

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**DEVIZNI TEČAJ V DRŽAVAH KANDIDATKAH
DO VKLJUČITVE V EMU**

Ljubljana, april 2002

VASJA RANT

IZJAVA

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

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD.....	1
2. DEJAVNIKI IN POMEN DEVIZNEGA TEČAJA.....	3
2.1. Dolgoročni in kratkoročni dejavniki deviznega tečaja.....	3
2.2. Pomen deviznega tečaja kot instrumenta.....	4
2.3. Teorija optimalnega valutnega področja.....	6
3. EMU IN MAASTRICHTSKI KONVERGENČNI KRITERIJI.....	8
3.1. Nastanek EMU.....	8
3.2. Maastrichtski konvergenčni kriteriji.....	9
3.3. Kritika maastrichtskih kriterijev.....	10
3.4. Pakt stabilnosti.....	12
4. ERM II: MEHANIZEM DEVIZNIH TEČAJEV.....	13
4.1. Značilnosti ERM II.....	13
4.2. Intervencije v okviru ERM II in njihovo financiranje.....	14
5. DEJAVNIKI APRECIACIJE REALNIH DEVIZNIH TEČAJEV V DRŽAVAH KANDIDATKAH.....	15
5.1. Balassa-Samuelsonov učinek.....	16
5.2. Strukturne spremembe.....	19
5.3. Kapitalski pritoki.....	20
6. APRECIACIJA REALNIH DEVIZNIH TEČAJEV V DRŽAVAH KANDIDATKAH IN DOSEGANJE NOMINALNIH KRITERIJEV EMU.....	24
6.1. Balassa-Samuelsonov učinek v državah kandidatkah.....	25
6.2. Kapitalski pritoki v državah kandidatkah.....	26
6.2.1. Obseg kapitalskih pritokov.....	26
6.2.2. Struktura kapitalskih pritokov.....	28
6.3. Realna apreciacija in maastrichtski kriteriji.....	29
7. BALASSA-SAMUELSONOV UČINEK IN KAPITALSKI PRITOKI V SLOVENIJI.....	31
7.1. Izpoljenost predpostavk Balassa-Samuelsonovega učinka.....	31
7.1.1. Produktivnost.....	32
7.1.2. Plače.....	33
7.1.3. Cene.....	34
7.2. Kapitalski pritoki v Sloveniji.....	35
7.2.1. Odziv Banke Slovenije na devizne pritoke.....	37

8. POLITIKA DEVIZNEGA TEČAJA V DRŽAVAH KANDIDATKAH DO VKLJUČITVE V EMU	40
8.1. Režim deviznega tečaja.....	40
8.1.1. Režim trde vezave v okviru sistema fiksne deviznega tečaja – denarna uprava in evroizacija	41
8.1.2. Režim mehke vezave v okviru sistema fiksne deviznega tečaja – prilagodljiv fiksen devizni tečaj z razširjenimi mejami nihanja	43
8.1.3. Režim uravnava-no-drsečega deviznega tečaja z inflacijskim ciljanjem	44
8.2. Strategije vstopa v EMU	45
9. SKLEP	47
10. LITERATURA	49
11. VIRI	51

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

1. UVOD

Z razglasitvijo evra za edino zakonito plačilno sredstvo v dvanajstih članicah evroobmočja s 1.3. 2002 se je v Evropski Uniji zaključil več kot deset let dolg proces uvajanja ekonomske in monetarne unije. Vzporedno s procesom monetarnega povezovanja v EU so obsežne politične in ekonomske spremembe v srednji in vzhodni Evropi spodbudile začetek novega procesa širitve Evropske Unije, ki bo predvidoma leta 2004 sprejela prve nove članice. Članstvo v EU poleg spoštovanja štirih svoboščin notranjega trga EU – prostega pretoka blaga, storitev, kapitala in ljudi – predpostavlja tudi postopno vključitev držav v Evropsko monetarno unijo (EMU¹). Srednje in vzhodnoevropske kandidatke za članstvo v EU morajo zato že zdaj razmišljati kdaj bi bila vključitev v EMU najprimernejša in kako napraviti prehod čim manj boleč za njihova gospodarstva.

Za vključitev v EMU bodo morale nove članice EU izpolniti t.i. maastrichtske kriterije, ki od njih zahtevajo nominalno konvergenco z državami evroobmočja na področjih inflacije, dolgoročnih obrestnih mer, deviznega tečaja in zadolženosti države. Hkrati s procesom nominalne konvergence poteka v državah kandidatkah proces realne konvergence, ki pomeni odpravljanje razlik v ravneh BDP na prebivalca, produktivnosti, plač in nenazadnje tudi cen med državami srednje in vzhodne Evrope ter razvitimi gospodarstvi EU. Oba procesa sta medsebojno povezana in lahko drug drugega spodbujata, vendar obstajajo med njima tudi nasprotja, ki so zanimiva z vidika želje po čim hitrejši integraciji držav kandidatk v evroobmočje. Glavni konflikt med obema procesoma izvira iz tendence po apreciaciji realnih deviznih tečajev držav kandidatk, ki je delno ravnotežnega značaja in odraža proces dohitevanja držav EU v razvitosti, delno pa je posledica znatnih kapitalskih pritokov, ki jih privabljajo srednje in vzhodnoevropske države. Apreciacija realnega deviznega tečaja predstavlja pomemben izziv za ekonomsko politiko v državah kandidatkah, saj prenizka apreciacija ne omogoča procesa realnega dohitevanja, previsoka apreciacija pa poslabša konkurenčnost države. Ključno vlogo pri uravnavanju pozitivnih in negativnih učinkov apreciacije bo še naprej igrala politika deviznega tečaja, vendar bo pri svojem delovanju omejena s procesom nominalne konvergence, ki od države zahteva fiksiranje deviznega tečaja nacionalne valute v razmerju do evra.

Politika deviznega tečaja srednje in vzhodnoevropskih kandidatk za članstvo v EU se torej nahaja v obdobju prehoda, ki ga označujejo prihodnji izzivi pri vključevanju v evropske integracijske procese – nominalna in realna konvergenca na eni strani ter precejšnji kapitalski pritoki, ki jim bodo države kandidatke priča v prihodnjih letih, na drugi strani. Pred države kandidatke se zato postavlja vprašanje, kako izvesti prehod v obdobju do vstopa v EMU, ki bi zagotovil stabilnost, ohranil konkurenčnost, spodbujal dohitevanje razvitih držav in omogočil dokončanje strukturnih reform. V diplomskem delu bom podrobneje predstavil glavne izzive za politiko deviznega tečaja držav kandidatk pri njihovem vključevanju v EMU in poskušal odgovoriti na zgoraj zastavljeno vprašanje.

¹ Kratica EMU pomeni bodisi Evropsko ekonomsko in monetarno unijo (širša opredelitev), bodisi Evropsko monetarno unijo (ožja opredelitev). V diplomskem delu bom kratico uporabljal v skladu z ožjo opredelitvijo.

Struktura diplomskega dela je sledeča:

Prvo in drugo poglavje sta uvodnega namena. V drugem poglavju je predstavljen kratek povzetek dolgoročnih in kratkoročnih dejavnikov, ki vplivajo na devizni tečaj, pri čemer je poudarjen glavni dejavnik, ki se nanaša na proces realne konvergence. Sledi razprava o pomenu deviznega tečaja kot instrumenta in alternativnih mehanizmi prilagajanja v primeru asimetričnih šokov, ki izhaja iz teorije optimalnega valutnega področja. Hkrati so predstavljene tudi slabosti in omejenost uporabe deviznega tečaja ter njegov pomen za države kandidatke z vidika apreciacije realnih deviznih tečajev.

Namen tretjega in četrtega poglavja je predstavitev nominalnih omejitev, s katerimi se bodo države kandidatke srečevale na poti v EMU. Tretje poglavje vsebuje kratek pregled treh faz uvajanja EMU, opis maastrichtskih konvergenčnih kriterijev ter njihovo kritiko, na kratko je predstavljen tudi pakt stabilnosti in rasti. Četrto poglavje je osredotočeno na mehanizem deviznih tečajev (ERM II), njegove značilnosti in način financiranja intervencij centralnih bank v okviru tega mehanizma.

Peto, šesto in sedmo poglavje se nanašajo na glavni izziv politike deviznega tečaja v državah kandidatkah – apreciacijo realnega deviznega tečaja, ki delno izvira iz procesa realne konvergence zaradi Balassa-Samuelsonovega učinka, delno pa je posledica kapitalskih pritokov in strukturnih sprememb. Peto poglavje teoretično predstavi vpliv realne konvergence, strukturnih sprememb in kapitalskih pritokov na apreciacijo realnih deviznih tečajev. Šesto poglavje povzema ocene Balassa-Samuelsonovega učinka in kapitalskih pritokov v državah kandidatkah, postavi mejo med ravnotežno in neravnotežno apreciacijo realnega deviznega tečaja ter izpostavi konfliktnost med apreciacijo realnega deviznega tečaja v državah kandidatkah in doseganjem maastrichtskih kriterijev. Sedmo poglavje se nanaša na Slovenijo in preverja izpolnjenost predpostavk, na katerih sloni Balassa-Samuelsonov učinek ter podrobneje analizira politiko do kapitalskih pritokov v Sloveniji.

V osmem poglavju so obravnavane posledice Balassa-Samuelsonovega učinka in kapitalskih pritokov za politiko deviznega tečaja držav kandidatk pri vstopanju v ERM II in EMU. Podrobneje so analizirane prednosti in slabosti posameznih možnih režimov deviznega tečaja v prehodnem obdobju z vidika doseganja nominalne in realne konvergence, nakazane pa so tudi možne strategije vstopa v EMU in nekateri priporočljivi ukrepi v zvezi s kapitalskimi tokovi.

Deveto poglavje je sklep, deseto literatura in enajsto viri.

2. DEJAVNIKI IN POMEN DEVIZNEGA TEČAJA

2.1. Dolgoročni in kratkoročni dejavniki deviznega tečaja

Podobno kot cene drugih dobrin se tudi devizni tečaj, ki je cena ene valute izražena v enotah druge valute, določa na trgu, v medsebojni interakciji ponudbe in povpraševanja. Dolgoročno gledano temelji vrednost valute na realnih osnovah, zato sta za razumevanje ravni deviznih tečajev pomembna koncept zakona ene cene in teorija paritete kupne moči. Zakon ene cene trdi, da so cene identičnih dobrin, izražene v eni valuti, po vsem svetu enake, ne glede na to, katera država dobrino proizvaja, iz česar sledi, da je devizni tečaj enak razmerju med cenama dveh identičnih dobrin v dveh različnih državah. Pariteta kupne moči (PKM) predstavlja posplošitev zakona ene cene iz cen posameznih dobrin na splošno raven cen v gospodarstvu. Po relativni različici te teorije so spremembe v deviznem tečaju domače valute posledica sprememb v relativni domači ravni cen glede na tuje cene – povečanje relativne domače ravni cen (večja domača inflacija v primerjavi s tujo inflacijo) vodi v depreciacijo, zmanjšanje pa v apreciacijo domače valute. Teorija PKM je pomanjkljiva predvsem zaradi neupoštevanja transportnih stroškov, diferenciacije proizvodov v svetu in nemenjalnega sektorja, ki pomembno vpliva na raven cen v gospodarstvu, vendar ima le majhen neposreden vpliv na devizni tečaj. Zato je PKM na kratek rok praktično neuporabna, kljub temu pa omogoča neke splošne napovedi gibanja deviznih tečajev na dolgi rok. Na osnovi PKM in zakona ene cene lahko med dolgoročne dejavnike deviznega tečaja štejemo štiri, ki spremenijo relativno povpraševanje po domačih dobrinah glede na povpraševanje po tujih dobrinah (Mishkin, 1998, str. 169-173):

- *relativna raven cen* – na dolgi rok dvig relativne domače ravni cen (glede na tuje cene) povzroči zmanjšanje povpraševanja po domačem blagu in depreciacijo deviznega tečaja, padec pa apreciacijo. Z drugimi besedami to pomeni, da višja domača inflacija povzroča depreciacijo;
- *carine in kvote* – uvedba omejitev na uvoz tujega blaga poveča povpraševanje po domačem blagu in povzroči apreciacijo domače valute;
- *preference* – sprememba preferenc v korist povpraševanja po izvozu povzroči apreciacijo, spremembi preferenc v korist uvoza pa depreciacijo domače valute;
- *produktivnost* – valuta države, ki postane relativno bolj produktivna od ostalih držav, na dolgi rok apreciira, medtem ko valuta države, ki v produktivnosti zaostaja za ostalimi, depreciira.

Ker se dnevna vrednost domače valute določa na deviznem trgu², na katerem med seboj trgujejo banke, je mogoče kratkoročno gledano devizni tečaj razumeti predvsem kot ceno tujih bančnih depozitov, izraženo s ceno domačih bančnih depozitov (ali obratno). Iz teorije portfolio izbire potem sledi, da je najpomembnejši dejavnik, ki vpliva na povpraševanje po domačih in tujih depozitih (in s tem na devizni tečaj), relativna pričakovana donosnost domačih depozitov v

² Gre za decentraliziran, neinstitucionaliziran trg, v katerem so banke medsebojno povezane prek dilerjev in brokerjev s pomočjo raznih vrst telekomunikacijskih povezav.

primerjavi s tujimi depoziti. Ta je odvisna predvsem od domače in tuje obrestne mere ter od pričakovane stopnje apreciacije (depreciacije) domače valute (Mishkin, 1998, str. 174-185). Najpomembnejši kratkoročna dejavnika, ki vplivata na devizni tečaj sta torej:

- *razlika med domačo in tujo obrestno mero* – čim bolj je razlika pozitivna (večja domača obrestna mera v primerjavi s tujo), tem bolj bo domača valuta apreciirala, saj postanejo domači depoziti pri nespremenjenih ostalih pogojih donosnejši, zato se povpraševanje po njih poveča, njihova cena (v tuji valuti) pa naraste;
- *pričakovana stopnja depreciacije domače valute* – pričakovana depreciacija domače valute poveča pričakovano donosnost tujih depozitov, zaradi česar se poveča povpraševanje po njih in zmanjša povpraševanje po domačih depozitih. Domača valuta bo zato depreciirala.

Od vseh zgoraj omenjenih dejavnikov se v srednje in vzhodnoevropskih kandidatkah za članstvo v EU zadnje čase produktivnost omenja kot tisti dejavnik, ki bo dolgoročno in dolgotrajno zaznamoval gospodarstva teh držav v prihodnosti. S postopno integracijo držav kandidat v EU se namreč razlike v nominalnih spremenljivkah zmanjšujejo, struktura izvozno-uvoznih preferenc postaja stabilnejša, zunanje realne in finančne omejitve padajo, zato bodo vplivi ostalih spremenljivk na devizni tečaj postopoma slabeli. Ostajajo pa razlike v razvitosti, ki jih bodo države kandidatke le postopoma premostile. Da bi tudi v tem pogledu ujele razvita gospodarstva EU, morajo države kandidatke doseči raven produktivnosti v EU, kar je možno le, če njihova relativna produktivnost narašča. Države kandidatke so torej zapisane scenariju dolgoročne apreciacije deviznih tečajev, ki ga lahko na kratek rok zaradi še vedno obstoječih razlik v obrestnih merah ter dokončanja privatizacije okrepijo neto kapitalski pritoki.

2.2. Pomen deviznega tečaja kot instrumenta

Vsaka država z lastno nacionalno valuto pri soočanju z gospodarskimi šoki *de iure* (ne pa tudi nujno *de facto*³) razpolaga z dvema pomembnima orodjema – monetarno politiko in instrumentom deviznega tečaja – ki ju lahko uporabi za vzpostavitev ravnotežja. Devizni tečaj državam omogoča, da v primeru negativnega asimetričnega šoka, ki izvira iz nenadnih sprememb agregatnega povpraševanja ali ponudbe in prizadene le posamezno državo, s spremembo ene same cene, to je cene enote domačega denarja, izražene v enotah tujega denarja, izboljša mednarodni konkurenčni položaj domačega gospodarstva, reši problem brezposelnosti in vzpostavi zunanje ravnotežje. Depreciacija domače valute namreč neposredno poveča konkurenčnost domačih proizvodov, zato povpraševanje po njih naraste, zunanje neravnotežje in brezposelnost pa izgineta. Instrument deviznega tečaja je pri reševanju asimetričnih šokov učinkovit le, če uspe sprememba deviznega tečaja učinkovito premostiti razlike v razvoju povpraševanja, stroškov in cen, ki vodijo do sprememb konkurenčnosti. Zato se postavlja vprašanje ali lahko nominalne spremembe deviznega tečaja trajno spremenijo realni devizni tečaj neke države (De Grauwe, 1997, str. 29). Obstajata dva argumenta proti uporabi deviznega tečaja.

³ Ali ima neka država tudi dejansko proste roke pri uporabi deviznega tečaja kot instrumenta in vodenju samostojne monetarne politike je neposredno odvisno od izbranega režima deviznega tečaja, posredno pa tudi od velikosti in odprtosti gospodarstva.

Prvič, nominalne depreciacije vodijo le do začasnih realnih depreciacij in ne vplivajo na realni devizni tečaj v neki državi na dolgi rok. Začetna nominalna depreciacija namreč poleg začasnega izboljšanja konkurenčnega položaja dvigne ceno uvoza in s tem posredno tudi stroške produkcije, kar nadalje vpliva na rast cen in plač (t.i. prevodni učinek⁴ depreciacije na inflacijo). Na dolgi rok se konkurenčnost gospodarstva države, ki je deprecirala svojo valuto, vrne nazaj v izhodiščni položaj. Kljub temu pa ne smemo zanemariti dinamike v vmesnem obdobju, saj na kratek rok obstajajo pozitivni učinki, ker depreciacija učinkuje hitreje na stran agregatnega povpraševanja kot na stran ponudbe. Kako hitro ti učinki izginejo, je odvisno predvsem od odprtosti gospodarstva (čim bolj je produkcija odvisna od uvoza, tem hitreje bodo učinki oslabei) ter od obsega povečanja zahtev delojemalcev oziroma njihovih predstavnikov glede plač zaradi zmanjšane kupne moči. Vsekakor pa je mogoče trditi, da bodo bolj odprte države depreciacijo bolj občutile na povišani agregatni ravni cen kot zaprte države (De Grauwe, 1997, str. 29-33).

Drugič, vsaka depreciacija prinaša s seboj problem kredibilnosti. Zaradi racionalnih pričakovanj ekonomskih subjektov je ni mogoče diskrecijsko uporabljati za učinkovito odpravljanje motenj v gospodarstvu in je kot taka dvorezen meč za monetarne oblasti, saj možnost njene uporabe v prihodnosti močno zaplete makroekonomske politike. Vsaka depreciacija namreč ustvari pričakovanja o nadaljnjih podobnih ukrepih v prihodnosti, zato je edini način, da uporaba tega instrumenta doseže svoj namen, kredibilno ustvarjanje vtisa, da gre za izjemen dogodek, ki se ne bo zlahka ponovil v prihodnosti. Za kredibilno uporabo instrumenta deviznega tečaja je bistvenega pomena kombinacija z ostalimi politikami – za uspeh je pogosto potrebna drastična sprememba ekonomskih politik ali pa celo politične situacije v državi. Če upoštevamo še ugotovitve prejšnjega odstavka, lahko sklepamo, da bo sistematična uporaba instrumenta deviznega tečaja vodila do večje cenovne variabilnosti v odprtih gospodarstvih v primerjavi z zaprtimi, zato bodo tudi stroški depreciacij za odprta gospodarstva po vsej verjetnosti višji (De Grauwe, 1997, str. 45-47).

Za države kandidatke za članstvo v EU sta bila v obdobju zadnjih desetih let značilna trenda apreciacije realnih deviznih tečajev in hitre rasti produktivnosti, ki je spodbujala gospodarsko rast (Dobrinsky, 2001, str. 15, 18). Realna apreciacija je načeloma škodljiva, saj negativno vpliva na konkurenčnost države, poslabša tekoči račun plačilne bilance in lahko povzroči asimetrični šok, ki za vzpostavitev zunanjega ravnotežja zahteva korekcijo (depreciacijo) nominalnega deviznega tečaja. Vendar pa je v primeru dinamičnega, hitro rastočega gospodarstva, ki dohiteva gospodarstva razvitih držav v produktivnosti, apreciacija realnega deviznega tečaja do določene mere ravnotežen pojav (Dobrinsky, 2001, str. 4).

Poleg ravnotežnih dejavnikov so na apreciacijo realnega deviznega tečaja v državah kandidatkah vplivale še strukturne spremembe, povezane s prehodom v tržno gospodarstvo (Jazbec, 2002, str. 11-12) ter kapitalski pritoki, ki so pogosto nestabilni in nagnjeni k črednemu obnašanju (Gáspár, 2001, str. 9).

⁴ Angl. "pass-through effect"

Z dokončanjem strukturnih sprememb bodo te vse manj vplivale na nadaljnja gibanja realnega deviznega tečaja, zato so ključnega pomena za razumevanje razvoja realnega deviznega tečaja v državah kandidatkah v prihodnosti rast produktivnosti, rast dohodka in povpraševanja ter precejšnji neto kapitalski pritoki, ki jih bodo države kandidatke še naprej privabljele. Kapitalski pritoki, predvsem neposredne tuje investicije, so bili po eni strani pomemben vir hitre rasti produktivnosti v državah kandidatkah, po drugi strani pa so tudi neposredno, prek deviznih prilivov in ustvarjanja presežkov na deviznem trgu, povzročali težnje po realni apreciaciji deviznih tečajev držav kandidatk.

Za politiko deviznega tečaja, ki se želi izogniti asimetričnim šokom, je ključnega pomena ugotoviti, kakšna je ravnotežna stopnja apreciacije, ki omogoča proces dohitevanja v razvitosti, in v kolikšni meri pritiski na apreciacijo realnega deviznega tečaja presegajo tiste, ki so upravičeni s hitrim naraščanje produktivnosti. Politika in izbrani režim deviznega tečaja morata zasledovati ravnotežno stopnjo realne apreciacije, saj je lahko v primeru nezadostne realne apreciacije posledica upočasnitev gospodarske rasti (Dobrinsky, 2001, str. 23), po drugi strani pa prekomerna apreciacija povzroča upadanje konkurenčnosti gospodarstva.

Instrument deviznega tečaja je tako za države kandidatke dvojnega pomena. Po eni strani pomaga državam dosegati ravnotežno dinamiko realnega deviznega tečaja, po drugi strani pa predstavlja varovalko v primeru asimetričnih šokov, ki imajo lahko bodisi notranji bodisi zunanji vzrok. Težave Češke v drugi polovici devetdesetih let so dokaz, da nevarnost asimetričnih šokov v državah kandidatkah ni povsem zanemarljiva.

2.3. Teorija optimalnega valutnega področja

Prehod v monetarno unijo od držav zahteva, da se odpovejo instrumentu deviznega tečaja in na ta način pomembnemu orodju, s katerim lahko uravnavajo med pozitivnimi in negativnimi posledicami apreciacije realnih deviznih tečajev. Takšna unija je namreč definirana kot geografski prostor, v katerem je v obtoku ena sama valuta oziroma skupina nacionalnih valut, pri čemer za slednje velja, da so popolnoma konvertibilne za vse transakcije in da so medsebojno povezane z nepreklicno fiksnimi deviznimi tečaji, tako da se njihova vrednost giblje enotno proti valutam držav, ki niso članice unije. Teorija optimalnega valutnega področja (OCA), ki sta jo v šestdesetih letih razvila Mundell in McKinnon, ob odsotnosti prilagajanja deviznega tečaja poudarja dva alternativna načina reševanja asimetričnih šokov – prek prilagajanja na trgu dela in s fiskalnimi nadomestili (Mrak, 2002, str. 392-395).

Prilagajanje na trgu dela lahko poteka bodisi s spremembo cene ali količine, zato sta za njegov uspeh bistvenega pomena fleksibilnost plač in mobilnost delovne sile. V primeru asimetričnega šoka, ki doma povzroči brezposelnost, nižje povpraševanje po domačem blagu in primanjkljaj tekočega dela plačilne bilance, bo z znižanjem cene dela (plač) ali pa z odtokom delovne sile v tujino prišlo do ponovne vzpostavitve ravnotežja, v prvem primeru zaradi povečanega izvoznega, v drugem pa zaradi manjšega uvoznega povpraševanja. Fleksibilnost plač in mobilnost dela sta v državah kandidatkah vprašljiva zaradi močnih sindikalnih združenj, ki omejujejo prilagodljivost

plač navzdol, medtem ko so selitve med evropskimi narodi v večjem obsegu zaradi kulturno-zgodovinskih razlik malo verjetne, poleg tega pa se državam kandidatkam na tem področju ob vstopu v EU obeta prehodno obdobje, ki bo za nekaj časa onemogočilo takšen način prilagajanja asimetričnim šokom.

Fiskalna nadomestila ob asimetričnih šokih delujejo po načelu regionalne pomoči. Državo, ki je v monetarni uniji žrtev asimetričnega šoka lahko v principu obravnavamo kot regijo, ki zaostaja v razvoju, in za blažitev njenih težav uporabimo bodisi sredstva skupnega proračuna držav, ki sestavljajo unijo, bodisi lastna proračunska sredstva. Tudi ta mehanizem bo za reševanje asimetričnih šokov manj učinkovit. Glavni razlogi so relativno majhen evropski proračun in kot vse kaže na začetku precej omejen dostop novih članic EU do skupnih proračunskih sredstev ter zavezane roke držav pri uporabi nacionalnih proračunov zaradi izpolnjevanja maastrihtskih kriterijev in pakta stabilnosti.

OCA priporoča naslednje strukturne značilnosti gospodarstev, ki bodisi zmanjšujejo verjetnost asimetričnih šokov, bodisi blažijo njihove posledice (Jepma et. al., 1996, str. 378-379):

- *fleksibilnost plač in mobilnost dela* – večja fleksibilnost na trgu dela omogoča delovanje avtomatičnih mehanizmov prilagajanja asimetričnim šokom;
- *diverzifikacija gospodarstva* – pri državah z bolj diverzificiranim gospodarstvom imajo motnje v enem sektorju relativno manjši učinek na rezultate celotnega gospodarstva;
- *struktura gospodarstva* – čim bolj so si gospodarstva držav, ki nameravajo oblikovati monetarno unijo, podobna, tem bolj bo šok prizadel vse države na podoben način, za rešitev problema pa bo mogoče uporabiti koordinirano ekonomsko politiko, ki bo ustrezala vsem državam;
- *integracija javnih financ* – večja stopnja integracije javnih financ držav v monetarni uniji omogoča proračunske transferje v korist držav, ki trpijo za posledicami asimetričnih šokov;
- *odprtost gospodarstva* – čim bolj je neko gospodarstvo odprto, tem manj učinkovita je uporaba deviznega tečaja kot instrumenta za odpravo asimetričnih šokov.

Teorija OCA predpostavlja, da bodo zgoraj navedene strukturne značilnosti izpolnjene v okviru poglobljene ekonomske integracije, ki spodbuja realne in finančne tokove med državami, ki želijo uvesti monetarno unijo (De Grauwe, Lavrač, 1999, str. 13-18). Tipičen primer monetarne unije, ki je nastala na podlagi globoke in dolgotrajne ekonomske integracije, je Evropska monetarna unija, za katero prevladuje mnenje, da izpolnjuje večino strukturnih kriterijev in tvori optimalno valutno področje.

3. EMU IN MAASTRICHTSKI KONVERGENČNI KRITERIJI

3.1. Nastanek EMU

Začetni poskusi monetarnega povezovanja v Evropski skupnosti z Wernerjevim načrtom, uvedbo prvega skupnega tečajnega mehanizma, t.i. valutne kače, in ustanovitvijo Evropskega monetarnega sistema (EMS), ki je uveljavil prvotno različico mehanizma deviznih tečajev ERM s $\pm 2,25$ % oziroma ± 6 % pasom nihanja segajo v konec šestdesetih in sedemdeseta leta, dokončno pa je monetarna unija dobila zeleno luč šele z Delorsovimi poročili leta 1989 in podpisom maastrichtske pogodbe leta 1991, ki sta podobno kot Wernerjev načrt predvidela ustanovitev »Ekonomске in monetarne unije« v treh fazah (Ješovnik, 2000, str. 45-52).

1. *Prva faza EMU* se je začela julija 1990 in je trajala do 31. decembra 1993, označujeta pa jo predvsem popolna liberalizacija kapitalskih tokov in dokončen prehod na en trg. Poleg tega je bil namen prve faze tudi povečano sodelovanje na ekonomskem in monetarnem področju, na kar kaže vrsta uspešnih in neuspešnih poskusov. Tako je bil ustanovljen Odbor za monetarno politiko, ki je imel le svetovalno vlogo, v okviru ERM pa so morale vse države preiti na ozek pas nihanja ($\pm 2,25$ %), ki je po valutnih krizah 1992-93 propadel. Prilagajanja deviznih tečajev so ostala v tej fazi možna. Leta 1993 je prišlo na podlagi razmerij iz leta 1989 tudi do zamrznitve sestave košarice ECU, s čimer naj bi se okrepila vrednost te valute.
2. *Za drugo fazo EMU*, ki se je začela 1. januarja 1994 in je trajala do 31. decembra 1998 je značilna konvergenca držav na fiskalnem in monetarnem področju ter prizadevanja za stabilizacijo deviznih tečajev (prilagajanja deviznih tečajev so bila v tej fazi možna le še izjemoma in šele ob soglasju vseh članic ERM). V ta namen je bilo v maastrichtski pogodbi določenih pet konvergenčnih kriterijev, katerih izpolnitev je bila pogoj za vstop v zadnjo, tretjo fazo EMU. Za drugo fazo je značilna tudi vzpostavitev neodvisnih monetarnih oblasti in finančnega sistema v vseh državah (prepoved financiranja javnega sektorja s strani centralne banke in prepoved privilegiranega dostopa javnega sektorja do finančnih institucij) ter ustanovitev Evropskega monetarnega inštituta (EMI), predhodnika Evropske centralne banke (ECB), katerega nalogi sta bili priprava predlogov glede monetarne politike in koordinacije ekonomskih politik ter priprava podlage za delovanje ECB in Evropskega sistema centralnih bank (ESCB). Decembra 1995 je bil v Madridu sprejet časovni okvir in datum začetka tretje faze (1. januar 1999), določeno pa je bilo tudi ime skupne valute – evro.
3. *Tretja faza EMU*, ki se je začela 1. januarja 1999, pomeni vstop držav članic EU, ki izpolnjujejo maastrichtske kriterije in si niso pridržale pravice odločanja o vstopu, v EMU in uvedbo ene evropske valute – evra. V tretjo fazo je z letom 1999 vstopilo enajst držav: Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Italija, Irska, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska,

Portugalska in Španija. Švedska in Grčija nista izpolnili maastrichtskih pogojev⁵, Danska in Velika Britanija pa sta se kljub izpolnjevanju vseh kriterijev odločili ostati zunaj EMU⁶. S 1.1.2001 se je tretji fazi pridružila še Grčija. V vmesnem obdobju tretje faze, ki je trajalo do 1.1.2002, je bil evro uveden kot knjižni denar, po preteku tega obdobja pa je prišlo do končne zamenjave nacionalnih valut za eno evropsko valuto z izdajo bankovcev in kovancev evra. S 1.3.2002 je postal evro edino zakonito plačilno sredstvo v dvanajstih državah evroobmočja.

3.2. Maastrichtski konvergenčni kriteriji

Pet kriterijev, ki jih opredeljuje maastrichtska pogodba o Evropski Uniji in jih morajo države članice EU izpolnjevati, da lahko vstopijo v tretjo fazo EMU ter uvedejo evro, se nanaša na doseganje nizke stopnje inflacije in dolgoročnih obrestnih mer, zdravih javnih financ in stabilnih deviznih tečajev nacionalnih valut. Maastrichtski kriteriji služijo v prvi vrsti kot varovalka državam z močno valuto, predvsem Nemčiji, da zaradi sodelovanja številnih držav z različnimi stopnjami ugleda ne bo prišlo do razvodenitve nove valute. Maastrichtski kriteriji so zato na nek način pogoj, pod katerim se je Nemčija pripravljena pridružiti EMU (De Grauwe, 1997, str. 129-136). Hkrati naj bi konvergenca makroekonomskih spremenljivk spodbujala poglobljanje ekonomske integracije in s tem posredno vplivala na doseganje optimalnega valutnega področja. Pri tem pa je treba opozoriti, da je bila izbrana kombinacija kriterijev deležna tudi precejšnjih kritik.

1. *Kriterij stabilnosti cen* od vsake države članice EU zahteva, da ima v obdobju enega leta pred ocenjevanjem za vstop v EMU povprečno stopnjo inflacije, ki je največ za 1,5 odstotne točke večja od povprečja treh članic EU z najnižjo stopnjo inflacije, pri čemer morajo biti cenovna gibanja vzdržljiva. Stopnja inflacije je merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin, ki mora biti med državami primerljiv, upoštevajoč različne nacionalne opredelitve (Economic and monetary union, 1999, str. 31, 51). Inflacijski kriterij je mogoče pojasniti z bojznijo, da bo bodoča monetarna unija težila k višji inflaciji, če se ji ne bodo pridružile le članice z jasno izraženimi enakimi (nizkimi) preferencami glede inflacije.
2. *Kriterij proračunskega deficita* od vsake države članice EU zahteva, da v trenutku ocenjevanja za vstop v EMU planirani ali dejanski proračunski deficit ne presega referenčne vrednosti 3 % BDP. 104. člen pogodbe o Evropski Uniji omogoča fleksibilno interpretacijo tega kriterija, saj je v primeru znatnega in trajnega upadanja presežnega deficita proti referenčni vrednosti ali v primeru izjemnega in ne previsokega presežnega deficita dopuščeno preseganje referenčne vrednosti (Economic and monetary union, 1999, str. 22, 31, 50-51). Ta kriterij skupaj s kriterijem javnega dolga kaže na skrb za nizko stopnjo inflacije v EMU.

⁵ Švedska zaradi (namernega) nesodelovanja v ERM, Grčija pa zaradi neizpolnjevanja obeh monetarnih kriterijev (Economic and monetary union, 1999, str. 75-82).

3. *Kriterij javnega dolga* od vsake države članice EU zahteva, da v trenutku ocenjevanja za vstop v EMU javni dolg ne presega referenčne vrednosti 60 % BDP. Tudi tu dopušča 104. člen pogodbe o Evropski Uniji fleksibilno interpretacijo, saj se kot izpolnjevanje kriterija šteje že zadostno zmanjšanje presežnega javnega dolga, ki se mora referenčni vrednosti približevati z zadovoljivo hitrostjo (Economic and monetary union, 1999, str. 22, 31, 50-51). Oba fiskalna kriterija je mogoče razlagati s skrbjo za nižjo inflacijo v bodoči monetarni uniji, saj lahko visok delež državnega zadolževanja spodbudi državo k inflacijskemu financiranju dolga. Drugi argument za fiskalna kriterija je večja nevarnost plačilne nesposobnosti države, ki je visoko zadolžena, kar povečuje pritisk na preostale članice EMU, da jamčijo za obveznosti te države. Problem pa tiči v arbitrarni določitvi referenčnih vrednosti obeh kriterijev, saj vrednosti 3 % in 60 % nimata ustrezne strokovne podlage.
4. *Kriterij stabilnosti deviznega tečaja* od držav članic EU zahteva, da v obdobju najmanj dveh let pred ocenjevanjem za vstop v EMU sodelujejo v mehanizmu deviznih tečajev (ERM) z upoštevanjem normalnih meja nihanja (± 15 % od avgusta 1993), pri čemer posamezna država v tem obdobju na lastno pobudo ne sme devalvirati bilateralnega centralnega tečaja svoje valute proti valuti katerekoli druge države, ki sodeluje v ERM (Economic and monetary union, 1999, str. 31, 51). Glavni namen tega kriterija je preprečiti državam, da bi skušale z manipulacijo deviznega tečaja ob vstopu v EMU izboljšati svoj konkurenčni položaj glede na ostale države.
5. *Kriterij konvergence obrestnih mer* od vsake države članice EU zahteva, da ima povprečno nominalno dolgoročno obrestno mero največ za dve odstotni točki večjo od povprečja treh članic EU z najnižjo stopnjo inflacije. Obrestne mere se merijo na podlagi dolgoročnih državnih obveznic ali primerljivih vrednostnih papirjev, ob upoštevanju različnih nacionalnih opredelitev (Economic and monetary union, 1999, str. 31, 51). Razlog za ta kriterij je v nevarnosti destabilizirajočih kapitalskih tokov zaradi razlik v obrestnih merah ob vstopu države v EMU. Posebnost tega kriterija je v tem, da bo med državami, za katere se pričakuje, da bodo postale članice EMU, prišlo do tendence po avtomatičnem izenačenju dolgoročnih obrestnih mer zaradi arbitraže. Ta učinek pa deluje tudi v obratni smeri pri državah, za katere se ne pričakuje, da bodo postale članice EMU, saj bodo investitorji od takih držav zahtevali večje premije za tveganje, zato bo zmanjšanje razlik v obrestnih merah zelo težavno.

3.3. Kritika maastrichtskih kriterijev

Maastrichtski kriteriji so bili v strokovnih krogih deležni številnih kritik, ki bi jih lahko razdelili na tri področja: deflacijski pritiski na gospodarsko dejavnost članic EU zaradi prevelike restriktivnosti kriterijev, nevarnost vedno večjega razdora pri izpolnjevanju kriterijev med članicami in nečlanicami EMU ter vprašljivost kriterijev kot garanta za nizko stopnjo inflacije v EMU.

⁶ Velika Britanija in Danska sta k Maastrichtski pogodbi podpisali poseben "opt out" protokol, ki jima je omogočal odločanje o vstopu v tretjo fazo EMU, v Veliki Britaniji prek odločitve vlade in parlamenta, na Danskem pa prek referendumu (Economic and monetary union, 1999, str. 57-59).

Prva kritika in glavni problem maastrichtskih konvergenčnih kriterijev je kombiniranje restriktivne fiskalne in monetarne politike, ki vodi ob sočasnem izvajanju v vseh državah članicah EU do močnih deflacijskih teženj (De Grauwe, 1997, str. 136-139). Zmanjševanje javne porabe oziroma povečevanje davkov v eni članici EU ima negativne zunanje učinke na agregatno povpraševanje v vseh članicah zaradi tesne ekonomske integracije. Ker so pri doseganju maastrichtskih kriterijev restriktivno fiskalno politiko izvajale vse države naenkrat, so bili zunanji negativni učinki ojačeni, kar je vodilo do upada gospodarske aktivnosti na ravni EU. Ob nižji gospodarski rasti je bila učinkovitost restriktivnih fiskalnih politik pri odpravljanju proračunskega deficita in javnega dolga manjša, zato so bile države za doseganje fiskalnih kriterijev prisiljene še bolj intenzivno zategniti svoj pas, kar je situacijo nadalje poslabšalo. Sočasno izvajanje restriktivne monetarne politike zaradi doseganja inflacijskega kriterija je dodatno utrdilo deflacijsko dinamiko držav v pripravah na EMU, ko je celotno območje EU v začetku devetdesetih let prizadela recesija. Kratkoročne obrestne mere v EU so bile v tem obdobju zaradi prizadevanj za znižanje inflacije relativno visoke v primerjavi z ZDA, kar je otežilo oživitev evropskega gospodarstva. Pri restriktivni monetarni politiki pa obstaja še dodaten negativni zunanji učinek. Ob zavezanosti držav EU za fiksne devizne tečaje ostajajo spremembe relativnih cen edino orodje, s katerim je mogoče izboljšati konkurenčni položaj posamezne države. To je privedlo do tekmovalnosti v zniževanju cen in navzdol obrnjene spirale zniževanja inflacije, kar je povzročilo, da države s šibkejšimi valutami nikoli niso uspele popolnoma odpraviti inflacijskega razkoraka. Zaradi hitre rasti produktivnosti in z njo povezanega Balassa-Samuelsonovega učinka je za države kandidatke nekoliko preveč restriktiven predvsem inflacijski kriterij.

Druga kritika maastrichtskih kriterijev se nanaša na nevarnost, da lahko zahteva po izpolnjevanju strogih kriterijev in z njo povezan postopen prehod držav v tretjo fazo EMU pripelje do razdora med državami, ki jim je dovoljen vstop v tretjo fazo in državami, ki ostajajo zunaj, pri čemer bo za drugo skupino držav doseganje kriterijev potem, ko so bile izključene, bistveno težje ali pa celo nemogoče (De Grauwe, 1997, str. 140-146). Zaradi manjše kredibilnosti imajo države s šibkejšo valuto večje težave pri doseganju maastrichtskih kriterijev. Deflacijski pritiski pri zniževanju inflacije v teh državah so večji, proces fiskalne konvergence pa je ob sočasnem zniževanju inflacije otežen, saj prihaja zaradi pomanjkanja kredibilnosti do zamika pri upadanju nominalnih obrestnih mer, kar ob upadanju inflacijske stopnje vodi do povečanja realnih obrestnih mer in stroškov servisiranja dolga. Hkrati države s šibkimi valutami zaradi manjše kredibilnosti monetarnih oblasti kljub močni dezinflacijski politiki le stežka znižajo stopnjo inflacije na raven držav z močno valuto, kar vodi ob fiksnih deviznih tečajih do divergentnih cenovnih gibanj in izgube konkurenčnosti držav s šibkejšo valuto. Zaradi zgoraj omenjenih težav obstaja nevarnost, da se bodo v primeru ne vključitve v EMU pričakovanja na trgu obrnila v škodo državam s šibkejšo valuto, saj bi ne vključitev pomenila potrditev slabe kredibilnosti teh držav. To bi pripeljalo do pritiskov na devizni tečaj in obrestne mere, s tem pa posredno tudi na inflacijo in (ne)doseganje fiskalnih kriterijev. V takšnih razmerah neugodnih pričakovanj bi bila izpolnitev kriterijev za vstop v razumnem času bistveno težja in vprašljiva. Zgornji argumenti držijo tudi za države kandidatke, saj bo njihova kredibilnost pri zniževanju inflacije zaradi prisotnega Balassa-Samuelsonovega učinka in dokončanja strukturnih reform, ki

lahko sprožijo odložene inflacijske pritiske, manjša v primerjavi s kredibilnostjo ECB, zato nevarnost neugodnega ravnotežja tržnih pričakovanj obstaja.

Tretja kritika maastrichtskih kriterijev se nanaša na njihovo osnovno vlogo zagotavljanja stabilnosti in trdnosti evra (De Grauwe, 1997, str. 146-147). Konvergenčni kriteriji sami po sebi ne zagotavljajo, da bo EMU težila k nizki inflaciji, saj obstaja nevarnost, da se države v tekmovanju za doseganje maastrichtskih kriterijev obnašajo oportunistično zaradi želje po vstopu v EMU. Ko nevarnost izključitve iz monetarne unije mine, lahko spet pokažejo stare preference glede inflacije in zadolževanja, kar vodi v višjo povprečno inflacijo evroobmočja, saj so preference držav izražene v preferencah ECB. Za zagotavljanje trajne stabilnosti in trdnosti evra je bil zato decembra 1996 na vrhu EU v Dublinu sprejet pakt stabilnosti, ki je obravnavan v naslednji točki. Po vsej verjetnosti se bodo na podobno oportunističen način obnašale tudi države kandidatke, saj se bo proces dohitevanja razvitih držav za večino nadaljeval še precej časa po vstopu v EMU, zato bodo države kandidatke za vstop v monetarno unijo nominalne indikatorje (predvsem monetarne) le prehodno znižale na maastrichtsko raven. Kljub temu pa zaradi višje inflacije v državah kandidatkah po njihovem vstopu v EMU ni pričakovati bistvenih pritiskov na višjo stopnjo inflacije v EMU, saj je skupna velikost gospodarstev držav kandidatk v primerjavi s skupno velikostjo gospodarstev današnjih držav evroobmočja majhna.

3.4. Pakt stabilnosti

Pakt stabilnosti ureja fiskalno disciplino v tretji fazi EMU. Nastal je iz nevarnosti, da se bodo države po izpolnitvi maastrichtskih kriterijev in vstopu v EMU spet vrnile nazaj k starim navadam glede trošenja in zadolževanja. Visoke ravni javnega dolga in proračunskega deficita imajo lahko negativne posledice na ostale članice EMU, ki morajo voditi bolj restriktivno fiskalno politiko, kot bi jo lahko sicer, pojavijo pa se lahko tudi pritiski na ECB (De Grauwe, 1997, str. 206). Pakt stabilnosti zato od držav zahteva izravnani proračun na srednji rok. V primeru presežnega proračunskega deficita (referenčna vrednost maksimalnega dovoljenega deficita znaša 3 % BDP) se od države pričakuje, da sprejme primerne ukrepe in odpravi deficit najkasneje v enem letu po njegovi ugotovitvi, razen če gre za izjemne okoliščine. Za izjemne okoliščine se šteje letni padec realnega BDP za najmanj 2 %, lahko pa tudi manj, če obstajajo dodatni dokazi, ki kažejo na nenadnost recesije ali na akumulirano izgubo outputa glede na pretekle trende. Če ne gre za izjemne okoliščine in država ne ukrepa po priporočilih Sveta, pakt stabilnosti predvideva sankcije v višini največ 0,5 % BDP⁷, sprva kot brezobrestni obvezni depozit, ki pa se po preteku dveh let od uvedbe sankcij spremeni v nevračljivo globo, če v tem času presežni deficit ni bil odpravljen (Economic and monetary union, 1999, str. 113-115, 131-132).

Problem pakta stabilnosti je v pretiranem poudarjanju strogih fiskalnih pravil, kar zmanjšuje fleksibilnost fiskalne politike v EMU. Ker predstavlja fiskalna politika enega izmed blažilcev asimetričnih šokov, obstaja zaradi pakta stabilnosti nevarnost, da bo ob odsotnosti dovolj

⁷ Sankcija v obliki depozita je sestavljena iz fiksne delo, ki znaša 0,2 % BDP in variabilnega dela, ki je odvisen od višine presežnega deficita, pri čemer vsota obeh delov ne sme presegati 0,5 % BDP.

obsežnega evropskega proračuna in instrumenta deviznega tečaja vloga nacionalnih proračunov kot avtomatičnih stabilizatorjev močno ovirana, recesije pa bodo zaradi tega globlje (De Grauwe, 1997, str. 207-208). Kljub temu osnovna želja po zmanjšanju javnega dolga (prek izravnane proračuna) ni slaba, saj visoke ravni javnega dolga prav tako zmanjšujejo manevrski prostor fiskalne politike.

4. ERM II: MEHANIZEM DEVIZNIH TEČAJEV

Oblikovanje monetarne unije v Evropi je proces, ki se ni zaključil s 1.1.1999, saj so zaradi neizpolnjevanja kriterijev (Grčija, Švedska) oziroma zaradi namerne zadržanosti do vstopa (Velika Britanija, Danska) štiri države ostale zunaj EMU, poleg tega pa širitveni proces EU obeta, da bodo v relativno kratkem času na vrata EMU začele trkati številne nove članice EU, med njimi tudi Slovenija. Maastrichtski kriteriji za vstop novih držav v EMU zato ostajajo, zaradi prenehanja delovanja EMS ob uvedbi EMU pa je bilo potrebno ponovno definirati mehanizem deviznih tečajev, t.i. ERM II, ki je nadomestil prejšnjo ureditev. ERM II je bil vzpostavljen z resolucijo Evropskega Sveta 16. junija 1997 v Amsterdamu. Njegovi operativni detajli so rezultat dogovora, sklenjenega 1. septembra 1998, med ECB in nacionalnimi centralnimi bankami držav članic EU zunaj evroobmočja (Economic and monetary union, 1999, str. 140). Za nemoteno delovanje notranjega trga, ki ga sestavljajo vse članice EU, je stabilnost deviznih tečajev ključnega pomena, zato je namen novega mehanizma deviznih tečajev povezovati valute držav članic EU zunaj evroobmočja z evrom, ki je postavljen v središče mehanizma. Za vstop v EMU bodo morale Slovenija in druge vzhodno in srednjeevropske države sodelovati v ERM II najmanj dve leti brez devalvacij svoje valute na lastno pobudo, zato si pogledjmo glavne značilnosti novega tečajnega mehanizma in instrumente, ki jih predvideva za vzdrževanje fiksnih deviznih tečajev.

4.1. Značilnosti ERM II

Namen ERM II je v državah članicah EU zunaj evroobmočja, ki sodelujejo v mehanizmu, zagotoviti usmerjenost k stabilizacijskim politikam in doseganju konvergence ter jih pripraviti na postopen prevzem evra. Sodelovanje v novem mehanizmu deviznih tečajev je za države članice EU zunaj evroobmočja prostovoljno, pridružitve pa možna kadarkoli (pod pogojem, da je država članica EU), vendar se od držav, ki ne izpolnjujejo maastrichtskih kriterijev, lahko pričakuje, da bodo v mehanizmu sodelovale. V okviru ERM II bo za vsako sodelujočo valuto države članice EU zunaj evroobmočja ob vstopu določen centralni tečaj te valute proti evru. Okrog centralnega tečaja za vse valute velja enoten $\pm 15\%$ pas nihanja, resolucija Evropskega Sveta o ERM II pa omogoča tudi definiranje ožjih pasov nihanja za posamezne sodelujoče države, če se smatra, da je takšna poteza primerna za doseganje konvergence. Intervencije na mejah nihanja so v principu avtomatične in neomejene, pri čemer je državam na voljo zelo kratkoročno financiranje. Zaustavitev intervencij je možna le v primeru ogrožanja prvotnega cilja ECB, to je cenovne stabilnosti. Pomembna značilnost mehanizma je tudi fleksibilna uporaba obrestnih mer za

stabilizacijo deviznega tečaja in možnost koordiniranih intervencij znotraj dovoljenih meja nihanja (Economic and monetary union, 1999, str. 137-139).

4.2. Intervencije v okviru ERM II in njihovo financiranje

Intervencije v okviru ERM II se izvajajo v evrih in valutah držav članic EU, ki so izven evroobmočja, pri čemer se morajo ECB in sodelujoče nacionalne centralne banke (NCB) držav članic EU zunaj evroobmočja medsebojno obvestiti o vseh posegih na deviznem trgu, ki zadevajo ohranjanje kohezivnosti ERM II in tudi o vseh ostalih posegih na deviznem trgu (Economic and monetary union, 1999, str. 141-142). Na intervencije je potrebno gledati kot na podporni instrument, ki se mora uporabljati skupaj z ostalimi ukrepi ekonomske politike, vključno z ustrežno monetarno in fiskalno politiko, ki omogočata ekonomsko konvergenco in stabilizacijo deviznega tečaja. Razdelimo jih lahko na:

- *intervencije na mejah dovoljenega nihanja* – te so v principu avtomatične in neomejene, razen v primeru, ko bi se izkazalo, da so v nasprotju s primarnim ciljem doseganja cenovne stabilnosti ECB oziroma sodelujočih NCB. Prenehanje intervencije zaradi neskladja s ciljem cenovne stabilnosti je možno le na podlagi stvarnih dokazov, pri čemer morajo biti monetarne oblasti, ki jih prenehanje intervencije zadeva⁸, o tem obveščene strogo zaupno in čim bolj vnaprej;
- *intervencije znotraj meja dovoljenega nihanja* – do koordiniranih intervencij tega tipa lahko pride po dogovoru med ECB in sodelujočimi NCB izven evroobmočja. Ker ne gre za obvezne intervencije, je njihov obseg omejen, za preseganje dovoljenega obsega pa je potrebno soglasje centralne banke, ki izdaja intervencijsko valuto.

Za nemoten potek intervencij je bil v dogovoru med ECB in NCB držav članic EU zunaj evroobmočja uveden institut zelo kratkoročnega financiranja⁹, ki teoretično omogoča neomejenost posegov (Economic and monetary union, 1999, str. 142-144). Dogovor predvideva medsebojno odprtje zelo kratkoročnih kreditnih linij s strani ECB in vsake sodelujoče NCB izven evroobmočja z začetno dospelostjo treh mesecev. Na prošnjo centralne banke dolžnice je mogoče kredit enkrat avtomatično obnoviti za tri mesece, vsaka nadaljnja obnovitev pa zahteva soglasje centralne banke kreditodajalke, pri čemer celotna zadolženost centralne banke dolžnice ne sme preseči zgornje meje, določene za vsako posamezno državo, razen če se s tem strinja centralna banka kreditodajalka. Finančne operacije v okviru zelo kratkoročnega financiranja imajo obliko prodaj in nakupov sodelujočih valut po tekočem deviznem tečaju, pri čemer nakupi in prodaje vodijo med ECB in sodelujočimi NCB držav članic EU zunaj evroobmočja do nastanka ustreznih terjatev in obveznosti, ki so denominirane v valuti kreditodajalca. Datum valute operacije financiranja je enak datumu valute intervencije na deviznem trgu. Stroške kratkoročnega kreditiranja predstavljajo obresti, ki jih centralna banka dolžnica plača ob zapadlosti oziroma na datum vnaprejšnje likvidacije obveznosti, če pa gre za obnovljen kredit, se obresti kapitalizirajo na koncu vsakega trimesečnega obdobja, centralna banka dolžnica pa jih plača ob končnem odplačilu glavnice. Za obračunavanje stroškov neporavnanih obveznosti se

⁸ ECB in vse sodelujoče NCB

uporablja prevladujoča trimesečna obrestna mera na denarnem trgu kreditodajalca na dan izvršitve prvotne operacije financiranja, oziroma v primeru obnovitve kredita na dan zapadlosti prvotne operacije financiranja.

Dostopnost zelo kratkoročnega financiranja je različna v primeru intervencij na mejah in intervencij znotraj meja dovoljenega nihanja deviznega tečaja:

- *financiranje intervencij na mejah dovoljenega nihanja deviznega tečaja*¹⁰ – za financiranje intervencij na mejah je institut zelo kratkoročnega financiranja na voljo avtomatično in v neomejenem obsegu. Pred uporabo mehanizma se od centralne banke, ki se zadolžuje, pričakuje, da za namen intervencije ustrezno uporabi svoje mednarodne denarne rezerve. ECB ali sodelujoče NCB držav članic EU zunaj evroobmočja lahko zaustavijo avtomatično financiranje v primeru, da nasprotuje prvotnemu cilju cenovne stabilnosti (Economic and monetary union, 1999, str. 143);
- *financiranje intervencij znotraj meja dovoljenega nihanja deviznega tečaja*¹¹ – za financiranje intervencij znotraj meja je institut zelo kratkoročnega financiranja lahko na voljo le s soglasjem centralne banke, ki izdaja intervencijsko valuto, pod pogojem, da kumulativni znesek kratkoročnega zadolževanja ne presega zgornje meje, določene za posamezno državo in da centralna banka, ki je v tej finančni operaciji dolžnik, predhodno ustrezno uporabi svoje mednarodne denarne rezerve (Economic and monetary union, 1999, str. 143).

5. DEJAVNIKI APRECIACIJE REALNIH DEVIZNIH TEČAJEV V DRŽAVAH KANDIDATKAH

V državah kandidatkah lahko ločimo tri dejavnike, ki vplivajo na apreciacijo realnih deviznih tečajev, in sicer:

- *Balassa-Samuelsonov učinek;*
- *strukturne spremembe;*
- *kapitalski pritoki.*

Balassa-Samuelsonov učinek in strukturne spremembe predstavljajo dolgoročni trend apreciacije realnih deviznih tečajev, saj so neposreden izraz dolgoročnih trendov v gospodarstvu – sprememb agregatne ponudbe in povpraševanja ter sprememb strukture cen, povezanih s prehodom v tržno gospodarstvo. Kapitalski pritoki 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 (predvsem portfolio) kapitala v veliki meri tudi kratkoročni trend in dejavnik nihanja realnih deviznih tečajev. Poglejmo si omenjene tri dejavnike nekoliko podrobneje.

⁹ Angl. “very short-term financing facility”

¹⁰ Angl. “intervention at the margins”

¹¹ Angl. “intramarginal intervention”

5.1. Balassa-Samuelsonov učinek

Pri Balassa-Samuelsonovem učinku ločimo dva vidika: statični vidik razlaga razlike v splošnih ravneh cen med razvitimi in manj razvitimi državami, dinamični vidik pa razlike v stopnjah inflacije med hitreje rastočimi in počasneje rastočimi državami.

Statični vidik Balassa-Samuelsonovega učinka opisuje znano empirično dejstvo, da je splošna raven cen v razvitejših državah sistematično višja od tiste v manj razvitih državah, do česar pridemo po sledeči logiki. Gospodarstvo lahko načeloma razdelimo na dva sektorja – menjalni sektor¹², ki vstopa v mednarodno menjavo in je podvržen tuji konkurenci ter zakonu ene cene ter nemenjalni sektor¹³, za katerega zakon ene cene ne velja. Medtem ko se cene menjalnih dobrin zaradi zakona ene cene med državami ne razlikujejo bistveno, je raven produktivnosti menjalnega sektorja v manj razvitih državah nižja v primerjavi z razvitimi državami, ker je v manj razvitih državah razpoložljivega manj fizičnega in človeškega kapitala. Da bi bil lahko menjalni sektor manj razvitih držav kljub nižji produktivnosti konkurenčen na svetovnih trgih, morajo biti plače (cena dela) v njem ustrezno nižje od plač v menjalnem sektorju razvitih držav¹⁴. Zaradi teženj po izenačitvi plač med sektorjema so plače v nemenjalnem sektorju manj razvitih držav nizke, razvitih držav pa visoke. Za nemenjalne dobrine ne velja zakon ene cene, zato se njihove cene oblikujejo predvsem na podlagi stroškov dela na enoto proizvoda¹⁵. Ker se produktivnost v nemenjalnem sektorju med razvitimi in manj razvitimi državami ne razlikuje bistveno, so nemenjalne dobrine v manj razvitih državah cenejše od istovrstnih dobrin v razvitih državah. Iz tega sledi, da je splošna raven cen, ki odraža tako cene v menjalnem kot tudi nemenjalnem sektorju, nižja v manj razvitih državah (Burda, Wyplosz, 1997, str. 179-180). Države s sistematično višjo produktivnostjo imajo torej v povprečju višjo splošno raven cen in zato tudi nominalno dražjo valuto.

Dinamični vidik Balassa-Samuelsonovega učinka, ki je aktualen za tranzicijske države, pa je »dohitevalna« inflacija¹⁶, do katere pride, če manj razvita država stopi na pospešeno pot realne konvergence z bolj razvitimi državami. Z realno konvergenco je mišljena konvergenca v ravni dohodka (merjenega z BDP) na prebivalca. Da bi jo dosegle, morajo manj razvite države dovolj dolgo vzdrževati stopnje gospodarske rasti, ki so višje od stopenj rasti v državah, katerim bi se rade približale. To je možno le, če tudi produktivnost v manj razvitih državah narašča hitreje kot v razvitih. Dohitevalna inflacija nastane zaradi razlik v stopnjah rasti produktivnosti med državami in med menjalnim ter nemenjalnim sektorjem ob sočasni tendenci po konvergiranju plač v gospodarstvu. Rast produktivnosti je praviloma hitrejša v menjalnem sektorju, ki je izpostavljen tuji konkurenci. Zaradi izenačevanja realnih plač z mejnim produktom dela rast plač v menjalnem sektorju praviloma proporcionalno sledi rasti produktivnosti tega sektorja. Hkrati se cene menjalnih dobrin določajo na svetovnih trgih in so za manjše države dane. Proizvajalci menjalnih dobrin višje stroške dela pokrijejo z večjo produktivnostjo. Počasnejša rast

¹² Angl. "tradable sector"

¹³ Angl. "non-tradable sector"

¹⁴ Teoretično naj bi bile realne plače v menjalnemu sektorju enake mejnemu produktu dela.

¹⁵ Angl. "unit labor costs"

¹⁶ Angl. "catch-up inflation"

produktivnosti v nemenjalnem sektorju ne omogoča konvergence plač v obeh sektorjih, razen če plače v nemenjalnem sektorju naraščajo nadproporcionalno glede na stopnjo rasti produktivnosti v tem sektorju. Plače v nemenjalnem sektorju bodo naraščale hitreje od produktivnosti do tiste mere, kolikor bo hitrejša rast plač v menjalnem sektorju vplivala na izenačevanje plač v obeh sektorjih. Ker je povišanje plač v nemenjalnem sektorju možno le ob povečanju relativne cene nemenjalnih dobrin, bodo cene nemenjalnih dobrin naraščale hitreje od cen menjalnih dobrin, povprečna stopnja rasti cen življenjskih potrebščin pa bo višja kot v državah z nižjo stopnjo rasti produktivnosti (Szapáry, 2001, str. 27). Takšne vrste inflacija ni izraz neravnotežja v gospodarstvu, ampak le odseva dejstvo, da zahteva odpravljanje razkoraka v produktivnosti in gospodarski razvitosti tudi prilagoditev plač in cen.

Statični in dinamični vidik Balassa-Samuelsonovega učinka intuitivno implicirata apreciacijo deviznih tečajev držav, ki se soočajo s procesom realne konvergence, saj mora postati pri preobrazbi iz manj razvite v bolj razvito državo valuta te države realno dražja, torej mora apreciirati. Formalno pridemo do tega sklepa na dva načina, ki sledita dvema različnima definicijama realnih deviznih tečajev.

Za razliko od nominalnega tečaja, ki odraža povpraševanje in ponudbo na deviznem trgu, realni devizni tečaj v splošnem odseva relativne cene blaga in s tem konkurenčnost države. Glede na različne opredelitve blaga obstajata pri definiciji realnega deviznega tečaja dva pristopa (Jazbec, 2002, str. 3-5). Z realnim deviznim tečajem so lahko mišljeni:

- *notranji pogoji*¹⁷ kot relativna cena domačih nemenjalnih dobrin (P_N) izražena s ceno domačih menjalnih dobrin (P_M), torej:

$$e = \frac{P_N}{P_M} \quad (1)$$

Povečanje realnega deviznega tečaja, definiranega na zgornji način, predstavlja apreciacijo, zmanjšanje pa depreciacijo. Kot je pokazal Dornbusch (Jazbec, 2002, str. 3), je mogoče relativno ceno menjalnih dobrin povezati z deviznim tečajem ob upoštevanju zakona ene cene. Če je domača cena nemenjalnih dobrin dana, potem je za doseganje ravnotežne relativne cene potrebno prilagoditi domačo ceno menjalnih dobrin. Ob predpostavki, da za menjalne dobrine velja zakon ene cene, je to mogoče doseči le prek spremembe deviznega tečaja. Ob danih cenah nemenjalnih dobrin v tujini zato sledi, da lahko vse premike v relativni ceni domačih nemenjalnih dobrin zaradi sprememb domačih cen menjalnih dobrin interpretiramo kot spremembe realne vrednosti domače valute;

- *zunanjji pogoji*¹⁸ kot relativna cena domačega blaga izražena s ceno tujega blaga (Jazbec, 2002, str. 4). V tem primeru lahko do realnega deviznega tečaja pridemo z metodo dvojnega deflacioniranja nominalnega deviznega tečaja, ko nominalni devizni tečaj popravimo za razliko v domači in tuji ravni cen. Če je nominalni devizni tečaj izražen kot cena tuje valute v enotah domače valute (indirektna oziroma evropska kotacija), potem naraščanje realnega

¹⁷ Angl. "internal terms"

¹⁸ Angl. "external terms"

deviznega tečaja predstavlja depreciacijo in padanje apreciacijo, v primeru, da je nominalni devizni tečaj izražen kot cena domače valute v enotah tuje valute (direktna oziroma ameriška kotacija), pa naraščanje realnega deviznega tečaja predstavlja apreciacijo, padanje pa depreciacijo. Zaradi konsistentnosti z definicijo realnega deviznega tečaja na podlagi notranjih pogojev bom predpostavil, da apreciacija pomeni naraščanje realnega deviznega tečaja (direktno izražen nominalni devizni tečaj). Takšen način izražanja realnega deviznega tečaja se zaradi večje intuitivnosti (z apreciacijo narašča vrednost valute) pogosto uporablja tudi v praksi, čeprav je v celinski Evropi za nominalne devizne tečaje v uporabi indirektna kotacija. Glede na to, kateri indeks cen uporabimo kot indikator ravni cen, obstaja pri tej definiciji realnega deviznega tečaja več variant. Najpogosteje se uporabljajo indeks potrošnih cen (CPI), indeks cen proizvajalcev (PPI) ali stroški dela na enoto proizvoda (ULC). Enačba bilateralnega realnega deviznega tečaja, definirane na osnovi CPI se glasi :

$$e = \frac{E * CPI^d}{CPI^t} \quad (2)$$

Kjer je E nominalni devizni tečaj domače valute izražen v enotah tuje valute (direktna kotacija), CPI^t je indeks potrošnih cen tuje države, CPI^d je domači indeks potrošnih cen. Kadar državo zanima splošna konkurenčnost njenega gospodarstva proti tujini, se računa multilateralni (efektivni) realni devizni tečaj v obliki indeksa, ki je tehtana aritmetična ali geometrijska sredina bilateralnih realnih deviznih tečajev, pri čemer uteži navadno predstavljajo trgovinske deleže posameznih držav. Pogosteje se uporablja geometrijska sredina, ker ima geometrijski indeks pred aritmetičnim določene prednosti simetrije in konsistentnosti. Enačba multilateralnega realnega deviznega tečaja, definirane na osnovi CPI in izračunanega z metodo geometrijske sredine se glasi:

$$e = \prod_{i=1}^N \left(\frac{E_i}{CPI_i^t} \right)^{g_i} CPI^d \quad (3)$$

Kjer je E_i nominalni devizni tečaj domače valute izražen v enotah posamezne tuje valute (direktna kotacija), CPI_i^t je indeks potrošnih cen posamezne tuje države, CPI^d je domači indeks potrošnih cen, g_i pa je utež za posamezno državo.

S pomočjo zgornjih dveh definicij realnega deviznega tečaja lahko vzpostavimo povezavo med Balassa-Samuelsonovim učinkom in apreciacijo realnega deviznega tečaja.

V primeru realnega deviznega tečaja, definirane z notranjimi pogoji, je povezava neposredna. Iz Balassa-Samuelsonovega učinka izhaja, da bodo cene nemenjalnih dobrin naraščale hitreje od cen menjalnih dobrin, kar pomeni, da bo relativna cena nemenjalnih dobrin naraščala. Ker je relativna cena nemenjalnih dobrin merilo za realni devizni tečaj, iz enačbe (1) sledi, da bo prihajalo ob naraščanju relativne cene nemenjalnih dobrin do apreciacije realnega deviznega tečaja, merjenega z notranjimi pogoji (Halpern, Wyplosz, 2001, str. 8).

V primeru realnega deviznega tečaja, definiranega z zunanjimi pogoji (na podlagi CPI), pridemo na alternativen način do istega sklepa. Posledica Balassa-Samuelsonovega učinka je višja inflacija v nemenjalnem sektorju držav, katerih produktivnost narašča hitreje kot drugje, *ceteris paribus*. Ker je stopnja inflacije v gospodarstvu povprečje inflacije v menjalnem in nemenjalnem sektorju, bo tudi skupna inflacija, merjena s CPI, v državah s hitreje rastočo produktivnostjo višja. Ob nespremenjenima CPI v tujini in nominalnem deviznem tečaju iz enačbe (2) sledi, da bo višji CPI doma povzročal apreciacijo realnega deviznega tečaja, merjenega z zunanjimi pogoji (Halpern, Wyplosz, 2001, str. 8).

5.2. Strukturne spremembe

Strukturne spremembe vplivajo na gibanje realnega deviznega tečaja, ker povzročajo spremembe v relativnih cenah. Do strukturnih sprememb prihaja v vseh gospodarstvih zaradi sprememb v dohodku in preferencah, vendar je za razumevanje njihovega obsega v državah kandidatkah potrebno razumeti proces tranzicije.

Desetletja centralnega planiranja in neustrezna alokacija resursov so ustvarile močno popačeno gospodarsko strukturo držav, ki so v začetku devetdesetih let druga za drugo stopile na pot reform. Za centralnoplanska gospodarstva je bil značilen prevladujoč delež industrijskih dejavnosti v BDP, saj je materialni proizvodnji v takratni miselnosti veljal primat, medtem ko je bil storitveni sektor zapostavljen. Strukturne nepravilnosti so se odražale v popačenih ravneh cen, ki so jih lahko centralnoplanske države le umetno vzdrževale, zato je bil eden izmed prvih ukrepov gospodarskih reform cenovna liberalizacija. Obdobje prehoda in uvedba tržnih cen sta povzročila obsežne spremembe v outputu, zaposlenosti in nenazadnje tudi relativnih cenah (Jazbec, 2002, str. 11-12). Ne glede na precej različen razvoj dogodkov v posameznih tranzicijskih državah v kasnejših letih, so vse na začetku prehoda doživele podobno uvodno fazo. Sprostitvi cen je sledila nominalna in realna devalvacija oziroma deprecijacija precejšene domače valute ter visoka inflacija, začetek strukturnih sprememb pa sta zaznamovala skokovit porast brezposelnosti in padec outputa. Kljub obsežni liberalizaciji v državah kandidatkah strukturne spremembe še niso povsem končane. Določene cene so še pod državnim nadzorom, nekatere dejavnosti pa še vedno v državni lasti, predvsem v občutljivih sektorjih kot so telekomunikacije, energetika, pa tudi finance, zdravstvo ipd. Dokončanje liberalizacije, deregulacije in privatizacije v omenjenih panogah lahko zato še vedno vpliva na gibanja relativnih cen in nominalnega deviznega tečaja, s tem pa tudi na gibanje realnega deviznega tečaja v državah, ki reform še niso izvedle. Pri tem je potrebno poudariti, da se proces tranzicije postopno končuje, zato bo vpliv strukturnih sprememb, ki izvirajo iz tranzicije s časom slabel.

Obstajata dva kanala, prek katerih lahko strukturne spremembe vplivajo na gibanje realnega deviznega tečaja:

- *neposredni kanal* predstavljajo spremembe cen, do katerih pride ob liberalizaciji cen. Sprostitev administrativno določenih cen v tranzicijskih gospodarstvih v začetku devetdesetih let je sprožila njihovo povečanje, kar je ob nespremenjenih ostalih cenah

povzročilo spremembo relativnih cen in realnega deviznega tečaja. Iz enačbe (1) sledi, da povečanje cen v menjalnem sektorju povzroči depreciacijo, povečanje cen v nemenjalnem sektorju pa apreciacijo realnega deviznega tečaja. Povišanje ravni cen v državah kandidatkah ob začetku prehoda v tržno gospodarstvo je bilo še posebej očitno v menjalnem sektorju, kar pojasnjuje realno depreciacijo deviznih tečajev držav kandidat v tem obdobju (Backé, 2001, str. 5);

- *posredni kanal* predstavljajo spremembe v povpraševanju, ki delno izvirajo iz tranzicije in sprememb preferenc ob prehodu v tržno gospodarstvo, delno pa iz hitre rasti dohodka v državah kandidatkah. Zaradi nenormalne gospodarske strukture (presežki v industriji, primanjkljaj v storitvah) pred začetkom reform je v tranzicijskih državah ob povečanem povpraševanju po storitvah, ki so večinoma nemenjalne dobrine, narasla njihova cena. Višja relativna cena nemenjalnih dobrin je povzročala apreciacijo realnega deviznega tečaja. Do večjega povpraševanja po nemenjalnih dobrinah in apreciacije realnega deviznega tečaja prihaja tudi zaradi dohodkovnega učinka, saj z naraščanjem dohodka narašča nagnjenost k trošenju nemenjalnih dobrin (Halpern, Wyplosz, 2001, str. 8). Ker je naraščanje dohodka povezano s procesom dohitevanja, dohodkovni učinek spremlja in krepi Balassa-Samuelsonov učinek.

Z dokončanjem reform, povezanih s tranzicijo, in normalizacijo gospodarske strukture bo vpliv tranzicije na gibanje realnih deviznih tečajev držav kandidat slabel, medtem ko bodo spremembe v povpraševanju zaradi dohodkovnega učinka prisotne še naprej.

5.3. Kapitalski pritoki

Kapitalski pritoki povzročajo apreciacijo realnega deviznega tečaja na dva načina:

- *prek Balassa-Samuelsonovega učinka;*
- *prek pritiskov na nominalni devizni tečaj.*

Kapitalski pritoki v državah kandidatkah so pomemben vzrok za hitro naraščanje produktivnosti in s tem za apreciacijo realnega deviznega tečaja zaradi Balassa-Samuelsonovega učinka. Produktivnost lahko narašča bodisi s povečanjem kapitala (z investicijami), bodisi s tehnološkimi izboljšavami (Burda, Wyplosz, 1997, str. 144). Kapitalski pritoki v države kandidatke so vir obojega. Vendar je treba pri tem ločevati med različnimi vrstami kapitalskih tokov. Za Balassa-Samuelsonov učinek so najpomembnejše neposredne tuje investicije (FDI), ki so najbolj prevodne za prenos tehnologij in know-how-a, zato je njihov pozitiven vpliv na gospodarsko rast v državah kandidatkah široko priznan (Gáspár, 2001, str. 15). Ker je bil tuj kapital v državah kandidatkah v devetdesetih letih usmerjen predvsem v panoge menjalnega sektorja, je bil učinek na rast produktivnosti toliko močnejši (Drabek, Griffith-Jones, 1998, str. 5).

Poleg Balassa-Samuelsonovega učinka neto kapitalski pritoki vplivajo na realni devizni tečaj tudi prek presežkov deviz na deviznem trgu. Kadar so neto kapitalski pritoki povezani z neto prilivi deviz, prihaja do teženj po apreciaciji deviznega tečaja. Ta vidik kapitalskih tokov je za

politiko deviznega tečaja kratkoročno gledano zelo pomemben, saj lahko velik obseg deviznih prilivov občutno vpliva na ravnotežje na deviznem trgu, prevelika apreciacija pa poslabša konkurenčnost domačega gospodarstva. Za centralno banko so kritične manj stabilne komponente kapitalskih tokov, kot so portfolio tokovi in kratkoročna tuja bančna posojila, saj so zelo občutljive na spremembe v makroekonomskih spremenljivkah (predvsem obrestnih merah) in zato bolj podvržene nevarnosti obrata kapitalskih pritokov¹⁹. Manj stabilne komponente kapitalskih tokov vnašajo negotovost v gibanje nominalnih in realnih deviznih tečajev ter lahko povzročijo precejšnja odstopanja od njihovih ravnotežnih vrednosti (Gáspár, 2001, str. 9). Na ravnotežje na deviznem trgu pa vplivajo tudi neposredne tuje investicije, kadar se pojavljajo v velikem obsegu, kot npr. ob obsežnejši privatizaciji državnega premoženja. Pozitivni učinki neposrednih tujih investicij (rast produktivnosti, rast dohodka) se namreč ne pokažejo čez noč, zato se kapitalski pritoki, povezani z njimi, absorbirajo šele sčasoma. To pomeni, da mora biti apreciacija deviznega tečaja, povezana z neposrednimi tujimi investicijami, postopna in ne nenadna.

Iz zgoraj povedanega lahko ugotovimo, da se države kandidatke v zvezi s kapitalskimi tokovi soočajo s tremi izzivi (Drabek, Griffith-Jones, 1998, str. 4-9):

- *privabljanje tujega kapitala* – vse države morajo razmišljati o privlačnosti svojih gospodarstev za tuje investitorje, saj tuj kapital predvsem manjšim državam omogoča dodaten vir financiranja gospodarske rasti. Med dejavniki, ki najbolj vplivajo na privlačnost neke države za tuje investitorje so politična stabilnost, stabilno makroekonomsko okolje, minimalna birokracija, odsotnost deviznih omejitev, zaščita lastninskih pravic in nediskriminatorno obravnavanje;
- *uravnavanje nenadnih povečanj kapitalskih pritokov*²⁰ – *prva nevarnost* kapitalskih pritokov izvira iz njihovega namena, zato je bistvenega pomena pred samim ukrepanjem ocena izvajalcev monetarne politike, ali gre za trajen ali začasen pritok, ter ali imajo pritoki značilnosti t.i. »vročega« ali »hladnega« kapitala. Pri začasnih pritokih se morajo monetarne oblasti upreti pritiskom po apreciaciji realnega deviznega tečaja nad tisto, ki izvira iz Balassa-Samuelsonovega učinka, saj dajejo napačno sliko o dolgoročni konkurenčnosti države in lahko poslabšajo stanje tekočega računa plačilne bilance. Prav tako morajo biti oblasti pozorne na pritoke vročega kapitala, ki so nestabilni in se hitro odzivajo na spremembe v makroekonomskem okolju. Za najbolj nestabilne se smatrajo kratkoročni tokovi kapitala, tako kratkoročni bančni krediti kot portfolio investicije (Buch, Heinrich, 2002, str. 11-12). *Druga nevarnost* nenadnih povečanj kapitalskih pritokov izvira iz nezmožnosti njihove absorpcije – ta je avtomatična le v primeru, če nenadno povečanje pritokov sovпада z ustreznim porastom povpraševanja po denarju, sicer pritoki povzročijo inflacijske pritiske. V splošnem je potreben odziv ekonomske politike kadarkoli kapitalski pritoki odsevajo spremembe v mednarodnem okolju ali ostale spremembe v narodnem gospodarstvu, razen sprememb povpraševanja po denarju. Iz tega stališča so najmanj škodljive neposredne tuje investicije, ki zaradi vpliva na gospodarsko rast in rast dohodka povečujejo povpraševanje po denarju. Kljub temu je njihova absorpcija le postopna, zato

¹⁹ Angl. "capital inflows reversal"

²⁰ Angl. "capital inflows surges"

morajo monetarne oblasti v primeru velikega obsega neposrednih tujih investicij poskrbeti, da ne pride do prehitre realne apreciacije, ki bi poslabšala konkurenčnost gospodarstva, še pred porastom produktivnosti;

- *uravnavanje spremenljivosti kapitalskih tokov* – za kapitalne tokove je značilna nestabilnost, zato morajo biti države poleg hitrega porasta pritokov pripravljene tudi na obrat kapitalnih pritokov, ki lahko povzroči hude težave v financiranju deficita v tekočem delu plačilne bilance, ki se kažejo skozi izgubo mednarodnih denarnih rezerv. V takšni situaciji obstaja nevarnost špekulativnega napada na valuto, posebej še, če v državi vlada politična nestabilnost in je večji del tujega dolga kratkoročne narave. Valutna kriza lahko preraste v bančno krizo, če v bankah ob devalvaciji nastajajo znatne negativne tečajne razlike zaradi odprtih deviznih pozicij. Kadar gre za trajen padec kapitalskih pritokov, je zato nujno plačilnobilančno prilagajanje, ki ponovno vzpostavi zunanje ravnotežje.

Ob pritiskih na realno in nominalno apreciacijo deviznega tečaja zaradi neto kapitalnih pritokov ima centralna banka načeloma štiri možnosti:

- *laissez-faire* politika in apreciacija nominalnega deviznega tečaja, ki poslabša konkurenčni položaj države in plačilno bilanco;
- *nesteriliziran odkup deviznih presežkov* in monetizacija pritokov, ki povzroča inflacijske pritiske, razen če ne pride hkrati do povečanega povpraševanja po denarju;
- *sterilizacija pritokov*, ki je načeloma elegantna rešitev pritiskov na apreciacijo deviznega tečaja brez inflacijskih učinkov, vendar so z njo povezani stroški, poleg tega pa obstaja nevarnost dodatnih kapitalnih pritokov zaradi vpliva sterilizacije na obrestne mere;
- *uvedba kapitalnih omejitev*, ki zaježijo kapitalne prilive.

Pri procesu vključevanja v EU morajo države kandidatke odpraviti vse kapitalne omejitve, kar bo vplivalo na obseg kapitalnih tokov v teh državah v prihodnosti. V principu sta se do danes izvajala dva pristopa k liberalizaciji (Wyplosz, 2001, str. 3):

- *postopen proces liberalizacije*, ki se začne pri domačih finančnih trgih in se postopno ter previdno nadgrajuje z zunanjo integracijo; glavni namen tega pristopa je izgradnja trdnih domačih finančnih trgov in institucij, ki so odporni za integracijo v svetovno mrežo;
- *hitra liberalizacija*, katere cilj je presekat finančno represijo, ker ta v večini primerov služi močnim privatnim in političnim interesom, ki zavirajo reforme.

Obema pristopoma so občasno sledile valutne krize, kot npr. kriza EMS v letih 1992-93 ali Azijska kriza v letih 1997-98. Wyplosz je v študiji, v kateri je zajel osem razvitih držav in devetnajst držav v razvoju (med katerimi ni bilo tranzicijskih držav), simuliral vpliv liberalizacije na stabilnost deviznega tečaja s pomočjo indeksa pritiska na deviznem trgu²¹

²¹ Wyplosz je indeks pritiska na deviznem trgu definiral kot tehtano funkcijo dveh komponent – relativne spremembe deviznega tečaja (stopnja deprecijacije) in razlike v relativnih spremembah mednarodnih denarnih rezerv med proučevano in referenčno državo, glede na katero se meri pritisk na deviznem trgu (izguba mednarodnih denarnih rezerv). Uteži obeh komponent v indeksu sta inverzni vrednosti standardnih odklonov spremenljivk “devizni tečaj” in “domače mednarodne denarne rezerve”. Na ta način naj bi obe komponenti v indeksu dobili približno enako vlogo pri merjenju pritiska na deviznem trgu, saj bi brez tehtanja spremenljivka mednarodne denarne rezerve zaradi večje variabilnosti v indeksu prevladala. Wyploszov indeks pritiska na deviznem trgu (I_{PDT}) se glasi:

(Wyplosz, 2001, str. 8). Simulacija je pokazala, da sta najbolj občutljiva koraka v procesu liberalizacije z vidika pritiska na devizni tečaj domača finančna liberalizacija in predvsem liberalizacija kapitalskega računa. Za oba koraka je dolgoročni učinek na vrednost domače valute pozitiven, saj se pritisk na deviznem trgu zmanjša oziroma prihaja do tendence po apreciaciji. Tudi kratkoročni učinek liberalizacije na razmere na deviznem trgu je v smeri apreciacije, vendar po obdobju nekaj let pogosto pride do preobrata in povečanega pritiska na depreciacijo deviznega tečaja. Zadnja ugotovitev velja predvsem za liberalizacijo kapitalskega računa, kjer sprostitvi kapitalskih tokov praviloma sledi obdobje močnih neto pritokov, ki traja približno pet let. Temu obdobju sledi oster obrat in neto odtoki kapitala, ki trajajo v povprečju nadaljnjih pet let. Kljub temu, da se indeks pritiska na deviznem trgu na liberalizacijo pri vseh državah odziva na podoben način, prihaja v velikosti učinka do opaznih razlik med razvitimi državami in državami v razvoju, saj so učinki liberalizacije sistematično večji v državah v razvoju (Wyplosz, 2001, str. 12-14).

Na osnovi dosedanjih izkušenj držav bi lahko osnovne pogoje za varno liberalizacijo finančnega sektorja in kapitalskih tokov strnili v naslednjih nekaj točk (Wyplosz, 2001, str. 18-20):

- z liberalizacijo je smiselno počakati na ustrezen trenutek, ko je zgrajena ustrezna gospodarska in po možnosti tudi politična infrastruktura;
- za odpravljanje negativnih učinkov liberalizacije, npr. večje neenakosti, je smiselno vzpostaviti ustrezne sisteme socialne varnosti;
- zaradi potencialne nestabilnosti kapitalskih tokov je dobro, če je v liberalizacijski program vgrajena določena fleksibilnost deviznih tečajev;
- v luči valutnih kriz iz druge polovice devetdesetih let se zdi, da je k liberalizaciji bolje pristopiti po korakih in ne naenkrat. McKinnon (Ivanko, 1997, str. 30) tako predlaga, da države po ureditvi javnih financ najprej liberalizirajo domači trg blaga, se nato odprejo za trgovino, nadaljujejo z domačo finančno liberalizacijo, in šele na koncu sprostijo kapitalski račun, po možnosti najprej dolgoročno in šele v zadnjem koraku tudi kratkoročna sredstva;
- za varno liberalizacijo so pomembni mikroekonomski in institucionalni dejavniki, predvsem v finančnem okolju. Ustrezna finančna regulacija in nadzor, ki ciljata na varnost in preudarnost poslovanja bank prek ustreznega ocenjevanja in omejevanja izpostavljenosti bank tržnim tveganjem, zatiranje korupcije, zahteve o transparentnem poslovanju in pravočasnem objavljanju za trg relevantnih informacij, pregledni računovodski standardi in zaščita lastninskih pravic so tu ključnega pomena.

Liberalizacija (predvsem kapitalskega računa) je torej do neke mere tvegan korak in če sodimo glede na izkušnje drugih držav, lahko pričakujemo, da bo ob integraciji držav kandidatki v EU

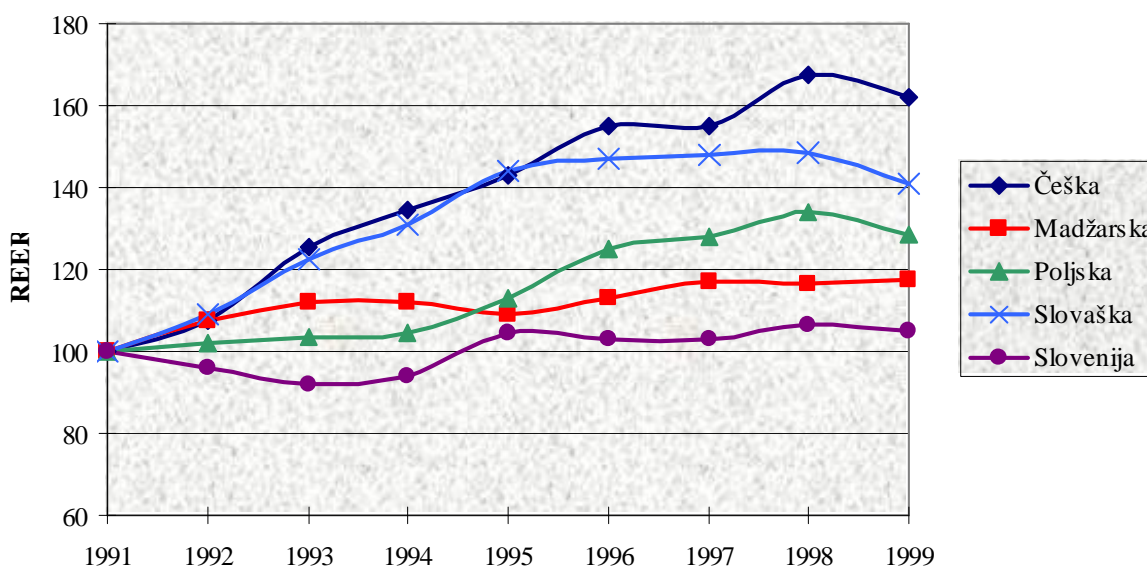
$$I_{PDT} = \frac{1}{\sigma^E} \frac{\Delta E}{E} - \frac{1}{\sigma^R} \left(\frac{\Delta R}{R} - \frac{\Delta R_i}{R_i} \right),$$

kjer so E – nominalni devizni tečaj, R – mednarodne denarne rezerve v proučevani državi, R_i – mednarodne denarne rezerve v referenčni državi, σ^E in σ^R – standardna odklona spremenljivk E in R . Večji ko je indeks, večja je depreciacija nominalnega deviznega tečaja oziroma poraba denarnih rezerv za zaščito tečaja oziroma kombinacija obojega (Wyplosz, 2001, str. 7-9).

vsaj nekaj časa prihajalo do večjih neto kapitalskih pritokov, ki bodo pritiskali na apreciacijo realnega deviznega tečaja.

6. APRECIACIJA REALNIH DEVIZNIH TEČAJEV V DRŽAVAH KANDIDATKAH IN DOSEGANJE NOMINALNIH KRITERIJEV EMU

SLIKA 1: Indeksi realnega efektivnega deviznega tečaja (REER) CETE-5 držav v letih 1991-99 na osnovi indeksov potrošnih cen (CPI) z bazo v letu 1991



Vir: Dobrinsky, 2001, str. 32.

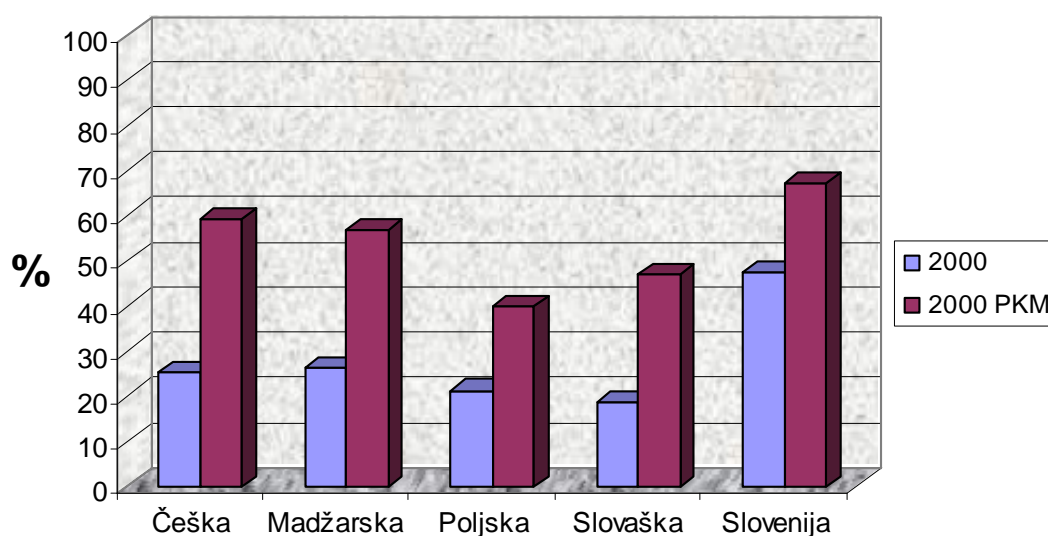
Realni efektivni devizni tečaj na zgornji sliki je definiran v skladu z enačbo (3), torej predstavlja naraščanje vrednosti indeksa realnega efektivnega deviznega tečaja (REER) apreciacijo realnega deviznega tečaja. Iz gibanja indeksa REER je razvidno, da je v državah kandidatkah za članstvo v EU v devetdesetih letih v povprečju prihajalo do tendence po apreciaciji realnega deviznega tečaja, pri čemer so med posameznimi državami opazne precejšnje razlike.

Kot smo že omenili, na realni devizni tečaj v državah kandidatkah vplivajo Balassa-Samuelsonov učinek, strukturne spremembe in kapitalski tokovi. Ker bo z dokončanjem reform, povezanih s tranzicijo, vpliv strukturnih dejavnikov na gibanje realnega deviznega tečaja oslabel, ostaja za politiko deviznega tečaja ključnega pomena, kolikšen del apreciacije je bil posledica Balassa-Samuelsonovega učinka in kolikšen del posledica vpliva neto kapitalskih pritokov na ravnotežje na deviznem trgu v državah kandidatkah.

6.1. Balassa-Samuelsonov učinek v državah kandidatkah

V državah kandidatkah nedvomno obstajajo veliki potenciali za izboljšanje produktivnosti, tako skozi bolj učinkovito uporabo obstoječih virov in tehnologij kot tudi skozi nadgradnjo tehnologije (Jazbec, 2001, str. 1-16). Iz razlik v BDP na prebivalca med državami kandidatkami in članicami EU na spodnji sliki je razvidno, da bo proces dohitevanja povprečja EU za večino kandidatk še dolg, zato obstaja precej prostora za Balassa-Samuelsonov učinek. Države kandidatke lahko torej še naprej pričakujejo apreciacijo realnih deviznih tečajev, ki bo spremljala proces realne konvergence.

SLIKA 2: BDP na prebivalca v CETE-5 državah kot % povprečnega BDP na prebivalca v EU-15 v letu 2000 po tekočih deviznih tečajih in pariteti kupne moči (PKM)



Vir: Gáspár, 2001, str. 10.

Ob pogostem omenjanju potreb po realni konvergenci bodočih članic EU in EMU je v zadnjem času več avtorjev empirično ocenilo vpliv Balassa-Samuelsonovega učinka na apreciacijo realnih deviznih tečajev v državah kandidatkah. Halpern in Wyplosz (Halpern, Wyplosz, 2001, str. 15) ugotavljata, da je ob upoštevanju povprečne razlike v stopnjah rasti produktivnosti menjalnega in nemenjalnega sektorja za devet tranzicijskih držav²² v zadnjih petih letih (8,6 % povprečna letna stopnja rasti produktivnosti za menjalni in 1,9 % za nemenjalni sektor) prihajalo v povprečju do 3 % letne apreciacije realnih deviznih tečajev teh držav. Égert (Égert, 2001, str. 20-21) trdi, da obstajajo močni empirični dokazi, ki govorijo v prid Balassa-Samuelsonovemu učinku za Češko, Madžarsko, Poljsko, Slovenijo in do neke mere za Slovaško, ob upoštevanju Nemčije kot primerjalne države, ter ocenjuje, da je Balassa-Samuelsonovemu učinku mogoče pripisati za 0 do 1,5 odstotne točke višje stopnje inflacije v Češki republiki, Slovaški in Sloveniji ter za 1 do 3,8 odstotne točke višje stopnje inflacije v Poljski in Madžarski glede na nemški indeks potrošnih cen. De Broek in Slok (Buiter, Grafe, 2002, str. 40) z regresijo na podlagi panelnih podatkov

²² Češka, Madžarska, Poljska, Romunija, Slovenija, Estonija, Latvija, Litva in Ruska Federacija.

ocenjujeta, da porast relativne produktivnosti industrijskega sektorja držav kandidatk v primerjavi z državami evroobmočja za 1 odstotno točko v povprečju povzroči 0,4 % apreciacijo realnih deviznih tečajev v državah kandidatkah. Na podlagi te ocene sklepata, da trenutno proces dohitevanja v državah kandidatkah v povprečju povzroča 1,5 % letno apreciacijo realnih deviznih tečajev. Jakab in Kovacs (Buiter, Grafe, 2002, str. 40) za Madžarsko ocenjujeta 1,9 % letno realno apreciacijo zaradi Blassa-Samuelsonovega učinka. Pelkmanns et al. (Buiter, Grafe, 2002, str. 41) na osnovi relativnih ravni cen v državah kandidatkah v primerjavi z državami EU napovejo 3,5 do 4 % ravnotežno letno apreciacijo realnih deviznih tečajev v državah kandidatkah. Za Slovenijo, ki nas še posebej zanima, Jazbec (Jazbec, 2002, str. 24) ugotavlja, da 1 % porast razlike med produktivnostjo menjalnega in nemenjalnega sektorja povzroči 1,74 % povečanje indeksa potrošnih cen oziroma 1,46 % apreciacijo realnega deviznega tečaja, definiranega na osnovi indeksa potrošnih cen. Rother (Buiter, Grafe, 2002, str. 40) ocenjuje letni učinek na apreciacijo realnega deviznega tečaja za Slovenijo v višini 2,5 %. Po drugi strani pa Bole (Bole, 2002, str. 2-5) pokaže, da v Sloveniji še niso izpolnjeni vsi pogoji za Balassa-Samuelsonov učinek, saj so bile plače v zadnjem desetletju višje v nemenjalnem sektorju in je zato mehanizem izenačevanja plač potekal pretežno v obratni smeri kot sledi iz Balassa-Samuelsonovega učinka.

Glavna pomanjkljivost vseh študij je, da so podatki razpoložljivi za relativno kratko časovno obdobje, kar ne omogoča izključitve cikličnih faktorjev, poleg tega pa se študije med seboj razlikujejo tudi v definicijah menjalnega in nemenjalnega sektorja in ocenjevalnih metodah. Kljub pomanjkljivostim vse študije kažejo na določeno prisotnost Balassa-Samuelsonovega učinka. Na podlagi različnih ocen lahko sklepamo, da bo v državah kandidatkah v povprečju letno prihajalo do 2-3 % apreciacije realnih deviznih tečajev zaradi Balassa-Samuelsonovega učinka.

6.2. Kapitalski pritoki v državah kandidatkah

6.2.1. Obseg kapitalskih pritokov

Kapitalski pritoki v petih srednjeevropskih kandidatkah za članstvo v EU so bili v devetdesetih letih glede na velikost njihovih gospodarstev občutni, pri čemer so nekatere države v obdobjih povečanih pritokov dosegale zelo visoke vrednosti, tudi do 17 % BDP in več. Slovenija je bila pri tem zaradi relativne zaprtosti kapitalskega računa precejšnja izjema. Primerjava povprečne relativne velikosti kapitalskih pritokov v obdobju njihovih nenadnih povečanj med državami kandidatkami in tistimi članicami EU, ki so doživljale občutnejše pritoke kapitala²³, kaže, da so bila gospodarstva držav kandidatk (z izjemo Slovenije) v devetdesetih letih bistveno bolj izpostavljena kapitalskim pritokom kot članice EU, saj se je pri prvih relativna velikost kapitalskih tokov v obdobjih nenadnih povečanj gibala nekje med 10-15 % BDP, medtem ko je v izbranih članicah EU znašala le 4-6 % BDP (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 6-8).

²³ Italija, Portugalska, Španija, Grčija in Irska (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 7).

TABELA 1: Velikost kapitalskih pritokov v CETE-5 državah (v % BDP)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Povpr.
<i>Češka</i>	7,0	11,3	17,6	6,0	2,8	5,9	4,9	7,9
<i>Madžarska</i>	17,5	8,6	17,8	1,1	1,8	7,0	9,1	9,0
<i>Poljska</i>	3,0	0,0	7,0	4,8	6,5	7,9	9,4	5,5
<i>Slovaška</i>	4,8	3,3	7,6	13,1	10,6	8,1	10,2	8,2
<i>Slovenija</i>	-0,8	0,5	1,9	2,9	7,0	1,4	3,3	2,3

Vir: Capriolo, Lavrač, 2002, str. 8.

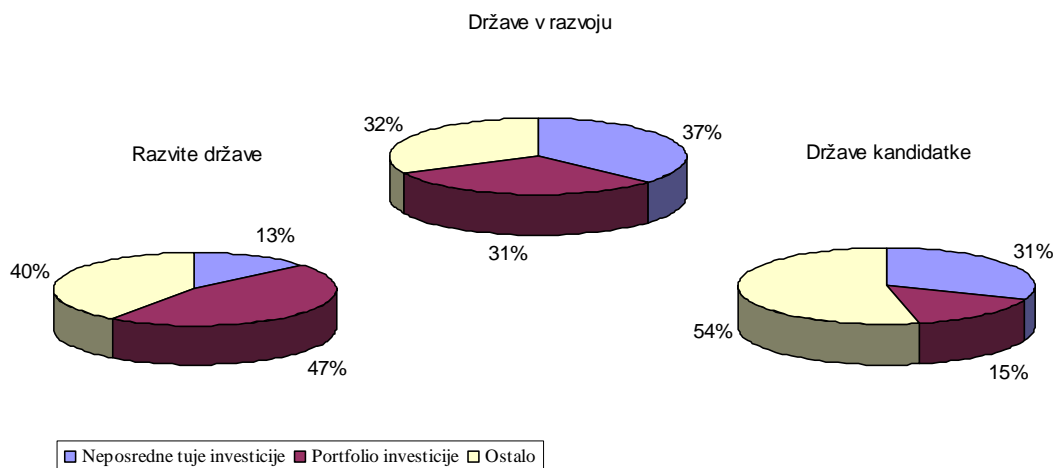
Potencialna nevarnost visokih pritokov kapitala in njihovega obrata v srednjeevropskih državah je jasno razvidna iz primera češke valutne krize leta 1996, ko so kapitalski pritoki še leto pred izbruhom krize dosegli rekordno vrednost 17,8 % BDP. Čeprav je imela češka kriza globlje vzroke v nepravilnostih finančnega sektorja, slabšanju tekočega računa plačilne bilance zaradi pretirane apreciacije realnega deviznega tečaja in neustrezne mešanice ekonomskih politik²⁴, pa devalvacija češke krone, ki je sledila, in kasnejša opustitev režima fiksnega deviznega tečaja jasno kažejo na moč kapitalskih tokov v majhnih gospodarstvih in njihov vpliv na devizni tečaj (Drabek, Griffith-Jones, 1998, str. 16-17).

Kljub visokim relativnim pritokom glede na velikost njihovih gospodarstev so dejanske ravni kapitalskih pritokov v večini držav kandidatk za članstvo v EU še vedno precej pod pričakovanimi. Izjema so Češka, Madžarska in Poljska, ki so se zaenkrat najbolj približale pričakovanim ravnem, vendar je ob upoštevanju učinka integracije v EU tudi v teh državah še prostor za dodatne pritoke. Za ostalih sedem kandidatk iz skupine tranzicijskih držav v splošnem obstaja precejšen razkorak med dejanskimi podatki in pričakovano ravni kapitalskih pritokov, kar nakazuje na občuten integracijski učinek, pri katerem bodo nove članice deležne predvsem več kapitala iz ostalih držav Unije, medtem ko se tokovi iz zunanjih držav ne bodo spremenili (Buch, Heinrich, 2002, str. 6). Ob dokončni liberalizaciji in integraciji srednje in vzhodnoevropskih držav v EU lahko torej pričakujemo občutne pritoke kapitala, ki bodo pritiskali na apreciacijo deviznega tečaja in s tem še ojačili tendence po apreciaciji realnega deviznega tečaja zaradi Balassa-Samuelsonovega učinka.

²⁴ Pred valutno krizo je bila za Češko značilna kombinacija relativno restriktivne monetarne politike, ki je spodbujala kapitalne pritoke, omejene uporabe fiskalne politike, ki bi bila pri obvladovanju inflacijskih pritiskov v razmerah prostega pretoka kapitala bolj učinkovita, fiksnega deviznega tečaja in popustljive plačne politike, ki je dovoljevala naraščanje plač nad rastjo produktivnosti, kar je povzročalo upadanje konkurenčnosti menjalnega sektorja in slabšanje tekočega dela plačilne bilance. Situacija je bila še slabša zaradi nepravilnosti v finančnem sektorju, predvsem slabega upravljanja državnih bank zaradi pomanjkljive regulacije in nadzora, ki je dosegel vrhunec z razkritjem široko razširjenega problema slabih posojil in pretirane devizne izpostavljenosti bank sredi devetdesetih let. Vsi ti faktorji so še dodatno poglobilo recesijo, ki je sledila (Drabek, Griffith-Jones, 2001, str. 16-17).

6.2.2. Struktura kapitalskih pritokov

SLIKA 3: Struktura bruto kapitalskih pritokov v razvitih državah, državah v razvoju in državah kandidatkah (10 držav) v letih 1990-99



Vir: Buch, Heinrich, 2002, str. 7.

Struktura kapitalskih pritokov v državah kandidatkah se precej razlikuje od strukture kapitalskih pritokov v razvitih državah in državah v razvoju. Medtem ko so v razvitih državah v devetdesetih letih prevladovali portfolio in ostale investicije pred neposrednimi tujimi investicijami, ki so dosegale le 13 % delež, so se države v razvoju bolj opirale na neposredne tuje investicije, tako da so imeli vsi trije tuji viri financiranja približno enak pomen. Za razliko od teh dveh skupin držav, so bile za države kandidatke daleč največjega pomena ostale investicije, predvsem tuja bančna posojila, ki so v devetdesetih letih predstavljala več kot polovico pritokov kapitala v teh državah. Neposredne tuje investicije so bile s približno 30 % deležem na drugem mestu, medtem ko so bile portfolio investicije v državah kandidatkah v splošnem manjšega pomena, saj je bil njihov delež precej nižji kot v razvitih državah ali državah v razvoju. Pojavlja se tudi pomembna razlika med kandidatkami neformalnega prvega in drugega kroga, kjer imajo pri prvih relativno večji pomen neposredne tuje investicije, pri drugih pa bančna posojila (Buch, Heinrich, 2002, str. 6-8).

TABELA 2: Struktura kapitalskih pritokov v CETE-5 državah v letih 1990-1999 v %

	<i>Neposredne tuje investicije</i>	<i>Portfolio investicije</i>	<i>Ostale investicije</i>
<i>Češka</i>	34,9	13,2	51,9
<i>Madžarska</i>	65,9	38,7	-4,3
<i>Poljska</i>	116,1	18,6	-34,7
<i>Slovaška</i>	32,7	13,3	54,0
<i>Slovenija</i>	27,5	24,6	47,8

Vir: Buch, Heinrich, 2002, str. 7.

Za pet srednjeevropskih držav kandidatke lahko ugotovimo, da glede deležev posojil v kapitalskih pritokih ne odstopajo preveč od povprečja, ki velja za vseh deset tranzicijskih kandidatke, razen v primeru Poljske in Madžarske, kjer so ostale investicije negativne zaradi odplačil tujega dolga (Buch, Heinrich, 2002, str. 8). Pri neposrednih tujih investicijah prav tako izstopata Poljska in v manjši meri Madžarska, ki je imela poleg neposrednih tudi relativno visok delež portfolio investicij. Pri Sloveniji je kategorija portfolio investicije visoka zaradi javnih portfolio tokov, povezanih z dolžniškimi transakcijami države (mednarodne izdaje državnih obveznic), ki so se v devetdesetih letih nanašale predvsem na prevzemanje dolga bivše Jugoslavije ali na refinanciranje zunanjega dolga in zato niso bile povezane z denarnimi pritoki. Tuje portfolio investicije v ostale (privatne) instrumente so bile v Sloveniji bistveno manjše in so po uvedbi omejitev v letu 1997 praktično izginile (Capriolo, Lavrač, 2001 str. 17).

V zvezi s spremembami v strukturi tokov kapitala obstaja v svetu splošen trend naraščajoče sekuritizacije (listinjenja) finančnega premoženja. Vse pogostejšo zamenjevo bančnih posojil z obveznicami, s katerimi je lažje trgovati, med drugim spodbuja tudi razvoj informacijske tehnologije. Pomembna primerjalna prednost bank je namreč njihov informacijski kapital. Ker z ekonomskim in tehnološkim razvojem informacijski stroški postopoma upadajo, lahko pričakujemo, da bo s časom delež bančnega posredništva upadal. Kljub temu banke še vedno igrajo ključno vlogo za majhna in srednje velika podjetja, ker jim omogočajo dostop do finančnih trgov. Vloga bank kot posrednika med manjšimi podjetji in mednarodnimi finančnimi trgi pojasnjuje visoke deleže tujih bančnih posojil med pritoki kapitala v državah kandidatkah.

Na podlagi strukture kapitalskih pritokov v razvitih državah, trendov po zmanjševanju deleža bančnega finančnega posredništva ter dokončne finančne liberalizacije in integracije v notranji trg EU, lahko v bodočih članicah EU v prihodnosti pričakujemo spremembo strukture kapitalskih tokov v smeri povečanega pomena portfolio investicij ter zmanjšanega pomena bančnega zadolževanja (Buch, Heinrich, 2002, str. 8). V bližnji prihodnosti bodo neposredne tuje investicije še vedno igrale pomembno vlogo, predvsem v državah, ki še niso zaključile privatizacije državnega premoženja, vendar se bo sčasoma tudi njihov delež zmanjšal. Glede na to, da se portfolio investicije smatrajo za najmanj stabilno komponento kapitalskih tokov, ki jo vodijočasni in kratkoročni motivi in ki v primerjavi z ostalimi tipi kapitalskih tokov hitreje reagira na spremenjene mednarodne in domače okoliščine, predvsem na spremembe obrestnih mer, lahko v prihodnosti v srednje in vzhodnoevropskih državah pričakujemo potencialno večjo nestabilnost deviznega tečaja, ki se bo prevedla v pogostejše in večje intervencije centralnih bank na deviznem trgu.

6.3. Realna apreciacija in maastrichtski kriteriji

Z vidika doseganja *realne konvergence* bi morale države kandidatke zasledovati takšno politiko deviznega tečaja, ki dopušča ravnotežno apreciacijo realnega deviznega tečaja v skladu z Balassa-Samuelsonovim učinkom in odbija dodatne pritiske na apreciacijo zaradi obsežnih in nestabilnih kapitalskih pritokov. Prav tako bi se morale države kandidatke upreti prehitri apreciaciji zaradi povečanih neposrednih tujih investicij v procesu privatizacije. Premočna

apreciacija realnega deviznega tečaja, ki ni utemeljena z naraščanjem produktivnosti, bi za državo pomenila izgubo konkurenčnosti in poslabšanje zunanje pozicije. Če se želijo države kandidatke po vstopu v EU čim prej vključiti tudi v EMU, je njihova prostost pri zasledovanju realne konvergence omejena s sočasnim procesom *nominalne konvergence*, ki se nanaša na odpravljanje obstoječih razkorakov v nominalnih makroekonomskih spremenljivkah in se v praksi pojmuje kot izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev inflacije, obrestnih mer, deviznega tečaja in fiskalne pozicije države. Realna apreciacija povzroča dva konflikta v zvezi z izpolnjevanjem nominalnih kriterijev.

Prvi konflikt se nanaša na sočasno doseganje realne konvergence in inflacijskega kriterija. Iz Balassa-Samuelsonovega učinka sledi, da proces dohitevanja spremljajo višje stopnje inflacije, ki omogočajo spremembe relativnih cen menjalnega in nemenjalnega sektorja. Ker maastrichtski inflacijski kriterij kot referenčno vrednost še vedno jemlje povprečno stopnjo inflacije v treh državah z najnižjo inflacijo in ker je povprečna inflacijska stopnja celotnega evroobmočja od te referenčne vrednosti nekoliko višja (približno za 1 odstotno točko), to pomeni, da bodo razlike med maksimalno dovoljeno stopnjo inflacije za vstop v EMU (referenčna vrednost + največ 1,5 odstotne točke) in povprečno stopnjo inflacije v evroobmočju takorekoč zanemarljive. Ob predpostavki stabilnega deviznega tečaja, ki ga morajo države doseči v okviru ERM II, bo zato le malo prostora za apreciacijo realnega deviznega tečaja v skladu z Balassa-Samuelsonovim učinkom. Za izpolnjevanje maastrichtskega kriterija inflacije bi se morale torej države kandidatke začasno odpovedati delu gospodarske rasti (Gáspár, 2001, str. 18-21).

Drugi konflikt se nanaša na sočasno doseganje inflacijskega kriterija in kriterija stabilnega deviznega tečaja. Ker je apreciacija realnega deviznega tečaja lahko dosežena bodisi ob stopnji inflacije, ki je višja od povprečne inflacije v evroobmočju, in stabilnem nominalnem deviznem tečaju, bodisi ob povprečni stopnji inflacije v evroobmočju in apreciaciji nominalnega deviznega tečaja, povzroča Balassa-Samuelsonov učinek konflikt med izpolnjevanjem dveh nominalnih kriterijev – stabilnostjo cen in stabilnostjo nominalnega deviznega tečaja (Gáspár, 2001, str. 18-21). Zaradi Balassa-Samuelsonovega učinka se lahko zgodi, da bi ob znižanju inflacije na maastrichtsko raven prihajalo do tendenc po apreciaciji nominalnih deviznih tečajev, saj bi bilo naraščanje relativne cene nemenjalnih dobrin možno le ob padanju domačih cen menjalnih dobrin. Ker ERM II omogoča širok $\pm 15\%$ pas nihanja okrog centralne paritete, je malo verjetno, da bi države kandidatke pri ocenjeni 2-3 % apreciaciji, ki izvira iz Balassa-Samuelsonovega učinka, v dveh letih porabile celoten spodnji del pasu, vendar obstaja nevarnost, da bi težnje po apreciaciji okrepili kapitalski pritoki. Takšen scenarij bi lahko absorbiral še drugo polovico dovoljenega pasu nihanja, kar pomeni, da se lahko ob prisotnosti Balassa-Samuelsonovega učinka in občutnih kapitalskih pritokov inflacijski kriterij in kriterij ERM II izključujeta (Halpern, Wyplosz, 2001, str. 15).

Poleg konfliktnosti med inflacijskim kriterijem in ERM II pa lahko scenarij nominalne apreciacije vsaj prehodno ogrozi nadaljnjo realno konvergenco in stabilnost deviznega tečaja, saj proizvajalci v menjalnem sektorju zaradi nižjih prihodkov ne bi mogli več pokriti rasti plač z višjo produktivnostjo. Realna konvergenca bi bila možna le ob zaostajanju rasti plač v menjalnem sektorju za rastjo produktivnosti, kar je ob močnih sindikalnih združenjih manj

verjetno. Bolj verjetna je recesija v menjalnem sektorju in upočasnitev realne konvergence²⁵. Zaradi slabšega konkurenčnega položaja menjalnega sektorja bi se poslabšalo tudi plačilnobilančno ravnovesje, zato v takšem scenariju nevarnost valutnih kriz v državah kandidatkah ni povsem zanemarljiva. Na dolgi rok bi tudi nominalna apreciacija v skladu z Balassa-Samuelsonovim učinkom stimulirala rast produktivnosti, saj bi omogočala preživetje in razvoj edino tistim proizvajalcem v menjalnem sektorju, ki so se sposobni prestrukturirati in povečati produktivnost, vendar le pod pogojem, da ne bi prihajalo do dodatnih pritiskov na apreciacijo zaradi kapitalskih pritokov (Gáspár, 2001, str. 28).

Glede na zgornje trditve se bodo morale države kandidatke v želji po čim hitrejšem doseganju maastrichtskih kriterijev, predvsem inflacijskega kriterija in članstva v mehanizmu ERM II, prehodno odpovedati delu potencialne gospodarske rasti, sicer bi se utegnil poskus sočasnega doseganja obeh kriterijev ob prisotnosti Balassa-Samuelsonovega učinka in kapitalskih pritokov izkazati za precej težavnega. Po eni strani bi lahko vodil do previsoke inflacije za vstop v EMU, po drugi strani pa do nominalne apreciacije in potencialne valutne krize. Zadnje čase se tudi v evropskih krogih vse pogosteje omenja potreba po realni konvergenci, kar kaže na to, da hitro doseganje maastrichtskih kriterijev za ceno zaostajanja v realni konvergenci morda ne bo zaželeno s strani EU in ECB. Procesu zniževanja inflacije v državah kandidatkah in izpolnjevanja nominalnih kriterijev naj bi se tako nadaljevala s tempom, ki ga narekujejo splošna gospodarska situacija in potreba po doseganju realne konvergence (Duisenberg, 2001, str. 1-2). Če bi takšno stališče postalo tudi uradna politika in pogoj za vstop v EMU, bi to pomembno vplivalo na oblikovanje pričakovanj o vključitvi novih članic. To bi imelo lahko neugodne posledice za izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev, saj bi upočasnilo konvergenco na področju obrestnih mer in inflacije, kar bi državam kandidatkam lahko povzročilo dodatne probleme pri izpolnjevanju fiskalnih kriterijev in stabilizaciji deviznega tečaja zaradi povečanih kapitalskih pritokov.

7. BALASSA-SAMUELSONOV UČINEK IN KAPITALSKI PRITOKI V SLOVENIJI

7.1. Izpolnjenost predpostavk Balassa-Samuelsonovega učinka

Na podlagi podatkov iz Statističnih letopisov sem za Slovenijo preveril izpolnjenost treh predpostavk, na katerih sloni Balassa-Samuelsonov učinek (Halpern, Wyplosz, 2001, str. 8-10), in sicer:

- produktivnost v menjalnem sektorju raste hitreje kot produktivnost v nemenjalnem sektorju;
- v menjalnem in nemenjalnem sektorju prihaja do tendenc po izenačevanju plač, pri čemer naj bi plače v nemenjalnem sektorju lovile plače v menjalnem sektorju;

²⁵ Do podobnega scenarija bi prišlo tudi, če bi ob stabilnem nominalnem deviznem tečaju rast plač v menjalnem sektorju prehitela rast produktivnosti, npr. zaradi teženj sindikatov po hitrejši konvergenci plač v državah

- relativna cena nemenjalnih dobrin, izražena s ceno menjalnih dobrin narašča.

Pri tem sem za približek menjalnega sektorja vzel osnovne industrijske dejavnosti (razredi A do F po Standardni klasifikaciji dejavnosti), za približek nemenjalnega sektorja pa storitvene dejavnosti (razredi G do O po Standardni klasifikaciji dejavnosti).

7.1.1. Produktivnost

Pri merjenju produktivnosti se pojavljata dva problema. Kot prvo bi bilo teoretično gledano za ugotavljanje Balassa-Samuelsonovega učinka najprimerneje uporabljati celotno faktorsko produktivnost, vendar so zaradi kratkega časovnega obdobja podatki o obsegu in ceni kapitala v tranzicijskih državah pomanjkljivi in nezanesljivi, zato se v praksi uporablja produktivnost dela v obliki razmerja med obsegom proizvodnje in številom zaposlenih. Drugi problem je v definiciji menjalnega in nemenjalnega sektorja, saj neke jasno določene meje ni. Vsebinsko gledano bi bila najboljša rešitev tista, ki bi pri razvrstitvi dobrin na menjalne in nemenjalne upoštevala deleže izvoza posamezne dobrine v celotni proizvodnji te dobrine in nato razvrstila tiste dobrine, ki dosegajo določen delež izvoza v menjalni sektor, vse ostale pa v nemenjalni sektor. V praksi se smatra, da večina dobrin industrijskega sektorja vstopa v mednarodno menjavo, medtem ko naj bile storitve pretežno nemenjalnega značaja (Jazbec, 2002, str. 15-16).

Produktivnost sem definiral kot razmerje med dodano vrednostjo in številom zaposlenih v posameznem sektorju, torej kot dodano vrednost na zaposlenega. Podatki o dodani vrednosti so izraženi v stalnih cenah iz leta 1995.

TABELA 3: Letne stopnje rasti produktivnosti dela v menjalnem in nemenjalnem sektorju v letih 1991-2000 v Sloveniji v %, razlika v odstotnih točkah in povprečne letne stopnje rasti (geometrijska sredina) v % za obdobje 1991-2000 in 1995-2000

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<i>Menjalni sektor (M)</i>	-4,1	-4,0	3,4	9,3	2,4	7,5
<i>Nemenjalni sektor (N)</i>	-2,6	1,2	0,9	1,5	2,3	1,8
<i>Razlika (M – N)</i>	-1,6	-5,2	2,6	7,8	0,1	5,7
	1997	1998	1999	2000	<i>G₁₉₉₁₋₂₀₀₀</i>	<i>G₁₉₉₅₋₂₀₀₀</i>
<i>Menjalni sektor (M)</i>	9,0	5,9	4,6	6,6	4,0	6,0
<i>Nemenjalni sektor (N)</i>	1,6	1,8	1,9	1,8	1,2	1,9
<i>Razlika (M – N)</i>	7,3	4,2	2,8	4,8	2,8	4,1

Vir: Statistični letopis RS, 1998, str. 452, 458, Statistični letopis RS, 2001, str. 475, 480, lastni izračuni.

V devetdesetih letih so bile v Sloveniji prisotne precejšnje razlike v stopnjah rasti produktivnosti menjalnega in nemenjalnega sektorja. Za prvi dve leti je značilen padec produktivnosti v menjalnem sektorju, ki je bil posledica neučinkovite proizvodne strukture, podedovane iz predtranzicijskega obdobja, in razpada Jugoslavije. Negativni začetni učinki so v manjši meri

kandidatkah s plačami v EU.

opazni tudi v nemenjalnem sektorju, vendar je tam produktivnost že v letu 1992 začela naraščati. Po negativnih trendih v začetku devetdesetih let je leta 1993 prišlo do preobrata in značilno hitrejše rasti produktivnosti v menjalnem sektorju, ki smo ji priča še danes. V povprečju je na letni ravni znašala razlika med stopnjami rasti produktivnosti v menjalnem in nemenjalnem sektorju 2,8 odstotne točke, če pa upoštevamo le obdobje zadnjih petih let, se ta razlika poveča celo na 4,1 odstotno točko. Zato lahko trdimo, da je v Sloveniji izpolnjen najpomembnejši pogoj za delovanje Balassa-Samuelsonovega učinka.

7.1.2. Plače

Pomembna predpostavka Balassa-Samuelsonovega učinka je, da prihaja med sektorji do izenačevanja plač, oziroma da ostaja vsaj njihova relativna pozicija nespremenjena. Pri tem se predpostavlja, da rast plač v menjalnem sektorju, ki temelji na povečanju produktivnosti, za sabo vleče rast plač v nemenjalnem sektorju (Bole, 2002, str. 2-3). To pa je možno takrat, ko plače v menjalnem sektorju za iste stopnje kvalificiranosti (izobraženosti) presegajo tiste v nemenjalnem sektorju.

TABELA 4: Povprečne nominalne mesečne bruto plače na zaposleno osebo v družbah, podjetjih in organizacijah v menjalnem in nemenjalnem sektorju v Sloveniji v letih 1993-2000 v SIT

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<i>Menjalni s.</i>	66344	83351	97122	110975	123707	137048	149627	164993
<i>Nemenjalni s.</i>	85583	106545	125695	144033	159291	172716	188822	207446
<i>Razmerje N/M</i>	1,290	1,278	1,294	1,298	1,288	1,260	1,262	1,257

Vir: Statistični letopis RS, 1998, str. 238, Statistični letopis RS, 2001, str. 250, lastni izračuni.

V letih od 1993 do 2000 so obstajale med povprečnimi nominalnimi bruto plačami v menjalnem in nemenjalnem sektorju precejšnje razlike. Plače so bile višje v nemenjalnem sektorju, vendar se je razmerje med plačami v obeh sektorjih sčasoma začelo spreminjati v korist plačam v menjalnem sektorju, iz česar lahko sklepamo, da so plače v menjalnem sektorju v povprečju naraščale hitreje kot v nemenjalnem.

TABELA 5: Stopnje rasti realnih mesečnih bruto plač na zaposleno osebo v družbah, podjetjih in organizacijah v menjalnem in nemenjalnem sektorju v Sloveniji v letih 1993-2000 v %

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<i>Menjalni s.</i>	9,49	3,83	2,66	3,97	2,83	2,67	2,90	1,26
<i>Nemenjalni s.</i>	10,39	2,89	3,94	4,27	2,02	0,49	3,04	0,88
<i>Razlika (M – N)</i>	-0,90	0,94	-1,28	-0,30	0,81	2,18	-0,14	0,37

Vir: Statistični letopis RS, 1998, str. 238, Statistični letopis RS, 2001, str. 250, 275, lastni izračuni.

Zgornja tabela potrjuje ugotovitve iz tabele 4. Po letu 1996 so plače v menjalnem sektorju začele naraščati hitreje od plač v nemenjalnem sektorju (rahla izjema je leto 1999). Takšna dinamika je v nasprotju z Balassa-Samuelsonovim učinkom, po katerem bi morale plače v nemenjalnem sektorju dohitevati plače v menjalnem in ne obratno. Glavne značilnosti agregatne dinamike plač v obeh sektorjih v devetdesetih letih potrjuje tudi dinamika plač za posamezne stopnje izobraženosti (usposobljenosti) delovne sile. V menjalnem sektorju so bile plače v večini izobrazbenih razredov dejansko celo nižje od plač v nemenjalnem sektorju skoraj v celotnem obdobju prvega desetletja tranzicije. Šele proti koncu devetdesetih let so plače v menjalnem sektorju za posamezne izobrazbene razrede prehiteli plače v nemenjalnem sektorju, tako da lahko rečemo, da komaj ob izteku prvega desetletja tranzicije prihaja do izpolnjevanja pogojev, ki omogočajo Balassa-Samuelsonov učinek. K takšni situaciji je močno prispevala relativno manj konkurenčna tržna struktura v nemenjalnem sektorju, ki je bila posledica slabe razvitosti tega sektorja v predtranzicijskem obdobju in tuje konkurence v menjalnem sektorju. Večja relativna tržna moč je proizvajalcem v nemenjalnem sektorju omogočala postaviti cene višje nad mejne stroške, kot so jih lahko postavila podjetja v menjalnem sektorju, kar je proizvajalcem v nemenjalnem sektorju prinašalo večje (monopolne) dobičke. Zaradi večjih pričakovanih dobičkov so bili delodajalci bolj popustljivi do zahtev po povečanju plač, da bi pritegnili in zadržali potrebne delavce (Bole, 2002, str. 3-12). Plače so bile zato v sektorju nemenjalnih dobrin višje. Z normalizacijo tržne strukture v nemenjalnem sektorju in ob hitrejši rasti produktivnosti v menjalnem sektorju lahko v prihodnosti pričakujemo, da bo raven plač v menjalnem sektorju prehitela raven plač v nemenjalnem sektorju, s čimer bodo izpolnjeni pogoji za nastop Balassa-Samuelsonovega učinka.

7.1.3. Cene

Da bi prišlo do apreciacije realnega deviznega tečaja v skladu z Balassa-Samuelsonovim učinkom, morajo relativne cene nemenjalnih dobrin, izražene s cenami menjalnih dobrin, naraščati. Kot približek cen nemenjalnih dobrin sem vzel indeks cen življenjskih potrebščin za storitve, kot približek cen menjalnih dobrin pa indeks cen proizvajalcev v industriji.

TABELA 6: Indeksi cen nemenjalnih dobrin, indeksi cen menjalnih dobrin in relativne cene nemenjalnih dobrin v Sloveniji v letih 1991-2000 z bazo v letu 1992

	1991	1992	1993	1994	1995
<i>Cene nemenjalnih dobrin (P_N)</i>	36,5	100,0	150,1	189,4	224,3
<i>Cene menjalnih dobrin (P_M)</i>	31,7	100,0	121,6	143,1	161,4
RAZMERJE P_N/P_M	1,15	1,00	1,23	1,32	1,39
	1996	1997	1998	1999	2000
<i>Cene nemenjalnih dobrin (P_N)</i>	258,4	284,2	313,2	337,9	366,7
<i>Cene menjalnih dobrin (P_M)</i>	172,3	182,9	193,8	197,9	212,9
RAZMERJE P_N/P_M	1,50	1,55	1,62	1,71	1,72

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2002, str. 75, lastni izračuni.

Cene v nemenjalnem sektorju so po letu 1992 naraščale hitreje kot cene v menjalnem sektorju. Relativna cena nemenjalnih dobrin je zato, razen v prvih dveh letih opazovanega obdobja, vseskozi naraščala, kar pomeni, da je prihajalo do apreciacije realnega deviznega tečaja, merjenega z notranjimi pogoji. Ta dokaz govori v prid prisotnosti Balassa-Samuelsonovega učinka v Sloveniji.

Slovenija je v primerjavi z ostalimi kandidatkami v boljšem položaju, saj je razkorak v razvitosti med Slovenijo in EU bistveno manjši kot med ostalimi kandidatkami in EU, zato je prostora za Balassa-Samuelsonov učinek manj. Kljub temu je bila tudi za Slovenijo ugotovljena statistično značilna povezava med razliko v stopnjah rasti produktivnosti menjalnega in nemenjalnega sektorja in gibanjem realnega deviznega tečaja (Jazbec, 2002, str. 24). Podatki sicer kažejo, da v Sloveniji v devetdesetih letih niso bili izpolnjeni vsi pogoji za delovanje Balassa-Samuelsonovega učinka, kar pa se lahko v prihodnosti spremeni. Težnje po apreciaciji realnega deviznega tečaja zaradi Balassa-Samuelsomovega učinka bodo zato v obdobju do vključitve v EMU prisotne tudi v Sloveniji.

7.2. Kapitalski pritoki v Sloveniji

Iz tabele 1 je razvidno, da so bili kapitalski pritoki v Slovenijo v devetdesetih letih relativno majhni v primerjavi z ostalimi srednjeevropskimi državami, kar je posledica precejšnje zaprtosti Slovenije za kapitalske tokove zaradi ukrepov Banke Slovenije. Za razumevanje politike Banke Slovenije do kapitalskih pritokov v Sloveniji v devetdesetih letih je potrebno upoštevati celotne devizne pritoke, tako tiste, ki izvirajo iz transakcij na kapitalskem računu kot tiste na tekočem računu.

TABELA 7: Plačilna bilanca Slovenije (v % BDP) v letih 1992-2000

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

Vir: Capriolo, Lavrač, 2002, str. 5.

Stališče do kapitalskih pritokov se je oblikovalo v razmerah presežkov tekočega računa plačilne bilance v prvih letih po osamosvojitvi in na podlagi prvotnega zakonsko določenega končnega cilja Banke Slovenije – stabilnosti valute – ki ga je bilo mogoče interpretirati bodisi kot stabilnost cen ali stabilnost deviznega tečaja. Oblasti so sprva skrbeli predvsem devizni pritoki iz tekočega računa, vendar so s postopnim zmanjšanjem tekočega presežka v plačilni bilanci kapitalski pritoki dobivali vse pomembnejšo vlogo. Njihova povprečna velikost v devetdesetih letih v Sloveniji je bila z 2,3 % deležem BDP daleč najnižja med vsemi državami kandidatkami, kar je v veliki meri rezultat ukrepov, ki jih je za preprečevanje negativnih vplivov kapitalskih

pritokov na konkurenčnost gospodarstva izvajala Banka Slovenije. Kapitalski pritoki so izražali naraščajoč trend do leta 1996, ko so dosegli višek, nato je sledilo obdobje zatišja do leta 1999, od takrat naprej pa kapitalski pritoki spet strmo naraščajo. Ta dinamika v grobem odseva politiko Banke Slovenije do kapitalskih tokov, predvsem uvajanje kapitalskih omejitev in njihovo kasnejšo liberalizacijo. V obdobju 1992-1995 ni bilo omejitev na kapitalskem računu. Postopno uveljavljanje kapitalskih omejitev se je začelo v letu 1995, okrepilo v letih 1996 in 1997, kar je vplivalo na počasnejšo rast kapitalskih pritokov do konca leta 1998. Leta 1999 je z nastopom pridruženega članstva v EU sledila liberalizacija večine omejitev, razen ukrepov glede kratkoročnih portfolio tokov, katerih sproščanje poteka postopoma in bo končano v letu 2002 (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 4-8).

Za Slovenijo so bili v devetdesetih letih najpomembnejši kapitalski pritoki rezidentov v obliki tujih posojil in repatriacija depozitov iz tujine ter t.i. »deviz iz žimnic«, ki so skupaj obsegali kar 69,4 % vseh privatnih kapitalskih pritokov, in so zato najpomembnejši pri razlaganju njihove dinamike. Največja komponenta kapitalskih pritokov rezidentov so bila posojila bankam in podjetjem, ki so povprečno v obdobju 1992-2000 vsako leto znašala 2,2 % BDP. V povprečju so si podjetja izposojala bolj kot banke (1,5 % BDP za podjetja v primerjavi z 0,7 % za banke), večina posojil pa je bilo dolgoročne narave. Omejitve kratkoročnih kapitalskih tokov iz leta 1995 so bankam takorekoč onemogočile najemanje kratkoročnih posojil v tujini. Dolgoročna posojila bankam so naraščala do leta 1997, ko je prišlo do drastičnega padca zaradi uvedbe zahteve po izenačeni neto devizni poziciji bank. Po ukinitvi omejitev leta 1999 je začelo bančno izposojanje v tujini skokovito naraščati. Tuja posojila podjetjem so v devetdesetih letih občutno narasla, predvsem na račun povečanja dolgoročnih posojil, medtem ko so se kratkoročna posojila pojavljala v manjšem obsegu. Druga komponenta kapitalskih pritokov rezidentov, repatriacija tujih depozitov in prinašanje »deviz iz žimnic« v banke, je pomembno vplivala na kapitalske pritoke predvsem v letih 1992-1994 in je bila zaradi pritiskov na apreciacijo tečaja tudi povod za sterilizacijsko politiko Banke Slovenije. Glavna vzroka za repatriacijo sta bila predvsem postopna makroekonomska stabilizacija in večje zaupanje v domačo valuto. Ker se je izkazalo, da so bili pritoki na račun gospodinjev enkratni dogodek, je prihajalo do večjega povpraševanja po denarju, zato je obstajal potencialen prostor za monetizacijo. V tej luči se zdi, da je bila sterilizacija pritokov morda pretirana (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 10, 12-16).

Med kapitalskimi pritoki nerezidentov so bile neposredne tuje investicije bolj pomembne kot portfolio investicije. Neposredne tuje investicije se navadno smatrajo za najkoristnejši tip kapitalskih pritokov zaradi njihovega potencialnega učinka na proces prestrukturiranja podjetij in gospodarsko rast. Omogočajo tudi prenos tehnologije in spodbujajo razvoj konkurence. Ta komponenta kapitalskih pritokov je bila v Sloveniji relativno stabilna in v primerjavi z ostalimi državami kandidatkami ni dosegala visokih vrednosti (največ 1 % BDP). Relativno nizek obseg neposrednih tujih investicij nas napeljuje na sklep, da je moral večji del hitre rasti produktivnosti v menjalnem sektorju, ki je podlaga za Balassa-Samuelsonov učinek, v Sloveniji izvirati iz domačega tehnološkega znanja. Za razliko od neposrednih tujih investicij imajo lahko portfolio investicije, predvsem kratkoročne investicije špekulativne narave, v večjem obsegu destabilizirajoče učinke. Pazljivost pri portfolio investicijah je jasno razvidna iz ukrepov Banke

Slovenije, ki je ob porastu portfolio tokov v letih 1995-1997 uvedla omejitve v obliki skrbniškega računa, po kateri so ti tokovi praktično presahnili. Kljub majhnim količinam so portfolio tokovi kazali veliko nestabilnost (največji obrat pritokov je znašal 0,2 % BDP), zato je bila odločitev Banke Slovenije z vidika zaščite stabilnosti valute pravilna (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 11, 16-18).

7.2.1. Odziv Banke Slovenije na devizne pritoke

V skladu z doseganjem končnega cilja stabilne valute je Banka Slovenije izvajala aktivno intervencijsko politiko na deviznem trgu. Ob soočanju s presežki na tekočem računu se je odločila za sterilizacijo pritokov, ob uravnavanju kapitalskih pritokov pa je kombinirala politiko sterilizacije s selektivnim uvajanjem kapitalskih omejitev. Pri izbiri med steriliziranimi in nesteriliziranimi intervencijami se je Banka Slovenije odločala na podlagi ciljnega povečanja primarnega denarja. Če je dejansko gibanje primarnega denarja zaostajalo za ciljnim, je obstajal prostor za monetizacijo pritokov, zato se je Banka Slovenije odločila za nesterilizirane nakupe deviz. V obratnem primeru, ko je bilo dejansko povečanje primarnega denarja enako ciljnemu, pa je Banka Slovenije, da bi preprečila inflacijske pritiske, izvajala sterilizirane nakupe (Capriolo, Lavrač, 2002, str 25).

Sterilizacija

V letih 1992-1994 je zaradi presežkov tekočega računa, repatriacije depozitov v tujini in pritokov »deviz iz žimnic« prihajalo do pritiskov na apreciacijo deviznega tečaja, ki se jim je Banka Slovenije postavila po robu z aktivno intervencijo na deviznem trgu (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 26). Ker je bil njen manevrski prostor pri nesteriliziranih nakupih deviz omejen zaradi restriktivne monetarne politike in zagotavljanja likvidnosti bankam v sanaciji, se je Banka Slovenije z namenom, da bi preprečila apreciacijo realnega deviznega tečaja in slabšanje konkurenčnosti menjalnega sektorja, zatekla k politiki sterilizacije, ki jo je uporabila tudi ob pojavu pritokov kapitala v drugi polovici devetdesetih let. 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). Banka Slovenije na tak način ni mogla sterilizirati, 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. 212). Do leta 1997 je Banka Slovenije izvajala sterilizacijo predvsem z izdajo blagajniških zapisov v tujem denarju, po letu 1997 pa z izdajo tolarških blagajniških zapisov. Tudi v drugem obdobju je še prihajalo do izdaj blagajniških zapisov v tujem denarju, ki pa niso neposredno služili sterilizaciji Banke Slovenije. Med blagajniškimi zapisi je potrebno ločiti tiste, ki so jih investitorji (predvsem banke) kupili in obdržali prostovoljno, zaradi njihovih pričakovanih donosnosti, tveganja in likvidnosti ter tistimi, ki so jih banke morale kupiti in obdržati na zahtevo Banke Slovenije. Ta drugi del se nanaša na devizni minimum bank, ki ga je bankam predpisala Banka Slovenije in od njih zahteva, da imajo vsaj 60 % obveznih tujih sredstev, ki so protipostavka vlogam v tujem denarju ter nekaterim ostalim deviznim obveznostim, v obliki blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju. Za te blagajniške zapise Banka Slovenije zaračunava obrestno mero,

ki jo sama doseže na mednarodnih finančnih trgih in na ta način pokrije stroške v zvezi z njihovo izdajo. Za neobvezni del blagajniških zapisov, ki se nanaša na njeno sterilizacijsko politiko, pa se je morala Banka Slovenije prilagoditi trgu in ponuditi dovolj privlačno ceno, likvidnost in ostale lastnosti za investitorje. Zaradi višjih obrestnih mer nastajajo v zvezi z izdajanjem teh blagajniških zapisov stroški, ki jih Banka Slovenije krije iz seignioraga (Ribnikar, 1999, str. 210-213). Na dolgi rok je politika sterilizacije vprašljiva zaradi visokih kvazi-fiskalnih stroškov (večji del seignioraga v primeru BS) in predvsem zaradi vpliva na višje obrestne mere ter stabilizacijo deviznega tečaja, ki v razmerah prostega pretoka kapitala spodbujata dodatne kapitalske pritoke in s tem izničita učinek sterilizacije.

Kapitalske omejitve

Z namenom, da bi se v čim večji meri izognila visokim stroškom sterilizacije, je Banka Slovenije v letu 1995 začela uvajati omejitve na pritoke kapitala in jih z leti postopno širiti. Na ta način je vnaprej zajezila potencialno nevarnost za stabilnost valute in bančnega sistema, kadar so se pokazali prvi znaki, da ta obstaja. Omejitve so sprva ciljale predvsem na izposojanje domačih rezidentov v tujini (1995-1999), kasneje pa tudi na pritoke portfolio investicij (1997-2002). Omejitve so bile kronološko gledano naslednje (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 41):

- februar 1995 – uvedba obveznega 40 % brezobrestnega tolarskega depozita za tuja posojila, ki niso povezana s trgovino, z zapadlostjo manj kot pet let;
- april 1995 – povečanje obveznega deviznega kritja za vloge v tuji valuti;
- december 1995 – uvedba zahteve po obveznem izenačevanju dnevni nakupov in prodaj deviz v menjalnicah;
- julij 1996 – uvedba zahteve po izenačenju vseh dodatnih obveznosti bank v tuji valuti po stanju na 31. 7. 1996 z ustreznimi terjatvami v tujih sredstvih (zahteva po zaprti devizni poziciji bank);
- avgust 1996 – podaljšanje zapadlosti tujih posojil, ki so predmet obveznega tolarskega depozita na sedem let;
- februar 1997 – uvedba zahteve po obveznem izvajanju vseh kupoprodajnih transakcij v zvezi s tujimi portfolio investicijami prek dragega skrbniškega računa, ki ga investitor odpre pri eni izmed bank v Sloveniji s polno licenco. Ta banka mora za znesek, ki ga tujec nakaže na skrbniški račun povečati svoje devizne rezerve in jih držati ves čas, dokler tujec ne odide. Na ta način je zagotovljeno, da je uvoz kapitala zaradi nakupa delnic izenačen z izvozom kapitala prek povečanja deviznih rezerv banke in zato ne prihaja do neto uvoza kapitala (Ribnikar, 1998, str. 2). Stroške skrbniškega računa nosi investitor v primeru prodaje vrednostnih papirjev lokalnim udeležencem na trgu prej kot v šestih mesecih po njihovem nakupu;
- maj 1997 – uvedba obveznega 10 % brezobrestnega depozita za finančna posojila z zapadlostjo nad sedem let, ki je cilj na ostali privatni sektor, razen bank;
- med Banko Slovenije in ministrstvom za finance je obstajal tudi dogovor, da so v okviru posameznega leta prodaje deviz s strani ministrstva izenačene z nakupom s strani Banke Slovenije.

Med najuspešnejšimi omejitvami sta bili zahteva po izenačeni devizni poziciji bank za vse obveznosti po 31.7.1996, ki je bankam takorekoč onemogočila najmanjše posojil v tujini, ter ukrep o uvedbi skrbniških računov za portfolio investicije leta 1997, ki je zaradi visokih stroškov odvrnil tuje investitorje. Med ukrepi, ki so bili delno učinkoviti, je treba omeniti uvedbo obveznega brezobrestnega depozita, ki je bil bolj uspešen pri omejevanju kratkoročnih posojil in manj pri omejevanju dolgoročnih posojil, medtem ko je bila uvedba brezobrestnega depozita, ki je cilj na zadolževanje podjetij pri bankah v tujini, neuspešna.

V februarju 1999 je večina kapitalskih omejitev prenehala veljati kot posledica dogovorov o prostem pretoku kapitala v okviru pridružitvenih pogajanj za članstvo v EU (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 41). Z uveljavitvijo zakona o deviznem poslovanju so bili sproščeni kreditni posli s tujino, kar je povzročilo hiter porast celotnih posojil, predvsem bančnih posojil, medtem ko so omejitve, povezane s kratkoročnimi kapitalskimi tokovi, nekaj časa še ostale v veljavi. Julija 2001 je Banka Slovenije ukinila omejitve na dolgoročne portfolio investicije. Novembra 2001 se je Svet BS odločil za pospešitev liberalizacije kapitalskih tokov in odpravil vse omejitve pri poslovanju z gotovino ter vse omejitve za poslovanje z vrednostnimi papirji. Tako trenutno ostaja v veljavi edino še omejitev za kratkoročne portfolio investicije, krajše od šestih mesecev, v obliki skrbniških računov, za katere se je Banka Slovenije zavezala, da jih bo dokončno odpravila do konca leta 2002 (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 41).

V devetdesetih letih je Banka Slovenije s pomočjo steriliziranih in nesteriliziranih intervencij na deviznem trgu in s pomočjo postopnega uvajanja kapitalskih omejitev učinkovito obvladovala pritiske na devizni tečaj. Nihanja tečaja so bila zato precej manjša, kot bi bila v režimu čistega drsenja. Kljub temu pa z intervencijami in ukrepi BS ni odpravila glavnega vzroka kapitalskih pritokov – precejšnjega razkoraka v obrestnih merah doma in v tujini, ki je v veliki meri posledica indeksacije finančnih pogodb v Sloveniji s t.i. temeljno obrestno mero (TOM), delno pa tudi visoke obrestne marže in zaprtosti bančnega sistema skoraj do konca devetdesetih let (Capriolo, Lavrač, 2002, str. 18-22). Z odprtim bančnim sistemom in postopnim ukinjanjem TOM-a se bo razlika v obrestnih merah sčasoma zmanjševala, vendar bo, vse dokler bo obstajala, spodbujala kapitalske pritoke. Dodatna spodbuda za kapitalske tokove bo tudi stabilizacija deviznega tečaja zaradi približevanja članstvu v ERM II. Poleg tokov, ki so občutljivi na razlike v obrestnih merah, lahko v bližnji prihodnosti zaradi privatizacije v bančnem sektorju in telekomunikacijah pričakujemo predvsem povečanje neposrednih tujih investicij.

S sprostitvijo kapitalskih tokov so se razmere spremenile, saj Banka Slovenije nima več prostih rok pri zaježitvi tokov. Ob upoštevanju integracijskega učinka ob vstopu v EU in pričakovane spremembe strukture tokov s povečanim pomenom neposrednih in portfolio investicij lahko zato v prihodnosti tudi v Sloveniji pričakujemo precejšnje neto kapitalske pritoke, ki naj bi v letih 2002 in 2003 predvidoma presegle 5 % BDP (Usmeritve denarne politike Banke Slovenije, 2002, str. 27), kar pomeni več kot dvakratno povečanje letnega povprečja devetdesetih let. Temu ustrezno se bodo povečali tudi pritiski na apreciacijo tolarja.

8. POLITIKA DEVIZNEGA TEČAJA V DRŽAVAH KANDIDATKAH DO VKLJUČITVE V EMU

Politika deviznega tečaja v državah kandidatkah se nahaja v prehodnem obdobju. Po eni strani je rezultat preteklih ureditev na področju režima deviznega tečaja, po drugi strani pa je pod močnim vplivom prihodnjih izzivov, ki so povezani z doseganjem maastrichtskih kriterijev ter s prisotnimi trendi dohitevanja razvitih držav EU in občutnih kapitalskih pritokov. Pred centralne banke srednjeevropskih držav se zato postavljajo vprašanja: kakšen režim deviznega tečaja je najbolj primeren z vidika doseganja nominalne in realne konvergence v obdobju do vključitve v ERM II, kakšno strategijo vstopa v EMU izbrati ter kako preživeti dvoletno čakalno obdobje?

8.1. Režim deviznega tečaja

Pri ocenjevanju primernosti posameznih režimov deviznega tečaja v državah kandidatkah je potrebno poudariti, da obstajajo med državami precejšnje razlike v makroekonomskih osnovah, strukturnih značilnostih ter institucionalnih prednostih in slabostih, zato bi bilo težko ali celo nemogoče izbrati neko rešitev, ki bi ustrezala vsem. Kljub temu lahko v državah kandidatkah opredelimo štiri skupne faktorje, ki vplivajo na izbiro režima deviznega tečaja do vstopa v EMU (Gáspár, 2001, str. 21-23):

- *znan končni cilj* – cilj popolne monetarne integracije držav kandidatk v evroobmočje je vnaprej določen in znan, zato se pred države kandidatke ne postavlja dilema o končni izbiri režima deviznega tečaja ampak o vmesni poti do izbranega cilja. To zmanjšuje število razpoložljivih možnosti in hkrati povečuje občutljivost držav kandidatk na razne šoke, ki so jim izpostavljene (kapitalski pritoki, realna apreciacija);
- *kratkoročni in srednjeročni status držav kandidatk* – ker je končni cilj poznan, se za države kandidatke pričakuje, da bodo na srednji rok postale članice EU in nekoliko kasneje še EMU, kar zmanjšuje državno tveganje. Po drugi strani pa mednarodni finančni trgi države kandidatke še vedno obravnavajo kot razvijajoče trge²⁶. Predvidljiva srednjeročna stabilnost ter kratkoročna višja donosnost lahko povzročita porast neto pritokov predvsem špekulativnega in kratkoročnega kapitala, ki lahko vodijo v težave z upravljanjem kapitalskih tokov in probleme vzdržnosti plačilne bilance²⁷;
- *strukturne in razvojne značilnosti držav kandidatk* – v državah kandidatkah prihaja do procesov realnega in strukturnega dohitevanja držav EU, ki ju spremljajo hitra rast produktivnosti, spremembe strukture in ravni cen ter kapitalski pritoki. Kljub podobnim trendom se nahajata omenjena procesa dohitevanja v posameznih državah kandidatkah v različnih fazah in potekata z različno hitrostjo, kar morajo države upoštevati pri izbiri režima deviznega tečaja;
- *uspešnost različnih režimov deviznega tečaja* – pretekli makroekonomski rezultati posameznimih režimov v praksi vplivajo na izbiro režima v državah kandidatkah. V zvezi s tem prihaja v sodobni ekonomski praksi in literaturi do trenda t.i. bipolarizacije, to je

²⁶ Angl. "emerging markets"

²⁷ Angl. "balance of payments sustainability", "external sustainability"

premika stran od vmesnih režimov k obema skrajnostma – skrajnim oblikam fiksnih deviznih tečajev na eni strani ter fleksibilnih deviznih tečajev na drugi strani (Fischer, 2001, str. 18-21). Glavni vzrok za takšen trend so slabe izkušnje z vmesnimi (hibridnimi) rešitvami, med katere ponavadi štejemo razne režime mehkih vezav v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja – npr. režime prilagodljivega in plazečega deviznega tečaja z razširjenimi mejami nihanja (t.i. *adjustable pegs*, *crawling pegs*, *crawling bands*) – ki so v razmerah prostega pretoka kapitala bolj nagnjeni k destabilizirajočim tokovom kapitala in valutnim krizam. Kljub empiričnim dokazom, ki potrjujejo trend k obema skrajnostma, je za države, ki so uvedle fleksibilen režim deviznega tečaja značilno, da vse bolj ali manj omejujejo nihanja deviznega tečaja, bodisi neposredno, prek občasnih intervencij na deviznem trgu, bodisi posredno prek uravnavanja kapitalskih pritokov. Zato bi premik k fleksibilnosti težko enačili s premikom k režimu čistega drsečega²⁸ deviznega tečaja, ki predstavlja skrajno obliko fleksibilnih deviznih tečajev (Bofinger, Wollmershaeuser, 2001, str. 4-10).

Ob upoštevanju teh štirih faktorjev se državam kandidatkam pri izbiri režima deviznega tečaja ponujajo tri možnosti:

- *režim trde vezave v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja* (t.i. *hard pegs*), bodisi v obliki denarne uprave ali evroizacije;
- *režim mehke vezave v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja* (t.i. *soft pegs*) v obliki prilagodljivega fiksnega deviznega tečaja z razširjenimi mejami nihanja $\geq \pm 1$ %;
- *režim uravnavano-drsečega deviznega tečaja*, kombiniran z inflacijskim ciljanjem.

Poglejmo si prednosti in slabosti vsakega izmed navedenih režimov z vidika doseganja nominalne in realne konvergence.

8.1.1. Režim trde vezave v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja – denarna uprava in evroizacija

Denarna uprava je definirana z dvema praviloma: pravilom deviznega tečaja in proračunskim oziroma fiskalnim pravilom. Pravilo deviznega tečaja je zavezanost za vzdrževanje fiksnega deviznega tečaja brez pasu nihanja, pri čemer mora centralna banka za izbrano paritetno vrednost svojega denarja zagotavljati neomejeno zamenljivost domačega denarja za tuj denar, na katerega je domač denar privezan. Proračunsko oziroma fiskalno pravilo se nanaša na prepoved domače kreditne ekspanzije s strani centralne banke, zato se od nje zahteva, da ima za izdano gotovino in rezerve bank (primarni denar) vsaj 100 % (praviloma pa nekoliko več – okoli 110 %) rezerve v obliki prvovrstnih likvidnih vrednostnih papirjev v tujem denarju in tuje gotovine. V najenostavnejšem primeru so mednarodne denarne rezerve edina aktiva centralne banke, primarni denar (bankovci in kovanci ter rezerve poslovnih bank) pa edina pasiva (Buiter, Grafe, 2002, str. 25). Pri državah kandidatkah pride zaradi bodočega članstva v EMU in zaradi trgovinskih povezav v poštev edino vezava na evro, ki lahko postane (ni pa to nujno) poleg domačega denarja zakonito plačilno sredstvo v državi z denarno upravo. Evroizacija predstavlja

²⁸ Angl. “pure floating arrangement”

skrajni primer denarne uprave z evrom kot paralelno valuto, pri čemer evro kot plačilno sredstvo, obračunska enota in hranilec vrednosti popolnoma zamenja domačo valuto, tako da je v obtoku samo tuj denar (Buitier, Grafe, 2002, str. 25).

Glavne prednosti denarne uprave in evroizacije izvirajo iz nižjih stroškov zaradi transparentnosti in poenostavljenosti monetarne politike, močne zavezanosti k cenovni stabilnosti zaradi fiksnega deviznega tečaja in k fiskalni disciplini zaradi prepovedi kreditne ekspanzije centralne banke (Buitier, Grafe, 2002, str. 26-27). Čim bolj je denarna uprava oziroma evroizacija kredibilna, tem manj je tudi občutljiva na špekulativne pritiske in negativne zunanje šoke. Omenjene prednosti se kažejo skozi nižjo inflacijo, nižje obrestne mere ter povečano integracijo realnega in finančnega sektorja. Uvedba denarne uprave ali prevzem evra kot nacionalne valute v državah kandidatkah bi zato pospešila nominalno konvergenco, zaradi večje stabilnosti in nižjih obrestnih mer pa bi pripomogla tudi k realni konvergenci (Gáspár, 2001, str. 23-24, 30).

Glavne slabosti in težave uvedbe denarne uprave oziroma evroizacije v državah kandidatkah se nanašajo na njune institucionalne značilnosti, večjo konfliktnost med cenovnim ciljem in ciljem deviznega tečaja, manjšo kredibilnost teh dveh rešitev v primerjavi s simetrično monetarno unijo ter nevarnost odstopanj deviznega tečaja od ravnotežne vrednosti (Gáspár, 2001, str. 24-26, 30). Večina držav kandidatk trenutno ne razpolaga z zahtevanimi 100 % rezervami, ki so potrebne za uvedbo denarne uprave oziroma za odkup domače monetarne baze in njeno zamenjavo z evrom, zato je uvedba takšnega režima v državah kandidatkah čez noč tehnično neizvedljiva. Poleg tega prepoved kreditne ekspanzije s strani centralne banke onemogoči funkcijo centralne banke kot posojilodajalca v skrajni sili in lahko povzroči neposredne stroške v obliki omejenega (v primeru denarne uprave) ali celo onemogočenega (v primeru evroizacije) pobiranja seignioraga²⁹. Pomembna slabost denarne uprave oziroma evroizacije je zaostritev konflikta med ciljem inflacije in ciljem deviznega tečaja. Pri fiksnem deviznem tečaju, ki ne dopušča odstopanj od paritetne vrednosti, je realna apreciacija, ki izvira iz naraščanja produktivnosti, možna le ob višji inflaciji zaradi naraščanja relativnih cen nemenjalnih dobrin. Stabilnost deviznega tečaja bo dosežena ob slabših inflacijskih rezultatih, zato takšna ureditev ne rešuje konfliktnosti med nominalno in realno konvergenco. Izkušnje z denarnimi upravami na splošno kažejo, da je konvergenca nominalnih spremenljivk (obrestnih mer, inflacije, zadolženosti države) daleč od popolne, saj je denarna uprava ali enostranska uvedba tuje valute manj kredibilna od simetrične monetarne unije, zato domači finančni instrumenti vsebujejo določeno premijo za tveganje. Nenazadnje obstaja v državah kandidatkah zaradi pričakovanih neto kapitalskih pritokov in sprememb v strukturi in ravni cen precejšnja nevarnost, da bo izbrana paritetna vrednost odstopala od dolgoročno ravnotežnega deviznega tečaja in da bo prihajalo do pritiskov po apreciaciji tečaja, kar lahko povzroči resne probleme s tekočim računom plačilne bilance ter vodi v drago monetarno in fiskalno prilagajanje.

²⁹ Ta argument je nekoliko manj trden, saj je načeloma mogoče funkcijo posojilodajalca v skrajni sili deloma privatizirati (npr. z uvajanjem kreditiranja s strani glavnih upnikov v sili ali povečanimi stopnjami obveznih rezerv). Prav tako seigniorage ni nujno izgubljen v primeru evroizacije, saj je načeloma možen dogovor o delitvi seignioraga z ECB, medtem ko pri denarni upravi osnovo za pobiranje seignioraga predstavlja povečanje rezerv centralne banke.

Poleg vsega omenjenega je evroizacija (ne pa tudi denarna uprava) sporna z vidika skladnosti z maastrichtskim kriterijem deviznega tečaja, ki od držav zahteva, da se centralna pariteta države kandidatke določi v dogovoru s članicami evroobmočja (Buiters, Grafe, 2002, str. 5-6). Enostranska uvedba evra kot edinega zakonitega plačilnega sredstva onemogoča naknadno dogovorno določitev centralne paritete, zato bi bilo potrebno za »legalizacijo« evroizacije bodisi ponovno definirati kriterij deviznega tečaja, bodisi bi morala biti evroizacija izvedena v dogovoru s članicami evroobmočja.

8.1.2. Režim mehke vezave v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja – prilagodljiv fiksni devizni tečaj z razširjenimi mejami nihanja

Glavni značilnosti takšnega režima sta fiksni, vendar prilagodljiv devizni tečaj in razširjen dovoljeni pas nihanja tečaja okrog paritetne vrednosti (nad $\pm 1\%$). Zaradi širokega pasu nihanja in ker zaveza centralne banke za vzdrževanje paritetne vrednosti zaradi omejenih mednarodnih denarnih rezerv in dodatnih virov financiranja intervencij ni neomejena, govorimo o mehki vezavi. Z vezavo domačih valut na evro in pasom nihanja $\pm 15\%$ bi države kandidatke dosegle rešitev, ki je v osnovi enaka ERM II z majhno, a pomembno razliko: centralne paritete se v dvoletnem čakanju v ERM II ne sme spreminjati (eksplicitno je prepovedana kakršnakoli enostranska devalvacija), medtem ko je pri enostranski vezavi zaveza za ohranjanje centralne paritete praviloma šibkejša.

Glavna prednost mehke vezave je, da omogoča nominalno konvergenco in hkrati pušča precejšen prostor za realno konvergenco, predvsem v obliki nominalne apreciacije (Gáspár, 2001, str. 26, 30). Relativno širok pas nihanja bi državam kandidatkam omogočal, da učinkovito uravnavajo Balassa-Samuelsonov učinek, hkrati pa bi tudi povečal verjetnost, da so paritetne vrednosti, pri katerih so nacionalne valute držav kandidatk vezane na evro, blizu svojih ravnotežnih vrednosti. Uvedba takšnega režima v državah kandidatkah bi omogočala enostaven prehod v ERM II po vstopu v EU brez potreb po dodatnih spremembah režima deviznega tečaja, hkrati pa bi se monetarne oblasti držav kandidatk že vnaprej privajale na monetarno kulturo v EMU. Edino, kar bi se ob prehodu v ERM II poleg formalne prepovedi enostranskih devalvacij spremenilo, bi bilo to, da bi države dobile dostop do multilateralnega sistema financiranja intervencij v okviru tečajnega mehanizma, kar bi povečalo kredibilnost zaveze za ohranjanje centralne paritete.

Glavna slabost mehkih vezav se kaže v visoki privlačnosti teh režimov za kratkoročne kapitalske pritoke, ki so posledica stabilnega okolja, ki ga ustvarjajo fiksni devizni tečaji, in manj kredibilne zaveze centralne banke za vzdrževanje izbrane paritetne vrednosti v primerjavi z bolj trdimi vezavami. To povečuje verjetnost špekulativnih napadov na valute držav z mehko vezavo, ki imajo lahko precejšnje realne stroške in negativne učinke na nominalno konvergenco (Gáspár, 2001, str. 31).

8.1.3. Režim uravnavano-drsečega deviznega tečaja z inflacijskim ciljanjem

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

Glavna prednost uravnavano-drsečega režima deviznega tečaja je, da omogoča oblikovanje dolgoročnega ravnotežnega deviznega tečaja. Če se je mogoče izogniti pretirani nestabilnosti, ki izvira iz kratkoročnih, špekulativnih tokov kapitala, se bodo skozi izpostavljenost nominalnega deviznega tečaja tržnim silam odrazile strukturne in makroekonomske spremembe v državah kandidatkah. Z uravnavano-drsečim deviznim tečajem bi lahko zato države kandidatke dosegle ravnotežne devizne tečaje pred formalno vezavo svojih valut na evro ter se izognile dolgoročno neravnotežnim premikom deviznega tečaja. Iz tega vidika uravnavano-drseči devizni tečaj podpira proces realne konvergence (Gáspár, 2001, str. 31). Hkrati ta režim pomaga tudi pri doseganju nominalne konvergence, predvsem na področju inflacije in obrestnih mer, saj lahko pričakovana apreciacija valut držav kandidatk pospeši zniževanje inflacije zaradi prevodnega učinka deviznih tečajev na inflacijo. Študije kažejo, da ima uravnavano-drseči režim deviznega tečaja tudi močan disciplinski učinek na fiskalno politiko. Poleg tega so fleksibilni režimi deviznega tečaja manj izpostavljeni destabilizirajočim špekulativnim tokovom kapitala in je z njimi lažje uravnovati kapitalske pritoke ter neravnotežja na tekočem računu plačilne bilance v primerjavi s fiksnimi režimi (Gáspár, 2001, str. 27-28).

Glavna slabost uravnavano-drsečega režima deviznega tečaja v primerjavi s fiksnimi ureditvami so nihanja deviznega tečaja, ki imajo lahko negativne učinke tako na realno kot nominalno konvergenco. Povečana nestabilnost nominalnih deviznih tečajev je lahko škodljiva za izvoz in investicije v menjalnem sektorju, za znižanje inflacije in obrestnih mer ter gospodarsko rast, kar kažejo tudi primerjave med makroekonomskimi rezultati fiksnih in fleksibilnih režimov deviznih tečajev (Gáspár, 2001, str. 28). Prevelika nestabilnost lahko predstavlja tudi problem z vidika vstopa v ERM II, saj lahko ogrozi kriterij stabilnosti deviznega tečaja. Tudi pri režimu uravnavanega drsenja obstaja nevarnost odstopanja nominalnega deviznega tečaja od ravnotežnih ravni, saj vsi tržni pritiski na devizni tečaj niso dolgoročno ravnotežne narave. Druga težava uravnavano-drsečega režima deviznega tečaja v državah kandidatkah izvira iz neizpolnjevanja vseh pogojev za učinkovito inflacijsko ciljanje. Med neizpolnjevanje pogojev lahko štejemo pomanjkanje stabilnega in predvidljivega modela inflacije, prisotnost implicitnega cilja deviznega tečaja poleg eksplicitnega inflacijskega cilja, deloma netransparentno naravo monetarne politike ter močan vpliv sprememb relativnih cen in administrativnih ukrepov na inflacijo.

Gledano s stališča spodbujanja nominalne in realne konvergence imajo vse tri ureditve na področju deviznega tečaja svoje prednosti in slabosti, vendar sta njihova distribucija in velikost različna. Primerjava prednosti in slabosti kaže, da bodo države kandidatke proces realne in

nominalne konvergence lažje uravnava v okviru bolj fleksibilnih ureditev. Kot najprimernejši se kaže uravnavano-drseči režim deviznega tečaja, ki ima pred mehкими vezavami pomembno prednost, saj je manj nagnjen k destabilizirajočim špekulativnim tokovom in napadom v ključnem obdobju do vstopa v EMU (Gáspár, 2001, str. 32).

V sedanjih razmerah, ko inflacija v večini držav kandidatk še vedno precej presega ocenjeno ravnotežno stopnjo inflacije, ki izvira iz naraščanja produktivnosti, bo postopnost prehoda v ERM II dosežena, če bodo centralne banke držav kandidatk pri odločanju o intervencijah na deviznem trgu ciljale na koridor deviznega tečaja, ki omogoča, da je letna stopnja nominalne depreciacije deviznega tečaja domače valute nižja od načrtovane letne stopnje inflacije v skladu z ocenjenim Balassa-Samuelsonovim učinkom v posamezni državi (De Grauwe, Lavrač, 1999, str. 68-70). Naklon koridorja je v tem primeru odvisen od načrtovane stopnje inflacije in velikosti Balassa-Samuelsonovega učinka. Če znaša Balassa-Samuelsonov učinek v državi kandidatki v povprečju 2-3 % na leto, potem naj bi stopnja nominalne depreciacije zaostajala za pričakovano stopnjo inflacije za 2-3 odstotni točki letno, pri čemer predpostavljamo, da v državah EMU ne prihaja do Balassa-Samuelsonovega učinka. Vsem težnjam po večji realni apreciaciji od tiste, ki izvira iz Balassa-Samuelsonovega učinka, bi se morale države upreti. S postopnim nižanjem inflacije bi se naklon koridorja postopno zmanjševal, vse dokler ne bi postal horizontalen. V takšni situaciji bi bil prehod v ERM II zgolj formalnost (De Grauwe, Lavrač, 1999, str. 70). Mehak prehod v režim fiksnega deviznega tečaja bi pomagal zapirati razlike v stopnjah donosa domačih in tujih naložb, saj bi v prehodnem obdobju še vedno prihajalo do nominalne depreciacije deviznega tečaja, ki bi stabilizirala kapitalne pritoke. Poleg doseganja realne konvergence in stabilizacije kapitalnih pritokov taka rešitev omogoča tudi umiritev inflacijskih pričakovanj, ker ne vgrajuje pretekle ampak načrtovano stopnjo inflacije.

8.2. Strategije vstopa v EMU

Obdobja uravnavanega drsenja bo prej ko slej konec, če želijo države kandidatke vstopiti v EMU, saj ERM II od njih zahteva določitev in vzdrževanje centralne paritete nacionalnih valut proti evru. Problemi se zato pojavijo po vstopu v ERM II, če so Balassa-Samuelsonov učinek in neto kapitalni pritoki še prisotni (kar po vsej verjetnosti bodo). V tem primeru lahko pride do dileme med izpolnjevanjem inflacijskega kriterija in kriterija deviznega tečaja, ki smo jo omenili v točki 6.3. in bi jo lahko rešili na enega izmed sledečih načinov.

1. *Odložitev vstopa v ERM II in EMU* dokler ni dosežena zadovoljiva stopnja realne konvergence in dokler se ne absorbirajo kapitalni pritoki, povezani z dokončanjem strukturnih reformam, predvsem privatizacije (De Grauwe, Lavrač, 1999, str. 70-76). Argument za čakanje je poleg konfliktnosti pri doseganju omenjenih dveh maastrichtskih kriterijev tudi potencialna neenakomernost procesa realne konvergence in nevarnost asimetričnih šokov, ki iz tega izvirajo. Asimetrični šoki v državah kandidatkah imajo lahko notranje ali zunanje vzroke. Notranji vzrok je lahko npr. prehitro naraščanje plač v menjalnem sektorju (nad rastjo produktivnosti) zaradi pritiskov po doseganju »evropskih plač«, ki povzroči padec konkurenčnosti menjalnega sektorja in v končni fazi lahko vodi v

recesijo, kar se je pokazalo v Češki v drugi polovici devetdesetih let. Zunanji vzrok pa so lahko močnejše trgovinske povezave teh držav z območji zunaj EU (npr. Rusija ali Balkan), ki ponujajo večje priložnosti za gospodarsko rast, vendar so hkrati tudi potencialen vir nestabilnosti, kar je bilo razvidno ob umiku kapitala iz tranzicijskih držav ob Ruski krizi leta 1998. Kot je pokazal Eichengreen (Eichengreen et. al., 1999, str. 36-38), so namreč glavni kanal za prenos valutnih kriz trgovinske povezave. Ker alternativni mehanizmi prilagajanja šokom (mobilnost delovne sile in fleksibilnost plač) niso dovolj močni, sistem fiskalnih nadomestil v okviru EU ne dovolj obsežen in ker bodo imele nacionalne fiskalne politike v EMU zaradi pakta stabilnosti bolj zavezane roke, je devizni tečaj pomemben prilagoditveni instrument, ki se mu ne kaže preveč hitro odpovedati. Glede na to, da je Slovenija po doseženi stopnji realne konvergence najbližje EU in da je struktura slovenske zunanje trgovine blizu strukturi trgovine znotraj EU, je verjetnost asimetričnih šokov relativno manjša.

2. *Doseganje nominalnih kriterijev za ceno realne konvergence.* Ob upoštevanju Balassa-Samuelsonovega učinka bo pri stabilnem deviznem tečaju v okviru ERM II prihajalo do neizpolnjevanja inflacijskega kriterija. Inflacijo je možno zmanjšati z apreciacijo nominalnega deviznega tečaja ali z restriktivno monetarno in fiskalno politiko, ki lahko ogrozijo rast in zaposlenost. Restriktivna monetarna in fiskalna politika zmanjšujeta agregatno povpraševanje in inflacijske pritiske, tudi tiste, ki izvirajo iz Balassa-Samuelsonovega učinka, medtem ko lahko nominalna apreciacija povzroči krčenje menjalnega sektorja in prav tako zmanjša gospodarsko rast. Zato bi se morale države kandidatke za ceno doseganja obeh maastrichtskih kriterijev odpovedati delu gospodarske rasti (Szapáry, 2001, str. 28). Pri hitrem doseganju nominalnih kriterijev bo po vsej verjetnosti prišlo do oportunističnega obnašanja držav kandidatk, saj po vstopu v EMU države niso podvržene eksplicitnim inflacijskim omejitvam. Države kandidatke si bodo zato zelo prizadevale pozitivno prestatati »test EMU«, da bi lahko po izpolnitvi kriterijev spet nekoliko sprostile svoje ekonomskse politike.
3. *Dopolnitev maastrichtskih kriterijev z upoštevanjem Balassa-Samuelsonovega učinka.* Najbolj elegantna rešitev, ki pa bi ji zelo verjetno nasprotovale sedanje članice EU, bi bilo povečanje manevrskega prostora v okviru inflacijskega kriterija in sicer tako, da bi bilo dovoljeno odstopanje od referenčne vrednosti odvisno od velikosti razlik v stopnjah rasti produktivnosti. Zaradi cikličnih dejavnikov, ki vplivajo na produktivnost, bi bilo težko določiti enotno merilo odstopanja na podlagi produktivnosti, zato se kot rešitev ponujajo tri alternativne možnosti (Szapáry, 2001, str. 28-29):
 - *razvrstitev držav v dve dohodkovni skupini* (nizko in visoko) ter določitev referenčne vrednosti za vsako skupino posebej – v tem primeru bi bilo dovoljeno odstopanje enako za vse države, vendar bi se za izračun zgornje dovoljene meje inflacije uporabljali dve referenčni vrednosti. Ker bi bilo s tem kršeno načelo enake obravnave vseh držav v okviru EMU, ta rešitev ni verjetna;
 - *upoštevanje povprečnega harmoniziranega indeksa potrošnih cen (HICP)* v državah evroobmočja kot referenčne vrednosti, glede na katero se računajo dovoljena odstopanja stopenj inflacije namesto dosedanje prakse povprečja treh držav z najnižjimi stopnjami

inflacije – ker je povprečna inflacija v EMU višja kot povprečje treh držav z najnižjimi stopnjami inflacije, bi taka rešitev zagotovila tranzicijskim državam dodatno odstotno točko prostora, ki je lahko pri nizkih stopnjah inflacije velikega pomena. Ta rešitev se zdi od vseh treh še najbolj realistična in hkrati na nek način tudi logična, saj je ob nastanku maastrichtskih kriterijev obstajalo več monetarnih politik in je bila zato izbira najboljših treh (glede cenovne stabilnosti) za referenčno vrednost smiselna, medtem ko je danes ena, evropska monetarna politika realnost, zato se zdi smiselno, da bi ji prilagodili tudi inflacijski kriterij;

- *povečanje dovoljenega odstopanja od sedanje referenčne vrednosti* – ta ukrep bi bil po vsej verjetnosti interpretiran kot razvodenitev maastrichtskih kriterijev in bi težko naletel na odobravanje.

S sprostitvijo kapitalskih tokov vstopajo države kandidatke v novo realnost globalizacije finančnih trgov. Kot posledica kombiniranega učinka globalizacije in približevanja EU bodo tranzicijske države še naprej privabljale kapitalске tokove, vendar ostajajo hkrati izpostavljene nenadnim spremembam v tržnih pričakovanjih in obratom kapitalskih tokov.

Večji del kapitalskih pritokov v državah kandidatkah je posledica kreditnega zadolževanja privatnega sektorja (bank in podjetij) v tujini, ki je zelo občutljivo na spremembe obrestnih mer, zato je za zmanjšanje pritiskov na apreciacijo valut držav kandidatk ključnega pomena odpravljanje razlik med domačimi in tujimi obrestnimi merami. Poleg tega lahko države s številnimi kratkoročnimi in dolgoročnimi ukrepi pripomorejo k stabilizaciji kapitalskih tokov (Drabek, Griffith-Jones, 1998, str. 19-21). Med kratkoročnimi ukrepi so lahko dodatne izboljšave sistema spremljanja kapitalskih tokov, predvsem z vidika kvalitativnega ocenjevanja tujih naložb z namenom ugotavljanja boljših in hitrejših tipov naložb, njihovega končnega namena in stopnje tveganja. Nadalje je pomembna ustrezna mešanica sterilizacije, monetarne in fiskalne politike, pri čemer naj bi dale države večji poudarek omejevalni fiskalni politiki, ki prek vpliva na agregatno povpraševanje in povpraševanje po uvozu pripomore k zmanjševanju inflacijskih pritiskov in neravnotežja na tekočem računu ter posredno tudi k znižanju obrestnih mer, ki spodbujajo kapitalске pritoke. Med dolgoročne ukrepe lahko štejemo zniževanje inflacije, spodbujanje domačega varčevanja in razvoj domačih finančnih trgov. Pri tem lahko uvajanje pokojninskih shem in institucionalizacija domačih prihrankov (pokojninski, vzajemni in zavarovalni skladi) odigrata pozitivno vlogo, saj spodbujata varčevanje in hkrati omogoča razvoj domačih finančnih trgov in uravnoteženje kapitalskih tokov. Večje varčevanje in z njim povezano finančno posredništvo zahtevata tudi ustrezno regulacijo in nadzor finančnega sektorja, predvsem bank.

9. SKLEP

Monetarni zemljevid Evrope se je v obdobju zadnjih dveh let z uvedbo evra korenito spremenil. Nemške marke, francoski franki, italijanske lire in številne druge manjše valute so s 1.3.2002 dokončno postale preteklost. Nova valuta prinaša državam članicam monetarne unije številne

koristi na mikroekonomski ravni, ki naj bi odtehtale stroške na makroekonomski ravni, v prvi vrsti izgubo samostojne monetarne politike in deviznega tečaja. Od leta 2004 naprej lahko pričakujemo širitev EU na države srednje in vzhodne Evrope, ki ji bo sledila postopna integracija teh držav v EMU. Da bi lahko nove članice EU vstopile v EMU, morajo izpolniti pet maastrichtskih konvergenčnih kriterijev, ki se nanašajo na doseganje nizke stopnje inflacije in dolgoročnih obrestnih mer, zdravih javnih financ in stabilnih deviznih tečajev nacionalnih valut. Izpolnjevanje kriterija stabilnega tečaja zahteva od držav dvoletno sodelovanje v mehanizmu deviznih tečajev ERM II, ki predstavlja sistem fiksnih tečajev z določeno centralno pariteto nacionalnih valut v razmerju do evra in $\pm 15\%$ pasom nihanja. V diplomskem delu sem izpostavil glavne izzive za politiko deviznega tečaja v državah kandidatkah na poti v ERM II in EMU.

Poglavitna značilnost, ki bo vplivala na politiko deviznega tečaja v državah kandidatkah v obdobju do vstopa v EMU, je trend apreciacije realnih deviznih tečajev v teh državah, ki ima ravnotežno in neravnotežno komponento.

Ravnotežno komponento opisuje Balassa-Samuelsonov učinek, ki izvira iz procesa realne konvergence. Pri dohitevanju držav EU hitrejša rast produktivnosti v državah kandidatkah povzroča dolgoročen trend apreciacije realnih deviznih tečajev njihovih valut, ki bo prisoten vse dokler bodo obstajale razlike v razvitosti (merjeno z BDP na prebivalca) med državami kandidatkami in povprečjem EU. Realna apreciacija se lahko kaže bodisi skozi višje stopnje inflacije, kar bi lahko vodilo v neizpolnjevanje inflacijskega kriterija, bodisi skozi nominalno apreciacijo tečaja, kar bi lahko v kombinaciji s kapitalskimi pritoki ogrozilo stabilnost deviznega tečaja v okviru ERM II. Ocene realne apreciacije zaradi Balassa-Samuelsonovega učinka v državah kandidatkah znašajo v povprečju 2-3 % na leto.

Neravnotežna komponenta je povezana s kapitalskimi pritoki, ki jih v državah kandidatkah lahko pričakujemo zaradi liberalizacije kapitalskega računa in integracijskega učinka ob vstopu v EU, v obdobju do dokončanja strukturnih reform pa tudi zaradi privatizacije državnega premoženja v občutljivih sektorjih, npr. v bančništvu ali telekomunikacijah. Predvsem za manj stabilne komponente kapitalskih pritokov, kot so portfolio investicije in kratkoročni tuji krediti, velja, da so v precejšnji meri posledica nezadostne nominalne konvergence na področju obrestnih mer. Kapitalski pritoki lahko povečajo pritiske na apreciacijo realnega deviznega tečaja nad ravnotežno apreciacijo, ki izvira iz rasti produktivnosti.

Politika deviznega tečaja bi morala za doseganje realne konvergence omogočati ravnotežno realno apreciacijo ter preprečevati dodatne pritiske na devizni tečaj, ki bi lahko otežili delo državam kandidatkam pri izpolnjevanju inflacijskega kriterija in stabilizaciji deviznega tečaja. Kot možne rešitve se zato ponujajo odložen vstop v EMU in dokončanje realne konvergence, hitra izpolnitev maastrichtskih kriterijev in vstop v EMU za ceno nekoliko nižje gospodarske rasti v predpristopnem obdobju ali pa povečanje manevrskega prostora v okviru inflacijskega kriterija z upoštevanjem Balassa-Samuelsonovega učinka. Hkrati je potrebno za omilitev pritiskov na apreciacijo deviznih tečajev držav kandidatk zmanjšati razlike v obrestnih merah ter sprejeti ukrepe, ki v odsotnosti kapitalskih omejitev ciljajo na stabilizacijo kapitalskih tokov

oziroma vsaj na zmanjševanje njihovih negativnih učinkov na gospodarstvo. Med njih lahko štejemo redno spremljanje posameznih komponent kapitalskih pritokov glede na stopnje njihove tveganosti, trdno fiskalno politiko, spodbujanje varčevanja, razvoj in poglobljanje domačih finančnih trgov ter ustrezen nadzor nad tveganostjo in preudarnostjo poslovanja bančnega sistema.

Slovenija je v primerjavi z ostalimi kandidatkami za članstvo v EU v najboljšem položaju, saj je razkorak v razvitosti med Slovenijo in EU najmanjši med vsemi državami kandidatkami, zato je tudi prostora za Balassa-Samuelsonov učinek manj. Hkrati je Slovenija ena izmed kandidat, ki je relativno dolgo odlašala s privatizacijo državnega premoženja v občutljivih sektorjih, kot sta bančništvo in telekomunikacije. V Sloveniji lahko zato v bližnji prihodnosti na oblikovanje deviznega tečaja pomembno vplivajo predvsem neposredne tuje investicije, povezane s privatizacijo državnega premoženja. Z vstopom v ERM II je zato smiselno počakati, dokler se ti prehodni kapitalski pritoki ne absorbirajo.

10. LITERATURA

1. Backé Peter: Inflation Developments in Central and Eastern European Accession Countries: Implications for Exchange Rate Policies and Regimes. International Center for Economic Growth – European center. [URL: <http://www.icegec.org/Research/ACE/Papers/backe.pdf>], 14.6. 2001.
2. Bole Velimir: Disinflation and Labor Market Distortions: Lessons from Slovenia. Arnes. [URL: <http://www2.arnes.si/~ljeipf/wp02.pdf>], 16.3. 2002.
3. Buch Claudia M., Heinrich Ralph P.: Capital Flows to Transition Economies : How Risky Is Financial Integration? International Center for Economic Growth – European center. [URL: <http://www.icegec.org/Research/FORD/Papers/buch-heinrich.pdf>], 16.3.2002.
4. Buitter Willem H., Grafe Clemens: Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange Rate Regimes for the Accession Countries. National Bureau of Economic Research. [URL: <http://www.nber.org/~wbuitter/euro.pdf>], 12.1.2002.
5. Burda Michael, Wyplosz Charles: Macroeconomics, a European Text. 2nd Edition. New York: Oxford University Press, 1997. 613 str.
6. Capriolo Gonzalo, Lavrač Vladimir: Managing Capital Inflow in Slovenia – Experience and Options. International Center for Economic Growth – European Center. [URL: <http://www.icegec.org/Research/FORD/Papers/lavrac.pdf>], 16.3.2002.
7. De Grauwe Paul, Lavrač Vladimir: Inclusion of Central European Countries in the European Monetary Union. Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999. 223 str.
8. De Grauwe Paul: The Economics of Monetary Integration. 3rd Edition. Oxford: Oxford University Press, 1997. 228 str.
9. 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. 37 str.

10. 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], February 1998.
11. Duisenberg Williem F: The ECB and the Accession Process. European Central Bank.
[URL: <http://www.ecb.int/key/01/sp011123.htm>], 23.11.2001.
12. Égert Balász: Estimating the Impact of the Balassa-Samuelson Effect on Inflation during the Transition: Does It Matter in the Run-Up to EMU? The Case of Czech Republic, Hungary, Poland, Slovakia and Slovenia. [URL: <http://seminar2001.bg.univ.gda.pl/papers/Egert.pdf>], June 2001.
13. Eichengreen Barry, Rose Andrew, Wyplosz Charles: Contagious Currency Crises. University of California Berkeley – Haas School of Business.
[URL: <http://www.haas.berkeley.edu/~arose/congtn.pdf>], 17.3.1997.
14. Fischer Stanley: Exchange Rate Regimes – Is the Bipolar View Correct? Finance & Development, Washington, 2001, June, str. 18-21.
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: www.icegec.org/Research/ACE/Papers/aceconvergence.pdf], September 2001.
16. Halpern László, Wyplosz Charles: Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection. Geneva: United Nations – Economic Commission for Europe, 2001. 15 str.
17. Ivanko Uroš Bojan: Liberalizacija mednarodnih kapitalskih tokov s centralnobančnega vidika. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 50 str.
18. Jazbec Boštjan: Balassa-Samuelson Effect in Transition Economies: The Case of Slovenia. Ljubljana: Faculty of Economics, 2002. 28 str.
19. Jazbec Boštjan: Model of Real Exchange Rate Determination in Transition Economies. Working Paper Series – Working Paper No. 118. Ljubljana: RCEF, 2001.
20. Jepma Catrinus J., Jager Henk and Kamphuis Elise: Introduction to International Economics. London: Longman, 1996. 391 str.
21. Ješovnik Peter: Evropska Unija, zgodovina, ustanove, politike in evropski model družbe. Koper: Visoka šola za management, 2000. 245 str.
22. Mishkin Frederic S.: The Economics of Money, Banking and Financial Markets. 5th edition. Reading, Massachusetts: Addison Wesley Inc., 1998. 732 str.
23. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. 1.natis. Ljubljana: GV založba, 2002. 682 str.
24. Ribnikar Ivan: Monetary Arrangements and Exchange Rate Regime in a Small Transitional Economy. Finančna ekonomija: zbirka razprav. Ljubljana, 2000.
25. Ribnikar Ivan: Skrbniški bančni računi tujcev. Bančni vestnik, Ljubljana, 1998, 9. str. 2-6
26. Szapáry György: Transition Countries' Choice of Exchange Rate Regime in the Run-Up to EMU Membership. Finance & Development, Washington, 2001, June, str. 26-29
27. Wyplosz Charles: How Risky Is Financial Liberalisation in the Developing Countries? Graduate Institute of International Studies
[URL: <http://heiwwww.unige.ch/~wyplosz/dub7.pdf>], September 2001.

11. VIRI

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 11 (2002), 2. 103 str.
2. Economic and Monetary Union, Compilation of Community Legislation. Luxembourg: European Communities, 1999. 258 str.
3. Statistični letopis RS 1998. Ljubljana: Zavod RS za statistiko, 1998. 659 str.
4. Statistični letopis RS 2001. Ljubljana: Zavod RS za statistiko, 2001. 655.str.
5. Usmeritve denarne politike Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 2001. 34 str.

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

Uporabljene kratice

<i>Kratika:</i>	<i>angleški pomen:</i>	<i>slovenski pomen:</i>
CETE-5	Central European Transition Economies (5)	srednjeevropske tranzicijske države ³⁰ (5)
CPI	Consumer Price Index	indeks potrošnih cen
ECB	European Central Bank	evropska centralna banka
ECU	European Currency Unit	evropska denarna enota
EMI	European Monetary Institute	evropski monetarni institut
EMS	European Monetary System	evropski monetarni sistem
EMU	Economic and Monetary Union (širše), European Monetary Union (ožje)	ekonomska in monetarna unija (širše), evropska monetarna unija (ožje)
ERM	Exchange Rate Mechanism	mehanizem deviznih tečajev
ESCB	European System of Central Banks	evropski sistem centralnih bank
FDI	Foreign Direct Investment	tuje neposredne investicije
HICP	Harmonized Index of Consumer Prices	harmonizirani indeks potrošnih cen
NCB	National Central Bank(s)	nacionalna(e) centralna(e) banka(e)
OCA	Optimum Currency Area	optimalno valutno področje
PPI	Producer Price Index	indeks cen proizvajalcev
REER	Real Effective Exchange Rate (Index)	realni efektivni devizni tečaj (indeks)
TOM	/	temeljna obrestna mera
ULC	Unit Labor Costs	stroški dela na enoto proizvoda

Prevodi tujih izrazov

Balance of payments sustainability – vzdržnost plačilne bilance

Capital inflows reversal – obrat kapitalskih pritokov

Capital inflows surge – nenadno povečanje kapitalskih pritokov

Catch-up inflation – dohitevalna inflacija

Emerging markets – razvijajoči trgi

Eurozone – evroobmočje

External terms – zunanji pogoji

Hard pegs – trde vezave v okviru fiksnih deviznih tečajev

Internal terms – notranji pogoji

Intervention at the margins – intervencija na mejah dovoljenega nihanja deviznega tečaja

Intramarginal intervention – intervencija znotraj meja dovoljenega nihanja deviznega tečaja

Law of one price – zakon ene cene

Managed float – uravanvano-drseči devizni tečaj

Non-tradable sector – nemenjalni sektor

³⁰ Češka, Madžarska, Poljska, Slovaška, Slovenija

Pass-through effect – prevodni učinek

Pure float – čisti drseči devizni tečaj

Soft pegs – mehke vezave v okviru fiksnih deviznih tečajev

Tradable sector – menjalni sektor

Very short term financing facility – institut zelo kratkoročnega financiranja