih primerjalnih prednosti.
3. Morebitni padec inflacije povzroča naraščanje povpraševanje po denarju in naraščanje domačih obrestnih mer, kar pritegne tuji kapital. Tako omogočajo pritoki tujega kapitala doseči ustrezno večjo količino ponudbe denarja, saj mora centralna banka zaradi

povečanih pritokov kapitala intervenirati v obliki dodatnega povpraševanja po devizah, s čimer poveča količino denarja v obtoku.

4. Prilagajanje trenutnim trendom v premikih kapitala, ki so lahko tudi posledica pretiranih reakcij na nove informacije. Čredni učinek je tako še bolj izrazit pri morebitnem umiku kapitala.

Sprostitvi kapitalskih tokov sledi obdobje močnih neto pritokov. Temu sledi oster obrat in neto odtoki kapitala. Kanali kapitalskih pritokov so tako lahko tudi potencialni kanali za odtoke kapitala iz države (Begg et al., 2001, str. 6):

1. Izguba zaupanja v dolgotrajne strukturne reforme za vzdrževanje rasti ali uresničevanje politične stabilnosti ter vračanja tujega kapitala bo sprožila preobrat dolgoročnih investicij.
2. Uspešen razvoj domačega trga kapitala sčasoma zmanjša odvisnost od tujega kapitala, saj so nacionalno varčevanje in investicije mnogo višje korelirane kot pa to pojasnjuje naivna interpretacija globalnega trga kapitala.
3. Povečana pričakovana inflacija bo zmanjšala povpraševanje po domači valuti, kar prinaša zahtevo po spremembi ponudbe domače valute. Če domača politika ne doseže ustrezne spremembe na strani ponudbe, bodo kapitalski tokovi v plačilni bilanci delovali kot operacija odprtega trga v skrajni sili.
4. Nižja pričakovanja v stopnji strukturnega prilagajanja in realna apreciacija nacionalne valute ali zmanjšanje obrestne mere bo povzročilo zmanjšanje povpraševanje globalnih investitorjev po valuti v tej državi, kar bo pospeševalo odtok kapitala iz države.

Večji kapitalski tokovi so seveda nedobrodošli, če je mobilnost kapitala nizka. Narasčajoče kapitalске tokove v zadnjih dveh desetletjih je potrebno pripisati vse večji finančni liberalizaciji in narasčajoči finančni in tržni integraciji. Z vidika velikosti in potencialnega obrata kapitalskih tokov sta najpomembnejša tretji in četrti kanal kapitalskih tokov.

Pritok kapitala vpliva na realni tečaj tako preko nominalnega deviznega tečaja, kot tudi preko Balassa-Samuelsonovega učinka, pri čemer je realna apreciacija domače valute rezultat prilagajanja relativnih cen med menjalnim in nemenjalnim sektorjem gospodarstva. Ker rast produktivnosti v nemenjalnem sektorju zaostaja za rastjo produktivnosti v menjalnem sektorju, morajo proizvajalci v nemenjalnem sektorju dvigovati relativne cene, da lahko izplačujejo enako raven plač kot v menjalnem sektorju. Večja kot je razlika v produktivnosti med obema sektorjema, tem večje so notranje relativne cene. Cene v menjalnem sektorju so povezane s tujimi preko tečaja, cene v nemenjalnem pa so omejene samo glede na raven notranjih relativnih cen. Tako je splošna raven cen različna med državami, ki so dosegle različno relativno produktivnost med obema sektorjema. Glede na to, da je rast produktivnosti v državah kandidatkah za vstop v EU in EMU večja od rasti produktivnosti v državah članicah EU, bo Balassa-Samuelsonov učinek ob nespremenjenih drugih dejavnikih prispeval k hitrejši rasti cen v državah kandidatkah. Zaradi tega bo realni devizni tečaj, definiran na

osnovi indeksa potrošnih dobrin (CPI)<sup>1</sup>, v času približevanja k EMU naraščal hitreje. Sprememba relativne ravni cen med dvema državama oziroma realna apreciacija nacionalnih valut držav kandidatk, je zato posledica hitrosti in intenzivnosti dohitevanja razvitejših držav v produktivnosti. Če se torej želijo države kandidatke izogniti izgubi konkurenčnih prednosti gospodarstva in večjih težav v plačilni bilanci, se mora usmerjati realna apreciacija domače valute z Balassa-Samuelsonovim učinkom.

Proces dohitevanja se bo zaključil, ko bo produktivnost v obeh sektorjih gospodarstva, v menjalnem in nemenjalnem, enaka tisti v najbolj razvitih državah, takrat bo izenačena tudi raven cen in realna apreciacija bo prenehala, saj bodo izenačene tudi notranje relativne cene med državami.

Ravnotežna realna apreciacija, ki izhaja iz Balassa-Samuelsonovega učinka, in spremlja proces dohitevanja, je odvisna od tega, v katerem sektorju, menjalnem ali nemenjalnem, bo rast produktivnosti hitrejša. Po prvih opravljenih simulacijah, se zdi najbolj verjetno, da bo konvergenca v menjalnem sektorju dosežena pred konvergenco v nemenjalnem sektorju. Ker predvidevamo, da bo po konvergenci produktivnosti v menjalnem le-ta najprej rasla po enakih stopnjah kot v ostalih državah, bo dohitevanje izkazovala samo še produktivnost v nemenjalnem sektorju. Ta bo zaradi dohitevanja rasla hitreje kot v razvitejših državah in povzročila, ob rasti produktivnosti menjalnega sektorja, ki bo enaka tisti v tujini, realno depreciacijo v zadnji fazi konvergence. Ocene kažejo, da je učinek relativno zanemarljiv, in naj bi znašal le kakšno desetino točke ali dve letne inflacije. Predstavljeni proces dohitevanja predvideva v zadnji fazi tudi nekaj večjo raven cen kot v razvitejših državah, ki pa bo izginjala skladno z realno depreciacijo. To preseganje cen je pogojeno s tem, da menjalni sektor konvergira hitreje kakor nemenjalni (Program vstopa v ERM II in prevzem evra, 2003, str. 21-22).

V zadnjem času je več avtorjev empirično ocenilo vpliv Balassa-Samuelsonovega učinka na realno apreciacijo nacionalnih valut v državah kandidatkah. Jazbec (2002, str. 42) za Slovenijo ugotavlja, da 1 % porast razlike med produktivnostjo menjalnega in nemenjalnega sektorja povzroči 1,74 % povečanje indeksa potrošnih cen oziroma 1,64 % naraščanje realnega deviznega tečaja, definirane na osnovi indeksa potrošnih dobrin. Mednarodni

---

<sup>1</sup> Realni efektivni devizni tečaj (definiran na osnovi CPI) ( $e$ ) izražen kot cena domače valute v enotah tuje valute (direktna kotacija) je opredeljen kot nominalni efektivni devizni tečaj ( $E$ ), popravljen z razmerjem indeksov potrošnih cen doma ( $CPI^d$ ) in v tujini ( $CPI^f$ ) in se glasi:

$$e = \frac{E * CPI^d}{CPI^f}$$

Ob nespremenjenem  $CPI$  v tujini in nominalnem deviznem tečaju  $E$  sledi, da bo višji  $CPI$  doma povzročal dvig realnega deviznega tečaja oziroma apreciacijo domače valute.

denarni sklad (MDS) ocenjuje letni učinek realne apreciacije domače valute za posamezno državo kandidatko v višini 1,5 do 2 %. Pelkmans et al. (2000) na osnovi relativnih ravni cen v državah kandidatkah v primerjavi z državami EU napovejo 3,5 do 4 % ravnotežno letno realno apreciacijo nacionalnih valut v kandidatkah. Simon in Kovács za Madžarsko ocenjujeta 1,9 % letno realno apreciacijo zaradi Balassa-Samuelsonovega učinka v letih 1991-1998. MDS ocenjuje letni učinek povišanja realnega deviznega tečaja za Slovenijo v višini 2,5 %. Kljub razlikam v ocenjevalnih metodah, vse študije kažejo na določeno prisotnost Balassa-Samuelsonovega učinka, ki bo v državah kandidatkah v povprečju letno povzročil nad 1,5 % realno apreciacijo nacionalnih valut (Szapáry, 2000, str. 5-6).

Slovenija bi imela probleme z izpolnjevanjem Maastrichtskega kriterija nizke inflacije v primeru hitre gospodarske rasti, ki temelji na hitri rasti produktivnosti menjalnega sektorja in neproduktivnem nemenjalnem sektorju. Hitrejša rast produktivnosti bi sicer občutno skrajšala čas dohitevanja (realne konvergence), odrazila pa bi se v večji realni apreciaciji. Vendar bi slovensko gospodarstvo ob sedanji stopnji intenzivnosti dohitevanja najrazvitejših držav potrebovalo še dve do tri desetletja. V tem primeru bi proces konvergence spremljala ravnotežna realna apreciacija z okoli 1 do 1,5 odstotne točke na letni ravni. Proces dohitevanja je ravnotežni proces in zato povzročena realna apreciacija ne ogroža konkurenčnosti slovenskega gospodarstva. Po prevzemu evra kot skupne valute oziroma stabilizacije tečaja, bi se realna apreciacija odrazila izključno kot višja inflacija. Kljub temu cenovna stabilnost s tem ni ogrožena in inflacija bi tako ostala zmerna in v okvirih maastrichtskih kriterijev (Program vstopa v ERM II in prevzem evra, 2003, str. 22).

Poleg Balassa-Samuelsonovega učinka neto kapitalski tokovi vplivajo na realni devizni tečaj tudi preko presežkov deviz na deviznem trgu. Kadar so neto kapitalski tokovi povezani z neto prilivi deviz, prihaja do teženj po apreciaciji domače valute. Za politiko deviznega tečaja je kratkoročno gledano ta vidik kapitalskih tokov zelo pomemben, saj lahko obseg deviznih prilivov vpliva na ravnotežje na deviznem trgu, prevelika apreciacija domače valute pa poslabša konkurenčnost domačega gospodarstva.

### **3.2. Ekonomske posledice kapitalskih tokov in finančne krize**

Škodljive posledice kapitalskih pritokov in odtokov nastanejo, ko (Oplotnik, 2002, str. 42):

- povečan pritok kapitala iz tujine povzroči pritisk na vrednost domače valute. Pride do apreciacije, ki nima realne osnove v konkurenčnosti gospodarstva, presežku na tekočem računu in trdnih ekonomskih temeljih. V državah, ki so si za pot stabilizacije izbrale fiksen devizni tečaj, se pojavlja problem monetizacije deviz, cenovne stabilnosti in obrestnih nihanj;
- nenadno povečanje odtoka kapitala iz gospodarstva povzroči pretirano izčrpanje deviznih rezerv, pritisk na obrestne mere, nezaupanje tujih vlagateljev, devalvacijo, omejen dostop do tujih virov financiranja in upad gospodarske rasti.

Vsesplošen proces liberalizacije kapitalskih tokov je bistveno povečal mednarodno mobilnost kapitala, to pa so spremljale vse bolj pogoste finančne krize. Tesna medsebojna povezanost mednarodnih tokov kapitala in finančnih kriz je v skladu z zgodovinskimi izkušnjami na tem področju, saj so obdobjem hitre rasti obsega mednarodnih tokov kapitala običajno sledila obdobja finančnih kriz oziroma obdobje, ko je bil obseg tokov ali povsem prekinjen ali vsaj bistveno zmanjšan. Za obdobje od leta 1994 dalje so značilne finančne krize, ki so jim bile izpostavljene številne države v razvoju in države v tranziciji. Najbolj pogosto so omenjene kriza Evropskega monetarnega sistema leta 1992, mehiška kriza konec leta 1994, azijska kriza leta 1997, ruska kriza 1998 ter brazilska kriza leta 1999. Čeprav se krize v vseh teh državah med seboj razlikujejo, so vse države imele nekaj pomembnih skupnih razlogov, ki so povzročili nastanek krize v posamezni državi (Mrak, 2002, str. 626):

1. Tako so vse države pred izbruhom krize beležile visoke neto pritoke kapitala. Posledica tega je bilo povečanje zadolženosti držav, pri čemer so pomemben delež dolga predstavljale kratkoročne obveznosti. Višje obrestne mere doma so povzročile večje zadolževanje v tujini. Večje odvisnost od tujega kapitala, ki je nastala zaradi liberalizacije finančno-kapitalskega računa plačilne bilance, je tako povečala ranljivost države glede sprememb odnosa tujih investitorjev do države.
2. Slabo upravljanje z dolgom, za katerega je bila značilna popolna odsotnost uporabe finančnih instrumentov za zavarovanje pred likvidnostnim, tečajnim in obrestnim tveganjem. Tako so se države, banke in podjetja pretežno zadolževale v tujih valutah in po nižji obrestni meri, medtem ko so bili plasmaji realizirani v domačih valutah in po višji obrestni meri. Poleg tega so se države, banke in podjetja zadolževale s kratkoročnimi instrumenti, medtem ko so bili plasmaji teh sredstev dolgoročnejši. Zavarovanje pred vsemi tremi vrstami tveganj je bilo destimulirano zaradi vrste razlogov. Domači trgi instrumentov za zavarovanje pred valutnimi in obrestnimi tveganji so bili nerazviti, instrumenti, kupljeni v tujini, pa bi zaradi svojih stroškov zmanjševali privlačnost zadolževanja v tujini. Takšno obnašanje je bilo podkrepjeno s spoznanjem, da je glede na sprejeto obvezo monetarnih oblasti o režimu fiksnega deviznega tečaja zavarovanje nepotrebno.
3. Ranljivost režimov deviznega tečaja in trend naraščanja primanjkljaja v tekočem delu plačilne bilance. Za manj razvite države, ki so znašle v finančni krizi, je bilo značilno, da so imele režim fiksnega deviznega tečaja, ki je začel realno apreciiirati, saj je bila stopnja inflacije v manj razvitih državah še vedno višja kot v industrijsko razvitih državah. Poslabšala se je konkurenčna sposobnost gospodarstva, ki se kazala v povečanem primanjkljaju tekočega dela plačilne bilance, kar ob obilnih pritokih kapitala ni bilo problematično. Težave so nastopile takrat, ko je zaradi spremenjenega odnosa investitorjev do države vzdržna raven primanjkljaja postala nevzdržna.
4. Slabosti v bančnem sistemu prizadetih držav, povezane s hitro in slabo pripravljeno liberalizacijo finančnih tokov ter obsežnimi pritoki kapitala, so se kazale v premajhni preglednosti poslovanja bank in neprimernih računovodskih standardih, v slabem upravljanju z bančnimi tveganji, vključno z vse večjim obsegom posojanja povezanim



osebam ter v problemih na področju regulative in nadzora v razmerah liberalizacije bančnih dejavnosti.

5. Vpliv političnih dogodkov v državi na razvoj in izbruh finančnih kriz.
6. Problem pomanjkanja informacij, ki bi tujim investorjem omogočale celovit vpogled v ekonomsko-finančni položaj v državi in na ta način kvalitetnejše odločanje o svojih finančnih plasmajih v te države. Investicijski tokovi, ki so bili zasnovani na nepopolnih informacijah, so namreč zelo občutljivi na spremembe, ki jih povzročijo nove informacije.
7. Neposredne ali posredne garancije, ki so jih izdajala mnoge manj razvite države, da bi vzpostavile pravni in institucionalni sistem, za katerega so tuji upniki ocenjevali, da jim zagotavlja neposredno ali vsaj posredno garancijo države za sredstva, ki so jih vložili v tej državi. Tako so pričakovanja tujih investorjev, da bo država v primeru izbruha krize rešila svoje propadajoče banke, predstavljale enega od ključnih vidikov moralnega hazarda v dosedanjih finančnih krizah.
8. Pojav »okužbe«, ki je posebna oblika zunanjega šoka, ko se izguba zaupanja v določeno državo, ki je posledica poslabšanih ekonomskih temeljev te države, razširi na drugo državo, s katero prva država trguje ali je njena geografska sosed, čeprav so ekonomski temelji v tej drugi državi ostali nespremenjeni.

To sicer ne pomeni, da je bil izbruh finančnih kriz v teh državah izključno posledica omenjenih razlogov, nesporno pa je postalo dejstvo, da v pogojih liberalizacije kapitalskih tokov države potrebujejo večjo stopnjo fleksibilnosti pri vodenju svoje tečajne politike. To dejstvo potrjujejo izkušnje vseh navedenih držav, ki so vse po vrsti na izbruh finančne krize reagirale bodisi s preходом na bolj fleksibilen režim fiksnega deviznega tečaja bodisi s preходом na enega od režimov fleksibilnega deviznega tečaja. Finančne krize devetdesetih let so eden od pomembnejših razlogov, zaradi katerih se je delež držav v razvoju in držav v tranziciji, ki imajo režime fleksibilnega deviznega tečaja, v zadnjih dveh desetletjih močno povečal (Mrak, 2002, str. 381).

Vendar moram opozoriti tudi na dejstvo, da režimi fleksibilnega deviznega tečaja ne omogočajo popolnega zavarovanja pred finančnimi krizami v razmerah visoke mobilnosti kapitala. Velike in nepričakovane spremembe v gibanju fleksibilnega deviznega tečaja namreč lahko sprožijo krizo v bančnem in finančnem sektorju, ki lahko nastane zaradi neustrezne valutne strukture in dospelosti sredstev in obveznosti države (Begg et al., 2002, str. 13). Tako problem vzdrževanja ravnotežnega režima gibanja kapitala ostaja pomemben tako v razmerah fiksnega kot tudi v razmerah fleksibilnega deviznega tečaja.

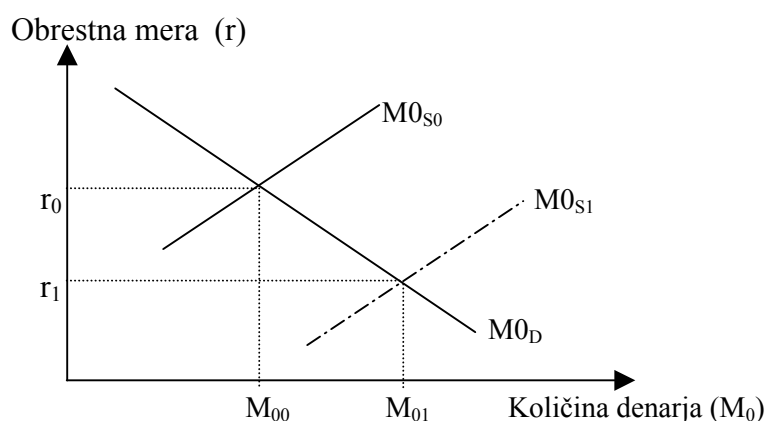
### **3.3. Ukrepi ekonomske politike za obvladovanje obsežnih kapitalskih pritokov**

Instrumenti ekonomske politike, ki jih uporabljajo države za obvladovanje tveganj, nastalih s kapitalskimi pritoki, so naslednji (Berk, 2000, str. 33-34):

- *Nesteriliziran odkup deviznih presežkov* in monetizacija pritokov, ki povzroča inflacijske pritiske, razen če hkrati ne pride do povečanega povpraševanja po denarju.

- *Sterilizacija pritokov*, s katero centralna banka zmanjšuje pritiske na apreciacijo domače valute brez inflacijskih učinkov. Začetni pritok kapitala iz tujine poveča obseg denarja v obtoku, kar povzroči premik krivulje ponudbe denarja iz  $M0_{s0}$  v  $M0_{s1}$  na Sliki 1. Hkrati večja ponudba denarja zniža domače obrestne mere iz  $r_0$  na mednarodno raven  $r_1$ . Centralna banka prek intervencije na deviznem trgu umakne izdani primarni denar nazaj iz obtoka z izdajo vrednostnih papirjev, denominiranih v domači valuti. Če teh ni na voljo, začne centralna banka izdajati blagajniške zapise. Končni rezultat tega ukrepa je povečanje deviznih rezerv države in nevtralizacija povečanega obsega domačega denarja v obtoku, do katerega je prišlo zaradi nakupa deviz s strani centralne banke. Krivulja ponudbe primarnega denarja  $M0_{s1}$  se tako premakne nazaj na prvotno krivuljo  $M0_{s0}$ , hkrati pa se povečajo tudi obrestne mere iz  $r_1$  v  $r_0$ , kar pa prinaša nevarnost dodatnih kapitalskih pritokov. S sterilizacijo so povezani tudi veliki stroški.

Slika 1: Nemoč sterilizacije



Vir: Berk, 2000, str. 34.

- *Restriktivna fiskalna politika* je edino sredstvo za zadrževanje inflacije in preprečevanje realne apreciacije domače valute, kadar se gospodarstvo spopada s povečanimi in trajnimi kapitalskimi pritoki, predvsem kadar ti izvirajo iz povečanega domačega povpraševanja. Ukrepi te ekonomske politike vodijo k zmanjševanju proračunskega primanjkljaja z omejevanjem rasti proračunskih izdatkov in povečevanjem obdavčitev. Tako se bo zmanjšal obseg celotnega povpraševanja in torej tudi obseg povpraševanja po uvozu.
- *Liberalizacija mednarodne menjave*, ki pri odpravi trgovinskih omejitev vsaj kratkoročno – prek začasno povečanega plačilnobilančnega primanjkljaja – absorbira del kapitalskih pritokov, ne da bi vplivala na povečanje domačega povpraševanja.
- *Nadzor uvoza kapitala*, katerih osnovni namen je omejiti pretok tujega kapitala, razdelimo v dve skupini. V prvi skupini je administrativni ali direktni nadzor uvoza kapitala, ki določene transakcije prepoveduje ali za njih predpisuje kvantitativne omejitve. V drugi skupini pa je tržni ali indirektni nadzor uvoza kapitala, ki pritoke kapitala omeji na ta način, da jih podraži (neposredna in posredna obdavčitev kapitalskih transakcij).

- *Devizni tečaj* je klasičen ukrep, s katerim se države odzivajo predvsem na trajne oblike kapitalskih pritokov, je dopuščanje krepitve vrednosti valute, kar se lahko izvaja ali z revalvacijo deviznega tečaja ali s politiko njegove večje fleksibilnosti.
- *Ukrepi za krepitev finančnega sektorja* s katerimi poskušajo države okrepiti odpornost svojih finančnih sistemov na pritoke tujega, predvsem kratkoročnega kapitala.

## 4. KAPITALSKI PRITOKI V DRŽAVAH KANDIDATKAH

### 4.1. Obseg kapitalskih pritokov

Kapitalski pritoki v kandidatkah za članstvo v EU so v devetdesetih letih dosegale zelo velike vrednosti, saj so nekatere države v obdobjih povečanih pritokov dosegale vrednosti tudi do 17 % BDP in več kapitalskih pritokov. Slovenija je bila zaradi relativne zaprtosti kapitalskega računa precejšnja izjema. Primerjava povprečne relativne velikosti kapitalskih pritokov v obdobju njihovih nenadnih povečanj med državami kandidatkami in nekaterimi članicami, ki so doživljale večje pritoke kapitala (Italija, Portugalska, Španija, Grčija in Irska) kaže, da so bila gospodarstva držav kandidatk (z izjemo Slovenije) v devetdesetih letih bistveno bolj izpostavljena kapitalskim pritokom kot članice EU, saj se je pri prvih relativna velikost kapitalskih tokov v obdobjih nenadnih povečanj gibala nekje med 10-15 % BDP (Tabela 2), medtem ko je v izbranih članicah EU znašala le 4-6 % BDP (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 6-8).

Tabela 2: Velikost kapitalskih pritokov v državah kandidatkah (v % BDP)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Povp.
Češka	7,0	11,3	17,6	6,0	2,8	5,9	4,9	7,9
Estonija	11,5	7,3	7,2	11,5	16,5	9,2	8,3	10,2
Madžarska	17,5	8,6	17,8	1,1	1,8	7,0	9,1	9,0
Latvija	-5,4	-2,8	0,4	9,3	7,9	12,3	13,4	5,0
Litva	10,6	4,6	13,5	9,2	12,3	15,8	9,3	10,8
Poljska	3,0	0,0	7,0	4,8	6,5	7,9	9,4	5,5
Slovaška	4,8	3,3	7,6	13,1	10,6	8,1	10,2	8,2
Slovenija	-0,8	0,7	1,6	3,2	7,2	1,5	2,9	2,3

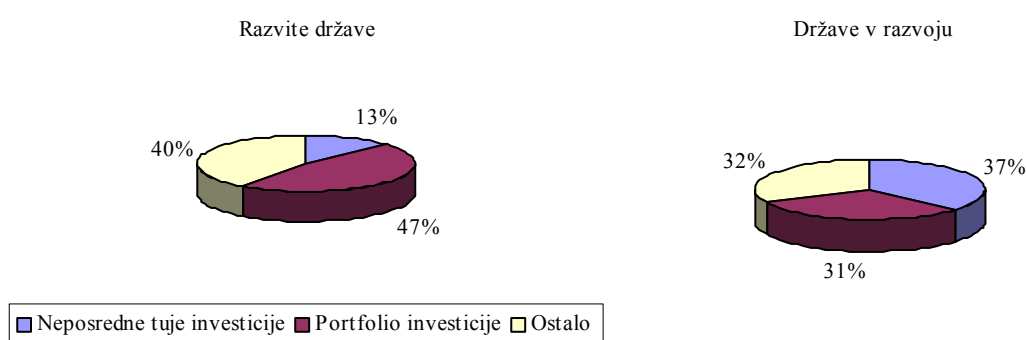
Vir: Capriolo, Lavrač, 2002, str. 7.

Dejanske ravni kapitalskih pritokov v večini držav kandidatk so še vedno pod pričakovanimi. Izjema so Češka, Madžarska in Poljska, ki so se zaenkrat najbolj približale pričakovanim ravnam. Za ostalih sedem kandidatk iz skupine tranzicijskih držav v splošnem obstaja precejšen razkorak med dejanskimi podatki in pričakovano ravni kapitalskih pritokov, kar kaže na občuten integracijski učinek, pri katerem bodo nove članice deležne predvsem več kapitala iz ostalih držav Unije, medtem ko so tokovi iz zunanjih držav ne bodo spremenili (Buch, Heinrich, 2002, str. 6).

## 4.2. Struktura kapitalskih pritokov

Struktura kapitalskih pritokov v državah v razvoju se razlikuje od strukture kapitalskih pritokov v razvitih državah. V razvitih državah so v devetdesetih prevladovala predvsem portfolio in ostale investicije pred neposrednimi tujimi investicijami, ki so dosegle le 13 % delež. Države v razvoju so se bolj opirale na neposredne tuje investicije, pri čemer so imeli vsi trije tuji viri financiranja približno enak pomen, kot prikazano tudi na Sliki 2.

Slika 2: Struktura bruto kapitalskih pritokov v razvitih državah in v državah v razvoju v letih 1990-1999



Vir: Buch, Heinrich, 2002, str. 8.

Za razliko od razvitih držav in držav v razvoju, so bile za države kandidatke daleč največjega pomena ostale investicije, predvsem tuja bančna posojila, ki so predstavljala v 53,7 % vseh pritokov kapitala v teh državah. Neposredne tuje investicije so bile s 31 % deležem na drugem mestu, medtem ko so imele portfolio investicije v državah kandidatkah manjši pomen, saj je bil njihov 15,4 % delež mnogo nižji kot v razvitih državah ali državah v razvoju.

Pojavlja se pomembna razlika, ko primerjamo strukturo kapitalskih pritokov med kandidatkami neformalnega prvega in drugega kroga, kjer imajo pri prvih relativno večji pomen neposredne tuje investicije, pri drugih pa ostale investicije (Buch, Heinrich, 2002, str. 8-9).

Tabela 3: Struktura kapitalskih pritokov v tranzicijske države v letih 1990-1999 v %

	Neposredne tuje investicije	Portfolio investicije	Ostale investicije
Češka	34,9	13,2	51,9
Estonija	41,8	17,1	41,2
Madžarska	65,9	38,7	-4,3
Poljska	116,1	18,6	-34,7
Slovenija	27,5	24,6	47,8
Povprečje 1. skupine kandidatk	57,2	22,4	20,4
Bolgarija	-128,5	8,9	219,6
Latvija	37,7	4,5	57,8
Litva	34,9	13,1	52,0
Romunija	46,7	1,6	51,7
Slovaška	32,7	13,3	54,0
Povprečje 2. skupine kandidatk	4,7	8,3	87,0
Celotno povprečje	31,0	15,4	53,7

Vir: Buch, Heinrich, 2002, str. 9.

Iz Tabele 3 lahko ugotovimo za kandidatke prvega kroga, da glede deležev posojil v kapitalskih pritokih bistveno ne odstopajo od povprečja, ki velja za vseh deset tranzicijskih kandidatk, razen v primeru Poljske in Madžarske, kjer so ostale investicije negativne zaradi odplačil tujega dolga (Buch, Heinrich, 2002, str. 8). Pri neposrednih tujih investicijah prav tako izstopata Poljska in Madžarska, ki je imela poleg neposrednih tudi relativno visok delež portfolio investicij. Pri Sloveniji je kategorija portfolio investicije visoka zaradi javnih portfolio tokov, povezanih z dolžniškimi transakcijami države (mednarodne izdaje državnih obveznic), ki so se v devetdesetih letih nanašale predvsem na prevzemanje dolga bivše Jugoslavije ali na refinanciranje zunanjega dolga in zato niso bile povezane z denarnimi pritoki. Tuje portfolio investicije so bile v Sloveniji bistveno manjše in so po uvedbi omejitev v letu 1997 praktično izginile (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 17).

#### 4.3. Kapitalski pritoki v Sloveniji

Osnova za spremljanje mednarodnih tokov kapitala in njihovih učinkov na gospodarstvo je plačilna bilanca, deloma pa tudi podatki o stanju mednarodnih naložb in obveznosti. Za razumevanje politike Banke Slovenije do kapitalskih pritokov v Sloveniji v devetdesetih je potrebno upoštevati tako devizne pritoke, ki izvirajo iz transakcij na kapitalnem računu kot tiste na tekočem računu.

V prvih treh letih po osamosvojitvi se je stališče do kapitalskih pritokov oblikovalo v razmerah presežkov tekočega računa plačilne bilance. Kapitalski tokovi so nato začeli spreminjati svojo strukturo, kar je vodilo do postopnega zmanjševanja tekočega presežka v plačilni bilanci in pojavljanja presežka na kapitalnem računu (Tabela 4). Povprečna velikost kapitalskih pritokov v devetdesetih letih v Sloveniji je znašala 2,3 % BDP in je bila daleč

najnižja med vsemi državami kandidatkami, kar je v veliki meri rezultat ukrepov, ki jih je za preprečevanje negativnih vplivov kapitalskih pritokov na konkurenčnost gospodarstva izvajala Banka Slovenije. Kapitalski pritoki so naraščali do leta 1996, ko so dosegli višek, nato je sledilo obdobje zatišja do leta 1999, od takrat naprej pa kapitalski tokovi zopet naraščajo.

Tabela 4: Plačilna bilanca Slovenije (v % BDP) v letih 1992-2000

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Tekoči račun	7,5	1,5	4,0	-0,6	0,2	0,1	-0,8	-3,9	-3,3
2. Kapitalski račun	-1,0	2,2	3,3	3,2	4,6	3,7	1,8	3,2	5,8
3. Celotne rezerve	-6,5	-3,8	-7,3	-2,6	-4,8	-3,7	-1,0	0,7	-2,5
a. Rezerve BS (MRD)	-5,1	-0,7	-4,5	-1,3	-3,1	-7,1	-0,6	0,6	-1,1
b. Rezerve bank	-1,4	-3,0	-2,8	-1,4	-1,7	3,3	-0,5	0,0	1,5

Vir: Capriolo, Lavrač, 2001, str. 4.

V Sloveniji so bili v devetdesetih letih najpomembnejši kapitalski pritoki rezidentov v obliki tujih posojil in repatriacija depozitov iz tujine ter t.i. »deviz iz žimnic«, ki so skupaj dosegli 69,4 % vseh privatnih kapitalskih tokov. Največja komponenta kapitalskih pritokov rezidentov v letih 1992-2000 so bila posojila bankam in podjetjem, ki so v povprečju znašala 2,2 % BDP. V povprečju so si podjetja izposojala bolj kot banke (1,5 % BDP podjetja in 0,7% BDP banke), večina posojil pa je bilo dolgoročne narave.

Tabela 5: Posojila iz tujine bankam in podjetjem v letih 1992-2000 (v % BDP)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Banke	-0,1	0,0	0,7	1,2	1,5	-0,1	0,2	1,3	1,5
Podjetja	0,5	0,7	0,9	1,1	1,3	2,0	1,3	2,5	2,9
Posojila skupaj	0,4	0,8	1,6	2,3	2,8	2,0	1,5	3,8	4,5

Vir: Capriolo, Lavrač, 2002, str. 12.

Iz Tabele 5 je razviden trend naraščanja tujih posojil bankam in podjetjem. Posojila bankam so postopno naraščala v letih 1993-1996, z izjemo v letu 1997. Posojila podjetjem so ravno tako naraščala v letih 1992-1997, z rahlim padcem v letu 1998. Velik porast posojil v letih 1999 in 2000 pa je posledica odprave kapitalskih omejitev leta 1999.

Zaradi uvedbe omejitev kratkoročnih kapitalskih tokov je bilo bankam leta 1995 onemogočeno najemanje kratkoročnih posojil v tujini za obdobje dveh let. Dolgoročna posojila bankam so naraščala do leta 1997, ko je prišlo do drastičnega padca zaradi uvedbe zahteve po izenačeni neto devizni poziciji bank. Po ukinitvi omejitev leta 1999 je začelo bančno izposojanje v tujini močno naraščati. Tuja posojila podjetjem so v devetdesetih letih občutno narasla, predvsem na račun povečanja dolgoročnih posojil, medtem ko se so kratkoročna posojila povečevala v manjšem obsegu (Tabela 6).

Tabela 6: Dolgoročna in kratkoročna posojila iz tujine bankam in podjetjem (v mio USD)

	Dolgoročna posojila iz tujine			Kratkoročna posojila iz tujine		
	Banke	Podjetja	Skupaj	Banke	Podjetja	Skupaj
1992	-6,8	58,8	52,0	-2,4	6,7	4,3
1993	-2,4	94,7	92,3	4,1	67,5	71,6
1994	106,0	128,5	234,5	0,2	-6,3	-6,1
1995	212,4	212,6	425,0	3,3	-49,5	-45,2
1996	294,0	238,0	532,0	-3,2	4,9	0,7
1997	-15,0	371,6	356,6	0,0	68,8	68,8
1998	40,3	253,2	293,6	0,4	-19,8	19,4
1999	250,0	497,1	747,1	7,2	14,2	21,4
2000	281,9	530,9	812,8	-3,2	-11,3	-15,4

Vir: Capriolo, Lavrač, 2002, str. 13.

Drugo komponento kapitalskih pritokov rezidentov sestavljajo tuji depoziti in prinašanje »deviz iz žimnic« v banke, ki so pomembno vplivali na kapitalске pritoke v obdobju 1992-1994 in so bili zaradi pritiskov na apreciacijo tečaja tudi povod za sterilizacijsko politiko Banke Slovenije. Glavna vzroka za repatriacijo sta bila predvsem postopna stabilizacija in večje zaupanje v domačo valuto. Ker se je izkazalo, da so bili pritoki na račun gospodinjstev enkratni dogodek, je prihajalo do večjega povpraševanja po denarju, zato je obstajal potencialen prostor za monetizacijo. Iz česar izhaja, da je bila sterilizacija pritokov morda pretirana (Capriolo, Lavrač, 2001, str. 10-15).

Med kapitalске pritoke nerezidentov štejemo neposredne tuje investicije in portfolio investicije. Neposredne tuje investicije se smatrajo za najkoristnejši tip kapitalskih pritokov zaradi njihovega pozitivnega učinka na proces prestrukturiranja podjetij in gospodarsko rast. Omogočajo tudi prenos tehnologije in spodbujajo razvoj konkurence. Neposredne tuje investicije v Sloveniji so bile relativno stabilne in v primerjavi z ostalimi državami kandidatki ni dosegla velikih vrednosti (največ 1% BDP). V primerjavi z neposrednimi tujimi investicijami imajo lahko portfolio investicije, zlasti kratkoročne investicije špekulativne narave, v večjem obsegu destabilizirajoče učinke. Pazljivost pri portfolio investicijah je razvidna iz ukrepov Banke Slovenije, ki je ob porastu portfolio tokov v letih 1995-1997 uvedla omejitve v obliki skrbniškega računa, po kateri so ti tokovi praktično presahnili. Kljub majhnim količinam so portfolio tokovi kazali veliko nestabilnost (največji obrat pritokov je znašal 0,2 % BDP), zato je bila odločitev banke Slovenije z vidika zaščite stabilnosti valute pravilna (Capriolo, Lavrač, 2001, str. 16-18).

#### 4.3.1. Politika prilaganja mednarodnim pritokom kapitala v Sloveniji

Banka Slovenije se je v primeru presežkov na tekočem računu odločila za sterilizacijo pritokov, ob uravnavanju kapitalskih pritokov pa je kombinirala politiko sterilizacije z uvajanjem kapitalskih omejitev. Banka Slovenije se je pri izbiri med steriliziranimi in nesteriliziranimi intervencijami odločala na podlagi ciljnega povečanja primarnega denarja.

Če je dejansko gibanje primarnega denarja zaostajalo za ciljnim, je obstajal prostor za monetizacijo pritokov, zato se Banka Slovenije odločila za nesterilizirane nakupe deviz. Če pa je bilo dejansko povečanje primarnega denarja enako ciljnemu, pa je Banka Slovenije izvajala sterilizirane nakupe deviz, s čimer je preprečila inflacijske pritiske (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 31).

**Sterilizacija.** V letih 1992-1994 je prihajalo do pritiskov na apreciacijo tolarja zaradi presežkov tekočega računa, repatriacije depozitov v tujini in pritokov »deviz iz žimnic«, zato se je Banka Slovenija uporabila politiko sterilizacije. Sterilizacija se ponavadi izvaja tako, da centralna banka na eni strani kupuje devize, na drugi strani pa v istem obsegu prodaja državne obveznice. Banka Slovenije na tak način ni mogla sterilizirati, ker med sredstvi ni imela nobenih državnih obveznic. Zato je bila prisiljena izdajati blagajniške zapise Banke Slovenije. Do leta 1997 je tako Banka Slovenije izvajala sterilizacijo z izdajo blagajniških zapisov v tujem denarju, po letu 1997 pa z izdajo tolarskih blagajniških zapisov. Vendar je tudi v drugem obdobju prihajalo do izdaj blagajniških zapisov v tujem denarju, ki pa niso neposredno služili sterilizaciji Banke Slovenije. Med blagajniškimi zapisi je potrebno ločiti tiste, ki so jih investitorji (predvsem banke) kupili in obdržali prostovoljno, zaradi njihovih pričakovanih donosnosti, tveganja in likvidnosti ter tistimi, ki so jih banke morale kupiti in obdržati na zahtevo Banke Slovenije. Ta drugi del se nanaša na devizni minimum bank, ki ga je predpisala Banka Slovenije in od njih zahteva, da imajo 60 % obveznih tujih sredstev. Za te blagajniške zapise Banka Slovenije zaračunava obrestno mero, ki jo sama doseže na mednarodnih finančnih trgih in na ta način pokrije stroške v zvezi z njihovo izdajo. Za neobvezni del blagajniških zapisov, ki se nanaša na njeno sterilizacijsko politiko, pa se je morala Banka Slovenije prilagoditi trgu in ponuditi dovolj privlačno ceno in likvidnost (Ribnikar, 2003, str. 372-373). Na dolgi rok je politika sterilizacije povezana z visokimi stroški in vplivanjem na višje obrestne mere ter stabilizacijo deviznega tečaja, ki v razmerah prostega pretoka kapitala spodbujata dodatne kapitalske tokove in s tem izničita učinek sterilizacije.

**Kapitalske omejitve.** Banka Slovenije je leta 1995 z namenom, da bi se izognila visokim stroškom sterilizacije, začela uvajati omejitve na kapitalske pritoke. Omejitve so sprava ciljale na izposojanje domačih rezidentov v tujini (1995-1999), kasneje pa tudi na pritoke portfolio investicij (1997-2002). Omejitve kronološko gledane so bile naslednje (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 41):

- Februar 1995 - uvedba obveznega 40 % brezobrestnega tolarkega depozita za tuja posojila, ki niso povezana s trgovino, z zapadlostjo manj kot pet let.
- December 1995 - uvedba zahteve po obveznem izenačenju dnevnih nakupov in prodaj deviz v menjalnicah.
- Julij 1996 – uvedba zahteve po izenačenju vseh dodatnih obveznosti bank v tuji valuti po stanju na 31. 7. 1996 z ustreznimi terjatvami v tujih sredstvih (zahteva po zaprti devizni poziciji).



- Avgust 1996 – podaljšanje zapadlosti tujih posojil, ki so predmet obveznega tolarskega depozita na sedem let.
- Februar 1997 – uvedba zahteve po obveznem izvajanju kupoprodajnih transakcij v zvezi s tujimi portfolio investicijami prek dragega skrbniškega računa, ki ga investitor odpre pri eni izmed bank v Sloveniji s polno licenco. Stroške skrbniškega računa nosi investitor v primeru prodaje vrednostnih papirjev lokalnim udeležencem na trgu prej kot v šestih mesecih po njihovem nakupu.
- Maj 1997 – uvedba obveznega 10 % brezobrestnega depozita za finančna posojila z zapadlostjo nad sedem let, ki se je nanašal na privatni sektor, razen bank.

Med najuspešnejšimi omejitvami sta bili zahteva po izenačeni devizni poziciji bank za vse obveznosti po 31.7.1996, ki je bankam onemogočila najmanjše posojil v tujini, ter uvedba skrbniških računov za portfolio investicije leta 1997, ki je zaradi visokih stroškov odvrnil tuje investitorje. Med delno učinkovite ukrepi štejemo uvedbo obveznega brezobrestnega depozita, ki je predvsem omejeval kratkoročna posojila in manj dolgoročna posojila, medtem ko je bila uvedba brezobrestnega depozit, ki je ciljaj na zadolževanje podjetij v tujini, neuspešna.

## **5. POLITIKA DEVIZNEGA TEČAJA V DRŽAVAH KANDIDATKAH DO VKLJUČITVE V EMU**

Po pristopu k EU bodo morale nove države članice svojo tečajno politiko obravnavati kot stvar skupnega interesa. Pogodba o ustanovitvi evropske skupnosti določa, da je za izbiro denarne in tečajne strategije po pristopu k EU v prvi fazi odgovorna in pristojna vsaka posamezna država članica, ki na določeni točki po pristopu vstopi v ERM II in prevzeme evro, ko se presodi, da izpolnjuje maastrichtska konvergenčna merila.

Kombinacija popolne liberalizacije kapitalskih tokov in članstva v ERM II povečuje občutljivost držav kandidatk na kapitalske tokove, saj je zaradi potencialne nestabilnosti kapitalskih tokov dobro, če je v liberalizacijski program vgrajena določena fleksibilnost deviznih tečajev. Najpogostejše posledice večjih neto kapitalskih pritokov so tako odvisne od denarne ureditve države. V naslednjih podpoglavjih zato obravnavam problem pravilne izbire režima deviznega tečaja držav kandidatk, ki je eden izmed pomembnejših ukrepov ekonomske politike za obvladovanje obsežnih kapitalskih pritokov.

### **5.1. Devizni tečaji držav kandidatk Srednje in Vzhodne Evrope**

Razpravo povezano z dinamiko vključevanje CEE držav kandidatk v EU bom začela s predstavitvijo po MDS klasifikaciji definiranih osem tipov režimov deviznih tečajev, ki jih uporabljajo države kandidatke, saj se njihova izbira režima deviznega tečaja giblje od ekstremnih oblik fiksnih do drsečih deviznih tečajev in različnih vmesnih rešitev.

Tabela 7: Režimi deviznih tečajev po klasifikaciji MDS

Devizni tečaj	
1. Evroizacija	Enostranska uvedba evra kot edinega zakonitega plačilnega sredstva.
2. Denarna uprava	Restriktivna različica sistema fiksne devizne tečaja, v katerem se država obveže, prvič, da bo zamenjala domačo valuto za tujo po fiksni devizni tečaju z gibanjem devizne tečaja okoli paritetne vrednosti $\pm 0\%$ , ter drugič, da bo izdajala domači denar samo, če za to obstaja 100% kritje v deviznih sredstvih.
3. Režim konvencionalnega fiksne devizne tečaja	Vezava domače valute na eno valuto ali do košarice valut s konvencionalno ozkimi mejami gibanja okoli paritetne vrednosti $\pm 1\%$ .
4. Režim fiksne devizne tečaja z razširjenimi mejami nihanja	Gibanje devizne tečaja okoli paritetne vrednosti z razširjenimi mejami nihanja $> \pm 1\%$ .
5. Režim plazečega fiksne devizne tečaja	Paritetna vrednost se spreminja v rednih intervalih, ki so vnaprej objavljeni, višina vsakokratne spremembe pa je relativno majhna in je ravno tako določena vnaprej ali pa se vsakokrat posebej izračuna na osnovi sprememb v izbranih makroekonomskih indikatorjih (npr. razlika med domačo in tujo inflacijo v preteklem obdobju ter predvidena razlika med obema inflacijama v naslednjem obdobju). Gibanje devizne tečaja okoli paritetne vrednosti z zelo ozkimi mejami nihanja $\pm 1\%$ .
6. Režim plazečega fiksne devizne tečaja z razširjenimi mejami nihanja	Različica režima plazečega fiksne devizne tečaja kombiniran z razširjenimi mejami nihanja devizne tečaja okoli paritetne vrednosti $> \pm 1\%$ .
7. Režim uravnavanega fleksibilnega devizne tečaja	Monetarne oblasti na osnovi svojih lastnih analiz in ocen opredelijo devizni tečaj, ki je po njihovi oceni primeren in ki se mu z intervencijo na devizni trgi želijo čim bolj približati. Cilja intervencije sta stabilizacija kratkoročnega nihanja tečaja in vplivanje na dolgoročne trende gibanja devizne tečaja oziroma na odlaganje sicer nujne prilagoditve devizne tečaja, ki jo zahtevajo spremembe v ekonomskih temeljih države.

## 8. Režim neodvisnega drsenja

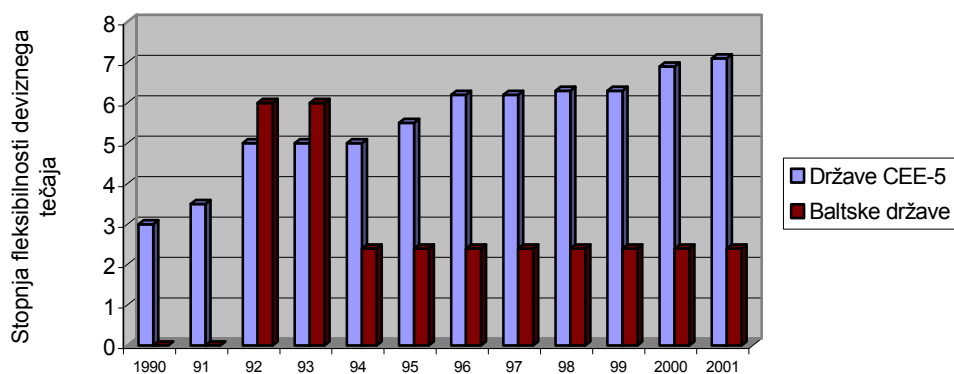
Režim deviznega tečaja je oblikovan na osnovi delovanja tržnih sil z visoko stopnjo neodvisnosti centralne banke pri vodenju monetarne politike. Intervencije centralne banke so načeloma kratkotrajne in niso namenjene oblikovanju tečaja valute, temveč predvsem preprečitvi njegovih nepotrebnih velikih oscilacij, do katerih prihaja občasno zaradi špekulativnih pritiskov na valuto.

Vir: Heinz, 2002, str. 3; Mrak, 2002, str. 92-97.

V državah kandidatkah obstajajo skoraj vseh osem vrst režimov devizni tečaji. Vendar pa bi se v naslednjih nekaj letih glede na končni cilj, ki je vključitev v EU in v evro območje, morale kandidatke premikati v smeri k bolj fiksnim deviznim tečajem, vse do popolnoma fiksnih (trajno in nespremenljivo fiksnih) deviznih tečajev, ki so zahteva monetarne unije. V zadnjem času pa je opaziti prav nasprotni trend. Države (Češka, Slovaška, Poljska), ki so do sedaj imele sistem fiksnega drsečega deviznega tečaja, so tega opustile in prešle na sistem drsečega deviznega tečaja. Države, ki uporabljajo vmesne rešitve, razmišljajo o prehodu na bolj fleksibilno tečajno ureditev.

V državah Baltika (Estonija, Latvija, Litva) pa se pojavlja usmeritev k bolj skrajnim oblikam fiksnih deviznih tečajev. Graf 3 prikazuje nasprotujoče si tendence fleksibilnosti deviznega tečaja v državah kandidatkah CEE-5<sup>2</sup> in baltiskih državah s povprečno stopnjo fleksibilnosti deviznega tečaja v letih 1990-2001.

Slika 3: Povprečna stopnja fleksibilnosti deviznih tečajev CEE-5 in baltiskih držav



Vir: Heinz, 2002, str. 3.

V državah CEE-5 prihaja do tendence povečanja stopnje fleksibilnosti deviznih tečajev, medtem ko v državah Baltika prihaja do tendence zmanjšanja stopnje fleksibilnosti deviznih tečajev.

<sup>2</sup> Češka, Madžarska, Poljska, Slovaška in Slovenija.

Tabela 8 prikazuje režime deviznih tečajev držav kandidatk Srednje in Vzhodne Evrope od leta 1990 naprej, pri čemer temelji razdelitev režimov deviznih tečajev na MDS klasifikaciji, ki je prikazana v tabeli 7. Manjša števila v tabeli prikazujejo bolj rigidne oblike deviznih tečajev, medtem ko večja števila pomenijo bolj fleksibilne režime deviznih tečajev.

Tabela 8: Devizni tečaji držav kandidatk držav CEE

Leto Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Bolgarija	3	8	8	8	8	8	8	2	2	2	2	2
Češka	3	3	3	3	3	3	6	7	7	7	7	8
Estonija	-	-	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Latvija	-	-	8	8	3	3	3	3	3	3	3	3
Litva	-	-	8	8	2	2	2	2	2	2	2	2
Madžarska	3	3	3	3	3	6	6	6	6	6	6	4
Poljska	3	5	5	5	5	6	6	6	6	6	8	8
Romunija	3	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	6
Slovaška	3	3	3	3	3	3	6	6	7	7	7	7
Slovenija	-	-	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7

Legenda: 2 – denarna uprava,

3 – režim konvencionalnega fiksne deviznega tečaja,

4 – režim fiksne deviznega tečaja z razširjenimi mejami nihanja,

5 – režim plazečega fiksne deviznega tečaja,

6 – režim plazečega fiksne deviznega tečaja z razširjenimi mejami nihanja,

7 – režim uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja,

8 – režim neodvisnega drsenja

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

Velika večina držav je spreminjala tečajni režim iz fiksne v bolj ali manj fleksibilen oziroma drseči tečaj. Izjema je Bolgarija, ki je iz režima denarnega ciljanja in prosto drsečega tečaja prešla v režim denarne uprave. Državi, ki v omenjenem obdobju nista spreminjala tečajnega režima sta le dve: Estonija z denarno upravo in Slovenija, ki se je že ob osamosvojitvi v letu 1991 opredelila za politiko denarnega ciljanja, hkrati pa izvaja politiko uravnavanega drsečega tečaja. Obe državi sta tudi ekonomsko uspešni in sta uspešno preživeli večino mednarodnih finančnih kriz, prva v pogojih popolne liberalizacije kapitalskih pritokov in druga z uporabo kapitalskih kontrol.

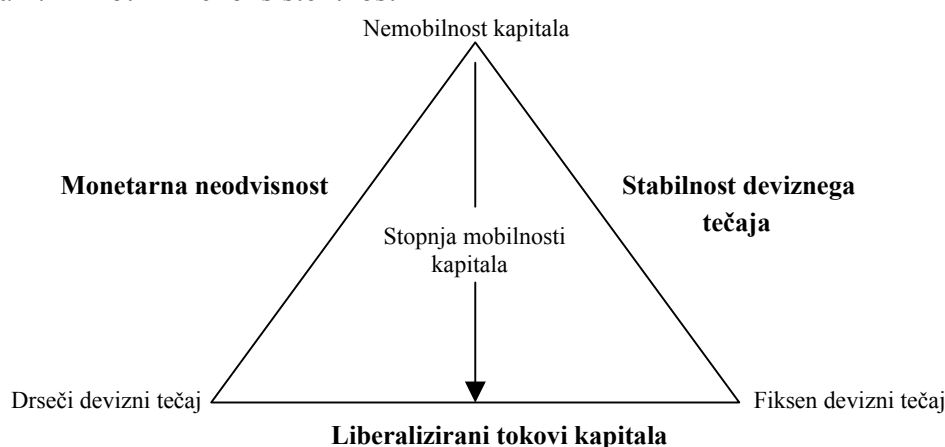
## 5.2. Možnosti izbire režima deviznega tečaja držav kandidatk v procesu približevanja EU in EMU

Izkušnje devetdesetih let so pokazale, da je izbira pravega režima deviznega tečaja ključen element za preprečevanje finančnih kriz. Ker so se mehke vezave domačih valut v okviru sistema fiksne deviznega tečaja izkazale za zelo pomemben vzrok finančnih kriz v številnih

državah, se v zadnjih letih pospešeno oblikuje mnenje, da se je tovrstnim režimom deviznega tečaja v prihodnje najboljše izogniti.

Manj razvitim državam so na razpolago bolj skrajne oblike režimov deviznega tečaja. Na eni strani so to lahko resnično fiksni režimi deviznega tečaja, vključno z valutnim odborom in evroizacijo, na drugi strani pa režimi fleksibilnega deviznega tečaja. Izbor za konkretno varianto režima deviznega tečaja je odvisen od tega, na kakšen način bo država pristopila k reševanju problema trikotnika nekonsistentnosti, torej sočasnega doseganja treh ciljev ekonomske politike: polne mobilnosti kapitala, neodvisne monetarne politike in fiksnega deviznega tečaja. Iz teorije je znano, da je v praksi mogoče sočasno doseganje samo dveh ciljev, medtem ko mora biti tretji žrtvovan za doseganje preostalih dveh.

Slika 4: Trikotnik nekonsistentnosti



Vir: Braga de Macedo, Reisen, 2003, str. 2.

Države kandidatke lahko v primeru liberalizacije transakcij na kapitalnem delu plačilne bilance izbirajo med dvema možnostma:

1. Fiksen devizni tečaj in odrekanje neodvisnosti monetarne politike, pri čemer se kapitalski pritoki v državi kandidatki uravnavajo s spreminjanjem višine obrestnih mer.
2. Drseči devizni tečaj in neodvisna monetarna politika, pri čemer se kapitalski pritoki uravnavajo z gibanjem drsečega deviznega tečaja v kandidatkah.

Trikotnik konsistentnosti na Sliki 4 prikazuje nezmožnost istočasnega doseganja neodvisne monetarne politike in fiksnega deviznega tečaja v procesu liberalizacije tokov kapitala. Edina možna rešitev za izhod iz trikotnika nekonsistentnosti je odrekanje neodvisnosti monetarne politike, torej pospešitev prehoda v EMU. Liberalizacija tokov kapitala je namreč kot ena izmed štirih svoboščin (prost pretok blaga, storitev, kapitala in ljudi) konstitutivni element skupnega evropskega trga in ekonomske unije. Države bi se lahko odpovedale sistemu fiksnega deviznega tečaja in prešle na fleksibilne devizne tečaje, vendar bi se s tem morale odreči ideji evropske monetarne unije, do katere je mogoče priti le prek čedalje bolj fiksnih deviznih tečajev.

Glede na to, da se velika večina držav ni pripravljena odpovedati lastni valuti ali pa za to nima realnih možnosti, ter upoštevajoč dejstvo, da se trend liberalizacije kapitalskih tokov pospešeno nadaljuje, je razumljivo, da se države v vse večjem številu odločajo za fleksibilnejše režime tečaja svojih domačih valut (Mrak, 2002, str. 643). V času, ko imajo države še vedno obsežen nadzor nad pritoki kapitala, to sicer lahko pomeni različne režime fiksnih deviznih tečajev, z opuščanjem tega nadzora pa bo država morala dovoliti tudi večja nihanja v deviznem tečaju svoje valute. Država naj si torej izbere tisti konkretni devizni tečaj, ki najbolj ustreza njeni specifični situaciji.

Liberalizacija kapitalskih tokov, ki je posledica močno povečane stopnje mobilnosti kapitala, je naslednji razlog za povečan interes držav za režime fleksibilnih deviznih tečajev. Liberalizacija kapitalskih tokov je namreč države v razvoju in države v tranziciji ne le izpostavila povečanim tveganjem povečevanja notranjih in zunanjih neravnotežij, temveč jim je tudi zelo omejila možnosti za njihovo učinkovito politiko sterilizacije kapitalskih prilivov. Prav zaradi teh razlogov je bil eden od običajnih ukrepov ekonomske politike v številnih državah sprememba režima deviznega tečaja v smeri njegove večje fleksibilnosti.

Pred vstopom v EU države kandidatke nimajo nikakršnih neposrednih omejitev pri izbiri režima deviznega tečaja, kar pomeni, da lahko kandidatke vstopijo v EU z obstoječim režimom deviznega tečaja. ERM II pa le izključuje tri režime deviznih tečajev: razne režime mehkih vezav v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja – npr. režima prilagodljivega in plazečega deviznega tečaja z razširjenimi mejami nihanja (t.i. *adjustable pegs, crawling pegs, crawling bands*) – ki so v razmerah prostega pretoka kapitala bolj nagnjeni k destabilizirajočim tokovom kapitala in valutnim krizam. Tako se državam kandidatkam pri izbiri režima deviznega tečaja ponujajo tri možnosti, ki so združljive z zahtevami ERM II:

- *režim trde vezave v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja, bodisi v obliki denarne uprave ali*
- *evroizacije in*
- *režim uravnavano-drsečega deviznega tečaja, kombiniran z inflacijskim ciljanjem.*

### **5.2.1. Denarna uprava**

Podlaga denarne uprave je zakonska obveznost, ki zagotavlja neomejeno zamenljivost domače valute za izbrano tujo rezervno valuto po fiksnem deviznem tečaju. Zamenljivost in fiksnost tečaja sta institucionalno določena. Denarna uprava ima rezerve v višini 100 % ali več primarnega denarja. Rezerve ima v obliki tuje gotovine in tujih kratkoročnih vrednostnih papirjev v rezervni valuti, v manjših količina pa tudi zlato. Držanje rezerv v obliki prvovrstnih vrednostnih papirjev prinaša dohodek v obliki seignioraga, s katerim pokriva stroške poslovanja in povečuje rezerve prek zakonsko predpisanega pokritja. Nekatere denarne uprave imajo več kot 100 % rezerve, kar dodatno povečuje kredibilnost in zagotavlja varnost v primeru padca tečajev tujih vrednostnih papirjev, v katerih ima denarna uprava del svojih rezerv. Z denarno upravo se država popolnoma odpove vodenju lastne denarne politike in se

podredi avtomatizmu denarne uprave, kar povrne zaupanje v domačo valuto in zniža inflacijo (Kešeljević, Zajc, 2000, str. 2-3). Države kandidatke, ki so v zadnjih osmih letih uvedle denarno upravo so Estonija, Litva in Bolgarija.

Izdajanje primarnega denarja je avtomatično in se prilagaja količini deviznih rezerv. Ob pritoku tujega kapitala se povečajo devizne rezerve in posledično količina primarnega denarja. Denarna uprava tako ne mora diskrecijsko uravnavati količine primarnega denarja v obtoku, kar sicer zniža in omeji domačo inflacijo, vendar ne zagotavlja zelo nizke inflacije ali inflacije na ravni države rezervne valute. Države z denarno upravo so praviloma tranzicijske države in države v procesu ekonomskih reform, kjer produktivnost, predvsem v menjalnem sektorju, narašča hitreje kot v razvitih državah. Podobno kot inflacija tudi obrestna mera zaradi možne arbitraže konvergira k obrestni meri države rezervne valute, pri čemer navadno ostane nad njo zaradi premije za deželno tveganje. Obrestna mera deluje kot avtomatski stabilizator in zato kratkoročno tudi zelo niha. Obsežnejša menjava domače v tujo valuto (odtok kapitala) zmanjša količino primarnega denarja in povzroči dvig obrestne mere. Visoka obrestna mera pritegne tuj kapital, zato količina primarnega denarja ponovno naraste. V sistemu denarne uprave sterilizacija ni možna ali je prepovedana.

Glavne slabosti in težave uvedbe denarne uprave so (Kielyte, 2002, str. 3):

- Zahteva po 100 % deviznih rezervah, ki so potrebne za uvedbo denarne uprave oziroma za odkup domače monetarne baze in njeno zamenjavo z evrom, s katerimi mora razpolagati država kandidatka, ki prevzeme valutni odbor.
- Poskus zniževanja visoke stopnje inflacije in pričakovani neto kapitalski tokovi ustvarijo precejšnjo nevarnost, da bo izbrana paritetna vrednost odstopala od dolgoročnega ravnotežnega deviznega tečaja, kar lahko pripelje do pritiskov po apreciaciji domače valute.
- Nevarnost realne apreciacije domače valute, saj ob nominalno trdnem deviznem tečaju in višji inflaciji kot v državi rezervne valute domača valuta realno aprecira, kar vodi v primanjkljaja v tekočem delu plačilne bilance.
- Prepoved kreditne ekspanzije s strani centralne banke onemogoči funkcijo centralne banke kot posojilodajalca v skrajni sili, kar pomeni, da centralna banka ne more interviniirati v primeru bančne krize v državi in lahko povzroči neposredne stroške v obliki omejenega pobiranje seignioraga. Večina držav z denarno upravo ima ločeno posebno monetarno institucijo za nadzor poslovnih bank in zagotavljanje funkcije centralne banke kot posojilodajalca v skrajni sili<sup>3</sup>.

Doslej še nobena država ni bila prisiljena zapustiti sistem denarne uprave zaradi krize ali nevdržnosti sistema. Rezultati denarnih uprav so dobri. Državam, ki so uvedle denarno upravo ko del stabilizacijskega programa, so bistveno znižale inflacijo in lastni valuti povrnilo kredibilnost. Denarna uprava gotovo preprečuje valutne krize, saj ima denar več kot

---

<sup>3</sup> Estonija ima tako poleg denarne uprave še bančni oddelek, ki opravlja funkcijo posojilodajalca v skrajni sili, za kar lahko uporabi presežek denarne uprave (Kešeljević, Zajc, 2000, str. 3).

stoodstotno kritje v tujem dobrem denarju, čeprav lahko pride do mnogo hujše špekulacije proti ekonomiji države z denarno upravo namesto špekulacije proti valuti te države, ki lahko privede do velike ekonomske krize (Ribnikar, 2000, str. 49). Vendar je denarna uprava kljub dobrim rezultatom le prehodna monetarna ureditev, ki mora zagotoviti stabilnost in zaupanje v domačo valuto. Ko je ta cilj dosežen postane denarna uprava omejevalna. Tako lahko država, ki je dosegla ustrezno stabilnost in kredibilnost svoje valute, denarno upravo počasi preoblikuje v klasično centralno banko – postopoma preide na manjšo stopnjo pokritja domače valute in med rezerve sprejme tudi domače vrednostne papirje.

Denarno upravo ECB ne šteje kot nadomestilo za sodelovanje v ERM II, kar pomeni, da bodo morale države, ki imajo tako upravo, vsaj dve leti pred ocenjevanjem konvergence, ki je opravljeno preden država lahko dokončno prevzame evro, vseeno sodelovati v ERM II. Vendar pa državam, ki imajo na evru temelječo denarno upravo, ki je ocenjena kot trajna, morda ne bo treba opraviti dvojne spremembe režime, tj. drsenja valute znotraj ERM II in kasnejša ponovna vezava na evro. Take države lahko sodelujejo v ERM II z valutnim odborom kot enostransko zavezanostjo, kar izboljšuje disciplino v ERM II. ECB kljub temu poudarja, da bo take dogovore ocenjevala od primera do primera in da bo treba doseči soglasje o centralni pariteti evra.

### **5.2.2. Evroizacija**

Države kandidatke, ki so soočene z naraščajočimi kapitalskimi pritoki, ki nastajajo zaradi povečanih investicijskih priložnosti in povečane perspektive vlaganja zaradi članstva v EU, ne morejo nadzorovati inflacijo in se hkrati izogniti prekomerni apreciaciji domače valute. Stopnja realne obrestne mere v državah kandidatkah je zaradi prisotnosti višje inflacije v nemenjalnem sektorju (Balassa-Samuelsonov učinek) in večjih investicijskih priložnosti višja kot v državah članicah EU. Če kandidatka izbere fiksen devizni tečaj, bodo kapitalski pritoki zahtevali masivne sterilizacijske intervencije. Če pa kandidatka prevzame drseči devizni tečaj, bo menjalni sektor doživljal preveliko apreciacijo domače valute, kar lahko resno ogrozi konkurenčnost gospodarstva ter postopoma pripelje do valutne krize. Kot odgovor na dilemo Rosati (2002, str. 35) ponuja enostranski prevzem evra, to je evroizacijo.

Evroizacija predstavlja skrajni primer denarne uprave z enostransko uvedbo evra pred članstvom v EU, pri čemer evro kot zakonito plačilno sredstvo, obračunska enota in hranilec vrednosti popolnoma zamenja domačo valuto, tako da je v obtoku samo tuj denar.

Glavne prednosti evroizacije se kažejo skozi nižjo inflacijo, nižje obrestne mere, izboljšane pogoje menjave in nižje transakcijske stroške. Evroizacije je tudi manj občutljiva na špekulativne pritiske, kar zmanjšuje verjetnost nastanka valutne krize.

Vendar je enostranski prevzem evra naletel na vrsto kritik. Te so poudarjale, da tudi v razmerah evroizacije ni mogoče odpraviti Balassa-Samuelsonovega učinka, ki onemogoča padec ravni inflacije držav kandidatk na raven inflacije članic EU. Največja kritika evroizacije



pa je visoka izpostavljenost države na asimetrične šoke, ki bi tako zelo povečali stroške odpovedi monetarne suverenosti posamezne države. Evroizacija je sporna tudi z vidika skladnosti z maastrihtskim kriterijem deviznega tečaja, ki od držav zahteva, da se centralna pariteta države kandidatke določi v dogovoru s članicami evroobmočja. Enostranska uvedba evra kot zakonitega plačilnega sredstva onemogoča naknadno določitev centralne paritete, zato bi bilo za zakonito uvedbo evroizacije bodisi ponovno definirati kriterij deviznega tečaja, bodisi bi morala biti evroizacija izvedena v dogovoru s članicami evroobmočja. Poleg tega obstaja tudi nevarnost, da bo izbrana paritetna vrednost odstopala od dolgoročnega ravnotežnega deviznega tečaja (Heinz, 2002, str. 7-8). Evroizacija zato ne more biti način, da bi se katera od novih držav članic izognila fazam, ki jih do prevzema evra predvideva Pogodba o ustanovitvi evropske skupnosti.

Vsakršen enostranski prevzem enotne valute z evroizacijo izven okvira določil Evropske komisije bi nasprotoval gospodarskim načelom, na katerih temelji ekonomska in monetarna unija, ki dokončni prevzem evra predvideva kot končni cilj dolgega in postopnega strukturnega konvergenčnega postopka, ki zagotavlja nominalno in realno konvergenco med državami kandidatkami in članicami evro območja.

### **5.2.3. Režim uravnavano-drsečega deviznega tečaja z inflacijskim ciljanjem**

Glavna značilnost uravnavano-drsečega deviznega tečaja je, da centralna banka skrbi za devizni tečaj brez formalno določenih meja intervencije. Ker centralna banka ni zavezana k intervencijam na deviznem trgu, ima načeloma bolj proste roke pri uporabi monetarne politike. Uravnavano drseče devizne tečaje je mogoče kombinirati z inflacijskim ciljanjem, ki lahko pospeši proces zniževanja inflacije.

Glavni prednosti uravnavano-drsečega deviznega tečaja sta možnost vodenja neodvisne monetarne politike in oblikovanje dolgoročnega ravnotežnega deviznega tečaja. Z uravnavano-drsečim deviznim tečajem bi lahko države kandidatke dosegle ravnotežne devizne tečaje pred formalno vezavo svojih valut na evro ter se tako izognile dolgoročno neravnotežnim premikom deviznega tečaja. Hkrati ta režim z uporabo pričakovane apreciacije valut držav kandidatk pospeši zniževanje inflacije zaradi prevodnega učinka deviznih tečajev na inflacijo. Študije kažejo, da ima uravnavano-drseči režim deviznega tečaja močan disciplinski učinek na fiskalno politiko. Poleg tega so fleksibilni režimi deviznega tečaja manj izpostavljeni destabilizirajočim špekulativnim tokovom kapitala in je z njimi lažje uravnnavati kapitalske pritoke v primerjavi s fiksnimi režimi (Heinz, 2002, str. 11).

Glavna slabost uravnavano-drsečega deviznega tečaja v primerjavi s fiksnimi ureditvami so nihanja deviznega tečaja. Prevelika nestabilnost lahko predstavlja tudi problem z vidika vstopa v ERM II, saj lahko ogrozi stabilnost deviznega tečaja. Tudi pri režimu uravnavanega drsenja obstaja nevarnost odstopanja nominalnega deviznega tečaja od ravnotežne ravni, saj vsi tržni pritiski na devizni tečaj niso dolgoročno ravnotežne narave. Druga težava uravnavano-drsečega deviznega tečaja v državah kandidatkah je konflikt, ki se nanaša na

sočasno doseganje inflacijskega kriterija in kriterija stabilnega deviznega tečaja, ki izhaja iz dodatnih pritiskov na apreciacijo nominalnega deviznega tečaja zaradi kapitalskih pritokov (Heinz, 2002, str. 13).

Ker je rast realnega deviznega tečaja lahko dosežena bodisi ob stopnji inflacije, ki je višja od povprečne inflacije v evroobmočju in stabilnem nominalnem deviznem tečaju, bodisi ob povprečni stopnji inflacije v evroobmočju in rasti nominalnega deviznega tečaja, povzroča prisotnost Balassa-Samuelsonovega učinka in kapitalskih pritokov konflikt med izpolnjevanjem dveh nominalnih kriterijev – inflacijskim kriterijem in članstvom v mehanizmu ERM II. Zaradi Balassa-Samuelsonovega učinka se lahko zgodi, da bi ob znižanju inflacije na maastrichtsko raven prihajalo do tendenc po rasti nominalnih deviznih tečajev, pri čemer obstaja nevarnost, da bi težnje po apreciaciji dodatno okrepili kapitalski pritoki. Tako bi poskus sočasnega doseganja obeh kriterijev lahko vodil do previsoke inflacije za vstop v EMU, po drugi strani pa do nominalne apreciacije in potencialne valutne krize. Povečani kapitalski tokovi bi tako upočasnili konvergenco na področju obrestnih mer in inflacije, kar bi državam kandidatkam povzročilo dodatne probleme pri izpolnjevanju fiskalnih kriterijev in stabilizaciji deviznega tečaja. Ključnega pomena za zmanjšanje pritiskov na apreciacijo valut držav kandidatk zaradi kapitalskih pritokov občutljivih na spremembe obrestnih mer je odpravljanje razlik med domačimi in tujimi obrestnimi merami (Hainz, 2002, str. 14).

Kot najprimernejša ureditev na področju deviznih tečajev se kaže uravnvano-drseči režim deviznega tečaja, ki ima pred mehкими vezavami pomembno prednost, saj je manj nagnjen k destabilizirajočim špekulativnim tokovom in napadom v ključnem obdobju do vstopa v EMU.

## **6. ERM II: MEHANIZEM DEVIZNIH TEČAJEV**

ERM II je bil ustanovljen z resolucijo Evropskega sveta z dne 16. junija 1997 z namenom povezati valute držav članic EU izven evro območja z evrom. ERM II je bilateralno razmerje med posameznimi valutami držav članic in evrom. Centralni tečaj valute države članice do evra je določen v dogovoru z ECB, prav tako je dogovorjen pas dovoljenih nihanj tržnega deviznega tečaja okrog centralnega tečaja. Za države kandidatke bo določen širši pas dopustnih nihanj deviznega tečaja v višini 15 % nad in pod centralnim tečajem, čeprav pravila ERM II po dogovoru puščajo tudi ožji pas nihanj, to je 2,25 % nad in pod centralnim tečajem. Na mejah pasu je obvezna intervencija na deviznem trgu, lahko in verjetno, ne pa obvezno, tudi s strani ECB.

ERM II je obvezna čakalnica pred prevzemom evra, v kateri bodo morale države pristopnice prebiti vsaj dve leti, da bi dokazale stabilnost svojih deviznih tečajev in tako izpolnile maastrichtski konvergenčni kriterij deviznega tečaja. Pristojne ekonomske institucije, predvsem Evropska komisija in ECB, predstavljajo državam pristopnicam ERM II kot stabilen in hkrati fleksibilen tečajni mehanizem, medtem ko so akademski ekonomisti do

ERM II veliko bolj kritični in opozarjajo, da je ERM II vsaj potencialno nestabilen in nevaren mehanizem deviznih tečajev. Bistvo problema je v tem, da je ERM II tako kot vsak režim fiksnega deviznega tečaja potencialno nestabilen ob prisotnosti polne mobilnosti kapitala in kot tak takšen izpostavlja valute nevarnosti napadov špekulativnega kapitala. Pomemben vidik odločitve o odložitvi članstva v ERM II je tako prisotnost naraščajočih kapitalskih tokov, saj povzročajo prehitro rast količine denarja v obtoku, neomejeno kreditiranje in povečevanje proračunskega deficita.

Verjetno bi bilo zato najbolje odložiti članstvo v ERM II. Žal pa to ni mogoče, ker je ERM II obvezen institucionalni korak na poti do evra. Druga najboljša strategija je čim krajše bivanje v ERM II, torej le obvezni dve leti. Vsako daljše sodelovanje v ERM II države pristopnice le dodatno izpostavlja nevarnostim tega prehodnega mehanizma, kar ima lahko za posledico, da se začno prevzemu evra celo oddaljevati, ne pa približevati.

Pri hitrem vključevanju v ERM II je največja nevarnost v tem, da država lahko obtiči v ERM II, če po dveh letih iz njega ne more izstopiti in prevzeti evra. To se lahko zgodi iz dveh razlogov. Prvič, če ni uspela pravočasno izpolniti maastrichtskih konvergenčnih kriterijev, kar je stvar nje same, in drugič, če pristojne evropske institucije držav kandidatki še ne bi želele vključiti v območje evra, kar je s strani stališča teh držav zunaj njihove kontrole.

Poglavitna slabost odloženega članstva v ERM II je, da taka država s tem proporcionalno prelaga tudi možnosti za prevzem evra. Ko bo končno po obdobju predvidenega čakanja in učenja na izkušnjah drugih presodila, da so razmere za prevzem evra vendarle ugodne, bo kljub vsemu morala najprej opraviti še dveletno pripravništvo v ERM II. Pri tem gre za dve vrsti težav. Prvič, kupovanje dodatnega časa ni vedno produktivno. Pozitivni naboj ekonomskih politik se lahko razvodeni in lahko pride do težav pri izpolnjevanju konvergenčnih kriterijev. Drugič, nekatere države pristopnice, ki bodo medtem že v ERM II ali celo v območju evra, bodo v očeh bonitetnih agencij in trgov v konkurenčni prednosti. Države zamudnice bodo morale javnosti odgovarjati na neprijetna vprašanja, zakaj prihaja pri prevzemanju evra do zamude.

Pri odločanju med hitrim ali počasnim vključevanjem v ERM II se določenemu tveganju, ki izvira tudi iz nedorečenosti pravil ERM II oziroma njihove interpretacije v praksi, ne da izogniti. Strategija hitre vključitve je vendarle manj tvegana, saj omogoča, da se hitro prebrodi nevarno vmesno obdobje in hitro vstopi v varnejše območje evra. Odločitev za hitro vključitev v ERM II pa mora biti seveda podprta s sposobnostjo za pravočasno izpolnjevanje maastrichtskih konvergenčnih kriterijev (Lavrač, 2003, str.1).

## **6.2. Denarna politika Banke Slovenije do vstopa v ERM II**

Banka Slovenije mora uravnavati obrestne mere in devizni tečaj soodvisno, da bi ohranila nadzor nad uravnavanjem količine denarja v obtoku v pogojih sproščenih kapitalskih tokov.

Politika obrestnih mer bo do vstopa v ERM II usmerjena v postopno zniževanje nominalnih obrestnih mer. Dinamika zniževanja domačih nominalnih obrestnih mer je omejena s še vedno relativno visoko domačo inflacijo. Že samo zniževanje nominalnih obrestnih mer lahko vodi v povečano kreditno aktivnost. Če pa to pomeni veliko znižanje realnih obrestnih mer, bo povečanje bančnih posojil še več, kar bo poglobilo primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance. Zato je toliko bolj pomembno doseganje in vzdrževanje maastrichtskega inflacijskega kriterija po vstopu v ERM II.

Politika tečaja bo postopno zniževanje nominalnih obrestnih mer spremljala z ustreznim zapiranjem obrestne paritete. Ustrezna razlika med obrestnimi merami pri nas in v evroobmočju izenačuje pogoje zadolževanja doma in v tujini in omogoča prilagoditev ravni domačih posojilnih obrestnih mer pogojem posojilne ponudbe iz tujine. Takšna politika je usmerjena v vzdrževanje dolgoročno stabilnega zunanjšega ravnovesja, brez povečane nevarnosti za inflacijo na daljši rok. Na naložbeni strani uravnavanje nepokrite obrestne paritete vpliva na izenačevanje pričakovane stopnje donosov pri naložbah v enakovredne finančne naložbe v tolarjih, evrih ali tujem denarju, kar zavira pritoke špekulativnega kapitala. Ti bi utegnili kratkoročno destabilizirati finančni trg in posledično cenovno stabilnost.

Postopna konvergenca nominalnih obrestnih mer bo razliko med obrestnimi merami pri nas in v tujini približala tako, da bo ob vstopu v ERM II možna stabilizacija deviznega tečaja. Ob približno izravnanih ravneh nominalnih obrestnih mer bo denarna politika usmerjena v vzdrževanje obrestnih paritet v razponih, ki ne spodbujajo špekulativnih premikov kratkoročnega kapitala in posledično ne povzročijo večjih nihanj tečaja. V doseženih okvirih maastrichtske ravni inflacije si bo Banka Slovenije prizadevala za ohranjanje pozitivne realne ravni obrestne mere (Program vstopa v ERM II in prevzem evra, 2003, str. 37-38).

## **7. ČASOVNI VIDIK VKLJUČEVANJA DRŽAV KANDIDATK V OBMOČJE EVRA**

Ali bodo države kandidatke lahko vstopile v območje evra hkrati s članstvom v EU ali pa bodo prevzele evro dve ali tri leta po vstopu v EU, je odvisno od vrste okoliščin (Lavrač, 2001, str. 6):

1. *Rezultati doseganja maastrichtskih konvergenčnih kriterijev v pridruženih državah.* Nekatero pridruženo državo, predvsem srednjeevropske kandidatke, ki so že začele uradni proces pogajanj za članstvo v EU, bodo uspele v naslednjih nekaj letih, celo pred vstopom v EU, izpolniti maastrichtske konvergenčne kriterije. Za te države doseganje teh konvergenčnih kriterijev za zdaj, dokler še niso članice EU, še ni obveznost, vendar jih usmerja pri vodenju srednjeročne makroekonomske politike. Evropska komisija poudarja, da morajo biti maastrichtski kriteriji izpolnjeni na zdravi in trajni osnovi, kar pomeni, da so izpolnjeni kriteriji rezultat predhodno opravljenih strukturnih reform.

2. *Trenutek dejanske vzhodne razširitve EU.* Še vedno obstaja možnost, da se bo proces vzhodne širitve EU zavlekel. V tem primeru narašča verjetnost sočasnega vstopa v EU in v območje evra, vendar je zaradi formalnih ovir to že manj verjetno.
3. *Interpretacija maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja s strani Evropske komisije.* Po formalni interpretaciji maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja mora država kandidatka za vstop v območje evra predhodno dve leti sodelovati v mehanizmu deviznih tečajev ERM II, v katerega pa po pravilih lahko vstopi šele ob vstopu v EU (ali celo nekaj let kasneje), upoštevati mora normalne meje nihanja deviznega tečaja v tem mehanizmu, in se odreči devalvaciji nacionalne valute v tem obdobju. Tu naletimo na problem, ki preprečuje državam kandidatkam sočasni vstop v EU in v območje evra. To pomeni, da mora država kandidatka, tudi če bi izpolnila vse ostale maastrichtske pogoje, po vstopu v EU čakati še dve leti, preden bi se lahko vključila v območje evra. Možna rešitev problema je v tem, da bi se ta maastrichtski kriterij glede stabilnosti tečaja spremenil ali pa vsaj bolj fleksibilno interpretiral, ali pa v tem, da bi državam kandidatkam že prej, npr. dve leti pred članstvom v EU, omogočili vključitev v ERM II, kar bi seveda spet zahtevalo spremembo sedanjih pravil.
4. *Pripravljenost Evropske komisije, da dovoli sočasen vstop držav kandidatk tako v EU kot v območje evra.* Glede na to, kako previdne so bile države članice EU pri izbiri držav, ki so smele vstopiti v območje evra, lahko pričakujemo, da Evropska komisija ne bo naklonjena ideji hkratnega vstopa držav kandidatk v EU in v območje evra.
5. *Način, kako bo določen prehod na skupno valuto v procesu pogajanj z državami kandidatkami kot del *acquis* pravnega reda s področja EMU.* Po sedaj veljavnem pravnem redu s področja EMU, kot je bil pridruženim državam predstavljen na screeningu v Bruslju, velja formalna interpretacija maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja, ki zahteva dveletno udeležbo v ERM II kot predpogoj za vključitev v območje evra. Zadeva verjetno še ni dorečena in dokončna, saj nekatere članice EU same oporekajo udeležbi v ERM II kot formalnemu predpogoju za vstop v evro območje. Predvsem Velika Britanija in Švedska, ki za zdaj ne želita sodelovati v območju evra in tudi ne sodelujeta v ERM II. Pomembna naj bi bila dejanska stabilnost tečaja, ne pa formalni okvir, v katerem je ta dosežena, še toliko bolj, ker tudi pri Italiji in Finski pred njunim vstopom v območje evra kriterij dveletne udeležbe v ERM II ni bil dosledno zahtevan. Velika Britanija in Švedska si ne želita priti v položaj, da bi, ko in če se odločita, da bi vendarle želeli sodelovati v območju evra, morali iti skozi dvoletno obdobje pripravnosti v ERM II, da bi dokazali svojo pripravljenost za uvedbo evra. Ta zadeva je do neke mere podobna zgodbi pridruženih držav kandidatk za EU. Upošteva je interese obeh skupin držav pa ne kaže izključiti možnosti, da bo v teku pogajanj za vstop pridruženih držav morda prišlo do spremembe tega konvergenčnega kriterija ali pa vsaj do njegove drugačne interpretacije.

## 7.1. Alternativni scenariji prehoda Slovenije v EMU

Medtem ko so ostala področja Strategije razvoja Slovenije (SGRS) osredotočena na obdobje po vključitvi Slovenije v EU, pa je na področju monetarne politike relevantno obdobje po vključitvi Slovenije v EMU, ker bo šele tedaj končan proces slovenske monetarne integracije. Realno lahko pričakujemo, da vključitev Slovenije v EU in EMU ne bo sočasna, temveč bo vključitev Slovenije v EMU sledila njeni vključitvi v EU šele nekaj let kasneje. Tako ni dovolj, da obravnavamo le končno stanje po vključitvi Slovenije v EMU, ampak se je potrebno tudi vprašati kakšna bo stopnja monetarne integracije Slovenije v prehodnem obdobju, ko bo postala članica EU, ne bo pa še vključena v EMU. Zaradi različnih dinamik, faz in oblik monetarne integracije v prehodnem obdobju so možni različni scenariji prehoda v EMU. Alternativni scenariji prehoda imajo različne implikacije na stopnjo prenosa monetarne suverenosti in na možnosti vodenja samostojne monetarne in devizno tečajne politike v Sloveniji.

Za Slovenijo bo zato pomembno vprašanje kako, kdaj in po kakšnem zaporedju korakov preiti iz sedanje ureditve v EMU. Za zdaj je pot, po kateri države kandidatke lahko pridejo do končne faze monetarne integracije – nepreklicno in trajno fiksnega deviznega tečaja in prevzema skupne valute – stvar njihove lastne odločitve. Izhajajoč iz sedanjega sistema uravnavano drsečega deviznega tečaja bi Slovenija lahko izbrala enega izmed naslednjih alternativnih scenarijev prehoda na lastno valuto (Lavrač, 2000, str. 20):

1. drseči devizni tečaj, nato prevzem evra;
2. drseči devizni tečaj, nato unilateralno določen fiksni, toda prilagodljivi devizni tečaj, nato prevzem evra;
3. drseči devizni tečaj, nato bilateralno določen ERM II, nato prevzem evra;
4. drseči devizni tečaj, nato unilateralno določen fiksni, toda prilagodljivi devizni tečaj, nato bilateralno določen ERM II, nato prevzem evra;
5. drseči devizni tečaj, nato popolnoma fiksni devizni tečaj, nato prevzem evra;
6. druge rešitve, ki kombinirajo nekatere elemente alternativnih scenarijev.

Alternativni scenariji prehoda imajo različne posledice na možnosti vodenja samostojne monetarne in deviznotečajne politike v Sloveniji v prehodnem obdobju. Najverjetnejši se zdi tretji scenarij, po katerem bi Slovenija vztrajala na sedanjem sistemu uravnavano-drsečega deviznega tečaja vse do vstopa v EU, nato (takoj po vstopu v EU ali nekaj let kasneje) bi vstopila v ERM II in po izpolnitvi maastrichtskih konvergenčnih kriterijev, vstopila v EMU in prevzela evro. Po tem scenariju bi Slovenija do vstopa v EU obdržala popolno monetarno suverenost in samostojno monetarno in deviznotečajno politiko. Po vstopu v EU in ERM II in pred vstopom v EMU bo Slovenija že izgubila del monetarne suverenosti in bo že močno omejena pri vodenju samostojne monetarne in deviznotečajne politike. In končno, po vstopu v EMU bo Slovenija izgubila lastno monetarno suverenost ter bo le sodelovala v deljeni skupni monetarni suverenosti evro območja.

Ker se gospodarske strukture, devizni tečajji in monetarni režimi ter že dosežene stopnje nominalne in realne konvergence držav pristopnic močno razlikujejo, ni mogoče oblikovati in priporočiti ene same poti do ERM II in prevzema evra. Opozoriti je treba, da tudi sedanje članice evro območja niso ubrale iste poti.

## 8. SKLEP

Pogoji članstva v EU zahtevajo od držav kandidatk liberalizacijo trgov kapitala in ukinitvev pomembnih omejitev za kapitalske tokove kot odgovor na zahteve maastrichtskih kriterijev. Problem predstavlja kombinacija popolne mobilnosti kapitala in izbira ustreznega režima deviznega tečaja v obdobju članstva v EU in polnopravnega članstva v evro območju. Za države kandidatke pa je poleg same izbire režima deviznega tečaja v tem obdobju bistvena tudi zagotovitev razvitega in globokega finančnega trga ter zrelih finančnih institucij in skladnost vseh ekonomskih politik.

Finančne krize v devetdesetih letih kažejo na to, da je kombinacija fiksnega deviznega tečaja v razmerah liberalizacije kapitalskega računa nestabilna, saj kapitalski pritoki povzročajo apreciacijo domače valute. Ob tem je potrebno upoštevati tudi Balassa-Samuelsonov učinek, ki ravno tako povzroča dolgoročni trend naraščanja realnih deviznih tečajev valut držav kandidatk, saj je v procesu realne konvergence rast produktivnost v državah kandidatkah hitrejša od rasti držav EU. Države kandidatke bodo zato morale zasledovati takšno politiko deviznega tečaja, ki dopušča ravnotežno realno apreciacijo domače valute v skladu z Balassa-Samuelsonovim učinkom in odbija dodatne pritiske na apreciacijo zaradi obsežnih in nestabilnih kapitalskih pritokov. Hkrati je potrebno za omilitev pritiskov na apreciacijo nacionalnih valut držav kandidatk zmanjšati razlike v obrestnih merah ter sprejeti ukrepe, ki v odsotnosti kapitalskih omejitev ciljajo na stabilizacijo kapitalskih tokov. Kakšen bo dejanski makroekonomski vpliv povečanih pritokov kapitala na posamezno državo, je na eni strani odvisno od obsega in strukture teh tokov, na drugi strani pa od družbeno-ekonomskih značilnosti države in preferenc njenih gospodarskih nosilcev.

Kljub temu, da je bil v devetdesetih letih v nekaterih državah v razvoju fiksni devizni tečaj v razmerah mednarodne mobilnosti kapitala eden izmed ključnih vzrokov nastanka valutnih kriz in da sem v diplomskem delu kot rešitev problema izbire deviznega tečaja v procesu liberalizacije kapitalskega računa utemeljevala izbiro režimov fleksibilnega deviznega tečaja in s tem ERM II ocenila kot nestabilen in nevaren, menim, da tako v razmerah fiksnega kot tudi fleksibilnega deviznega tečaja obstaja verjetnost špekulativnega napada na valuto. In zato je nesmiselno odlagati članstvo v EU in EMU.

Da bi države preživele morebitne napade na njihove valute, ki jih jemljemo kot nekaj možnega v že nekaj časa samoumevnih razmerah precej prostega ali skoraj popolnoma prostega pretoka kapitala med državami, morajo najprej urediti svoje finance, da bi bila verjetnost finančnih kriz majhna in da posledice ne bi bile preveč boleče. Za države

kandidatke je tako poleg same izbire režima deviznega tečaja v tem obdobju bistvena zagotovitev razvitega in globokega finančnega trga ter zrelih finančnih institucij in skladnost vseh ekonomskih politik.

Slovenija večjih pretokov kapitala v svojih letih samostojnosti ni doživela. Predvsem pri neposrednih tujih naložbah in portfeljskih tokovih jo prehitvajo ostale tranzicijske države, prav tako kandidatke za vstop v EU (predvsem Češka, Madžarska in Poljska). Ovire, s katerimi se soočajo tuji investitorji v Sloveniji, bo potrebno odpraviti, prav tako pa je potrebno razviti celosten sistem vzpodbud tako za vhodne kot tudi izhodne investicije, če želimo, da naša podjetja postanejo konkurenčna, slovensko gospodarstvo pa vpeto v svetovni integracijski proces.

Pri vseh prednostih, ki jih prinaša sprostitvev kapitalskih tokov, pa ima naša centralna banka probleme pri vzdrževanju pravega deviznega tečaja. Banka Slovenije zato poskuša nevtralizirati pritoke tujega kapitala in uporablja določene restriktivne ukrepe. Pri tem pa se je treba zavedati da je le razvit, odprt in pregleden finančni sistem sposoben učinkovito usmeriti pritoke kapitala v najbolj produktivne investicije in izkoristiti njihove pozitivne učinke. V to sodi poleg liberalizacije finančnih tokov še odprava kreditnih kontrol, deregulacija obrestnih mer in prost vstop tuje konkurence v panogo finančnih storitev. Slovenijo na tem področju čaka še nekaj dela.



## 9. LITERATURA

1. Begg David et al.: Sustainable regimes of Capital Movements in Accession Countries. CEPR Policy Paper, No. 10, 2002. 96 str.
2. Berk Aleš: Upravljanje kapitalskih transakcij s tujino (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 6, str. 33-34.
3. Braga de Mocado Jorge, Reisen Helmut: Float in Order to Fix? Lessons from Emerging Markets for EU Accession Countries. OECD Development Center.  
[URL: <http://www.oecd.org/pdf/M00040000/M00040087.pdf>], marec 2003.
4. Buch Claudia M., Heinrich Ralph P.: Capital Flows to Transition Economies: How Risky is Financial Integration? International Center for Economic Growth – European Center.  
[URL: <http://www.icegec.org/Research/FORD/Papers/buch-heinrich.pdf>], marec 2002.
5. Capriolo Gonzalo, Lavrač Vladimir: Managing Capital Inflow in Slovenia – Experience and Options. International Center for Economic Growth – European Center.  
[URL: <http://www.icegec.org/Research/FORD/Papers/lavrač.pdf>], marec 2002.
6. Delakorda Aleš: Izpolnjevanje ekonomskih kriterijev članstva Slovenije v EU in EMU. Ljubljana: Analitsko raziskovalni center Banke Slovenije.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/arc/prikazi/Pr\\_2003\\_01/delakorda.html](http://www.bsi.si/html/arc/prikazi/Pr_2003_01/delakorda.html)], maj 2003.
7. Heinz Friedrich: Central and Eastern European Special report. Exchange Rate Alternatives before EMU Enlargement. Research Office, London: Bank of Tokyo-Mitsubishi, Ltd.  
[URL: <http://www.icegec.org/research/docs/hlsc/Heinz-presentation.pdf>], 24.4.2002.
8. Jazbec Boštjan: Balassa-Samuelson Effect in Transition Economies: The Case of Slovenia. Ljubljana: Faculty of Economics, 2002. 28 str.
9. Kešeljević Aleksandar, Zajc Peter: Denarna uprava – izkušnje posameznih držav. Bančni vestnik, 49(2000), 5, str. 2-3.
10. Kielyte Julda: Exchange rate arrangements in the run-up to the EMU: some experience in currency board countries.  
[URL: [http://www.iceg.org/research/\\_docs/hlsc/Kielyte-presentation.pdf](http://www.iceg.org/research/_docs/hlsc/Kielyte-presentation.pdf)], november 2002.
11. Lavrač Vladimir: EMU in pridružene države. Bančni vestnik, 48(1999), 7-8, str. 15-20.
12. Lavrač Vladimir: Položaj Slovenije v skupni evropski monetarni politiki po vstopu v EMU. Revija IB, Ljubljana, 2000, 1, str. 76-83.
13. Lavrač Vladimir: Hitro ali počasi v ERM 2?. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 11, str. 1.
14. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. 1. natis. Ljubljana: GV založba, 2002. 682 str.
15. Oplotnik Žan: Odzivi gospodarstev na povečane tokove kapitala s primerom na Sloveniji. Naše gospodarstvo, Ljubljana, 48(2002), 1-2, str. 42-43.
16. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. 2. izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 471 str.
17. Rosati K. Dariusz: Managing Capital Flows in Poland. Experiences, Problems and Questions. International Center for Economic Growth – European center.  
[URL: [http://www.icegec.org/publications/\\_docs/wp/wp10.pdf](http://www.icegec.org/publications/_docs/wp/wp10.pdf)], november 2002.

18. Szapáry Gyorgy: Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries during the Run-Up to EMU. NBH Working Paper, No. 7, 2000. 22 str.

## **10. VIRI**

1. Program vstopa v ERM II in prevzem evra. Skupno gradivo vlade Republike Slovenije in Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 2003. 96 str.
2. Quarterly Economic Report. World Bank EU-8.  
[URL: <http://siteresources.worldbank.org/INTSLOVENIA/Public%20Information%20Center/20194063/EU8.doc>], april 2004.

## **Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov**

*Tuji izraz - slovenski prevod*

Acquis communautaire - pravni red Evropske Unije  
Capital inflows reversal - obrat kapitalskih pritokov  
Capital inflows surge - nenadno povečanje kapitalskih pritokov  
Central and East European Countries (CEE) - države Srednje in Vzhodne Evrope  
Conventional fixed pegs - konvencionalni fiksni devizni tečajji  
Crawling bands – plazeči fiksni devizni tečajji z razširjenimi mejami nihanja  
Crawling pegs - plazeči fiksni devizni tečajji  
Currency board - denarna uprava  
European Central Bank (ECB) - Evropska centralna banka  
Economic and Monetary Union (širše) (EMU) - ekonomska in monetarna unija (širše)  
European Monetary Union (ožje) - evropska monetarna unija (ožje)  
Euroisation - evroizacija  
Exchange Rate Mechanism (ERM) - mehanizem deviznih tečajev  
Free floats - režimi prostega drsenja  
Foreign Direct Investments (FDI) - neposredne tuje investicije  
Hard pegs - režimi trde vezave v okviru fiksni deviznih tečajev  
Horizontal bands – fiksni devizni tečaj z razširjenimi mejami nihanja  
Independent floating - režimi neodvisnega drsenja  
Intermediate regimes - srednji režimi  
Lender of last resort - posojilodajalec v skrajni sili  
Managed float - uravnava-no-drseči devizni tečaj  
Optimum Currency Area (OCA) - optimalno valutno območje  
Regime of capital movements - režim gibanja kapitala  
Soft pegs - mehke vezave v okviru fiksni deviznih tečajev