

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**NEVARNOSTI POVEČANIH KAPITALSKIH TOKOV V  
DRŽAVAH KANDIDATKAH ZA EMU**

**Ljubljana, september 2003**

**ALEŠ MATAJ**

## **IZJAVA**

Študent \_\_\_\_\_ Aleš Mataj \_\_\_\_\_ izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom \_\_\_\_\_ dr. Boštjana Jazbeca \_\_\_\_\_ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 2.9.2003

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

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1. DRŽAVE KANDIDATKE IN NJIHOVA INTEGRACIJA</b> .....	<b>3</b>
1.1. OD EVROPSKE UNIJE DO EVROPSKE MONETARNE UNIJE .....	3
1.2. TEŽAVE IN NEVARNOSTI NA POTI V EMU .....	4
<b>2. FINANČNE KRIZE</b> .....	<b>6</b>
2.1. PREGLED NEKATERIH FINANČNIH KRIZ V 90-IH.....	7
2.2. GLAVNE ZNAČILNOSTI IN UGOTOVITVE .....	13
<b>3. KAPITALSKI PRITOKI IN BALASSA-SAMUELSONOV UČINEK</b> .....	<b>16</b>
3.1. GLAVNI IZZIVI IZVAJALCEV EKONOMSKE POLITIKE .....	16
3.2. ODZIVI EKONOMSKIH POLITIK .....	17
3.3. BALASSA-SAMUELSONOV UČINEK.....	19
<b>4. SITUACIJA V DRŽAVAH KANDIDATKAH</b> .....	<b>22</b>
4.1. OBSEG IN STRUKTURA KAPITALSKIH PRITOKOV .....	22
4.2. RAZVITOST FINANČNEGA SEKTORJA .....	25
4.3. DEVIZNI TEČAJI .....	27
4.3.1. <i>Režimi deviznih tečajev v državah kandidatkah</i> .....	27
4.3.2. <i>Gibanje realnih deviznih tečajev</i> .....	28
4.3.3. <i>Balassa-Samuelsonov učinek v državah kandidatkah</i> .....	29
<b>5. KLJUČNI DEJAVNIKI MEHKEGA PRISTANKA V EMU</b> .....	<b>31</b>
5.1. OKREPITEV FINANČNEGA SEKTORJA .....	31
5.2. VODENJE PREUDARNE MAKROEKONOMSKE POLITIKE .....	33
5.2.1. <i>Kazalci makroekonomske ranljivosti</i> .....	33
5.2.2. <i>Nominalna konvergenca za ceno realne konvergenca</i> .....	34
5.2.3. <i>Vzdržen režim deviznega tečaja</i> .....	35
5.3. ZAGOTAVLJANJE POTREBNIH INFORMACIJ IN NJIHOVA TRANSPARENTNOST.....	38
5.4. OSTALI DEJAVNIKI PO TEORIJI OPTIMALNEGA VALUTNEGA OBMOČJA.....	39
<b>SKLEP</b> .....	<b>41</b>
<b>LITERATURA</b> .....	<b>43</b>
<b>VIRI</b> .....	<b>44</b>
<b>PRILOGE</b>	

## UVOD

Glavni argument v prid liberalizacije mednarodnih tokov kapitala je dejstvo, da nam ta proces omogoča učinkovitejšo razporeditev prihrankov na globalnem nivoju. Kapital naj bi se na ta način selil iz držav, kjer je tega produkcijskega faktorja relativno veliko, v države, kjer ga primanjkuje. Slednje imajo zaradi tega višjo mejno produktivnost kapitala in ob usmerjanju letega v projekte in dejavnosti, ki prinašajo najvišje stopnje donosa, naj bi liberalizacija kapitalskih tokov omogočila večjo blaginjo v obeh skupinah držav. Poleg tega pa pritek kapitala iz tujine domačim subjektom omogoča še izboljššan dostop do nove tehnologije, izvoznih trgov, upravljaljskih znanj in del investicijskega tveganja prevale na tujce.

Obsežni pritoki tujega kapitala pa države prejemnice izpostavljajo tudi vrsti tveganj. Prek pritiska na devizni tečaj in realne apreciacije domače valute ogrožajo konkurenčno sposobnost gospodarstva, povečujejo pa tudi izpostavljenost zunanji šokom, kar še posebej velja za kratkoročne tokove kapitala<sup>1</sup>, ki ustvarjajo ugodne razmere za delovanje špekulantov in arbitražnikov. Tako smo v zadnjih treh desetletjih, ko se odpirajo trgi kapitala, pričali tudi raznim finančnim krizam in obratom kapitalskih tokov, ki so sledila obdobjem velikih kapitalskih pritokov v posameznih državah.

Države v tranziciji so omejitve pri pretoku kapitala začele opuščati šele v zadnjem desetletju, kar še posebej velja za prihodnje članice Evropske unije (EU), saj jim tako veleva ena od štirih temeljnih svoboščin skupnega trga EU, in sicer prost pretok kapitala. Članstvo v EU predpostavlja tudi postopno vključitev držav v Evropsko monetarno unijo (EMU) in s tem prevzem evra kot zakonitega plačilnega sredstva. Za države kandidatke bo največ nevarnosti predstavljalo prav vmesno obdobje po vstopu v EU, ko bodo kapitalski tokovi popolnoma sproščeni, in pred vstopom v EMU, katerega članstvo je namreč pogojeno z izpolnjevanjem tako imenovanih maastrichtskih kriterijev, ki zahtevajo nominalno konvergenco teh držav z državami evroobmočja na področjih inflacije, obrestnih mer, deviznih tečajev, proračunskega primanjkljaja in zunanje zadolženosti. V tem obdobju lahko pričakujemo povečan pritek tujega kapitala, ki bo predvsem posledica konvergence na področju obrestnih mer, zaradi česar se bo povečala izpostavljenost držav kandidatk valutnim in bančnim krizam. Le-te so bile pogoste v devetdesetih letih prejšnjega stoletja, ko mnoge države enostavno niso bile kos izzivu, ki ga prinaša povečana mobilnost kapitala.

---

<sup>1</sup> Kriterij za uvrstitev med kratkoročne (dolgoročne) tokove kapitala je, da je čas od izdaje instrumenta do dospelja manj (več) kot eno leto.

Namen tega diplomskega dela je izpostaviti glavne nevarnosti, ki jih prinašajo povečani tokovi kapitala v državah kandidatkah za EMU in s pregledom trenutne situacije opozoriti, kateri elementi povečujejo ranljivost teh držav. Zatem so predstavljeni še ključni dejavniki, ki zagotavljajo, da bo prehod v območje evra čim manj boleč.

Diplomsko delo je sestavljeno iz petih poglavij. Po uvodnem nagovoru sledi prvo poglavje, v katerem sem na kratko predstavil, kakšna integracija je pred državami kandidatkami in katere so glavne težave oziroma nevarnosti na tej poti.

V drugem poglavju so povzete nekatere največje finančne krize iz devetdesetih let prejšnjega stoletja, katerih izkušnje so še kako dobrodošle v državah kandidatkah za EMU pri preprečevanju nastanka podobnih situacij. Iz teh kriz lahko izluščimo kar nekaj skupnih značilnosti in ugotovitev, ki so zbrane na koncu tega poglavja.

Tretje poglavje predstavlja glavne izzive v zvezi s kapitalskimi tokovi, s katerimi se soočajo izvajalci ekonomskih politik in različne možnosti odziva na povečane pritoke kapitala iz tujine. Kapitalski pritoki povzročajo realno apreciacijo domače valute na dva načina, in sicer neposredno preko pritiskov na nominalni devizni tečaj ter posredno preko Balassa-Samuelsonovega učinka, zato je na tem mestu predstavljen tudi slednji.

V četrtem poglavju sem se osredotočil na trenutne razmere v državah kandidatkah in prikazal, kakšna je situacija glede nekaterih najpomembnejših dejavnikov za uspešno soočenje s povečanimi kapitalskimi tokovi v bližnji prihodnosti. Dejavnike, kot so razvitost finančnega sektorja, režim deviznega tečaja in druge, sem v glavnem prikazoval za pet (CEE-5) oziroma deset (CEE-10) srednje in vzhodnoevropskih kandidatk za EU<sup>2</sup>, odvisno pač od razpoložljivosti podatkov.

Peto poglavje je namenjeno izpostavitvi dejavnikov, ki so ključnega pomena za mehak pristanek držav kandidatk v EMU, kljub povečanim kapitalskim tokovom. Do teh dejavnikov sem prišel na podlagi ugotovitev iz predhodnih poglavij.

---

<sup>2</sup> Z oznako CEE-5 se pogosto omenjajo Češka, Madžarska, Poljska, Slovaška in Slovenija, medtem ko so v CEE-10 poleg prej omenjenih držav še Bolgarija, Estonija, Latvija, Litva in Romunija.

# 1. DRŽAVE KANDIDATKE IN NJIHOVA INTEGRACIJA

Večini tranzicijskih držav v Evropi je skupno to, da bodo v kratkem postale članice Evropske unije (EU) in potem v primernem času tudi članice Evropske monetarne unije (EMU), s čimer bodo prevzele evro kot edino plačilno sredstvo, tako znotraj EU, kot tudi znotraj svoje države. Vse te države, predvsem pa nekdanje socialistične države, že dobro desetletje skušajo vzpostaviti učinkovita tržna gospodarstva, ki bi bila v večinski lasti privatnega sektorja in bi se na ta način hitreje razvijala, se v najkrajšem času približala razvitim evropskim gospodarstvom ter se brez večjih problemov tudi uspešno vključila v notranji trg bodoče "naddomovine". Temelj evropskega povezovanja so štiri svoboščine, in sicer prost pretok oseb, blaga, storitev in kapitala, med katerimi je prav slednja tista, ki pri večini držav kandidatk, ki so še do nedavnega imela relativno zaprta gospodarstva, vzbuja največ skrbi.

## 1.1. Od Evropske unije do Evropske monetarne unije

Po evropskem vrhu v Nici konec leta 2000 je postalo jasno, da je širitev EU proti vzhodu le še vprašanje časa. Tako je deset kandidatk 16. aprila 2003 v Atenah podpisalo pristopne pogodbe, s katerimi bodo Litva, Latvija, Estonija, Poljska, Češka, Slovaška, Slovenija, Madžarska, Malta in Ciper 1. maja 2004 postali polnopravni člani Evropske unije. Te države so izpolnile kopenhavenske kriterije<sup>3</sup> in na ta način zaključile prvo od treh faz na poti v evropski monetarni prostor (Begg, 2001, str. 4).

Druga faza se bo pričela 1. maja 2004, ko bodo prej omenjene države postale polnopravne članice EU. V tej fazi bodo morale voditi ekonomsko politiko, vključno s politiko deviznega tečaja, ki bo v skupnem interesu držav članic EU. Takšna politika izključuje kompetitivne devalvacije<sup>4</sup>, popolnoma fleksibilne oblike deviznega tečaja in prevzem valute neke tretje države kot zakonitega plačilnega sredstva (Begg et al., 2003, str. 2). Pristopne države naj bi se z vstopom v EU ali čez nekaj časa vključile tudi v mehanizem deviznih tečajev ERM II, pri

---

<sup>3</sup> Kot so odločili v Kopenhavenu, morajo države kandidatke izkazovati:

- stabilnost ustanov, ki zagotavljajo demokratičen razvoj, načela pravne države, človekove pravice ter spoštovanje in zaščito manjšin,
- delovanje tržnega gospodarstva ter sposobnost spoprijeti se s konkurenčnimi pritiski in tržnimi silami v EU,
- sposobnost prevzeti obveznosti, ki izhajajo iz članstva, vključno z zavezanostjo ciljem politične, gospodarske in denarne unije.

<sup>4</sup> O kompetitivnih devalvacijah govorimo, ko valuta ene države devalvira v odnosu do druge, zaradi zaščite domačih izvoznikov, potem pa druga država odgovori na enak način. Na koncu sta obe državi na istem, ko sta bile preden sta devalvirali svoje valute (Mrak, 2002, str. 336).

čemer gre za specifični mehanizem fiksnih, toda prilagodljivih deviznih tečajev posameznih valut držav pristopnic v razmerju do evra. Valuti vsake od držav kandidatki za EMU se določi uradni tečaj njihove valute do evra, tako imenovana pariteta, pri čemer pa le-ta lahko niha v pasu  $\pm 15\%$  od prej omenjene paritetne vrednosti. Na zgornji in spodnji meji tega pasu je namreč obvezna neomejena intervencija za obrambo tečaja v okviru predpisanih meja. Intervencijo izvajata država s težavami in Evropska centralna banka (Halpern, Wyplosz, 2001, str. 4). S tako intervencijo se zagotovi, da tržni devizni tečaj ostane okrog uradnega. Nove članice bodo morale v skladu z evropsko pogodbo zagotoviti tudi neodvisnost centralne banke in ukiniti privilegirano financiranje javnega sektorja. V tej fazi, in tudi že prej, pa bo najbolj pomembno prizadevanje posameznih držav za izpolnitev maastrichtskih konvergenčnih kriterijev<sup>5</sup>. Le-ti 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 kriterijev naslednji (Lavrač, Mrak, 2002, str. 407):

- določajo merila za vstop v EMU,
- omogočajo selekcijo med državami kandidatkami za EMU,
- zagotavljajo stabilnost skupne evropske valute.

Z izpolnitvijo teh kriterijev bodo nove države članice EU pripravljene na tretjo fazo monetarne integracije, in sicer na prevzem evra in na članstvo v EMU.

## 1.2. Težave in nevarnosti na poti v EMU

Kot je bilo že prej omenjeno, bodo države kandidatke morale ob vstopu v EU sprostiti kapitalske tokove. Države bi si sicer lahko izborile začetna prehodna obdobja po vstopu v EU, ko bi nekatere omejitve, predvsem glede kratkoročnih tokov kapitala, še obdržale za določen čas, vendar se nobena od kandidatki ni odločila za to možnost, kar pomeni, da bo z vstopom

---

<sup>5</sup> Maastrichtski konvergenčni kriteriji so:

- stopnja inflacije ne sme presegati stopnje inflacije v treh državah članicah EU z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 1,5 odstotne točke;
- obresna mera ne sme presegati obrestne mere v treh državah članicah EU z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 2 odstotni točki;
- valuta države kandidatke mora biti vsaj dve leti vključena v mehanizem deviznih tečajev ERM II in upoštevati normalne meje nihanja okrog uradnega tečaja, brez devalvacije valute na lastno pobudo;
- javnofinančni deficit ne sme presegati 3 odstotkov BDP države kandidatke;
- javni dolg ne sme presegati 60 odstotkov BDP države kandidatke

zagotovljena popolna mobilnost kapitala, tako med državami članicami EU, kot tudi v odnosu do ostalih držav, ki niso članice. Prav tako se bodo ob vstopu v EU ali pa nekaj let za tem vključile v mehanizem deviznih tečajev ERM II, ki je eden od predpogojev na poti v EMU (Begg et al., 2003, str. 20).

Kombinacija popolne mobilnosti kapitala in določitev paritetne vrednosti tečaja v okviru ERM II pa bo ustvarila obdobje povečane občutljivosti oziroma ranljivosti posamezne države. Te se bodo zaradi tako imenovane »konvergenčne igre«<sup>6</sup> najverjetneje soočile s povečanim pritokom kapitala, ki lahko vodi do finančne krize, če se smer teh tokov iz kakršnih koli razlogov naenkrat spremeni ali do pregrevanja gospodarstva in s tem do dodatnih težav pri približevanju inflacijskih stopenj teh držav evropskim, če smer tokov ostane nespremenjena (Begg et al., 2003, str. 5). Pojavila pa se bo tudi nevarnost, da bi države kandidatke, v želji po čim hitrejši uvedbi evra, poskušale pospešiti izpolnjevanje nominalnih konvergenčnih kriterijev za vsako ceno, tudi za ceno realne konvergence, o čemer pa bo več govora kasneje.

Na podlagi tega lahko ugotovimo, da bodo pritoki kapitala in upravljanje z njimi najverjetneje glavni izziv za finančno stabilnost v teh državah pred vstopom v EMU in tudi v prvem obdobju po njem. S povečanimi pritoki bi se povečala tudi sredstva in obveznosti glavnih finančnih posrednikov, torej bank in nebančnih finančnih institucij, kar bi lahko pripeljalo do pregrevanja gospodarstva in do razmaha kreditiranja, ki v takšnih primerih ponavadi izgublja na kvaliteti presoje upravičenosti do kredita in na koncu vodi do finančnih kriz (Begg, 2001, str. 4).

Nenadna sprememba v pričakovanjih tujih investitorjev oz. izguba zaupanja le-teh v določeno državo lahko v trenutku spremeni smer kapitalskih tokov, ki začnejo v velikih količinah zapuščati državo in zaradi neusklajenosti v ročnosti sredstev in obveznosti, vodijo v krizo bančnega sistema, kar povzroča spet nove težave. Banke morajo v tem primeru dvigniti obrestne mere, da bi preprečile prevelike odlive tujega kapitala, s čimer pa se oddaljujejo od konvergenčnega kriterija glede obrestnih mer.

Pregrevanje gospodarstva in kreditna ekspanzija lahko povzroči tudi dodatne inflacijske pritiske, ki se odražajo v realni precenjenosti valute, če je fleksibilnost tečaja omejena. Povečevanje inflacijskih stopenj in precenjenost valute pa sta prav tako v nasprotju z maastrichtskimi konvergenčnimi kriteriji. Rešitev tega problema se zdi težavna, saj sterilizacijski ukrepi za preprečitev realne apreciacije domače valute, ki bi se na tem mestu

---

<sup>6</sup> Nove članice EU bodo na poti v EMU sicer skušale zniževati obrestno mero v skladu s konvergenčnimi kriteriji, vendar bo ta na začetku še vedno nekoliko višja, kar bo privabljalo kapital iz tujine.



zdeli smotrni, ogrožajo fiskalne konvergenčne kriterije, poleg tega pa zaradi umetne izenačitve med ponudbo in povpraševanjem po denarju, obrestne mere ostajajo enako visoke, kar še dodatno privablja kapital iz tujine (Begg et al., 2003, str. 30). Po drugi strani bi neizvajanje sterilizacije sicer lahko zniževalo obrestno mero, vendar le ob pogoju, da se z restriktivnimi fiskalnimi ukrepi istočasno omejuje večje agregatno povpraševanje, ki je posledica presežne ponudbe denarja, ker drugače lahko prihaja do inflacije povpraševanja (Begg et al., 2003, str. 31).

Takšne in podobne težave, na katere bodo mogoče naletele države kandidatke, še posebej, če se bo to zgodilo v prvem obdobju po vstopu v EMU, lahko povzročijo finančno krizo in resno ogrozijo obstoj same EMU. Ravno zaradi tega je zelo pomembno, kako naj se obnašajo te države, na katere dejavnike naj so pozorne, da bodo preprečile špekulativne napade na svojo valuto in kakšne ukrepe naj sprejmejo, da bo pristanek v EMU čim mehkejši. Prav to si bomo podrobneje ogledali v naslednjih poglavjih. Še pred tem pa pogledimo, do kakšnih finančnih kriz lahko pride in kakšne so posledice, če države odpravijo omejitve na kapitalske tokove, same pa ne uskladijo temu primerno tudi svojih ekonomskih politik.

## **2. FINANČNE KRIZE**

Z večjimi finančnimi krizami smo imeli opravka že v 80-ih letih prejšnjega stoletja, ko je številne manj razvite države zajela dolžniška kriza, katere izvor gre iskati predvsem v tekočem delu plačilne bilance. Za države kandidatke za EU oz. bodoče članice EMU pa so bolj pomembni vzroki in spoznanja finančnih kriz 90-ih, ki so bile prav zaradi povečane mednarodne mobilnosti kapitala pogostejše kot tiste v prejšnjem desetletju in pri katerih je bil glavni razlog za njihov nastanek slabost kapitalsko-finančnega dela plačilne bilance. Za te krize je značilno, »da je do njihovega izbruha prišlo predvsem zaradi izgube zaupanja tujih investitorjev v državo, saj je to običajno povzročilo nenadne odtokove kapitala iz države ter prekinitve dostopa države in njenih subjektov do svežih finančnih sredstev« (Mrak, 2002, str. 605).

Med ekonomisti sta se tako izoblikovali dve teoriji za razlago finančnih kriz. *Model prve generacije* temelji na temeljnih makroekonomskih neravnotežjih in krivdo za špekulativne napade na valuto pripisuje nekonsistentnosti ukrepov ekonomske politike v državi. Glavni indikatorji, ki napovedujejo valutno krizo, so ekspanzivna monetarna politika, proračunski deficit in zmanjševanje deviznih rezerv (Mrak, 2002, str. 608-609).

Kljub temu, pa so se v 90-ih letih pojavile tudi finančne krize, npr. kriza EMS in mehiška kriza, ki jim prva generacija modelov preprosto ni bila kos. Veliko število držav, ki so takrat zapadle v finančno krizo, je vodilo restriktivno ekonomsko politiko in imelo vzorno urejene makroekonomske temelje. *Model druge generacije* finančnih kriz zato pravi, da do špekulativnega napada na valuto lahko pride tudi zaradi nenadne in nepredvidene spremembe v pričakovanih subjektov na trgu, predvsem glede vzdržnosti fiksne deviznega tečaja valute. Prav ta začetni napad na valuto dvigne stroške vzdrževanja deviznega tečaja (devizne rezerve se začnejo zmanjševati) in prisili državo v opustitev takšne oblike tečaja oz. privede do devalvacije domače valute ter tako upraviči pričakovanja trga. Kriza se nato samo še nadaljuje in poglobi v tako imenovano *samoizpopolnjujočo* se krizo (Mrak, 2002, str. 608-610).

Ne glede na to ali glavni vzrok, ki pripelje do finančne krize, izhaja iz prvega ali drugega modela, je skupna točka obeh generacij ta, da bo do krize skoraj zagotovo prišlo, če se države nahajajo na področju »ranljivosti« (Begg et al., 2003, str. 13). Poglejmo si podrobneje, zakaj je prišlo do nekaterih finančnih kriz v devetdesetih letih prejšnjega stoletja.

## **2.1. Pregled nekaterih finančnih kriz v 90-ih**

### KRIZA EMS 1992-1993

Države EU so konec osemdesetih let uspešno zniževale inflacijo in ta način omogočale tudi konvergenco med inflacijskimi stopnjami. Prilagoditve centralnih tečajev v okviru ERM so proti koncu tega obdobja postale nepotrebne. Med leti 1987 in 1992 pa so države odpravile skoraj vse omejitve glede kapitalskih tokov. Izgledalo je, da bo EMS uspešno izpolnil svoje cilje in tudi svojo vlogo nekakšne prehodne oblike EMU. Skupni evropski tekoči račun plačilne bilance je sicer izkazoval primanjkljaj, ki pa je bil brez težav financiran s kapitalskimi pritoki raznih institucionalnih investitorjev, ki so pričakovali nadaljnjo konvergenco gospodarstev na poti v monetarno unijo (Lavrač, Mrak, 2002, str. 402).

Težave s konkurenčnostjo nekaterih evropskih držav zaradi stabilizacijske politike deviznega tečaja in negativen rezultat danskega referendumu glede maastrihtske pogodbe pa je spremenil pričakovanja investitorjev in vnesel dvome o prihodnosti EMU. Smer kapitalskih tokov se je naenkrat obrnila in postavila pod vprašaj vzdržnost režima kapitalsko-finančnega računa, ki ni poznal omejitev niti pri pretoku kratkoročnega kapitala.

Zaradi špekulativnih napadov na posamezne valute, le-te njihove centralne banke, kljub obsežni intervenciji, niso mogle ubraniti. Tako sta Velika Britanija in Italija septembra 1992 celo izstopili iz mehanizma deviznih tečajev ERM<sup>7</sup>, Španija in Portugalska pa sta morali devalvirati svoji valuti. Ker so se napadi na valute nadaljevali so se države, ki so bile še vedno vključene v ERM, odločile, da meje dopustnih nihanj okrog uradnih deviznih tečajev razširijo iz  $\pm 2,25\%$  na kar  $\pm 15\%$  na vsako stran okrog uradnega tečaja. S tem so zatrli špekulativne napade na posamezne valute in olajšali njihovo obrambo, kar se je izkazalo kot uspešno (Eichengreen, 2000, str. 14).

#### MEHIŠKA KRIZA 1994-1995

Mehika je bila v obdobju od 1988 do 1993 v marsičem podobna EMS-u, saj je uveljavljala gospodarske reforme in makroekonomsko stabilizacijo. Glavne točke strategije so bile vzdrževanje fiskalne in monetarne discipline, prestrukturiranje dolga in obsežen program za strukturne reforme, vključno s privatizacijo in liberalizacijo zunanje trgovine. Liberalizacija finančnega sektorja in finančnega računa sta bila del širše politike pridobivanja zaupanja investitorjev. Tako je bila vključitev v NAFTA obravnavana kot vrhunec procesa reform in njihovega mednarodnega priznanja (Edwards, 1997, str. 4-6).

Problem je povzročalo le prepočasno zniževanje inflacije, kar se je zaradi vezave mehiškega pesa na dolar odražalo v zmanjševanju konkurenčnosti mehiškega gospodarstva in v povečevanju primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance. Le-ta je bil, zaradi uspešne vključitve Mehike v NAFTA<sup>8</sup> in še vedno visokih obrestnih mer, financiran z velikimi pritoki kapitala v državo (Begg et al., 2003, str. 8). Približno dve tretjini pritokov kapitala v Mehiko v tem obdobju sta bili v obliki portfeljskih investicij<sup>9</sup> (Mrak, 2002, str. 611).

Začetek finančne krize gre verjetno pripisati neugodnim političnim dogodkom leta 1994 v Mehiki. Po uporu v južni državi Chiapas in atentatu na predsedniškega kandidata Colosia se je povečalo politično oz. deželno tveganje in povzročilo veliko negotovosti pri tujih investitorjih (Edwards, 1997, str. 16-17). Sledil je odtok kapitala in zmanjševanje deviznih rezerv. Vlada je v želji, da bi zadržala tuje investitorje, večino svojega dolga indeksirala v dolarje<sup>10</sup>. Dolg je bil

---

<sup>7</sup> Italija se je novembra 1996 vrnila v ERM.

<sup>8</sup> Vključitev v Severnoameriški sporazum o prosti trgovini je privedlo do zmanjšanja deviznega tveganja.

<sup>9</sup> V skladu z *Balance of Payments Manual* so v plačilni bilanci kot portfeljske lastniške investicije zabeleženi vsi tisti nakupi delnic, pri katerih delež tujega investitorja v kapitalu subjekta, v katerega je le-ta investiral, ne preseže 10 odstotkov.

<sup>10</sup> Tujci so kratkoročne blagajniške zapise imenovane Cetes, denominirane v domači valuti, lahko zamenjali za dolarsko denominirane Tesobonose (Edwards, 1997, str. 18).

na ta način denominiran v dolarjih, kar je pomenilo, da vlada ne bo mogla zmanjšati dolga na podlagi devalvacije, česar so se tuji investitorji pred tem najbolj bali. Vendar pa je takšna politika zavezala roke mehiški centralni banki, ki ni mogla servisirati dolga z izdajanjem dolarjev (Begg et al., 2003, str. 8). Izdajanje vrednostnih papirjev, denominiranih v dolarjih, je sredi leta 1994 presegló vrednost deviznih rezerv in posledice so bile neizbežne (Mrak, 2002, str. 612).

Objava 15 odstotne devalvacije pesa je porušila še zadnje, že tako ali tako preveč načeto zaupanje tujih investorjev, ki so zelo hitro spremenili svojo oceno mehiške bonitete in ugotovili, da država ne bo sposobna poravnati svojih obveznosti brez radikalnih sprememb v ekonomski politiki in brez finančne pomoči iz tujine. Tako se je pritisk na valuto samo še stopnjeval in na koncu državi ni preostalo drugega, kot da je prešla na režim fleksibilnega deviznega tečaja (Mrak, 2002, str. 611-613).

Ključna dejavnika, ki sta pripeljala do mehiške krize sta bila predvsem dva. Najprej so bile to velike kratkoročne obveznosti do tujine. Drugi ključni dejavnik je bila prekinitev zaupanja v državo zaradi povečevanja makroekonomskih neravnotežij in nepripravljenosti bančnega sektorja na valutne šoke. Oboje pa je samo še podkrepilo pomanjkanje osnovnih informacij o ekonomsko-finančnem položaju države (Mrak, 2002, str. 612-613).

Mehika si je z izvajanjem programa ekonomske stabilizacije, v sklopu dogovora z IMF in z veliki finančnimi paketi pomoči s strani ZDA<sup>11</sup>, precej hitro opomogla iz finančne krize. Po letu 1995, ko se je soočila z negativno gospodarsko rastjo, z visoko stopnjo brezposelnosti in z visoko inflacijo, je že leta 1996 zabeležila normalno gospodarsko rast, počasi pa se je vračalo tudi zaupanje investorjev.

#### AZIJSKA KRIZA 1997-1998

Tudi za države jugovzhodne Azije je bilo značilno, da so pred pojavom finančne krize veljale kot model uspešnega gospodarskega razvoja manj razvitih držav s stabilnimi makroekonomskimi temelji ključnih držav v regiji<sup>12</sup>, kar je pomenilo visoko stopnjo gospodarske rasti in zdrave javne finance. Te države so, kljub visokim stopnjam rasti izvoza, beležile primanjkljaje v tekočem delu plačilne bilance, ki pa so bile podobno kot v drugih

---

<sup>11</sup> Razlog gre iskati v strateški pomembnosti Mehike za ZDA.

<sup>12</sup> Gre za Južno Korejo, Malezijo, Indonezijo, Filipine in delno tudi Tajsko, ki pa je že kazala nekatera makroekonomska neravnotežja.

državah, ki so naleteli na finančne krize, brez težav financirane z obsežnimi pritoki privatnega kapitala iz tujine (Mrak, 2002, str. 614).

Za razliko od ostalih finančnih kriz v 90-ih je za azijsko krizo značilno, da so »veliki pritoki kapitala povzročili izredno agresivno politiko bančnega sektorja v teh državah, pri čemer pa krediti niso bili vedno odobreni na osnovi kvalitetne presoje projektov in kreditojemalcev« (Mrak, 2002, str. 611). Države so liberalizirale kapitalsko-finančne račune svojih plačilnih bilanc in bankam ter drugim finančnim institucijam dale neke vrste garancijo, da jih bodo rešile v primeru krize. Posledica takšnega moralnega hazarda je privedla do povečanega zadolževanja azijskih bank v tujini in po drugi strani do odobravanja kreditov za vse bolj tvegane projekte.

Kriza se je začela sredi leta 1997 na Tajskem. Špekulativne napade na tajski baht so sprožila makroekonomska neravnotežja v državi<sup>13</sup> in finančna kriza je kmalu okužila tudi nekatere druge azijske države (Ito, 1999, str. 19). Le-te so imele kar solidne makroekonomske temelje, ki pa v primeru izgube zaupanja investitorjev v celotni regiji ne morejo več kaj dosti pomagati.

Azijska kriza se tako ni dosti razlikovala od tistih s prve polovice 90-ih. Preveliki odvisnosti domačega gospodarstva od kratkoročnih tokov kapitala, ki je bila značilna že za evropsko in mehiško krizo, je azijska kriza dodala še slabosti v domačem finančnem sektorju. Pomanjkanje mednarodno uveljavljenih standardov finančnega poslovanja ter zelo slab nadzor in regulacija s strani države, so prispevali k manjši transparentnosti in večji ranljivosti samega sektorja (Ito, 1999, str. 17). Ko so investitorji to ugotovili, so hitro začeli zmanjševati svojo izpostavljenost na azijskih trgih zaradi česar so banke postale nelikvidne.

Kriza se je potem, podobno kot mehiška, reševala s programom ekonomske stabilizacije v sodelovanju z IMF. Poleg paketov finančne pomoči s strani mednarodne skupnosti so države začele z izvajanjem restriktivne monetarne in fiskalne politike, v ospredje pa je prišlo tudi prestrukturiranje finančnega sektorja (Mrak, 2002, str. 619).

## ČEŠKA KRIZA 1997

Češka je v prvi polovici devetdesetih let predstavljala eno izmed najuspešnejših tranzicijskih držav, ko je s fiksnim deviznim tečajem in restriktivno ekonomsko politiko dosegla nizko stopnjo brezposelnosti, relativno stabilnost deviznega trga in kar občutno gospodarsko rast.

---

<sup>13</sup> Država je rešila propada eno pomembnejših bank na Tajskem in s tem samo še podkrepila špekulativne napade, saj so tuji upniki dobili dokaze, da je »garancija« države dejansko unovčljiva (Mrak, 2002, str. 615).

Uspešna je bila tudi na področju privatizacije, saj je bilo v tem obdobju v privatnih rokah že skoraj 80% gospodarstva. Na ta način je bila nekakšen vzgled ostalim tranzicijskim državam na področju srednje in vzhodne Evrope (Czech Republic: facts and figures, 1997).

Sredi devetdesetih pa so se stvari začele spreminjati. Veliki kapitalski pritoki, ki so financirali primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance, so se začeli zmanjševati. Zaradi popustljive politike plač, ki je dovoljevala rast plač nad rastjo produktivnosti pa se je slabšala konkurenčnost trgovanega sektorja in s tem tekoči račun plačilne bilance. Svoje je dodala še obupna situacija v finančnem sektorju, kjer je vladalo očitno pomanjkanje regulacije in nadzora ter slabo upravljanje državnih bank. Vrhunec je bilo razkritje razširjenega problema slabih posojil in pretirane devizne izpostavljenosti bank (Drabek, Griffith-Jones, 1998, str. 16-23).

Poslabšanje makroekonomskih temeljev in težave v finančnem sektorju so povečali politično nestabilnost v državi. Svoje je dodala še tako imenovana okužba, ki je prišla iz azijske krize, natančneje iz Tajske. Kapitalski tokovi so začeli spreminjati smer, s čimer so povečevali pritisk na depreciacijo domače valute in sredi maja 1997 povzročili špekulativne napade na češko krono. Država je v začetku napade skušala omiliti z dvigovanjem obrestne mere in z zmanjševanjem deviznih rezerv. Po slabih dveh tednih je uvidela, da je takšno ravnanje brezizhodno in prešla na režim drsečega deviznega tečaja. Le-ta je zatrl špekulativne napade in dokaj hitro spet vzpostavil zaupanje investitorjev v državo, zaradi česar najverjetneje tudi ni prišlo do okužbe oziroma razširitve krize na druge države (Horvath, Jonas, 1998, str. 30-33).

## RUSKA KRIZA 1998

Glavni razlog za nastanek finančne krize v Rusiji je bila nevzdržnost fiskalne politike, ki ni bila usklajena z režimom fiksne devizne tečaja, kar pomeni, da je šlo za primer modela prve generacije finančnih kriz (The Russian Crisis of 1998, 1998).

Banke so v razmerah hiperinflacije velik del kreditov namenjale financiranju visokih proračunskih primanjkljajev po realno negativni obrestni meri. Država je sicer v letu 1995 močno znižala stopnjo inflacije, ni pa uspela zmanjšati ostalih makroekonomskih neravnotežij v državi. Inflacijsko financiranje deficita je zamenjalo zadolževanje države na novoustanovljenem domačem trgu vrednostnih papirjev<sup>14</sup> in v tujini. Ker je Rusija skoraj v

---

<sup>14</sup> Rusija je večino proračunskega deficita začela financirati na domačem finančnem trgu, in sicer preko kratkoročnih zapisov, imenovanih GKO, in dolgoročnih obveznic, imenovanih OFZ. Oboji so bili denominirani v rubljah (Mrak, 2002, str. 621).

celoti odpravila omejitve na kapitalske tokove, so tuji začeli pospešeno kupovati visoko donosne domače obveznice, prav tako pa so v letih 1996 in 1997 v državo začele pritekati velike količine portfeljskih lastniških investicij (Mrak, 2002, str. 621).

Prvi znaki, ki so napovedovali nastanek finančne krize, so se pojavili v prvi polovici 1998. leta, ko je prišlo do vladne krize in zunanjega šoka v obliki nizkih cen nafte na svetovnih trgih (The Russian Crisis of 1998, 1998). Investitorji so bili še vedno pod vplivom azijske finančne krize, zaradi česar so postajali vse bolj zadržani do investiranja v manj razvite države. Kontinuirane proračunske težave, počasnost strukturnih reform, slabost finančnega sektorja ter pomanjkanje pravnega in institucionalnega reda v Rusiji pa je samo še povečalo nezaupanje tujih investorjev v to državo. Le-ti so začeli umikati svoja sredstva iz Rusije, s čimer so se zmanjševale devizne rezerve, potrebne za refinanciranje zapadlih obveznic. To pa je porušilo še zadnje zaupanje tujcev in povzročilo množičen beg kapitala iz Rusije. Ker ruski parlament ni sprejel davčne reforme, s katero so IMF, WB in EBRD pogojevali svojo finančno pomoč v programu ekonomske stabilizacije, se je situacija samo še poslabšala in finančna kriza je v vsej svoji razsežnosti izbruhnila avgusta 1998, kot valutna, bančna in dolžniška kriza (Mrak, 2002, str. 622).

Reševanje krize je v prvi fazi, zaradi prej omenjenega nasprotovanja parlamenta, potekalo brez finančne podpore tujine, kar je samo še zaostrovalo razmere v državi in Rusiji ni preostalo drugega, kot da je v prvi polovici 1999. leta preko novega sporazuma z IMF skušala normalizirati situacijo. Tudi ta sporazum je podobno kot prejšnji zahteval »izvedbo fiskalne reforme, prestrukturiranje finančnega sektorja in intenziviranje strukturnih reform v drugih sektorjih gospodarstva« (Mrak, 2002, str. 623).

Ruska finančna kriza je imela močan vpliv na manj razvite države, saj so se poslabšali pogoji, po katerih so te države lahko prišle do zunanjega financiranja. Negativen vpliv pa so najbolj občutile sosednje države (The Russian Crisis of 1998, 1998).

## ARGENTINSKA KRIZA 2002

Med ekonomisti še vedno obstaja razprava, zakaj natančno je prišlo do finančne krize v Argentini. Večina meni, da je glavni krivec za krizo neprimerna fiskalna disciplina oz. neuspešno dokončanje fiskalne konsolidacije, ki pa je nujna za državo z valutnim odborom<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Gre za režim deviznega tečaja, v katerem se država obveže, da bo zamenjevala domačo valuto za tujo po fiksnem deviznem tečaju (v argentinskem primeru peso za dolar v razmerju 1:1) in da bo izdajala domači denar samo, če za to obstaja polno pokritje v deviznih sredstvih (Mrak, 2002, str. 92).

Argentina je namreč glede fiskalne ureditve najbolj decentralizirana država na področju Latinske Amerike z največjimi fiskalnimi neravnotežji. Razdeljena je na province, katerim na čelu so guvernerji, ki niso preveč naklonjeni kakršnemukoli zmanjševanju državnih transferjev v smeri proti njihovim provincam, ki bi jih prisilila tudi k omejevanju porabe. Ko je prišlo do poslabšanja ekonomskega okolja, najprej v obliki večje devalvacije v sosednji Braziliji, nato pa še v obliki razpočenega borznega balona v ZDA, se je že tako ali tako slaba fiskalna situacija samo še poslabšala in vzbudila strahove, da bo prišlo do nevzdržnega proračunskega deficita. Država je z obupnimi poskusi uravnoteženja proračuna s povečevanjem davkov na finančne transakcije in uvoz samo še povečala ekonomska neskladja in učinkovitost argentinskega gospodarstva, s tem pa še dodatno zamajala kredibilnost svoje ekonomske politike (Begg et al., 2003, str. 10).

Temeljni problem Argentine je predstavljalo tudi dejstvo, da so prej omenjene fiskalne težave zavrle gospodarsko rast, ki pa je najpomembnejši faktor stabilnosti vsake oblike ureditve deviznega tečaja, kar velja tudi za valutni odbor. V tako slabem položaju, in ko državo »okužijo« še nepredvideni ekonomski dogodki v tujini, le-ta nima več manevrskega prostora za ukrepanje. Negativna gospodarska rast v Argentini je fiskalna neskladja samo še poglobila. Ker se življenjski standard v državi ni zviševal, ni bilo več pravega motiva za nadaljnjo fiskalno konsolidacijo in ko so prišle na ulice še jezne gospodinje, nezadovoljne nad razmerami v državi, je udeležencem na trgu hitro postalo jasno, da v državi ni vse tako, kot bi moralo biti (Begg et al., 2003, str. 10-11).

Dodatni problem pri argentinskem valutnem odboru je bil tudi ta, da ni imel izhodne strategije. Če je država, zaradi različnih vzrokov, primorana opustiti takšno ureditev, pride do prave ekonomske in politične katastrofe (Begg et al., 2003, str. 11). V nasprotju z Argentino vidimo, da države kandidatke za vstop v EMU imajo izhodno strategijo, in sicer prevzem evra. To je pomembno predvsem, ko pride do morebitnih izzivov na trgu, ki bi lahko ogrozili državo z valutnim odborom, ki sicer vodi pravilno ekonomsko politiko. V takšnem primeru bi država lahko pospešila proces prevzema evra ter se tako izognila nadaljnjim težavam.

## **2.2. Glavne značilnosti in ugotovitve**

Na podlagi prej opisanih primerov finančnih kriz in še nekaterih drugih kriz v 90-ih letih prejšnjega desetletja, ki jih sicer nismo omenili, lahko pridemo do zaključka, da so vse te države v letih pred izbruhom krize beležile visoke neto pritoke kapitala, saj je bil devizni tečaj domače valute običajno vezan na eno od vodilnih svetovnih valut, obrestne mere pa so bile zaradi počasnega zmanjševanja inflacije še vedno relativno visoke. Takšna kombinacija je



investitorjem obljubljala visoke donose ob nizkem valutnem tveganju<sup>16</sup>. Finančne krize so torej v tesni povezanosti z obdobji obilnega pritoka kapitala, tako v industrijsko razvitih kot tudi manj razvitih državah. Dejstvo pa je, da se krize v manj razvitih državah vseeno pojavljajo pogosteje kot v razvitih. Razloge gre iskati v slabši usposobljenosti teh držav za upravljanje s tveganji, ki jih prinašajo prekomerni pritoki kapitala. Ker bi v to skupino držav lahko uvrstili tudi države kandidatke za EMU, si pogledjmo kateri so ti razlogi, zaradi katerih so takšne države bolj ranljive v obdobjih povečanih kapitalskih tokov (Mrak, 2002, str. 635-637):

- **slabosti v finančnem sektorju**

Slabosti v finančnem sektorju so bile eden od najpomembnejših razlogov za finančne krize v manj razvitih državah v devetdesetih. To velja zlasti za bančni sistem, ki je še vedno najpomembnejši kanal za prenos učinkov kapitalskih tokov na gospodarstvo določene države. V času liberalizacije kapitalskega in finančnega računa ter vzporedni liberalizaciji domačega finančnega sistema praviloma ni bilo spremljajočih ukrepov, ki bi okrepile nadzor nad finančnim sektorjem in ga tudi primerno izvajale. Banke so začele nepremišljeno plasirati svoja sredstva, kar pomeni, da so za izboljšanje svoje profitabilnosti bile pripravljene financirati vse bolj tvegane posle, s tem pa so povečevale svojo izpostavljenost valutnim in obrestnim tveganjem. To je še posebej prišlo do izraza, ko se je smer kapitalskih tokov naenkrat obrnila. Slabosti v finančnem sektorju so imele ključno vlogo pri finančnih krizah v Aziji in v Rusiji.

- **režim deviznega tečaja**

Že prej smo omenili, da so vse manj razvite države, ki so doživele finančne krize, imele devizni tečaj domače valute običajno vezan na eno od vodilnih svetovnih valut. V takšnem primeru nastane nekakšno zaupanje v monetarne oblasti, da bodo vzdrževale stabilnost deviznega tečaja, kar vodi do zanemarjanja tečajnega tveganja in do povečanega obsega obveznosti v tujih valutah. Problem se pojavi, ko investitorji začutijo, da država nima vzpostavljenih mehanizmov za učinkovito obrambo stabilnosti svoje valute in začnejo umikati svoj kapital iz države. V tem primeru devizni tečaj domače valute ponavadi postane nevzdržen.

---

<sup>16</sup> Z omejeno fleksibilnostjo deviznega tečaja se zmanjša tudi možnost izgube, ki bi sicer lahko nastala z depreciacijo valute (Eichengreen, Hausmann, 1999, str. 7-8).

- **pomanjkanje informacij**

Slaba informiranost je pomemben razlog za neupravičeno poglobljanje finančnih kriz v manj razvitih državah. Zanje je značilno, da investitorji o njih nimajo toliko informacij kot o razvitih državah, kar seveda povečuje nestabilnost. Pomanjkanje informacij vodi do tako imenovanega črednega obnašanja, kjer je večina investorjev slabo informirana in preprosto sledi peščici bolj informiranih. Posledica tega je visoka stopnja spremenljivosti kapitalskih tokov kar pomeni, da se obdobje velikih pritokov kapitala v času »dobrih« informacij lahko zelo hitro spremeni v obdobje velikih odtokov, ko se pojavijo »slabe« informacije.

- **nestabilne politične razmere**

Nestabilne politične razmere praviloma vplivajo na oceno tveganja v določeni državi in so lahko prisotne tako v industrijsko razvitih kot manj razvitih državah. Ker pa je politična kriza v manj razvitih državah pogosteje že napoved gospodarskih problemov, ima le-ta dosti bolj negativni učinek na zaupanje investorjev v takšnih državah.

- **posredne garancije**

Z namenom, da bi pritegnile tuji kapital, so mnoge manj razvite države vzpostavile pravni in institucionalni sistem, ki je tujim investorjem zagotavljal neke vrste garancijo za vložena sredstva v tej državi. To je prišlo do izraza v azijski krizi, kjer so se posamezne države neposredno vključile v reševanje večjih privatnih bank, ki niso bile sposobne servisirati svojih obveznosti do tujine. Pod vplivom takšnega moralnega hazarda so tuji investitorji dobili dodatne spodbude za investiranje, kar je vodilo v dodatne pritoke kapitala in povečevalo ranljivost takšnih držav.

- **okužba ali širjenje krize**

O okužbi govorimo takrat, ko se izguba zaupanja v določeni državi razširi na drugo, čeprav so ekonomski temelji v slednji več ali manj stabilni. Za ta problem je delno krivo tudi pomanjkanje informacij, kar je bilo že prej omenjeno. Investitorji zaradi slabše informiranosti v manj razvitih državah le-te »mečejo v isti koš« in ko pride do težav v kateri od teh držav, sklepajo na podoben razplet dogodkov tudi v drugih, čeprav te države mogoče ne kažejo nobenih slabosti v vodenju ekonomskih politik.

S pregledom nekaterih finančnih kriz in njihovih značilnosti smo prišli do glavnih izzivov, s katerimi se bodo soočile države kandidatke pred vstopom v EMU. Za te države je verjetno

posebej poučna češka kriza, ker je tudi Češka ena od kandidatk za EMU in zaradi tega lahko upravičeno pričakujemo podobno krizo še v kateri izmed držav kandidatk, če bodo le-te hitele z vzpostavitvijo učinkovitega tržnega gospodarstva za vsako ceno. Pomembno je, da bodo pripravljene na velik pritek kapitala predvsem v obdobju po vstopu v EU in pred vstopom v monetarno unijo. Izbrati morajo režim deviznega tečaja, ki bo primeren z vidika teh tokov. Temu primerno morajo prilagoditi tudi ekonomsko politiko in se na ta način izogniti morebitnemu izbruhu finančne nestabilnosti, ki bi lahko upočasnila proces vključevanja v monetarno unijo.

### **3. KAPITALSKI PRITOKI IN BALASSA-SAMUELSONOV UČINEK**

#### **3.1. Glavni izzivi izvajalcev ekonomske politike**

Na podlagi dosedanjih ugotovitev o integraciji držav kandidatk v skupni evropski monetarni prostor in značilnosti finančnih kriz v prejšnjem desetletju, lahko izpostavimo tri glavne izzive v zvezi s kapitalskimi tokovi, s katerimi se soočajo te države (Drabek, Griffith-Jones, 1998, str. 7-15):

- **Privabljanje tujega kapitala.** Države kandidatke se morajo zavzemati za privlačnost svojih gospodarstev za tuje investitorje, saj same nimajo dovolj sredstev za uspešno prestrukturiranje industrije in izgradnje učinkovite infrastrukture. Na ta način tuji kapital omogoča dodaten vir financiranja gospodarske rasti, še zlasti v manjših državah. Najpomembnejši dejavniki privlačnosti države za tuje investitorje so politična stabilnost, stabilno makroekonomsko okolje, čim manjša birokracija, odsotnost deviznih omejitev, zaščita lastninskih pravic in nediskriminatorno obnašanje.
- **Upravljanje povečanih kapitalskih pritokov.** Za kapitalске tokove je bistvenega pomena ocena izvajalcev ekonomske politike ali gre za začasno ali trajno povečanje kapitalskih pritokov. Pri začasnih pritokih se morajo oblasti upreti pritiskom po realni apreciaciji domače valute nad tisto, ki je posledica povečane produktivnosti<sup>17</sup>, ker je dolgoročno gledano močna domača valuta lahko škodljiva, predvsem za relativno majhna in odprta gospodarstva, katerih glavno gonilo za rast je izvoz. Pomembno je tudi razločevanje med

---

<sup>17</sup> Povečana produktivnost v trgovanem sektorju pripelje do Balassa-Samuelsonovega učinka o katerem pa bo več govora v podglavju 3.3.

stabilnimi in nestabilnimi pritoki. Za najbolj nestabilne se smatrajo kratkoročni tokovi kapitala, kamor spadajo bančna posojila in portfeljske investicije. Dodatni problem povečanja kapitalskih pritokov pa izvira iz nezmožnosti absorpcije le-tega. Povečanje pritoka tujega kapitala in s tem povečanje ponudbe denarja mora biti izenačeno z ustreznim povečanjem povpraševanja po denarju, sicer pritoki povzročijo inflacijske pritiske. To pomeni, da se je na vsakršen povečan obseg kapitalskih pritokov potrebno odzvati s primerno ekonomsko politiko, razen če so le-ti odraz povečanega povpraševanja po denarju. Glede tega so najmanj škodljive neposredne tuje investicije, ki preko vpliva na gospodarsko rast in na rast dohodka povečujejo povpraševanje po denarju. Ker je ponavadi tudi v takšnih primerih njihova absorpcija le postopna, morajo monetarne oblasti tudi tu poskrbeti, da ne pride do prehitre realne apreciacije, ki bi poslabšala konkurenčnost gospodarstva.

- **Upravljanje spremenljivosti kapitalskih tokov.** Kot smo omenili že prej, je za kapitalске tokove, predvsem kratkoročne, značilna velika nestabilnost, zato morajo biti države poleg hitrega porasta pritokov, pripravljene tudi na obrat kapitalskih tokov, ki lahko povzroči velike težave v financiranju primanjkljaja tekočega dela plačilne bilance. V primeru izgube zaupanja investitorjev v določeno državo oz. območje lahko pride do špekulativnih napadov na valuto in s tem do valutne krize, posebej še, če v državi vlada politična nestabilnost in je večji delež tujega dolga kratkoročne narave. Valutna kriza lahko nato preraste v bančno krizo, če v bankah ob devalvaciji nastajajo negativne tečajne razlike zaradi odprtih deviznih pozicij. Prav zaradi tega predstavlja upravljanje spremenljivosti kapitalskih tokov največji izziv izvajalcem ekonomske politike v državah kandidatkah.

### 3.2. Odzivi ekonomskih politik

Izvajalci ekonomskih politik imajo v primeru presežnega pritoka tujega kapitala, ki pritiska na realno oz. nominalno apreciacijo domače valute različne možnosti odziva. Tako se lahko uporablja (Mrak, 2002, str. 570):

- Laissez-faire politika. V tem primeru se država ne vmešava v dogajanje na trgu, kar je možno samo v razmerah fleksibilnega deviznega tečaja in kar bo imelo za posledico nominalno apreciacijo domače valute in s tem poslabšanje konkurenčnega položaja države ter plačilne bilance.
- Nesteriliziran odkup deviznih presežkov. Takšna oblika odziva na presežne kapitalске pritoke sicer zmanjšuje pritisk na nominalno apreciacijo domače valute, vendar po drugi

strani prihaja do povečane količine denarja v obtoku in zaradi tega do inflacijskih pritiskov ter realne apreciacije, ki zmanjšuje konkurenčnost države.

- Steriliziran odkup deviznih presežkov. Sterilizacijo lahko definiramo kot ukrep, katerega cilj je omejiti vpliv presežnega pritoka kapitala, ki ga le-ta ima na monetarno bazo v državi. Torej gre za nekakšno elegantno rešitev pritiskov na apreciacijo domače valute brez inflacijskih učinkov<sup>18</sup>. Sterilizacija se ponavadi izvaja tako, da centralna banka na eni strani kupuje devize, na drugi strani pa v istem obsegu (v protivrednosti domače valute) prodaja državne obveznice (npr. zakladne menice).<sup>19</sup> Tukaj velja omeniti, da je časovna učinkovitost sterilizacije omejena, torej gre bolj za kratkoročne učinke. Razloge gre iskati v tem, da ta ukrep povečuje fiskalne stroške, največja težava pa je ta, da umetno vzdržuje visoke obrestne mere, ki samo še dodatno privabljajo tuji kapital, namesto da bi ga s padcem obrestnih mer odvrčale.
- Nadzor uvoza kapitala in uvedba kapitalskih omejitev. Osnovni namen kontrole uvoza kapitala je omejiti pritok tujega kapitala preko administrativnega ali tržnega nadzora<sup>20</sup>. Omejitve, ki zajezijo kapitalske pritoke po vstopu držav kandidatk v EU ne bodo več dovoljene, zato je pomembno, da se države kandidatke že sedaj odvajajo od uporabe tega ukrepa.
- Restriktivna fiskalna politika. Z omejevanjem javne porabe se zmanjša agregatno povpraševanje in inflacija. Zmanjšanje agregatnega povpraševanja vodi tudi do zmanjšanja povpraševanja po denarju in s tem do padca obrestnih mer, ki na ta način zmanjšujejo privlačnost pritoka tujega kapitala in skupaj z nižjo inflacijo sprostijo tudi pritisk na apreciacijo domače valute.

Na tem mestu bi se dalo omeniti še različne ukrepe za utrditev finančnega sektorja oz. uvajanje regulativ (Mrak, 2002, str. 570), ki povečujejo odpornost finančnih sistemov na pritoke tujega kapitala in preudarnost v delovanju finančnih institucij, pri čemer pa gre za

---

<sup>18</sup> V tem primeru presežni kapitalski pritoki niso posledica povečanja potencialnega proizvoda in tudi niso rezultat povečanja povpraševanja po denarju.

<sup>19</sup> Banka Slovenije ni mogla sterilizirati na tak način, ker med sredstvi ni imela nobenih državnih obveznic. Zato je bila prisiljena prodajati obljube, t.i. blagajniške zapise Banke Slovenije, ki so se začeli pojavljati na pasivni strani njene bilance (Ribnikar, 1999, str. 252).

<sup>20</sup> Administrativni nadzor prepoveduje določene vrste transakcij oz. za njih predpisuje kvantitativne limite, medtem ko tržni nadzor skuša omejiti pritoke na ta način, da jih podraži (multipli devizni tečajji, neposredna in posredna obdavčenja) (Mrak, 2002, str. 570).

ukrepe, katerih rezultati niso vidni čez noč in ki so lahko ključnega pomena v državah kandidatkah pri prizadevanju, da ne bi prišlo do nezaželenih finančnih kriz.

Ocena, da je realna apreciacija domače valute v celoti nezaželena posledica povečanih kapitalskih tokov, še zlasti kratkoročnih, pa ne sme biti avtomatična. Ko država stopi na pot realne konvergence<sup>21</sup> z bolj razvitimi državami, pride do boljšega izkoriščanja komparativnih prednosti in odpravljanja neučinkovitosti. Tako je določen del realne apreciacije upravičen in je posledica naraščanja produktivnosti. V tem primeru govorimo o ravnotežni apreciaciji, ki jo opisuje Balassa-Samuelsonov učinek.

### **3.3. Balassa-Samuelsonov učinek**

Balassa-Samuelsonov učinek predstavlja dolgoročni trend realne apreciacije domače valute, saj so neposreden izraz dolgoročnih trendov v gospodarstvu – sprememb agregatne ponudbe in povpraševanja. Za kaj v bistvu gre?

Gospodarstvo lahko načeloma razdelimo na dva sektorja, in sicer v trgovani sektor, ki vstopa v mednarodno menjavo in je s tem podvržen tuji konkurenci in zakonu ene cene, ter netrgovani sektor, ki proizvaja produkte in storitve namenjene domači porabi.

Za doseganje realne konvergence morajo manj razvite države dovolj dolgo rasti po stopnji gospodarske rasti, ki so višje od stopenj rasti najrazvitejših držav, katerim bi se rade približale. To je možno le, če tudi produktivnost v manj razvitih državah narašča hitreje kot v razvitih. Rast produktivnosti pa je pravilom hitrejša v trgovanem sektorju, ki je v nenehnem stiku s tujo konkurenco in preko mednarodne menjave pridobiva nova znanja in izkušnje ter gre v korak z najnovejšimi tehnološkimi izboljšavami. Zaradi izenačevanja realnih plač z mejnim produktom dela se rast plač v trgovanem sektorju povečuje s povečevanjem produktivnosti. Glavna domneva, na kateri sloni Balassa-Samuelsonova teorija, pa pravi (Halpern, Wyplosz, 2001, str. 9), da na trgu dela obstajajo težnje po izenačitvi rasti plač v obeh sektorjih, kar opravičujeta naslednji dve domnevi. *Prvič*, ponudba delovne sile na trgu dela se giblje v smeri boljše plačanih del, kar povzroča pritiske po izenačevanju plač med sektorjema. *Drugič*, močna sindikalna združenja pritiskajo na vlado oz. delodajalce v smeri zmanjševanja razlik med plačami.

---

<sup>21</sup> Z realno konvergenco je mišljena konvergenca v ravni dohodka na prebivalca (BDP p.c.).

Zaradi nižje produktivnosti v netrgovanem sektorju je povečanje plač v tem sektorju možno samo tako, da se povečajo relativne cene netrgovanih dobrin. Ker pa je indeks cen življenjskih potrebščin, ki se ponavadi uporablja za merjenje inflacije v posameznih državah, sestavljen iz povprečja inflacije trgovanih in inflacije netrgovanih dobrin, pridemo do zaključka, da bo zaradi Balassa-Samuelsonovega učinka inflacija v manj razvitih državah višja kot v tistih h katerim te države konvergirajo (Szapáry, 2003). Pri tem je treba še enkrat poudariti, da takšna vrsta inflacije ni izraz neravnotežja v gospodarstvu, ampak le odraz dejstva, da odpravljanje razkoraka v produktivnosti in gospodarski razvitosti zahteva tudi prilagajanje plač in cen.

Preostane nam še ugotovitev, kakšne posledice ima Balassa-Samuelsonov učinek na gibanje deviznega tečaja. Za razliko od nominalnega deviznega tečaja, ki odraža ravnotežje med povpraševanjem in ponudbo na deviznem trgu, realni devizni tečaj odraža relativne cene blaga in s tem konkurenčnost države. Po intuitivnem sklepanju lahko pričakujemo v državah, ki se soočajo s procesom realne konvergence realno apreciacijo domače valute, saj morajo pri preobrazbi teh držav iz manj razvitih v bolj razvite tudi valute teh držav postati realno dražje. Formalno pridemo do tega sklepa na dva načina, odvisno pač od tega, kako definiramo realni devizni tečaj (Halpern, Wyplosz, 2001, str. 10-11; Jazbec, 2002, str. 2-9).

1. Realni devizni tečaj se večkrat izraža kot razmerje med trgovanimi in netrgovanimi cenami dobrin v domačem gospodarstvu, tako da dobimo enačbo:

$$(1) \quad E = \frac{P_T}{P_N}$$

Povečanje realnega deviznega tečaja, definiranega na zgornji način, predstavlja depreciacijo, zmanjšanje pa apreciacijo domače valute. Pri takšni definiciji realnega deviznega tečaja lahko že takoj pridemo do zaključka, da zviševanje cen dobrin v netrgovanem sektorju kot posledica nižje produktivnosti v tem sektorju, vodi do realne apreciacije.

2. Če devizni tečaj definiramo bolj široko, tako da na primer vključimo tudi indeks cen življenjskih potrebščin kot merilo inflacije, rabimo še določene predpostavke.

Najprej predpostavimo, da so cene trgovanih dobrin za majhno odprto gospodarstvo dane, kot svetovne cene, in da je nominalni devizni tečaj konstanten. V tem primeru je inflacija v trgovanem sektorju enaka, tako doma kot v tujini. Inflacijo v netrgovanem sektorju pa lahko definiramo kot inflacijo v trgovanem sektorju, povečano za določeno mero

asimetričnosti v produktivnosti med obema sektorjema, zaradi česar je ta inflacija višja v državah, kjer produktivnost hitreje narašča, torej v tranzicijskih državah.

Širša definicija deviznega tečaja bo tako imela obliko:

$$(2) \quad E = \frac{e \cdot CPI^T}{CPI^D}$$

V tem primeru  $e$  predstavlja nominalni devizni tečaj, ki je izražen kot število enot domače valute na eno enoto tuje valute (direktna kotacija),  $CPI^T$  je indeks cen življenjskih potrebščin tuje države in  $CPI^D$  domači indeks cen življenjskih potrebščin.

Kot vidimo iz enačbe (2) oz. širše definicije deviznega tečaja, tudi tukaj pridemo do istega sklepa kot v enačbi (1). Posledica Balassa-Samuelsonovega učinka je višja inflacija v netrgovanem sektorju držav, katerih produktivnost narašča hitreje kot drugje. Ker pa je stopnja inflacije v gospodarstvu sestavljena tako iz inflacije v trgovanem kot netrgovanem sektorju, kar smo omenili že prej, bo tudi skupna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin, višja v državah s hitreje rastočo produktivnostjo, to pa ob nespremenjeni inflaciji v tujini in nespremenjenem nominalnem deviznem tečaju pomeni realno apreciacijo domače valute.

Če državo zanima splošna konkurenčnost njenega gospodarstva napram tujini, se lahko izračuna efektivni (multilateralni) devizni tečaj, ki je tehtana aritmetična ali geometrijska sredina bilateralnih deviznih tečajev<sup>22</sup>.

Med kapitalskimi tokovi so za Balassa-Samuelsonov učinek najpomembnejše neposredne tuje investicije (FDI), predvsem glede prenosa tehnologij in know-howa. Prav zaradi tega je njihov pozitiven vpliv na gospodarsko rast v državah kandidatkah splošno priznan (Gáspár, 2003, str. 11).

Kapitalski pritoki tako predstavljajo po eni strani, zaradi povezave z Balassa-Samuelsonovim učinkom, dolgoročni trend apreciacije, po drugi strani pa, zaradi vpliva na ravnotežje na deviznem trgu in špekulativne narave kratkoročnega kapitala, v veliki meri tudi kratkoročni trend in dejavnik nihanja deviznih tečajev.

---

<sup>22</sup> V primeru izračuna z metodo geometrijske sredine je efektivni devizni tečaj definiran kot (Jazbec, 2002, str. 7):

$$(3) \quad E = \prod_{i=1}^N (e_i \cdot CPI_i^T)^{g_i} \cdot \frac{1}{CPI^D}$$



## 4. SITUACIJA V DRŽAVAH KANDIDATKAH

Preden izpostavimo najpomembnejše elemente za oblikovanje vzdržnega režima kapitalskih tokov, pogledjmo kakšna je trenutna slika v državah kandidatkah glede samih kapitalskih pritokov, razvitosti finančnega sektorja in deviznih tečajev.

### 4.1. Obseg in struktura kapitalskih pritokov

Tabela 1: Velikost kapitalskih pritokov v CEE-5 in baltskih državah kandidatkah v obdobju 1993-1999 (kot % BDP)

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

Vir: Capriolo, Lavrač, 2001, str.7; Begg, 2001, str. 19-21.

Iz tabele 1 je razvidno, da so se države kandidatke že v devetdesetih letih prejšnjega stoletja soočale z občutnimi pritoki tujega kapitala, saj je bila vrednost neto finančnih pritokov v času nenadnih povečanj tokov tudi do 17% BDP, medtem, ko je bila ta vrednost med izbranimi članicami EU<sup>23</sup> med 4-6 % BDP (Capriolo, Lavrač, 2001, str. 5). Kapitalski pritoki zato za večino držav, ki so že prej odpravile omejitve na kapitalske tokove, ne bodo predstavljale nobene novost ob vstopu v EU. Pri tem je bila precejšnja izjema Slovenija, ki je zaradi počasne liberalizacije kapitalskega trga beležila manjše pritoke kapitala.

Na drugi strani pa imamo države, kot je na primer Češka, ki je v nasprotju s Slovenijo dokaj hitro liberalizirala kapitalske tokove in dosegla rekordne vrednosti pritokov kapitala, katerim pa je nato leta 1997 sledila že prej omenjena valutna kriza, ki je še enkrat več opozorila na moč kapitalskih tokov v majhnih gospodarstvih.

<sup>23</sup> Gre za Italijo, Grčijo, Španijo, Portugalsko in Irsko

Že prej smo omenili, da so višje obrestne mere v državah kandidatkah glede na obrestne mere v EU glavni razlog, zaradi česar bodo te države deležne povečanih kapitalskih tokov, še zlasti ob fiksiranju svojih deviznih tečajev.

Tabela 2: Kratkoročne obrestne mere v CEE-5 državah v primerjavi s povprečjem v EU za obdobje 1996-2001 (v %, kot letno povprečje)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Češka</b>	11,6	19,2	13,6	6,8	5,3	5,0
<b>Madžarska</b>	23,8	20,8	18,0	14,8	11,1	10,9
<b>Poljska</b>	21,2	22,7	21,1	14,1	18,1	17,1
<b>Slovaška</b>	11,6	24,6	14,5	11,5	8,0	7,3
<b>Slovenija</b>	13,8	9,6	7,4	6,8	6,8	6,7
<b>EU-15</b>	5,1	4,7	4,5	3,3	4,5	4,5

Vir: Eurostat, 2002.

Kljub relativno visokim kapitalskim pritokom v državah kandidatkah v devetdesetih glede na velikost njihovih gospodarstev (glej Tab. 1, na str. 22) pa vidimo, da so obrestne mere<sup>24</sup> v teh državah še vedno višje kot v državah EU, kar nakazuje, da konvergenca na tem področju še ni končana in da bodo te države tudi v bodoče deležne kapitalskih pritokov, predvsem iz ostalih držav EU.

V plačilni bilanci so finančni tokovi razdeljeni v tri skupine in sicer v neposredne tuje investicije (FDI), portfeljske investicije in ostale investicije, kamor spadajo trgovinski krediti, bančni krediti in druge oblike kratkoročnega in dolgoročnega zadolževanja v tujini. Vse tri skupine spadajo v del plačilne bilance imenovan kapitalski-finančni račun. Investicije tujcev v državo so kapitalski pritoki in se v kapitalsko-finančnem delu plačilne bilance knjižijo kot povečanje obveznosti do tujine (pozitivni predznak), medtem ko se investicije domačih rezidentov v tujini štejejo med kapitalske odtokove in se knjižijo kot povečanje sredstev (negativni predznak). V državah kandidatkah za EMU največjo nevarnost predstavljajo kapitalski pritoki, zato bom v nadaljevanju primerjal strukturo le-teh v nekaterih tranzicijskih državah, ki bodo v kratkem tudi kandidatke za EMU, s strukturo kapitalskih pritokov industrijsko najrazvitejših držav. Podatki so zbrani v tabeli 3 in grafično predstavljeni na sliki 1.

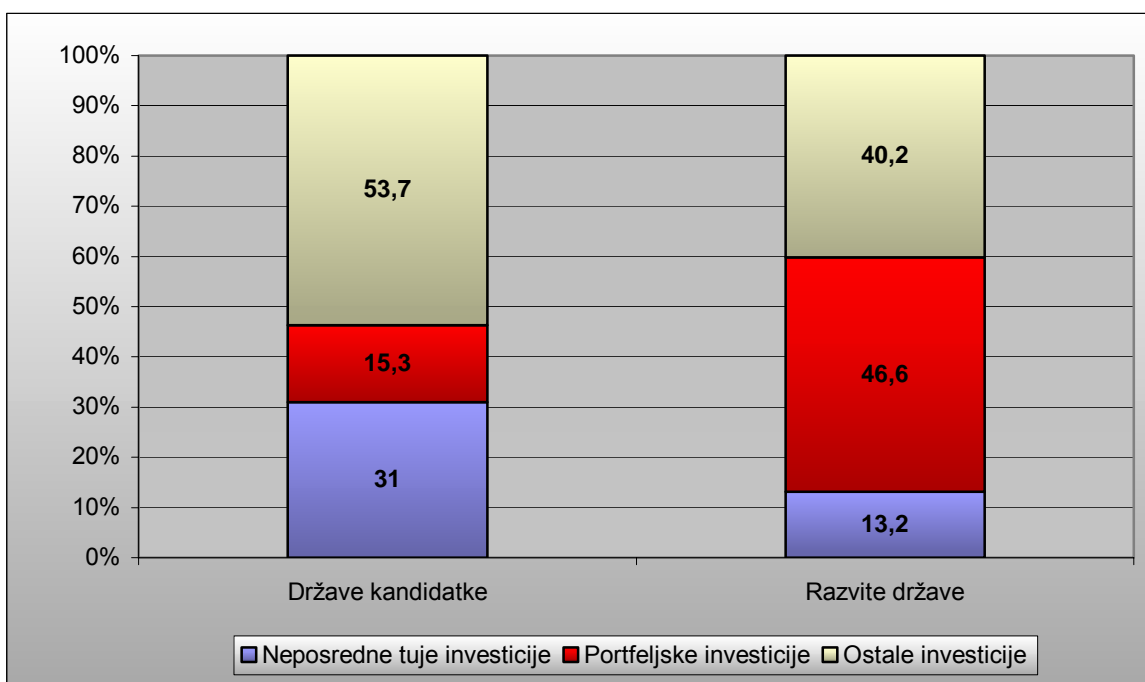
<sup>24</sup> V tabeli 2 so zaradi razpoložljivosti podatkov sicer zbrane kratkoročne obrestne mere, čeprav je v maastrihtskih kriterijih govora o dolgoročnih obrestnih merah, vendar če obstajajo med državami razlike v dolgoročnih, so razlike tudi v kratkoročnih obrestnih merah in predznak v razlikah ostaja nespremenjen.

Tabela 3: Struktura bruto kapitalskih pritokov v nekaterih tranzicijskih državah CEE-10 v letih 1990-1999 in v razvitih državah v letih 1991-1997 (v %)

	Neposredne tuje investicije	Portfeljske investicije	Ostale Investicije
<b>Bolgarija</b>	-128,5	8,9	119,6
<b>Češka</b>	34,9	13,2	51,9
<b>Estonija</b>	41,8	17,1	41,2
<b>Latvija</b>	37,7	4,5	57,8
<b>Litva</b>	34,9	13,1	52,0
<b>Madžarska</b>	65,9	38,7	-4,3
<b>Poljska</b>	116,1	18,6	-34,7
<b>Romunija</b>	46,7	1,6	51,7
<b>Slovaška</b>	32,7	13,3	54,0
<b>Slovenija</b>	27,5	24,6	47,8
<b>POVPREČJE</b>	<b>31,0</b>	<b>15,3</b>	<b>53,7</b>
<b>RAZVITE DRŽAVE</b>	<b>13,2</b>	<b>46,2</b>	<b>40,2</b>

Vir: Buch, Heinrich, 2001, str. 8-9.

Slika 1: Povprečna struktura bruto kapitalskih pritokov v nekaterih tranzicijskih državah CEE-10 v letih 1990-1999 in v razvitih državah v letih 1991-1997 (v %).



Vir: Podatki iz tabele 3.

Struktura kapitalskih pritokov v državah kandidatkah se v proučevanem obdobju še vedno precej razlikuje od strukture kapitalskih pritokov v razvitih državah. Za razvite države je značilno, da so po velikosti pritokov najpomembnejše portfeljske investicije in nato ostale investicije. Neposredne tuje investicije s 13% zavzemajo relativno majhen delež. V nasprotju s temi državami, so v državah kandidatkah najpomembnejše ostale investicije, predvsem bančni in trgovinski krediti, ki so v devetdesetih letih predstavljale od 40 do 60% vseh pritokov kapitala. Izjema so le Madžarska in Poljska, kjer je bil ta delež negativen zaradi odplačevanja zunanjega dolga in Bolgarija, kjer je bil precej višji zaradi umikanja neposrednih tujih investicij. Le-te so v državah kandidatkah po velikosti na drugem mestu, pred portfeljskimi investicijami, ki v teh državah še ne zavzemajo tako pomembnega deleža (Buch, Heinrich, 2001, str. 8-9). Izjema sta mogoče le Madžarska in Slovenija, pri čemer je v slednji ta delež višji zaradi javnih portfeljskih tokov, povezanih z dolžniškimi transakcijami države<sup>25</sup>, medtem ko so portfeljske investicije v ostale instrumente v Sloveniji bistveno manjše (Capriolo, Lavrač, 2001, str. 17).

V državah kandidatkah je vloga bank kot finančnih posrednikov očitno še vedno zelo pomembna, kar pojasnjujejo visoki deleži bančnih posojil med kapitalskimi pritoki v teh državah. Vendar je, tako kot pri približevanju razvitim državam na različnih področjih, tudi tukaj moč pričakovati spremembo strukture kapitalskih tokov v smeri povečanja portfeljskih investicij in zmanjšanja bančnega zadolževanja v državah kandidatkah, še zlasti po dokončni liberalizaciji finančnega računa in integraciji v skupni trg EU. Kot vemo, pa so portfeljske investicije daleč najmanj stabilna komponenta kapitalskih tokov, kar se je v zgodovini skozi različne finančne krize že večkrat pokazalo, saj jih vodijo kratkoročni motivi, zaradi česar lahko zelo hitro pride do izgube zaupanja investitorjev in do obrata kapitalskih tokov. V takšni nevarnosti bodo v prihodnosti tudi države kandidatke za EMU, ki se morajo tega zavedati in biti temu primerno pripravljene.

## **4.2. Razvitost finančnega sektorja**

Kako pomembna je razvitost finančnega sistema, je bilo omenjeno že v poglavju o finančnih krizah, ki so večkrat imele vzrok za nastanek prav v pomanjkljivo razvitem in slabo nadzorovanem bančnem sistemu, ki se ni bil sposoben spoprijeti z nenadnimi odtoki tujega kapitala do katerih je prišlo, ko so tuji investitorji zaradi takšnih ali drugačnih razlogov izgubili zaupanje v določeno državo. V tabeli 4 so zbrani nekateri indikatorji, na podlagi

---

<sup>25</sup> Mednarodna izdaja državnih obveznic se je nanašala na prevzemanja dolga bivše Jugoslavije in na refinanciranje zunanjega dolga (Capriolo, Lavrač, 2001, str. 17).

katerih lahko ocenimo, do kakšne mere je razvit posamezni finančni sektor v desetih državah kandidatkah.

Tabela 4: Indikatorji razvitost finančnega sektorja v CEE-10 državah kandidatkah leta 2000

	BG	CZ	ES	HU	LV	LT	PL	RO	SK	SLO
<b>Delež privatnega sektorja (% od BDP)</b>	70,0	80,0	75,0	80,0	65,0	70,0	70,0	60,0	80,0	65,0
<b>Državne subvencije (% od BDP)</b>	1,51 <sup>1</sup>	10,2	0,8	4,81	5,0	0,2	0,41	1,9	4,0	1,5
<b>Delež sredstev bank v državni lasti (%)</b>	19,8	28,2	0,0	8,6	2,9	38,9	24,0	50,0	49,1	42,2
<b>Delež slabih posojil (% od vseh posojil)</b>	10,9	19,3	1,5	3,1	5,0	10,8	15,9	3,8	26,2	8,5
<b>Domači bančni krediti podjetjem (% od BDP)</b>	12,2	43,8	25,9	23,6	19,6	10,1	18,8	10,5	37,6	35,8
<b>Tržna kapitalizacija (% od BDP)</b>	5,1	23,2	35,2	26,3	8,3	14,0	18,8	3,8	3,9	24,0

<sup>1</sup> podatek iz leta 1999

Vir: EBRD, Transition report, 2001.

Celotna slika ni preveč vzpodbudna. Z izjemo Češke, Estonije in Madžarske, finančni trgi v državah kandidatkah niso dovolj razviti, kar je lepo razvidno iz nizke tržne kapitalizacije in iz nizkega deleža domačih kreditov podjetjem. Slednji je sicer relativno visok tudi v Slovaški in Sloveniji, ki pa po drugi strani še vedno imata prevelik delež bančnega sektorja v državni lasti<sup>26</sup>, kakor tudi Romunija in Litva. Kar se tiče slabih posojil imata največ težav Češka in Slovaška, prav tako pa njihov delež ni zanemarljiv v Poljski, Bolgariji, Litvi in Sloveniji. Visok delež državnih subvencij ostaja v Češki, Madžarski, Latviji in Slovaški.

Tudi v zadnjih rednih poročilih<sup>27</sup> evropske komisije o napredku držav kandidat za EU, le-ta prihaja do podobnih ugotovitev. Bančni sektorji v Estoniji, Madžarski in Češki so opisani kot solidni, v Poljski, Litvi, Latviji, Slovaški in Sloveniji pa kot majhni, vendar z zadovoljivim delovanjem. V Romuniji in Bolgariji naj bi bila bančna sektorja po njihovem mnenju še precej slabo razvita. Kar se tiče nebančnega finančnega sektorja za vse države kandidatke velja ocena, da so šele v začetni fazi razvoja. Zadovoljiv obseg nadzora nad finančnim trgom pa naj bi imele zaenkrat le Madžarska, Poljska, Estonija, Latvija, Litva in Slovenija (Begg et al., 2003, str. 22-23).

<sup>26</sup> Ker so podatki iz leta 2000, tukaj ni zajeto dokončanje privatizacije bančnega sektorja ne Češkem leta 2001 (Begg et al., 2003, str. 22) in prodaja 34% deleža največje slovenske banke belgijski KBC leta 2002.

<sup>27</sup> Gre za tako imenovane Regular Reports.

Na podlagi teh podatkov lahko ugotovimo, da bodo države kandidatke za EMU verjetno najbolj ranljive prav zaradi nezadostne razvitosti finančnega sektorja, ki zaenkrat ostaja najšibkejša točka teh držav.

### **4.3. Devizni tečaji**

#### **4.3.1. Režimi deviznih tečajev v državah kandidatkah**

Državam kandidatkam je v sklopu ERM II mehanizma dovoljena kar široka izbira režimov deviznih tečajev. Prepovedane so le tri oblike, in sicer vzajemno odobren fiksni devizni tečaj vezan na evro<sup>28</sup>, plazeči se devizni tečaj in tečaj vezan na katerokoli drugo valuto od evra (Begg et al., 2003, str. 17). Kljub tej, relativno veliki izbiri, pa je tako v svetu kot tudi v državah kandidatkah prisoten trend tako imenovane bipolarizacije deviznih tečajev. Gre za premik od vmesnih režimov k skrajnim oblikam, fiksnih deviznih tečajev na eni strani oziroma fleksibilnih deviznih tečajev na drugi strani<sup>29</sup> (Fischer, 2001, str. 22). Glavni razlog gre iskati predvsem v slabih izkušnjah z vmesnimi oblikami deviznih tečajev, kot so režim prilagodljivega fiksnega in režim plazečega fiksnega deviznega tečaja, ki so v razmerah prostega pretoka kapitala precej destabilizirajoči in so že večkrat vodili do valutnih kriz.

Države kandidatke imajo različne ureditve deviznih tečajev, odvisno pač od tega, kakšne so prioritete ekonomskih politik v posameznih državah. Tako med državami CEE-10 konec leta 2001 naletimo na valutni odbor (vezan na evro) v Bolgariji, Litvi in Estoniji. V Latviji imajo režim konvencionalnega fiksnega deviznega tečaja, zaenkrat vezanega še na umetno valuto IMF-a, imenovano SDR. Madžarska je v letu 2001 vezala forint na evro, z dovoljenimi mejami nihanja  $\pm 15\%$ , ki je že nekakšna predpriprava za ERM II mehanizem. Za preostalih pet držav je značilen režim uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja, med katerimi sta najbližje čistemu drsenju Poljska in Češka (Buiter, Grafe, 2002, str. 3; Begg et al., 2003, str. 18).

---

<sup>28</sup> O tem bi lahko govorili, ko bi se centralna banka določene države kandidatke in ECB skupaj dogovorile za centralno pariteto.

<sup>29</sup> Pri fleksibilnih deviznih tečajih težko govorimo o prehodu k skrajni obliki oz. čistemu drsenju, ker vse države, ki so uvedle fleksibilen režim deviznega tečaja, bolj ali manj omejujejo velika nihanja deviznega tečaja, bodisi posredno ali neposredno.

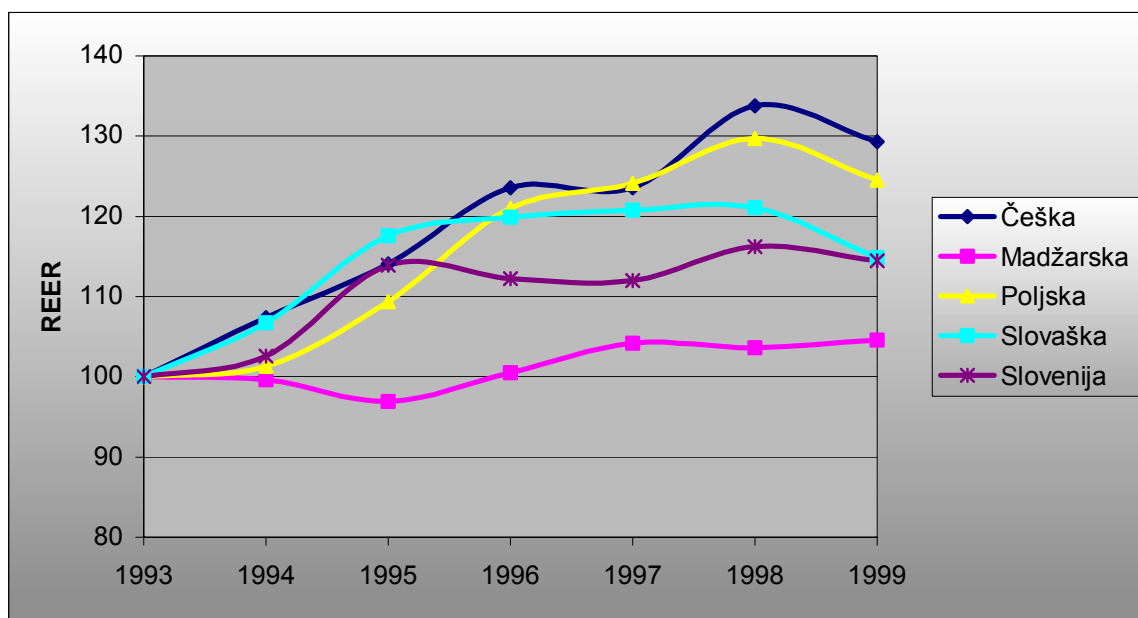
### 4.3.2. Gibanje realnih deviznih tečajev

Tabela 5: Indeksi realnega efektivnega deviznega tečaja v CEE-5 državah v letih 1993-1999 (z bazo leta 1993), izračunani na osnovi indeksa cen življenjskih potrebščin (CPI)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Češka	100	107,4	114,1	123,6	123,6	133,8	129,3
Madžarska	100	99,6	96,9	100,5	104,2	103,6	104,6
Poljska	100	101,3	109,4	121,0	124,1	129,7	124,5
Slovaška	100	106,7	117,6	119,9	120,8	121,1	114,9
Slovenija	100	102,6	113,9	112,2	112,0	116,2	114,5

Vir: Dobrinsky, 2001, str. 20.

Slika 2: Grafična predstavitev gibanja realnih efektivnih deviznih tečajev (REER) v CEE-5 državah v letih 1993-1999.



Vir: Podatki iz tabele 5.

Realni efektivni devizni tečaj je v tem primeru definiran tako kot v enačbi 3 (glej Op. 22, na str. 21), kar pomeni, da naraščanje vrednosti indeksa realnega efektivnega deviznega tečaja (REER) pomeni apreciacijo domače valute, padanje pa depreciacijo. Iz tabele 5 in slike 2 je razvidno, da je v državah kandidatkah v preučevanem obdobju prihajalo do realne apreciacije, kar pa je, kot sem omenil že v predhodnih poglavjih, bilo tudi za pričakovati. Na tem mestu nas bolj zanima, kolikšen del realne apreciacije gre pripisati Balassa-Samuelsonovemu učinku, oziroma koliko nižja bi bila realna apreciacija domače valute, če tega učinka ne bi bilo.

### 4.3.3. Balassa-Samuelsonov učinek v državah kandidatkah

Vpliv Balassa-Samuelsonovega učinka na realno apreciacijo v tranzicijskih državah je v zadnjem času empirično dokazovalo in ocenjevalo več avtorjev. Halpern in Wyplosz (Begg et al., 2003, str. 46) ugotavljata, da 10% povečanje produktivnosti v trgovanem sektorju izbranih tranzicijskih držav<sup>30</sup> povzroči 3% realno apreciacijo domače valute, izraženega kot razmerje med trgovanimi in netrgovanimi cenami dobrin (glej enačbo 1) na kratki rok in dvakrat toliko na dolgi rok. De Broek in Slok ocenjujeta, da proces dohitevanja produktivnosti v državah kandidatkah trenutno v povprečju povzroča 1,5% letno realno apreciacijo. Pelkmanns et al. pa ocenjujejo celo 3,5-4% ravnotežno letno realno apreciacijo domače valute držav kandidatk, v primerjavi z valutami držav članic EMU (Buiters, Grafe, 2002, str. 19).

Če povzamemo te in še nekatere druge raziskave opravljene do sedaj, ugotovimo, da je v tranzicijskih državah v povprečju letno prihajalo do okrog 2-3% realne apreciacije domače valute zaradi Balassa-Samuelsonovega učinka (Jazbec, 2002, str. 20).

Razpoložljivost podatkov za tovrstne študije je omejena na relativno kratko časovno obdobje, zato ne omogočajo izključitve cikličnih faktorjev, razlikujejo pa se tudi po obsegu držav kandidatk vključenih v posamezno raziskavo in definicijah trgovanega in netrgovanega sektorja. Ne glede na to pa lahko ugotovimo določeno prisotnost Balassa-Samuelsonovega učinka v državah kandidatkah.

Kot je bilo že prej omenjeno že, je Balassa-Samuelsonov učinek normalen pojav, ki spremlja tranzicijske države na poti dohajanja razvitih držav in se mu ne da izogniti. Težava je le v tem, da EU v dosedanjih širitvah še nikoli ni sprejela medse tako slabo razvitih držav kot jih bo maja 2004. To pomeni, da Balassa-Samuelsonov učinek, ki bo še naprej močno prisoten, skupaj s povečanimi kapitalskimi pritoki, lahko zelo oteži vključevanje teh držav v ERM II mehanizem ob istočasnem doseganju maastrichtskega kriterija glede inflacije. Te države bo namreč še kar nekaj časa spremljala povečana realna apreciacija, ki se bo kazala ali v nominalni apreciaciji domače valute ali v povečani inflaciji, o čemer pa bo še nekaj več govora kasneje. Poglejmo si še ali države kandidatke resnično toliko zaostajajo v razvitosti za državami članicami EU.

---

<sup>30</sup> Češka, Estonija, Kirgizistan, Latvija, Litva, Madžarska, Poljska, Romunija, Rusija in Slovenija



Tabela 6: BDP na prebivalca v letih 1993 in 2001 v CEE-10 državah kot % od povprečja v EU-15 po pariteti kupne moči (PPP)

	1993	2001
<b>Bolgarija</b>	32,7	28,0
<b>Češka</b>	60,0	57,2
<b>Estonija</b>	33,0	42,2
<b>Latvija</b>	25,1	33,3
<b>Litva</b>	35,5	37,6
<b>Madžarska</b>	45,8	51,0
<b>Poljska</b>	23,3	39,7
<b>Romunija</b>	26,1	25,2
<b>Slovaška</b>	43,2	47,6
<b>Slovenija</b>	59,8	68,8
<b>EU-15</b>	100,0	100,0

Vir: Begg et al., 2003, str. 46.

Tabela 6 prikazuje, kolikšen je zaostanek v razvitosti posameznih držav kandidatke od držav EU, in sicer tako, da so zbrani podatki o BDP na prebivalca (preračunani po pariteti kupne moči), kot deležu povprečja držav članic EU. Za lažjo predstavbo velja omeniti, da so Grčija, Portugalska in Španija, ki so do sedaj veljale za najmanj razvite države ob vstopu v EU, takrat dosegale 62,4%, 60,8% oziroma 73,7% povprečja takratne EU (Begg et al., 2003, str. 46). Čeprav so zadnji podatki za države kandidatke iz leta 2001, in zato lahko pričakujemo njihovo izboljšanje do maja 2004, ko bodo vse, z izjemo Romunije in Bolgarije, uradno vstopile v EU, hitro opazimo, da bo večina teh držav tudi takrat še daleč od tiste stopnje razvitosti, ki so jih ob svojem vstopu imele prej omenjene tri države. Na podlagi tega ni težko zaključiti, da bo v takšnih državah Balassa-Samuelsonov učinek prisoten še dolgo po vstopu v skupni evropski prostor. Romunija in Bolgarija, kot najslabše uvrščeni državi, leta 2001 nista imeli dohodek na prebivalca niti na nivoju 30% od povprečja EU. Prav zaradi tega je za ti dve državi mogoče boljše, da se bosta EU pridružile šele v drugem krogu širitve.

Če tukaj upoštevamo še dejstvo, da v predhodnih širitvah države niso takoj odpravile omejitve na kapitalske tokove in da sodelovanje v mehanizmu ERM ni bilo obvezno (Halpern, Wyplosz, 2001, str. 19), vidimo, da se zdajšnje države kandidatke za EMU nahajajo v dosti bolj nezavidljivem položaju. Ker bi večina teh držav najverjetneje rada čim prej prevzela evro, bo morala posledično čim prej vstopiti tudi v mehanizem deviznih tečajev ERM II, kar pa bo ob Balassa-Samuelsonovem učinku in povečanih kapitalskih pritokih, oteževalo izpolnitev ostalih maastrichtskih kriterijev in povečevalo možnosti za nastanek finančnih kriz.

## 5. KLJUČNI DEJAVNIKI MEHKEGA PRISTANKA V EMU

### 5.1. Okrepitev finančnega sektorja

Po pregledu situacije v državah kandidatkah, glede pripravljenosti na povečane kapitalske pritoke ob vstopu v EU in še posebej po vključitvi v ERM II, se vidi, da v teh državah ne moremo govoriti o razvitem finančnem sektorju, saj je v večini kandidatk bančni sektor še precej šibak, medtem ko je nebančni finančni sektor šele v začetnih fazah razvoja. Izkušnje s finančnimi krizami v zadnjem desetletju so pokazale, da šibki finančni sistemi v manj razvitih državah, v kombinaciji z liberalizacijo mednarodnih tokov kapitala, večkrat vodijo do izbruha finančnih kriz.

Z okrepitevijo sposobnosti finančnega sektorja za kvalitetnejše ocenjevanje različnih vrst tveganj ter z vzpostavitvijo primerne pravnega sistema in kvalitetnega nadzora nad delovanjem sektorja je mogoče bistveno zmanjšati tveganje na tem področju (Mrak, 2002, str. 644-645).

Najpomembnejši dejavniki razvitosti finančnega sektorja, ki zmanjšujejo verjetnost nastanka valutnih in bančnih kriz, so trije, in sicer (Begg et al., 2003, str. 21):

- *Razvitost bančnega in nebančnega sektorja.* Z razvitim in izpopolnjenim finančnim posredništvom se tudi bančni sektor lažje odzove na nenadni odtok tujega kapitala. Razvoj nebančnih finančnih institucij je pomemben zaradi tega, ker je neke vrste substitut za bančno financiranje in na ta način omogoča porazdelitev likvidnostnega tveganja v gospodarstvu, ker tuja sredstva niso več naložena samo v bankah. Z razvojem finančnega sektorja se pričakuje tudi izboljšanje pri upravljanju s tveganjem v finančnih institucijah.
- *Učinkovitost regulacije in nadzora bank z namenom preprečitve financiranja nizko-kvalitetnih investicij.* Učinkovit nadzor in regulacija izboljšujeta transparentnost finančnih odnosov v gospodarstvu in zagotavljata potrebne informacije, na podlagi katerih se da presoditi, kakšno je »zdravje« posameznih bank in bančnega sektorja kot celote. Sama transparentnost je tudi neke vrste varovalka pred moralnim hazardom, ki se pojavlja v razmerjih med kreditojemalci in bankami, ko slednje nimajo dovolj informacij o poslovanju prvih, kar lahko v končni fazi privede do poslabšanja celotnega bančnega sektorja. EU je razvila tudi svoj lastni sistem regulacije in nadzora finančnega trga, katerega del bodo tudi države kandidatke ob vstopu v unijo.

- *Stopnja vpletanja države v gospodarstvo.* Vlade v tranzicijskih državah pogosto skušajo reševati propadajoča podjetja, za kar pa ni dovolj mednarodnih sredstev, zato pritiskajo na banke, da le-te financirajo razne projekte, ki niso dobičkonosni. Takšno obnašanje vlad zavira razvoj finančnega sektorja in kvečjemu vodi do situacij, ko se tudi banke soočajo s težavami in postajajo nekonkurenčne (Mishkin, 2001, str. 28).

Za hitrejši razvoj finančnega sektorja v državah kandidatkah je ključnega pomena tudi takšna ekonomska politika, ki vzpodbuja prihod tujih finančnih institucij, saj le-te prinašajo številne izboljšave v sam sektor, predvsem na področju upravljanja s tveganji, kjer primanjkuje pravih strokovnjakov in znanj. Tuje banke so tudi manj podvržene pritiskom države po financiranju »boleljajoče« industrije oziroma nedobičkonosnih projektov. Poleg tega imajo tuje finančne institucije svoje naložbe porazdeljene na mednarodnem nivoju, kar zmanjšuje tveganje nastanka finančnih kriz ob morebitnem negativnem šoku v eni državi (Miskhin, 2001, str. 25).

Levine, Demirgüç-Knut in Detragiache so delali raziskave, ali lahko internacionalizacija finančnega sektorja zavaruje banke pred bančnimi krizami in na ta način prispeva k večji vzdržnosti režima kapitalskih tokov. Rezultati, ki so jih dobili kažejo, da je verjetnost nastanka bančne krize negativno povezana s številom tujih bank v določeni državi. Mathieson, Schinasi et al. pa ugotavljajo, da internacionalizacija finančnega sektorja sama po sebi ne odpravlja možnosti za nastanek finančne krize, lahko pa bistveno pripomore k razvoju sektorja in nastajanju stabilnih ter konkurenčnih domačih finančnih institucij (Begg et al., 2003, str. 61).

Globalizacija finančnih tokov in vse večje prepletanje dejavnosti na področjih bančništva, zavarovalništva in vrednostnih papirjev zahtevata povečano stopnjo koordinacije institucij, zadolženih za nadzor. Zelo pomembna naloga držav v tranziciji je tudi izpolnjevanje različnih norm in standardov glede poslovanja finančnih institucij. Tako je na področju bančništva mednarodno sprejet Baselski sporazum o kapitalu, ki ga je pripravil Baselski odbor za bančni nadzor in predstavlja standard o minimalni višini kapitala bank. Večina manj razvitih držav še ni sposobna izpolnjevati teh standardov, ki so lahko ključnega pomena pri preprečevanju različnih bančnih kriz (Mrak, 2002, str. 645).

Kapitalski tokovi držav kandidatk bodo ob vstopu v EU, maja 2004, skoraj v celoti liberalizirani. Naslednja širitev bo tako drugačna od nekaterih prejšnjih, ko sta recimo Španija in Portugalska ob vstopu v EU uveljavile prehodna obdobja pri določenih omejitvah glede kapitalskih tokov (Begg et al., 2003, str. 16). Prav zaradi tega je za države kandidatke še kako pomemben močan in dobro razvit finančni sektor, ki bo sposoben opraviti s kakršnimikoli kapitalskimi pritoki.

## 5.2. Vodenje preudarne makroekonomske politike

Predpogoj za uspešen gospodarski razvoj v državah kandidatkah je vzpostavitev zdravih makroekonomskih temeljev, ki hkrati tudi zmanjšujejo izpostavljenost držav finančnim krizam. S preudarno makroekonomsko politiko je mogoče razumeti zelo širok nabor ukrepov, vsem pa je skupno zavzemanje za javnofinančno ravnotežje, za vzdržen plačilnobilančni deficit in režim deviznega tečaja ter previdnost z upravljanjem javnega dolga (Mrak, 2002, str. 642).

### 5.2.1. Kazalci makroekonomske ranljivosti

V zadnjem desetletju je merjenje gospodarske stabilnosti države na osnovi različnih kazalcev postalo eno od glavnih področij raziskovanja. Osnovni cilj teh raziskav je identificiranje tistih kazalcev, na podlagi katerih bi bilo mogoče napovedati izbruh finančnih kriz (Mrak, 2002, str. 642).

Tabela 7: Makroekonomska ranljivost (konec leta 2001) v CEE-10 državah

	BG	CZ	ES	HU	LV	LT	PL	RO	SK	SLO
<b>Proračunsko ravnotežje (% od BDP)</b>	-0,9	-5,7	-0,4	-3,3	-1,8	-1,7	-6,0	-3,5	-3,9	-1,2
<b>Javni dolg (% od BDP)</b>	71,5	19,5	5,7	53,2	13,8	29,1	44,5	29,8	34,2	23,3
<b>Sprememba denarnega agregata M2 (%)</b>	24,8	6,0	21,2	15,8	29,0	21,4	8,7	46,2	7,8	30,4
<b>Inflacija (% kot letno povprečje)</b>	7,4	4,7	5,8	8,8	2,4	1,3	5,5	34,5	7,3	8,4
<b>Plačilnobilančno ravnotežje (% od BDP)</b>	-6,7	-4,7	-6,5	-2,3	-10,0	-5,8	-3,9	-6,1	-8,9	-0,4

Vir: Begg et al., 2003, str. 52.

Begg et al. prikazujejo nekatere makroekonomske kazalce, ki so lahko izvor morebitne finančne krize in trdijo, da ne velja hiteti v EMU oziroma v ERM II mehanizem deviznih tečajev, dokler večina od teh kazalcev ni v bolj varnem območju (Begg et al., 2003, str. 52). Soglasna ocena analitikov namreč pravi, da lahko resen problem že pri kateremkoli od posameznih kazalcev močno poveča občutljivost države glede finančne krize, kar je lepo razvidno iz primera krize EMS-a v letih 1992-1993.

### 5.2.2. Nominalna konvergenca za ceno realne konvergence

Že v uvodnih poglavjih sem omenil, da je ena od težav, ki se pojavlja v državah kandidatkah za EMU tudi izpolnjevanje nominalnih konvergenčnih kriterijev za ceno realne konvergence. Zakaj sploh gre?

Z vidika realne konvergence bi morale države kandidatke zasledovati takšno politiko deviznega tečaja, ki dopušča ravnotežno apreciacijo domače valute v skladu z Balassa-Samuelsonovim učinkom in ki se upira povečani apreciaciji zaradi nestabilnih kapitalskih pritokov, saj bi le-ta za državo pomenila izgubo konkurenčnosti in poslabšanje zunanje pozicije. Če države kandidatke želijo čim prej vstopiti v EMU, je njihov manevrski prostor pri zasledovanju realne konvergence omejen s sočasnim doseganjem nominalne konvergence, ki se nanaša na izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev oziroma odpravljanju obstoječih razkorakov v nominalnih makroekonomskih spremenljivkah. Pri tem prihaja do težave, kako ob povečanih kapitalskih pritokih in Balassa-Samuelsonovem učinku hkrati izpolniti inflacijski kriterij in kriterij stabilnega deviznega tečaja.

Inflacijo je možno zmanjšati z nominalno apreciacijo ali z restriktivno monetarno in fiskalno politiko, ki pa zaradi zmanjševanja agregatnega povpraševanja ogroža gospodarsko rast in zaposlenost. Ob predpostavki stabilnega deviznega tečaja, ki ga morajo države doseči v okviru ERM II, je prva možnost zelo omejena, kar pomeni, da se bodo države kandidatke za uspešno doseganje obeh maastrichtskih kriterijev verjetno morale odpovedati delu gospodarske rasti (Gáspár, 2003, str. 11-14).

Na podlagi teh ugotovitev lahko pričakujemo, da bodo države kandidatke vodile takšno makroekonomsko politiko, ki bo skušala v čim krajšem času izpolniti maastrichtske konvergenčne kriterije in vstopiti v EMU ter se šele nato posvetiti realni konvergenci, saj neizpolnjevanje katerega od prej omenjenih kriterijev, takrat ne bi imelo več negativnih posledic na članstvo<sup>31</sup>.

Takšno oportunistično obnašanje držav kandidatk verjetno ni zaželeno s strani trenutnih članic EMU, pa tudi državam kandidatkam ni do tega, da bi zaradi izpolnjevanja maastrichtskih kriterijev morale prestatati še kakšno recesijo. Pojavili so se predlogi za dopolnitev maastrichtskih kriterijev z upoštevanjem Balassa-Samuelsonovega učinka.

---

<sup>31</sup> Zaenkrat še ni bilo govora o tem, da bi bile države članice zaradi neizpolnjevanja katerega od konvergenčnih kriterijev izključene iz EMU.

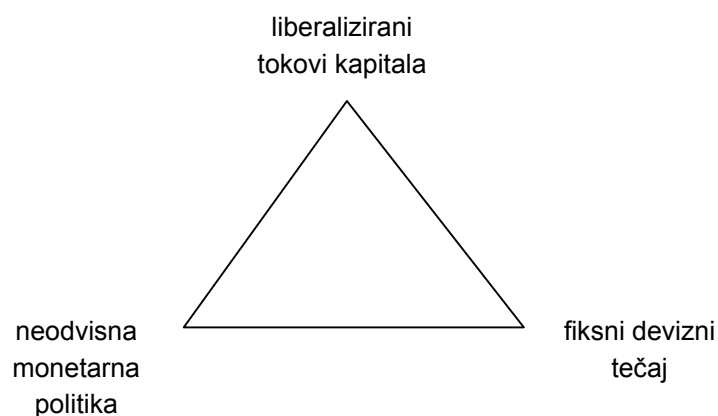
Prva rešitev, ki pa bi ji zelo verjetno nasprotovale sedanje države članice EMU (Buitier, Grafe, 2002, str. 22), bi bilo povečanje manevrskega prostora v okviru inflacijskega kriterija in sicer tako, da bi bilo dovoljeno večje odstopanje od referenčne vrednosti, odvisno pač od velikosti razlik v stopnjah produktivnosti. Druga alternativa je razvrstitev držav v dve dohodkovni skupini ter določitev referenčne vrednosti za vsako skupino posebej, s čimer pa bi bilo kršeno načelo enake obravnave vseh držav v okviru EMU. Še najbolj realističen je tretji predlog, ki pravi, da bi referenčno vrednost inflacijske stopnje, namesto dosedanje prakse povprečja treh držav z najnižjimi stopnjami, izračunavali kot povprečje celotne EMU. Ker je povprečna inflacija v EMU višja od povprečja treh držav z najnižjimi stopnjami, bi taka rešitev državam kandidatkam zagotovila dodatno odstotno točko prostora, ki je lahko pri nizkih stopnjah inflacije velikega pomena (Szapáry, 2003).

### 5.2.3. Vzdržan režim deviznega tečaja

Izbira pravega režima deviznega tečaja je ključen element za preprečevanje finančnih kriz, kar je lepo razvidno iz izkušenj devetdesetih let prejšnjega stoletja. Kot je bilo omenjeno že prej, se v zadnjih letih oblikuje mnenje, da je za države smotrno uvesti enega od skrajnih režimov deviznega tečaja in se tako izogniti vmesnim oblikam ali tako imenovanim »mehkim vezavam«, ki so se izkazali kot zelo pomemben dejavnik izbruha finančnih kriz.

Države kandidatke so se odločile za različne režime deviznih tečajev (glej poglavje 4.3.1) in svoje odločitve občasno še vedno spreminjajo. Za to, kateri je najboljši režim deviznega tečaja, ni enoznačnega odgovora. Izbor je odvisen od tega, kakšne so prioritete ekonomskih politik, oziroma kako posamezna država rešuje problem *trikotnika nekonsistentnosti*.

Slika 3: Trikotnik nekonsistentnosti



Vir: Lavrač, Mrak, 2002, str. 404.

Trikotnik nekonsistentnosti (glej sliko 3) pravi, da je kombinacija neodvisne monetarne politike, fiksnega deviznega tečaja in sproščenih kapitalskih tokov nekonsistentna oziroma nevzdržna. Država lahko ima hkrati neodvisno monetarno politiko in fiksni devizni tečaj, vendar le, če uporablja omejitve kapitalskih tokov. Lahko ima hkrati fiksni devizni tečaj in sproščene kapitalske tokove, ob pogoju, da se odreče neodvisni monetarni politiki. Lahko pa ima hkrati tudi neodvisno monetarno politiko in sproščene kapitalske tokove, vendar le, če se odpove fiksnemu deviznemu tečaju in uporablja fleksibilni devizni tečaj. Od trojega je torej možna katerakoli kombinacija dveh, tretjemu se mora država odpovedati (Lavrač, Mrak, 2002, str. 404).

Glede na to, da se večina držav kandidatke še ni pripravljena odreči neodvisni monetarni politiki<sup>32</sup> in da je večina kapitalskih tokov skoraj popolnoma liberaliziranih oziroma le-ti še bodo do vstopa teh držav v EU, je razumljivo, da se kandidatke v vse večjem številu odločajo za fleksibilnejše režime deviznega tečaja, čeprav nekatere, kot na primer Slovenija, pri tem še vedno kar precej uravnavajo njihovo drsenje, ki pa bo ob popolni sprostitvi kapitalskih tokov in neodvisni monetarni politiki onemogočeno. Po ocenjevanju primernosti posameznih režimov deviznih tečajev v državah kandidatkah je treba poudariti, da obstajajo med državami precejšnje razlike v makroekonomskih osnovah, strukturnih in institucionalnih značilnostih, zato bi bilo težko izbrati neko rešitev, ki bi ustrezala vsem (Gáspár, 2003, str. 21). Vsak režim deviznega tečaja ima svoje prednosti in slabosti. Prav zaradi tega v ekonomski znanosti še ni izoblikovanega enotnega odgovora, kateri režim deviznega tečaja je tisti pravi, še posebej za države kandidatke, ki si v bližnji prihodnosti prizadevajo prevzeti skupno evropsko valuto.

Buiter in Grafe trdita, da je glavna slabost fiksnega deviznega tečaja pomanjkanje njegove kredibilnosti (Buiter, Grafe, 2002, str. 4). Tuji udeleženci na trgu težko verjamejo, da bi država naredila vse za obrambo paritetne vrednosti deviznega tečaja in v primeru kakršnega koli poslabšanja ozračja na trgu rajši umikajo svoja sredstva, ravno s tem pa lahko povzročijo morebitno valutno krizo. Poleg tega je pri fiksnem deviznem tečaju, kot sta denarna uprava in režim konvencionalnega fiksnega deviznega tečaja, ki ne dopuščata odstopanj od paritetne vrednosti, realna apreciacija možna le ob višji inflaciji, kar otežuje izpolnjevanje konvergenčnega kriterija glede inflacije. Med pozitivnimi lastnostmi fiksnih deviznih tečajev se največkrat omenja povečana fiskalna disciplina in večja disciplina v vodenju makroekonomske politike nasplo, saj državo k temu prisili odsotnost neodvisne monetarne politike (Gáspár, 2003, str. 21).

---

<sup>32</sup> Izjema so nekatere države z valutnim odborom in konvencionalnim fiksnim deviznim tečajem.

Na drugi strani fleksibilni devizni tečaj omogoča avtomatično doseganje plačilnobilančnega ravnotežja in večjo gospodarsko stabilnost, saj naj bi sprememba deviznega tečaja manj negativno vplivala na gospodarsko stabilnost v državi kot pa nekateri drugi ukrepi ekonomske politike (Mrak, 2002, str. 78). Države lahko vodijo tudi samostojno monetarno politiko, ki lahko pomembno prispeva k zniževanju inflacije.<sup>33</sup> Nad fleksibilnim deviznim tečajem so manj navdušene finančne institucije, saj jim le-ta ob večjih nihanjih in odprtih deviznih pozicijah lahko povzroča velike težave pri likvidnosti (Begg et al., 2003, str. 48). Če ima na primer neka banka večino depozitov denominiranih v tuji valuti, terjatve pa v domači, pride ob večji deprecijaciji domače valute do tako imenovanih negativnih tečajnih razlik, ki lahko v končni fazi izzovejo celo bančno krizo v določeni državi.

Za konec tega podpoglavja o vzdržnih režimih deviznega tečaja pa velja omeniti in na kratko opisati še eno alternativo obema skrajnima oblikama deviznih tečajev, tako imenovano *enostransko evroizacijo*, ki se zdi še najboljše oblika za prehod na evro in katero podpira tudi ECB, vendar jo glavni organi EU zaenkrat še ne dopuščajo.

Kot je bilo že na začetku omenjeno, bo kombinacija popolne mobilnosti kapitala in določitev paritetne vrednosti tečaja v okviru ERM II ustvarila obdobje povečane ranljivosti posamezne države. Temu bi se dalo izogniti, če bi države kandidatke, ki so že dosegle fiskalno disciplino, cenovno stabilnost in relativno trden bančni sektor, uvedle evro kot zakonito plačilno sredstvo. Te države bi uvedle evro enostransko, podobno kot recimo Črna gora, kar pomeni, da še vedno ne bi sodelovale v evropskem plačilnem sistemu oziroma ne bi mogle do neposrednih kreditov ECB in ne bi imele svojih guvernerjev v Evrosistemu, zato ni bojazni, da bi se te države še pred vstopom v EMU začele obnašati oportunistično ali da jim članstvo v EMU ne bi bila več prioriteta. Evropska komisija enostranski evroizaciji kljub temu nasprotuje, ker misli, da bi morale države kandidatke skozi enak proces prevzemanja evra kot so morale trenutne članice EMU in trdi, da enostranska evroizacija otežuje ocenjevanje uspešnosti izpolnjevanja maastrichtskih konvergenčnih kriterijev (Begg et al., 2003, str. 57).

Begg (Begg et al., 2003, str. 56-58) ter Buitter in Grafe (Buitter, Grafe, 2002, str. 22-24) dokazujejo, da temu ni tako. Tako proračunski kriterij kot tudi kriterij javnega dolga se še vedno lahko ocenjujeta po navadni poti kot bi se sicer. S tem, ko se država odpove lastni valuti, pa je avtomatično izpolnjen tudi kriterij stabilnega deviznega tečaja, saj ne more priti več do devalvacije na lastno pobudo. Podobno je z inflacijo. Če inflacijo razumemo kot neko stopnjo, po kateri denar izgublja vrednost in ne kot stopnjo rasti cen, je le-ta enaka inflaciji v evro območju. Tudi glede kriterija obrestnih mer ni problema, saj bodo dolgoročne obrestne

---

<sup>33</sup> V tem primeru gre za restriktivno monetarno politiko.



mere še vedno vsebovale določeno premijo za tveganje, ki bo porasla v primeru nekonsistentne makroekonomske politike oziroma nepripravljenosti sprejetja posledic enostranske evroizacije. Prav porast obrestnih mer bi bila v primeru enostranske evroizacije najboljši pokazatelj, da določena država še ni pripravljena za monetarno unijo.

Povrh vsega, enostranska evroizacija zahteva tudi razne prilagoditve na področju zakonodaje, bančnih in menjalnih avtomatov, stroške konverzije, s političnega stališča pa pomeni izgubo nacionalne valute, kar vse nakazuje na to, da ne gre za neko hitro in nepremišljeno potezo. Države kandidatke bi se na ta način izognile dvoletnemu obdobju v ERM II mehanizmu deviznih tečajev in se tako najboljše zavarovale pred špekulativnimi napadi na valuto in pred pojavom valutne oziroma bančne krize.

### **5.3. Zagotavljanje potrebnih informacij in njihova transparentnost**

Nekatere finančne krize v zadnjih desetih letih so pokazale, da pomanjkanje informacij povečuje ranljivost držav. To še posebej velja za države z velikimi pritoki tujega kapitala in slabo razvitim finančnim sektorjem, kjer vsaka informacija, prav zaradi svoje redkosti, povzroča skupinske reakcije investitorjev. To pomeni, da lahko že manjša »ugodna« informacija povzroči pravo evforijo in še dodatne pritoke kapitala, medtem ko je lahko posledica »neugodne« informacije velik in hiter obrat kapitalskih tokov. Nezaupanje oziroma velika negotovost investitorjev zaradi pomanjkanja potrebnih informacij pa lahko, poleg tega, da povzroči finančno krizo v določeni državi, okuži še druge, gospodarsko sorodne države.

Prav zaradi tega bi vse, kar bi izboljšalo kvaliteto informacij o državi prejemnici kapitala, preprečevalo nenadne spremembe v ocenah investitorjev o boniteti te države in s tem pripomoglo k večji stabilnosti. S tem bi se tudi bistveno zmanjšala možnost nastanka finančnih kriz. Takšen način razmišljanja je v zadnjih letih v ospredje postavil razne aktivnosti mednarodnih organizacij in forumov, katetih cilj je povečati razpoložljiv obseg kakovostnih in pravočasnih informacij o posameznih državah ter omogočiti dostop do teh informacij čim večjemu krogu interesentov.

Na področju zagotavljanja informacij o manj razvitih državah je v zadnjih letih velik korak naredil IMF, ki je razvil poseben sistem<sup>34</sup>, v katerega se vključuje vedno več držav in ki vsebuje poleg klasičnih podatkov o ekonomsko-finančnem položaju države še natančne podatke o zunanjem dolgu in deviznih rezervah. Drugi pomemben vir informacij o državah

---

<sup>34</sup> Gre za tako imenovani *Special Data Dissemination System* (Mrak, 2002, str. 647).

prejemnicah kapitala so agencije za ocenjevanje bonitete, katerih kredibilnost pa je bila precej načeta po mehiški in azijski finančni krizi, ko v svojih ocenah sploh niso zaznale bližajočih se nevarnosti v teh državah. Če bodo te agencije izboljšale kvaliteto svojega dela in si na ta način oprale slabo ime, je realno za pričakovati, da bodo v prihodnosti imele pomembno mesto v zagotavljanju informacij zainteresiranim subjektom (Mrak, 2002, str. 646-647).

Kar se tiče držav kandidatk za EMU, je v tem kontekstu zelo pomembno odgovorno obnašanje Evropske komisije in Evropske centralne banke, predvsem glede načina objave informacij o napredku teh držav pri izpolnjevanju kriterijev za vstop v EU oziroma v EMU, ki lahko odločilno pripomorejo k mehkeemu in nebolečemu pristanku v prej omenjenih integracijah. Pomembno je, da evropska komisija in ECB svoje ocene objavljata sproti, torej takoj, ko prideta do njih in se na ta način izogneta »velikim« novicam, ki povečujejo pritiske v določeni državi in ustvarjajo paniko med investitorji. V interesu držav kandidatk bi zato moralo biti čim tesnejše sodelovanje z organi EU oziroma EMU in sprotno ocenjevanje njihovega napredka, ki potem tudi v primeru negativne ocene ne bi bilo tako dramatično kot v primeru njihove objave enkrat letno (Begg et al., 2003, str. 67-68).

#### **5.4. Ostali dejavniki po teoriji optimalnega valutnega območja**

Članstvo v EMU od držav članic zahteva, da se s prevzemom skupne evropske valute odpovejo instrumentu neodvisne monetarne politike in s tem tudi instrumentu deviznega tečaja, ki pa sta večkrat ključna pri reševanju oziroma blažitvi različnih zunanjih šokov.

Zunanje šoke lahko razdelimo na simetrične in asimetrične. Simetrični šoki ne predstavljajo tako velikega problema, saj gre za šoke, ki prizadenejo vse članice monetarne unije bolj ali manj sorazmerno. Za obrambo zoper simetrične šoke ima monetarna unija kot celota na voljo vse ukrepe makroekonomske politike, vključno s skupno monetarno in tečajno politiko. Asimetrični šoki pa so tiste plačilnobilančne motnje, ki prizadenejo samo posamezno državo članico monetarne unije, ne pa monetarne unije kot celote. Za obrambo zoper takšne asimetrične šoke država članica monetarne unije zdaj nima več na voljo vseh ukrepov makroekonomske politike in ker bo povečana ranljivost držav kandidatk verjetno prisotna tudi še v določenem obdobju po vstopu v EMU, so za te države pomembni alternativni načini reševanja oziroma blaženja asimetričnih šokov (Lavrač, Mrak, 2002, str. 394).

Teorija optimalnega valutnega območja (OCA), ki sta jo v začetku šestdesetih let zasnovala Mundell in McKinnon, pravi, da je za države ali regije, ki so izpostavljene simetričnim šokom in imajo razvite mehanizme za absorpcijo asimetričnih šokov racionalno, da uporabljajo

skupno valuto. Največje koristi od vključevanja v monetarno unijo naj bi po tej teoriji imela predvsem majhna in odprta gospodarstva z diverzificirano strukturo izvoza, ki zmanjšuje občutljivost za nastanek asimetričnih šokov (Fidrmuc, Schardax, 2000, str. 27-29).

Teorija OCA se zaveda, da bodo posamezne države z vstopom v določeno monetarno unijo izgubile lastno monetarno in tečajno politiko, zato poudarja predvsem dva alternativna načina reševanja asimetričnih šokov, ki sta pomembna tudi za države kandidatke za EMU. Gre za fleksibilnost trga delovne sile in možnost uporabe fiskalne politike (Lavrač, Mrak, 2002, str. 394-395).

- *Fleksibilnost na trgu delovne sile.* Prilagajanje na trgu delovne sile lahko poteka s spremembo cene ali količine, zato sta za njegov uspeh bistvenega pomena tako fleksibilnost plač kot tudi mobilnost delovne sile. V primeru asimetričnega šoka, ki bi povzročil povečanje brezposelnosti, zmanjšanje povpraševanja po domačem blagu in primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance, bi z znižanjem cene dela ali pa z odtokom delovne sile v tujino prišlo do ponovne vzpostavitve ravnotežja. V prvem primeru zaradi povečanja izvoznega, v drugem pa zaradi zmanjšanja uvoznega povpraševanja.
- *Uporaba fiskalne politike.* Fiskalna nadomestila ob asimetričnih šokih delujejo po načelu regionalne pomoči. Državo, ki je članica monetarne unije in jo je prizadel nek asimetrični šok, lahko obravnavamo kot regijo, ki zaostaja v razvoju in za blažitev njenih težav uporabimo tako sredstva skupnega proračuna držav v uniji kot tudi lastna proračunska sredstva.

Fleksibilnost plač je v državah kandidatkah vprašljiva zaradi močnih sindikalnih združenj, ki omejujejo prilagodljivost plač navzdol, medtem ko bodo začasna prehodna obdobja glede prostega pretoka delovne sile takoj po vstopu držav kandidatk v EU oteževala takšen način prilagajanja asimetričnim šokom. Tudi mehanizem fiskalnih nadomestil ob morebitnih asimetričnih šokih v državah kandidatkah se zdi težaven, predvsem zaradi omejenega dostopa novih članic EU do skupnih proračunskih sredstev in zavezanih rokov glede nacionalnih proračunov zaradi izpolnjevanja maastrichtskih konvergenčnih kriterijev.

Alternativni načini reševanja asimetričnih šokov se mogoče na prvi pogled ne zdijo tako pomembni, vendar v primeru, da bi bila neka članica monetarne unije deležna takšnega šoka, na katerega po definiciji ne bi mogla odgovoriti z uporabo monetarne oziroma devizne politike, alternativni mehanizmi pa ne bi delovali, bi kaj hitro lahko prišlo tudi do kakšne finančne krize. Takšna država bi najverjetneje začela zaostajati v gospodarski rasti in zaposlenosti in bi dolgoročno postala nekakšna »depresivna regija v monetarni uniji« (Lavrač,

Mrak, 2002, str. 394), kar bi pomenilo, da je bila vključitev v monetarno unijo za to državo napačna.

## **SKLEP**

Države kandidatke bodo ob vstopu v EU v celoti liberalizirale kapitalske tokove, s čimer se bodo, zaradi še vedno višjih obrestnih mer v teh državah in tako imenovane konvergenčne igre, dodatno povečali tudi kapitalski pritoki, ki so bili kar občutni že v zadnjem desetletju. Povečanje kapitalskih pritokov pa prinaša razne nevarnosti za države kandidatke.

S pritiskom na devizni tečaj prihaja do realne apreciacije, ki ogroža zunanjo konkurenčnost posameznega gospodarstva. Določen del realne apreciacije je sicer upravičen in je posledica Balassa-Samuelsonovega učinka, ki se v državo večkrat prenaša tudi preko neposrednih tujih investicij. Večjo težavo povzročajo kratkoročni pritoki kapitala, ki predstavljajo kratkoročni trend apreciacije. Države se morajo takšnim apreciacijam upreti.

Ob velikih kapitalskih pritokih obstaja tudi nevarnost obrata kapitalskih tokov, ko se smer tokov iz kakršnegakoli razloga naenkrat spremeni. Nenadni kapitalski odtoki povzročajo največ težav državam s slabo razvitim finančnim sektorjem, kar prav gotovo velja tudi za večino držav kandidatk. V teh državah je na prvem mestu še vedno bančni finančni sektor, ki pa je zaradi slabe regulacije, neizpolnjevanja raznih standardov poslovanja ter pomanjkanja strokovnjakov in znanj, predvsem na področju upravljanja s tveganji, zelo ranljiv. Neusklajenost v ročnosti in različna denominacija sredstev in obveznosti lahko hitro privedeta do krize bančnega sistema, ko zaradi velikih odtokov kapitala banke postajajo nelikvidne.

Nevarnost morebitne finančne krize pa bo največja v obdobju pred samim vstopom v monetarno unijo, ko si bodo države kandidatke prizadevale dokončno izpolniti maastrichtske konvergenčne kriterije. Še zlasti nevarno bo sodelovanje v ERM II mehanizmu deviznih tečajev, ki je za države kandidatke zaenkrat obvezno, in sicer vsaj dve leti pred vstopom v EMU. V tem času se od kandidatk zahteva stabilen devizni tečaj, brez devalvacij na lastno pobudo, kar bo ob popolnoma sproščenih kapitalskih tokovih velik izziv za te države, saj lahko pričakujemo, poleg pritokov kapitala zaradi višjih obrestnih mer, tudi špekulativne napade na valuto. Za države kandidatke bo zato ob prizadevanju za razvit finančni sektor ključno tudi vodenje preudarne makroekonomske politike in izbira takšnega režima deviznega tečaja, ki je konsistenten z ekonomsko politiko posamezne države. Pomemben dejavnik mehkega pristanka v EMU je tudi zagotavljanje zelenih informacij investitorjem, da ne bi po nepotrebnem prišlo do izgube zaupanja in s tem do velikih odtokov kapitala ter finančnih kriz.

Z izgubo instrumenta neodvisne monetarne in tečajne politike ob vstopu v območje evra, bodo njuno vlogo pri reševanju oziroma blaženju učinkov zunanjih šokov morali prevzeti nekateri alternativni načini. Zaenkrat se največ poudarja uporaba fiskalne politike in prilagajanje na trgu delovne sile.

Zaradi strogih maastrichtskih kriterijev bo ob povečanih kapitalskih tokovih in ob Balassa-Samuelsonovem učinku verjetno prihajalo do izključevanja med doseganjem inflacijskega kriterija in kriterija stabilnega deviznega tečaja. Uspešna izpolnitev obeh kriterijev bo tako možna le ob restriktivni monetarni in fiskalni politiki, ki pa ogroža gospodarsko rast in zaposlenost. Tako bo nominalna konvergenca dosegljiva za ceno realne konvergence, zaradi česar lahko pričakujemo oportunistično obnašanje držav kandidatk takoj po vstopu v EMU, ko se bodo zopet posvetile gospodarski rasti in izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev postavile na drugo mesto.

Da bi se izognili težavam pri izpolnjevanju maastrichtskih konvergenčnih kriterijev in špekulativnim napadom na valute v državah kandidatkah pred vstopom v EMU, še posebej ob povečanih kapitalskih tokovih, nekateri avtorji skupaj z ECB predlagajo vpeljavo tako imenovane enostranske evroizacije, kar pomeni, da bi države kandidatke lahko enostransko uvedle evro kot zakonito plačilno sredstvo že pred vstopom v monetarno unijo. Takšna uvedba evra bi temeljila na enostranski določitvi centralne paritete in zaenkrat še ne bi omogočala sodelovanja v evropskem plačilnem sistemu. Na ta način bi se kandidatke tudi izognile večnim ugibanjem in dvomom, kateri režim deviznega tečaja bi bil najprimernejši pred vstopom v EMU. Evropska komisija zaenkrat nasprotuje tej rešitvi in trdi, da morajo države kandidatke pred prevzemom evra skozi enak proces kot so šle vse trenutne članice monetarne unije. Ker ima enostranska evroizacija več prednosti kot slabosti in kar je najpomembnejše, takšna ureditev zmanjšuje težave držav kandidatk na poti v EMU in možnost nastanka finančnih kriz, bi o njeni smotrnosti Evropska komisija lahko še enkrat razmislila.

## LITERATURA

1. Begg David: Capital Inflows, Monetary Policy and the Exchange Rate Regime. International Center for Economic Growth – European Center.  
[URL: <http://www.icegec.org/publications/docs/wp/wp01.pdf>], 2001.
2. Begg David et al.: Policy Paper 10: Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries. CEPR (Center for Economic Policy Research) Policy Paper No.10, 2003. 70 str.
3. 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/publications/docs/wp/wp02.pdf>], 2001.
4. Buitier H. Willem, Grafe Clemens: Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange rate Regimes for the Accession Countries. EBRD.  
[URL: <http://www.nber.org/~wbuitier/eib.pdf>], 2002.
5. Capriolo Gonzalo, Lavrač Vladimir: Managing Capital Inflows in Slovenia. Working Paper. International Center for Economic Growth – European Center.  
[URL: <http://www.icegec.org/publications/docs/wp/wp03.pdf>], november 2001.
6. Dobrinsky Rumen: Convergence in Per Capita Income Levels, Productivity Dynamics and Real Exchange Rates in the Candidate Countries on the Way to EU Accession. Geneva, United Nations – Economic Commission for Europe, 2001.  
[URL: <http://www.iiasa.ac.at/Publications/Documents/IR-01-038.pdf>], 11.5.2003.
7. Drabek Zdenek, Griffith-Jones Stephany: Managing Capital Flows in Transition Economies with a Case Study of Central and Eastern Europe. World Trade Organization – Economic Research and Analysis Division.  
[URL: [http://www.wto.org/english/res\\_e/reser\\_e/pera9804.doc](http://www.wto.org/english/res_e/reser_e/pera9804.doc)], februar 1998.
8. Edwards Sebastian: The Mexican Peso Crisis: How much did we know? When did we know it? Working Paper 6334, NBER (National Bureau of Economic Research), Cambridge, 1997. 29 str.
9. Eichengreen Barry, Hausmann Ricardo: Exchange Rates and Financial Fragility. Working Paper 7418, NBER, Cambridge, 1999. 56 str.
10. Eichengreen Barry: The EMS Crisis in Retrospect. Working paper 8035, NBER, Cambridge, 2000. 50 str.
11. Feldstein Martin: Economin and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management. Working Paper 8837, NBER, Cambridge, 2002. 36 str.
12. Fidrmuc Jarko, Schardax Franz: Euro Area Enlargement, Optimum Currency Area, and Nominal Convergence. Focus on Transition 2/2000: Oesterreichische Nationalbank 2000.

13. Fischer Stanley: Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? IMF.  
[URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf>], 2001.
14. Gabrisch Hubert: Financial Fragility and Exchange Rate Arrangements of EU Candidate Countries. Working Paper. International Center for Economic Growth – European Center.  
[URL: <http://www.icegec.org/publications/docs/wp/wp15.pdf>], november 2002.
15. Gáspár Pál: Real and Nominal Convergence of Pre-accession Countries and the Choice of Exchange Rate Regime. International Center for Economic Growth – European Center.  
[URL: [http://www.tinbergen.nl/~phare/Workshops/Research\\_Presentations/Gaspar.pdf](http://www.tinbergen.nl/~phare/Workshops/Research_Presentations/Gaspar.pdf)], 7.6.2003.
16. Halpern László, Wyplosz Charles: Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection, CEPR Working Paper, 2001.
17. Horvath Julius, Jonas Jiri: Exchange Rate Regimes in the Transition Economies: Case Study of the Czech Republic: 1990-1997. Center for European Integration Studies, Bonn, 1998. 40 str.
18. Ito Takatoshi: Capital Flows in Asia. Working Paper 7134, NBER, Cambridge, 1999. 30 str.
19. Jazbec Boštjan: Balassa-Samuelson Effect in Transition Economies: The Case of Slovenia. Ljubljana: Faculty of Economics, 2002. 24 str.  
[URL: <http://eres.bus.umich.edu/docs/workpap-dav/wp507.pdf>], oktober 2002.
20. Lavrač Vladimir, Mrak Mojmir: Evropska monetarna integracija. Mednarodne finance. Ljubljana: GV Založba, 2002. 682 str.
21. Mishkin S. Frederic: Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. Working paper 8087, NBER, Cambridge, 2001. 40 str.
22. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: GV Založba, 2002. 682 str.
23. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
24. Szapáry György: Transition Countries' Choice of Exchange Rate Regime in the Run-Up to EMU Membership. Finance & Development.  
[URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/szapary.htm>], 20.6.2003.

## VIRI

1. Accession of Transition Economies to the European Union: Prospects and Pressures; Chapter IV. IMF, 2000.
2. Czech Republic: facts and figures.  
[URL: <http://www.rferl.org/bd/cz/info/Cz-ciafacts.html>], 1997.
3. Eurostat, [URL: <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>], 28.5.2002.
4. International Financial Statistics, IMF, [URL: <http://ifs.apdi.net/imf/>], 17.5.2003.

5. Notranji trg in štiri svoboščine. Ljubljana: Center Evropa, 2001.
6. Slovenska stran o Evropski uniji, [URL: <http://www.evropska-unija.si>], 10.5.2003.
7. Statistical yearbook on candidate and southeast European countries, 2002.
8. The Russian Crisis of 1998. UN Conference on Trade and Development and the UN Economic Commission for Europe in Geneva, 1998.  
[URL: <http://www.twinside.org.sg/title/1998-cn.htm>], 15.6.2003.
9. Transition report 2001: Energy in transition. London: EBRD, 2001.
10. Transition report 2002: Agriculture and rural transition. London: EBRD, 2002.



# PRILOGE

## Priloga 1: Slovar tujih izrazov

Accession countries – države kandidatke

Adjustable pegs – režim prilagodljivega fiksnega deviznega tečaja

Basel Committee on Banking Supervision – Baselski odbor za bančni nadzor

Capital inflows reversal – obrat kapitalskih pritokov

Capital inflows surges – povečanje kapitalskih pritokov

Contagion – okužba

Conventional Fixed Pegs – režim konvencionalnega fiksnega deviznega tečaja

Crawling pegs – režim plazečega fiksnega deviznega tečaja

External terms – zunanji pogoji

Fiscal tightening – restriktivna fiskalna politika

Hard pegs – trde vezave v okviru fiksne devizne tečajev

Herd behaviour – čredno obnašanje

Internal terms – notranji pogoji

Managed float – režim uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja

Monetary base – monetarna baza

Mutually agreed central rate to euro – Vzajemno odobren fiksni devizni tečaj vezan na evro

Non-tradable sector – netrgovani sektor

Pure float – režim čistega drsečega deviznega tečaja

Risk management – upravljanje s tveganjem

Self-fulfilling crisis – samoizpolnjujoče se krize

Soft pegs – mehke vezave v okviru fiksne devizne tečajev

Unilateral euroization – enostranska evroizacija

Tradable sector – trgovani sektor

## Priloga 2: Slovar uporabljenih kratic

BG	Bolgarija	
CEE	Central and Eastern European EU candidate countries	Srednje in vzhodnoevropske kandidatke za EU
CPI	Consumer Price Index	indeks cen življenjskih potrebščin
CZ	Češka	
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development	Evropska banka za obnovo in razvoj
ECB	European Central Bank	Evropska centralna banka
EMS	European Monetary Sistem	Evropski monetarni sistem
EMU	Economic and Monetary Union; European Monetary Union	Evropska ekonomska in monetarna unija; Evropska monetarna unija
ERM	Exchange Rate Mechanism	mehanizem deviznih tečajev
ES	Estonija	
EU	European Union	Evropska unija
FDI	Foreign Direct Investment	neposredne tuje investicije
HU	Madžarska	
IMF	International Monetary Fund	Mednarodni denarni sklad
LV	Latvija	
LT	Litva	
NAFTA	North American Free Trade Agreement	Severnoameriški sporazum o prosti trgovini
OCA	Optimum Currency Area	Optimalno valutno območje
PL	Poljska	
PPP	Purchasing Power Parity	pariteta kupne moči
RO	Romunija	
SDR	Special Drawing Rights	posebne pravice črpanja
SK	Slovaška	
SLO	Slovenija	
WB	World Bank	Svetovna banka