

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

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

Ljubljana, september 2003

IGOR RUSJAN

## **IZJAVA**

Študent IGOR RUSJAN izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. BOŠTJANA JAZBECA, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

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

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

## KAZALO

<b>UVOD.....</b>	<b>1</b>
<b>1 SISTEMI IN REŽIMI DEVIZNIH TEČAJEV .....</b>	<b>3</b>
1.1 Sistem čistega drsečega deviznega tečaja .....	3
1.2 Sistem čistega trdnega deviznega tečaja .....	4
1.3 Sistem hibridnega deviznega tečaja .....	5
1.4 Sodobna delitev režimov deviznega tečaja .....	6
<b>2 ZGODOVINSKI RAZVOJ TEORIJE IZBIRE REŽIMA DEVIZNEGA TEČAJA.....</b>	<b>9</b>
2.1 Razvoj teorije izbire režima in OCA.....	9
2.2 Pomen kredibilnosti in izbira režima deviznega tečaja .....	11
2.3 Domače nominalno sidro in izbira režima deviznega tečaja .....	12
<b>3 KRITERIJI ZA IZBOR REŽIMA DEVIZNEGA TEČAJA .....</b>	<b>12</b>
<b>4 RAZLIČNE MOŽNOSTI IZBIRE REŽIMA DEVIZNEGA TEČAJA ZA RAZVITE IN NERAZVITE DRŽAVE .....</b>	<b>13</b>
4.1 Zgodovina izbire – razvite države.....	14
4.2 Zgodovina izbire – nerazvite države .....	15
4.3 Strah pred drsenjem v 19. stoletju – sistem zlatega standarda v nerazvitih državah.....	16
4.4 Sodobni problemi pri izbiri režima deviznega tečaja v nerazvitih državah.....	18
4.5 Ključna razlika med razvitimi in nerazvitimi državami .....	19
<b>5 METODOLOŠKI PROBLEMI IZBIRE REŽIMA DEVIZNEGA TEČAJA ....</b>	<b>20</b>
5.1 Analiza makroekonomskih učinkov izbire režima deviznega tečaja na dolgi rok .....	21
5.2 Makroekonomski učinki izbire režima deviznega tečaja v obdobju od 1970 do danes .....	24
<b>6 IZBIRA REŽIMA DEVIZNEGA TEČAJA V CEEC5 DRŽAVAH .....</b>	<b>26</b>
6.1 Razlogi za raznolikost.....	27
6.2 Spreminjanje režimov deviznih tečajev v 90-ih letih prejšnjega stoletja .....	27
6.3 Spremenjene razmere konec 90-ih let prejšnjega stoletja .....	30
6.3.1 <i>Češka, Poljska in Madžarska – prehod na inflacijsko ciljanje</i> .....	30
6.3.2 <i>Slovenija</i> .....	32
6.3.3 <i>Estonija</i> .....	32
6.3.4 <i>Rezultati uporabe različnih monetarnih politik in inflacija v CEEC5</i> .....	33
<b>7 SKLEP .....</b>	<b>35</b>
<b>8 LITERATURA.....</b>	<b>37</b>
<b>9 VIRI.....</b>	<b>39</b>





## UVOD

Kateri režim deviznega tečaja je primernejši, je »neskončna« razprava, ki razdvaja mnenja ekonomskih teoretikov že več kot stoletje. V obdobju zadnjih petnajstih let pa je aktualna tudi za proučevano skupino petih držav srednje in vzhodne Evrope – Češko, Estonijo, Madžarsko Poljsko in Slovenijo (CEEC5). Gre namreč za vprašanje, kateri režim je za te države najboljši v smislu zagotovitve maastrichtskih kriterijev, pri čemer je najzahtevnejši del predvsem znižanje rasti cen na primerljivo evropsko raven in opredelitev dolgoročno vzdržnega razmerja med domačo valuto in evrom. V nasprotnem primeru njihov vstop v Evropsko unijo lahko rezultira v neravnovesjih, ki se v končni posledici izravnavajo le s povečano brezposelnostjo ob nizki gospodarski rasti.

Na eni strani imamo dejstvo, da je za CEEC5 države končni cilj glede režima jasen. Prevzem evra je končni in neizogibni cilj njihovega vključevanja v Evropsko unijo. Časovni horizont prevzemanja evra je zanje zato drugačen kot za države članice, ki so leta 1999 ob uvedbi evra lahko za nedoločen čas odložile prehod v skupno valuto.

Na drugi strani pa je dejstvo, da so te države kljub skupnemu cilju že od začetka tranzicije pa do danes uporabljale celotno paleto razpoložljivih režimov deviznega tečaja. V tem kratkem obdobju nekaj več kot desetih let pa so režime tudi večkrat spreminjale. Kljub bližnjemu vstopu v EU in posledično v ERM2 se pri vodenju monetarne politike niso poenotile. Estonija prisega na uporabo valutnega odbora, Poljska uporablja režim prostega drsenja, ostale tri pa so nekje vmes med tema dvema ekstremoma.

Cilj pričujočega dela pa ni zgolj ugotavljanje, kateri režim bi bil za posamezno izmed držav v obdobju do vključitve v EU, ko so te države še proste pri vodenju lastne monetarne in tečajne politike, najprimernejši. Predvsem je moj namen preko analize problematike izbire režima v zgodovini zadnjih 100 let predstaviti različne možnosti izbire na voljo razvitim in nerazvitim državam. Pokazati hočem, da je na problem izbire režima deviznega tečaja v CEEC5 v proučevanem obdobju (in to bo veljalo tudi vse do prevzema evra) treba gledati z vidike izbire nerazvitih držav. Gre za drugačen pogled na teorijo izbire režima deviznega tečaja, ki v osrčje problema postavi predvsem pomen finančnega razvoja in usklajenosti vseh ekonomskih politik v državi.

Prvo poglavje tega dela je razdeljeno na štiri dele, od katerih so prvi trije namenjeni predstavitvi treh osnovnih konceptualnih sistemov deviznih tečajev. V četrtem delu pa so predstavljeni dejanski režimi deviznih tečajev, osnovne značilnosti le-teh ter njihova razdelitev na dve oziroma tri skupine glede na različne kriterije.

V drugem poglavju bom nato predstavil strnjen pregled razvoja teorije izbire režimov deviznih tečajev v zgodovini zadnjih 100 let, s pomočjo katerega bomo lažje odgovorili na vprašanje,

kateri so faktorji oziroma katere so tiste značilnosti držav, ki narekujejo izbor takega ali drugačnega režima.

V tretjem poglavju so predstavljeni faktorji izbire režima na podlagi sodobne teorije izbire.

Četrto poglavje je namenjeno analizi dejanskega dogajanja glede izbire režima deviznega tečaja v tem istem obdobju. Izbiro režima bom pregledal tako z vidika razvitih držav, ki načeloma lahko dejansko prosto izbirajo med različnimi režimi, in z vidika nerazvitih držav, za katere so možnosti izbire precej drugačne in ki običajno le poskušajo bolj ali manj uspešno posnemati to, kar delajo razvite države.

V petem poglavju opozorim na pomembno metodološko vprašanje, ki ga je potrebno upoštevati pri proučevanju povezave med režimom deviznega tečaja in ekonomsko uspešnostjo posameznih držav. Obstajata namreč dve metodi razvrstitve držav. Prvi – de jure pristop pomeni, da najprej pripravimo tabelo možnih režimov, v katero nato razvrstimo države glede na njihove uradne režime. Drugi – de facto pristop pa poskuša države razvrstiti glede na opazovanje dejanskega nihanja deviznega tečaja in nekaterih drugih spremenljivk.

V šestem poglavju sledi predstavitev obravnavanih držav v smislu uporabljenih režimov deviznih tečajev. Pri analizi faktorjev, ki so vplivali na izbor in spreminjanje režimov deviznih tečajev v CEEC5 državah, je potrebno upoštevati, da gre za nerazvite države. Poglavje je razdeljeno na štiri dele. Najprej ugotavljam, kateri so faktorji, ki so pripeljali do izbora režima v začetku 90-ih let. V drugem in tretjem delu analiziram, kaj je vplivalo na spreminjanje teh režimov. Četrti del predstavi rezultate teh sprememb.

# 1 SISTEMI IN REŽIMI DEVIZNIH TEČAJEV

V teoriji delimo sisteme deviznih tečajev na sistem čistega fleksibilnega oz. drsečega deviznega tečaja, sistem čistega fiksnega oz. trdnega deviznega tečaja ter na sistem hibridnega deviznega tečaja. Znotraj teh treh osnovnih konceptualnih ureditev deviznih tečajev ločimo nadalje vrsto različnih režimov deviznega tečaja, gre pa za »konkretne ureditve« deviznega tečaja, kot so jih in jih trenutno uporabljajo različne države v praksi (Mrak, 2001, str. 43).

## 1.1 Sistem čistega drsečega deviznega tečaja

Pri sistemu drsečega deviznega tečaja gre za v glavnem teoretičen sistem, ki je bil v praksi zelo redko uporabljen<sup>1</sup> (Mrak, 2001, str. 10). V njem je višina tečaja opredeljena izključno z delovanjem tržnih sil, kar pomeni, da bo zunanje – ekonomsko neravnotežje države avtomatično odpravljeno z apreciacijo oz. depreciacijo domače valute brez kakršne koli intervencije države na deviznih trgih in posledično brez kakršne koli spremembe v obsegu njenih mednarodnih rezerv (Mrak, 2001, str. 31).

Mrak (2001, str. 32-35) navaja pet temeljnih argumentov v prid sistema čistega fleksibilnega deviznega tečaja, od katerih prva dva govorita o tem, da ta sistem deviznih tečajev deluje boljše od sistema fiksnega deviznega tečaja, naslednji trije pa o prednostih, ki jih sistem čistega fleksibilnega deviznega tečaja ponuja državam pri vodenju ekonomske politike:

(1) avtomatično doseganje plačilnobilančnega ravnotežja: V tem sistemu je zagotovljeno avtomatično ravnotežje med ponudbo deviz in povpraševanjem po devizah. Mehanizem odpravljanja plačilnobilančnega neravnotežja je v fiksnem sistemu drugačen – presežek/primanjkljaj v plačilni bilanci se odraža v povečevanju/zmanjševanju obsega deviznih rezerv države, takšen način prilagajanja pa je povezan z določenimi narodnogospodarskimi stroški ter ne prispeva k pospeševanju mednarodne trgovine in investicij.

(2) stabilizacijske špekulacije: Avtomatičen način odpravljanja plačilnobilančnega neravnotežja usmerja ekonomske subjekte v takšne vrste špekulacij, ki so dejansko usmerjene v stabilizacijo deviznega tečaja. Do tega naj bi prihajalo zaradi tega, ker naj bi v sistemu fleksibilnega deviznega tečaja bile špekulacije na deviznem trgu profitabilne samo takrat, kadar delujejo stabilizacijsko oziroma kadar špekulanti s svojim delovanjem na deviznem trgu vplivajo na vračanje deviznega tečaja na svojo ravnotežno raven. Destabilizacijske špekulacije so nasprotno verjetnejše v sistemu, pri katerem prihaja do manj pogostih, vendar večjih sprememb deviznega tečaja.

(3) večja gospodarska stabilnost: Prednosti na področju stabilizacije gospodarstva in sploh pri vodenju ekonomske politike. Zagovorniki tega sistem namreč pravijo, da je v primeru sprememb

---

<sup>1</sup> Današnji primer uporabe sistema čistega drsečega deviznega tečaja (ki je najbližje čisti teoretični obliki) so ZDA.



v zunanjem okolju za državo bolje, če se nanje odzove s prilagoditvijo deviznega tečaja kot pa s spremembami v nekaterih drugih makroekonomskih indikatorjih (znižanje deviznega tečaja je mnogo lažje izvedljivo kot znižanje cen in plač).

(4) monetarna avtonomija: Nosilec ekonomske politike v državi zagotavlja popolno monetarno avtonomijo. V tem sistemu torej država lahko vodi povsem samostojno monetarno politiko, kar pomeni, da se lahko samostojno odloča o tem, katera stopnja inflacije in posledično stopnja brezposelnosti sta zanjo najbolj primerni. V sistemu fiksnega deviznega tečaja ta fleksibilnost seveda ni mogoča. Različne stopnje inflacije namreč rezultirajo v pritiskih na plačilno bilanco. V državah z relativno višjimi/nizjimi stopnjami inflacije gredo ti pritiski v smeri primanjkljaja/presežka v plačilni bilanci. Ti pritiski oziroma nujnost reagiranja nanje jasno kažejo na to, da države niso več samostojne pri izbiri svojega optimalnega odnosa med stopnjama inflacije in brezposelnosti. To še zlasti velja za države s primanjkljajem zaradi omejenosti deviznih rezerv.

(5) zavarovanje pred zunanjimi šoki: Sistem fleksibilnega deviznega tečaja varuje državo pred vplivom zunanjih šokov. Gre za nenadne spremembe v povpraševanju po njenem izvozu, do katerih lahko pride zaradi cikličnih gospodarskih gibanj v tujini. To se preko vpliva na povečano ponudbo deviz neposredno odrazi v apreciaciji domače valute in torej ne bo vplivalo na raven domačega dohodka – podobno je domača ekonomija zavarovana pred šoki povečevanja cen v tujini oziroma pred šoki tuje inflacije. V sistemu fiksnega deviznega tečaja se država negativnim vplivom iz tujine ne more izogniti.

Sistem čistega drsečega deviznega tečaja se kot systemska ureditev deviznega tečaja v svetovni zgodovini ni nikoli uveljavil, čeprav so občasno posamezne države prisiljene iti v režim prostega drsenja svoje valute zlasti zaradi pomanjkanja deviznih rezerv (Mrak, 2001, str. 47).

## **1.2 Sistem čistega trdnega deviznega tečaja**

Za ta sistem je – v nasprotju s sistemom čistega drsečega deviznega tečaja – značilno, da država s svojo intervencijo na deviznem trgu vzdržuje devizni tečaj valute na neki fiksno določeni ravni. To pomeni, da država ne dovoljuje, da bi se tečaj prosto spreminjal v odvisnosti od pogojev na deviznem trgu oz. od ponudbe in povpraševanja po devizah. Namesto tega ta sistem od države zahteva, da fiksira vrednost svoje valute oz. da določi uradni tečaj, to je njeno paritetno vrednost oz. da definira vrednost svoje valute v odnosu na neko mero vrednosti (Mrak, 2001, str. 22).

Devizni tečaj oz. njegova paritetna vrednost je torej tu opredeljena z odločitvijo pristojnih organov v državi, centralna banka pa ima obvezo, da tečaj vzdržuje v okviru razpona, ki je bil določen sočasno s sprejetjem paritetne vrednosti (Mrak, 2001, str. 25). Če je tržni ravnotežni tečaj pod spodnjo dovoljeno mejo, bo centralna banka na deviznem trgu intervenirala z dodatnimi nakupi deviz (obseg deviznih rezerv se bo povečal), če pa je ta tečaj nad zgornjo

dovoljeno mejo, bo centralna banka devize prodajala (obseg deviznih rezerv se bo zmanjšal) (Mrak, 2001, str. 22).

Kot ugotavlja Mrak (2001), sta prednosti sistema čistega trdnega deviznega tečaja predvsem dve:

(1) večja stabilnost v mednarodnih odnosih: preprosto tako kot je ena valuta najboljši način za pospeševanje ekonomske aktivnosti na nacionalni ravni, so fiksni devizni tečaji zagotovilo za pospeševanje gospodarskega sodelovanja na mednarodni ravni. Zagovorniki sistema fleksibilnega deviznega tečaja ta argument kritizirajo, češ da v takšnem sistemu prihaja do velikih oscilacij v deviznih tečajih valut. To povzroča večjo negotovost v mednarodnih ekonomskih odnosih, posledično pa ima tudi negativen vpliv tako na proizvodno specializacijo v svetu kakor tudi na obseg mednarodne menjave in investicij.

(2) večja disciplina pri vodenju makroekonomske politike: Predvsem gre za to, da sistem fiksnega deviznega tečaja sili države v nižjo inflacijo – gre za takoimenovani »argument sidra«, ki je tudi eden osrednjih argumentov, zaradi katerih naj bi države, ki želijo znižati visoko stopnjo inflacije, vezale svojo valuto na valuto države z nižjo stopnjo inflacije (Mrak, 2001, str. 41-43).

Podobno kot sistem čistega drsečega tečaja se tudi sistem čistega trdnega tečaja ni uveljavil v praksi<sup>2</sup>, z izjemo režima zlatega standarda, ki je bil v veljavi pred prvo svetovno vojno in kjer je bila vrednost valute nepreklicno fiksirana z določeno količino zlata. Za ta režim deviznega tečaja je bilo značilno, da se morebitna plačilnobilanci neravnotežja odpravljajo avtomatično z odlivom zlata (v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci) oz. s prilivom zlata (v državah s presežkom v plačilni bilanci) (Mrak, 2001, str. 47).

### **1.3 Sistem hibridnega deviznega tečaja**

Pri tem sistemu pristojni državni organi ne opredelijo niti uradnega tečaja svoje valute niti razpona, v okviru katerega se devizni tečaj lahko giblje. To pomeni, da država ne navede eksplicitno, če, kdaj in v kolikšnem obsegu bo intervenirala na deviznem trgu. Njena intervencija na deviznem trgu je tako povsem diskrecijska, zgodi pa se takrat, ko država oceni, da se devizni tečaj valute ne spreminja v skladu z njenimi pričakovanji oz. željami (Mrak, 2001, str. 24).

V sistemu hibridnega deviznega tečaja, ki se nahaja vmes med obema že obravnavanima ekstremnima sistemoma, se zunanje neravnotežje države (izraženo s primanjkljajem/presežkom v celotni bilanci) delno odraža v spremembi tečaja, delno pa v spremenjenem obsegu deviznih rezerv. Glede na to, da je sedaj tu del zunanjega ravnotežja absorbiran v spremembi deviznega tečaja, celotna bilanca države na odraža več zanesljive slike o dejanskem primanjkljaju/presežku tega dela plačilne bilance (Mrak, 2001, str. 25).

---

<sup>2</sup> Današnji primer nam bližnjih držav, ki imajo sistema čistega fiksnega deviznega tečaja, so na primer valutni odbori (Estonija, Bolgarija) ali države članice EMU.

Intervencije države na deviznem trgu lahko razdelimo na direktne in indirektne intervencije. Pri prvih gre za intervencije, s katerimi centralna banka neposredno vpliva na formiranje deviznega tečaja, in to bodisi preko dodatne ponudbe deviz (če hoče preprečiti devalvacijo oz. depreciacijo valute) ali pa preko dodatnega povpraševanja po devizah (če hoče preprečiti revalvacijo oz. apreciacijo valute). Direktna intervencija centralne banka na deviznem trgu ima lahko obliko »nesterilizirane« (s svojimi ukrepi ne reagira na spremembo količine denarja v obtoku, ki jo njena intervencija povzroči) oz. »sterilizirane« intervencije (Mrak, 2001, str. 24-28). Po drugi strani obstajata dve glavni indirektni obliki, in sicer monetarna ter fiskalna politika, ter še nekatere druge, bistveno manj pomembne oblike (Mrak, 2001, str. 40).

Trije ključni argumenti v prid hibridnemu sistemu deviznega tečaja so hkrati tudi argumenti v prid intervencije države na deviznem trgu (Mrak, 2001, str. 41-43):

(1) oblikovanje pravega deviznega tečaja: Izključno delovanje tržnih sil lahko privede od oblikovanja ravnotežnega tečaja na »napačni« ravni oziroma na ravni, ki ne odraža »ekonomskih temeljev« države. Državni organi imajo lahko boljše in celovitejše informacije o svojem gospodarstvu in torej o vseh ključnih makroekonomskih in drugih kazalcih, ki so pomembni za določanje deviznega tečaja. Pristojni organi države imajo »lahko« edini jasen vpogled v ukrepe ekonomske politike, ki jih bodo sprejeli in s katerimi bodo vplivali na (ne)izpolnjevanje obljub, da bo država dejansko dosegla določene cilje ekonomske politike, ki si jih je zastavila. V tem kontekstu so pristojni organi soočeni z vprašanjem kredibilnosti, ki si jo ali pa si je ne ustvarijo s svojim interveniranjem na deviznem trgu.

(2) zmanjšanje stroškov ekonomskega prilagajanja: Z intervencijo države na deviznem trgu je mogoče oblikovati devizni tečaj, ki bo na kratek rok omogočil znosnejše gospodarsko prilagajanje. Tudi v tem primeru naj logika intervencije ne bi bila v tem, da se z njo prepreči nujno prilagajanje, ki ga mora izvesti država, temveč da se skuša proces gospodarske prilagoditve izvesti po dinamiki, ki bo zahtevala nižje stroške, kot če bi prilagajanje potekalo na izključno tržni način.

(3) zmanjšanje stroškov v primeru »overshootinga«: Specifična oblika stroškov ekonomskega prilagajanja so stroški, do katerih pride ob delovanju Dornbuschevega »overshooting modela«, za katerega je značilno, da nenadno zmanjšanje/povečanje obrestnih mer privede do kratkoročno prevelike apre/depreciacije valute. Ocenjuje se torej, da je intervencija države na deviznem trgu zaradi tega, da se korigira slabosti v njegovem delovanju – konkretno pri »zaostajanju« blagovne menjave pri njenem prilagajanju na spremenjeni devizni tečaj, v celoti upravičena.

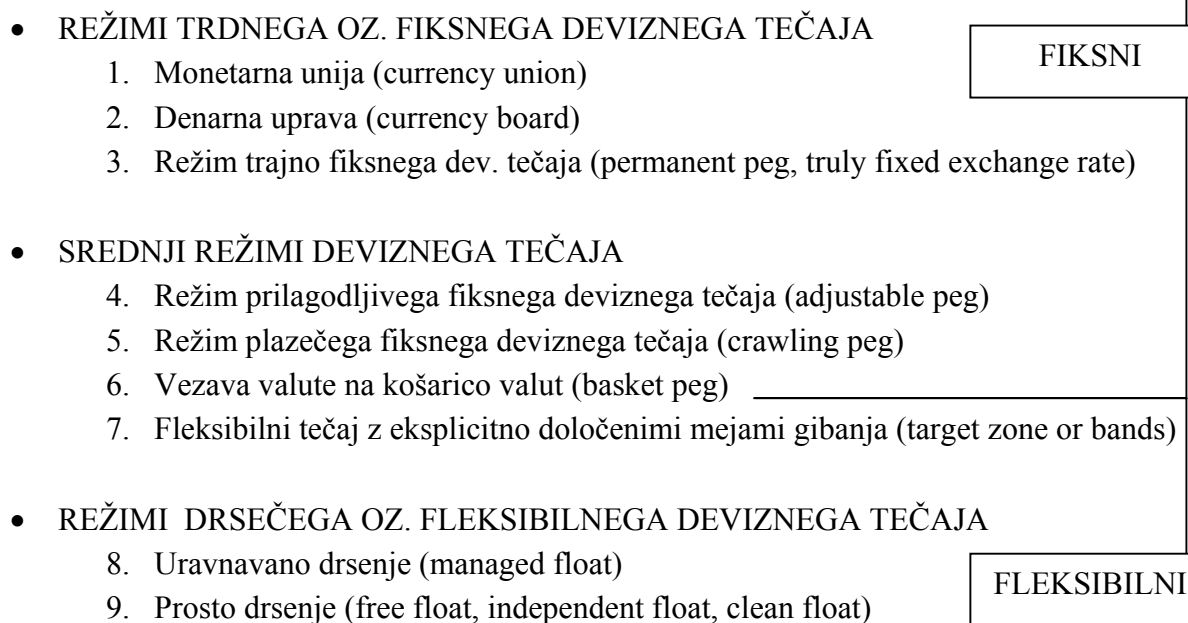
#### **1.4 Sodobna delitev režimov deviznega tečaja**

V tem poglavju je podan sistematičen pregled široke palete režimov deviznega tečaja, ki se danes uporabljajo v svetu.

Ker ima večina teh režimov eno skupno lastnost, in sicer to, da vključujejo večjo ali manjšo stopnjo državne intervencije, Mrak (2001, str. 41) ugotavlja, da izhajajo iz hibridnega sistema deviznega tečaja. V principu pa je hibridni sistem deviznega tečaja mogoče razdeliti na dve podskupini režimov. V prvi so tisti režimi, ki so po svojih značilnostih bližje sistemu čistega fiksnega deviznega tečaja – pri vseh teh sistemih gre za eno od oblik vezanja domače valute na drugo valuto. Drugo pa predstavljajo režimi deviznega tečaja, ki so po svojih značilnostih bližje sistemu čistega fleksibilnega deviznega tečaja.

Režime deviznih tečajev pa lahko razdelimo tudi glede na kriterij njihove dejanske fleksibilnosti. Bordo (2003) tako režime razdeli v tri skupine, pri čemer je ločnica med režimi trdnega oz. fiksnega deviznega tečaja in srednjimi režimi v tem, da se pristojne državne institucije obvežejo nepreklicno fiksirati svojo valuto. Ločnica med srednjimi režimi in režimi drsečega oz. fleksibilnega deviznega tečaja pa je v tem, ali obstaja neka eksplicitno določena meja oz. pas, v bližini katerega država ukrepa.

Ne glede na uporabljen kriterij za ločevanje režimov v skupine pa lahko devet v praksi najpogosteje uporabljenih režimov razvrstimo po vrstnem redu glede na stopnjo njihove fleksibilnosti<sup>3</sup>:



Vir: Mrak, 2001, str. 46-52; Bordo, 2003, str. 5; Babula, Robe, 2002, str.16.

<sup>3</sup> Pri tem velja opozoriti, da lahko države na fleksibilnost režimov v primeru režimov (3) do (7) vplivajo tudi z določanjem širine mej oz. pasu gibanja tečaja. Tako so v okviru brettonwoodskega sistema bile meje konvencionalno ozko opredeljene ( $\pm 1$  % okrog določene paritetne vrednosti). Podobno je veljalo za države, vključene v ERM (Exchange Rate Mechanism – mehanizem deviznega tečaja) v okviru Evropskega monetarnega sistema ( $\pm 2,25$  %). Za ERM2, ki je sedaj v veljavi, pa je značilna večja stopnja fleksibilnosti in torej širše meje gibanja ( $\pm 15$  %).

V točkah od (1) do (9) so predstavljene temeljne značilnosti posameznih režimov deviznih tečajev:

(1) Gre za to, da članice unije prevzamejo skupno valuto, ki je tudi edina uradna valuta v teh državah. Države se s tem odpovejo svoji monetarni avtonomiji (Bordo, 2003, str. 3).

(2) Gre za devizni režim, kjer se država obveže, da bo zamenjevala domačo valuto za tujo po fiksnem deviznem tečaju ter da bo izdajala domači denar, samo v kolikor za to obstaja polno pokritje v deviznih sredstvih. Režim torej odstrani nekatere od klasičnih funkcij centralne banke, zlasti njeno vlogo pri uravnavanju količine denarja v obtoku in vlogo centralne banke kot posojilodajalca v skrajni sili, ter onemogoča valutnemu odboru, da bi dajal kredite vladi, bankam ali komurkoli drugemu (Mrak, 2001, str. 48).

(3) Gre za zelo rigiden režim, kjer paritetna vrednost ostaja nepreklicno fiksirana oz. dolgoročno nespremenjena. Tu lahko tečaj valute, ki je vključena v ta režim, dolgoročno variira samo toliko, kolikor mu omogočajo dovoljene meje enkrat za vselej določene paritetne vrednosti. Ta ostra omejitev velja ne glede na spremembe, do katerih prihaja v gospodarstvu ene oz. druge države. (Mrak, 2001, str. 48).

(4) Gre za klasičen režim fiksnega deviznega tečaja, v katerega je vgrajena možnost, da se paritetna vrednost občasno spremeni in na ta način prispeva k odpravi plačilnobilančnega neravnotežja (Mrak, 2001, str. 49).

(5) Zanj je značilno, da se paritetna vrednost spreminja v rednih (npr. enomesečnih ali dvomesečnih) intervalih, ki so vnaprej objavljeni, višina sprememb pa je relativno majhna. Obseg teh sprememb je ali vnaprej določen ali pa se vsakokrat posebej izračuna na osnovi sprememb v izbranih makroekonomskih indikatorjih (npr. razlika med domačo in tujo inflacijo v preteklem obdobju ter predvidena razlika med obema inflacijama v naslednjem obdobju) (Mrak, 2001, str. 52).

(6) Je lahko enak bodisi (4) ali (5), razlikuje pa se po tem, da država ne fiksira svoje valute na eno valuto (običajno glavnega gospodarskega partnerja), pač pa na košarico valut več držav, pri čemer je ponder vsake od valut v tej košarici odvisen od relativnega pomena te države kot gospodarskega partnerja (Mrak, 2001, str. 49).

(7) Država sploh ne (nujno) določi centralne paritete, pač pa zagotavlja gibanje tečaja valute znotraj eksplicitno določenih mej gibanja oz. pasu (Bordo, 2003, str. 4).

(8) Monetarne oblasti sicer še vedno intervenirajo na deviznem trgu, vendar pa cilj teh intervencij ni jasno opredeljen in transparentno objavljen. Centralna banka torej intervenira diskrecijsko, kar ji daje več fleksibilnosti pri vodenju monetarne politike, kot to velja za

centralne banke v okviru režimov (1) do (7). Monetarne oblasti na osnovi svojih lastnih analiz in ocen opredelijo devizni tečaj, ki je po njihovi oceni za državo primeren in h kateremu se z intervencijo na deviznem trgu želijo čim bolj približati. Vsebinsko gre bodisi za zniževanje kratkoročnih oscilacij v gibanju deviznega tečaja (ang. leaninig against the wind), lahko pa tudi za vplivanja na dolgoročne trende gibanja deviznega tečaja (Mrak, 2001, str. 51-52).

(9) Pri tem režimu naj bi bil devizni tečaj praktično v celoti oblikovan na osnovi delovanja tržnih sil. Intervencije centralne banka na deviznem trgu so v principu kratkotrajne in niso namenjene samemu oblikovanju tečaja valute, temveč predvsem preprečitvi njegovih nepotrebno velikih oscilacij, do katerih občasno prihaja zaradi špekulativnih pritiskov na valuto (Mrak, 2001, str. 52).

## **2 ZGODOVINSKI RAZVOJ TEORIJE IZBIRE REŽIMA DEVIZNEGA TEČAJA**

V prvem poglavju smo spoznali možne izbire režimov deviznih tečajev, ki so teoretično državam na voljo, njihove osnovne značilnosti ter dobre in slabe strani uporabe režimov iz treh osnovnih sistemov deviznega tečaja. V tretjem poglavju pa nas zanima, katere značilnosti države nagovarjajo k uporabi takega ali drugačnega režima deviznega tečaja.

Za boljše razumevanje faktorjev, ki vplivajo na izbiro režima, bom najprej predstavil zgodovinski pregled razvoja teorije izbire režima deviznega tečaja.

### **2.1 Razvoj teorije izbire režima in OCA<sup>4</sup>**

Tradicionalni pogled na izbiro režima deviznega tečaja je bil 100 let nazaj zelo preprost. Bila je preprosta izbira med kovanim denarjem in sistemom čistega fiksne deviznega tečaja oz. zlatega standarda na eni strani ter papirnatim denarjem in režimi fleksibilnih deviznih tečajev na drugi. Prevladujoči pogled na problematiko je poudarjal, da privrženost fiksne režimu deviznega tečaja pomeni predvidljivo ekonomsko politiko in stabilnost cen (pa tudi fiskalno stabilnost in uravnovešenost plačilne bilance) ter izogibanje transakcijskim stroškom menjave valut iz ene v drugo. Do leta 1900 je večina držav tudi opustila uporabo srebra ali bimetalizma in prevzela zlati standard. Fleksibilni režimi deviznega tečaja so bili smatrani kot močan odklon od monetarne in fiskalne stabilnosti in so bili tolerirani le v kontekstu začasnih poslabšanih razmer, kot npr. vojne in/ali finančne krize. Države, ki niso zagotavljale kritja svoje valute v zlatu in so daljši čas vzdrževale fleksibilni režim deviznega tečaja, so bile deležne neodobravanja (Bordo, 2003, str. 5-6).

V medvojnem obdobju je bil poskus vrnitve na zlati standard hitro opuščen, zaključil pa se je z veliko depresijo. Tako obdobje pred kot po vrnitvi na zlati standard je bilo zaznamovano z velikimi fluktuacijami deviznih tečajev. Hkrati so to obdobje zaznamovale destabilizacijske

---

<sup>4</sup> Optimalno valutno področje (ang. optimum currency area – OCA)

špekulacije in kompetitivne devalvacije (Nurske, 1944). Ta spoznanja so bila povod, za ustanovitev brettonwoodskega sistema, ki je temeljil na režimih prilagodljive vezave, leta 1944. Režim deviznega tečaja, ki ga je uporabila večina držav v okviru tega sistema, je bil kombinacija fiksiranja tečaja valute na dolar, dolar pa je bil fiksiran na zlato z ozkimi mejami gibanja  $\pm 2,5\%$  okrog paritete ter s pravico spremeniti centralno pariteto v primeru fundamentalnih neravnotežij v plačilni bilanci. Domnevno je bila to kombinacija, ki je hkrati združevala prednosti zlatega standarda in fleksibilnega režima deviznega tečaja (fleksibilnost tečaja in neodvisnost monetarne politike) (Bordo, 2003, str. 6).

V tem obdobju se je mnenje večine vodilnih ekonomistov tistega časa nagibalo v prid fiksnim deviznim tečajem. Nedvomno je bil razlog za to tudi v dejstvu, da so za ekonomsko nestabilnost držav v medvojnem obdobju delno krivili fleksibilne devizne tečaje, ki so jih države uvedle med vojno. V šestdesetih letih pa se je predvsem zaradi naraščajočega neravnotežja v plačilni bilanci ZDA, ki je povzročalo težave v brettonwoodskem sistemu, mnenje večine spremenilo in postalo bolj naklonjeno sistemu fleksibilnega deviznega tečaja. Ta je bil z razpadom sistema leta 1973 v večini držav tudi uveden (Lisjak, 2003, str. 1).

Težave, s katerimi so se srečevale države pri določanju centralne paritete, ki bi zagotovila plačilnobilančno ravnovesje ter valutne krize, ki so spremljale proces vzpostavljanja novih oz. popravljanja paritet, so sprožile debato o tem, kateri režim je primernejši: fiksni ali fleksibilni. Milton Fridman (1953) je na klasičen pogled (Nurske, 1944), odgovoril z moderno razlago fleksibilnega režima. Prednost fleksibilnih režimov je videl v tem, da omogočajo samostojnost monetarne politike, izolacijo pred zunanjimi realnimi šoki in cenejši (manj destruktiven) mehanizem prilagajanja v razmerah nominalne rigidnosti kot pa režim fiksnega tečaja.

Mundell (1963) je Fridmanovo analizo razširil s predpostavko popolne mobilnosti kapitala. Skladno z njegovo analizo (kot tudi Flemingovo, 1962) je izbira režima deviznega tečaja odvisna od narave šokov (ali gre za realne ali za nominalne šoke) in stopnje kapitalske mobilnosti. V odprtem gospodarstvu s kapitalno mobilnostjo fleksibilni režim deviznega tečaja zagotavlja izolacijo pred realnimi šoki, medtem ko je režim fiksnega deviznega tečaja primernejši v primeru nominalnih šokov kot npr. spremembe v ponudbi denarja (Bordo, 2003, str. 7).

Mundell-Flemingov model je pripeljal do dveh pomembnih pridobitev v teoriji izbire režima deviznega tečaja. Prvič: teza o nemogoči trojici (ang. trilema, impossible trinity) oz. dejstvo, da lahko država izbere le dve izmed treh možnih izbir: prost pretok kapitala, samostojnost monetarne politike, režim fiksnega deviznega tečaja. Skladno s to teorijo je bil sistem zlatega standarda uspešen, ker je uspel zagotoviti dve od zahtevanih sestavin, tj. režim fiksnega deviznega tečaja in prost pretok kapitala, medtem ko je bila samostojnost monetarne politike manj pomembna. Breton Woods pa je združeval režim fiksnega deviznega tečaja in monetarno suverenost z zagotovitvijo precejšnjih kontrol kapitalskih tokov. V zadnjih časih pa je teza o nemogoči trojici privedla do bipolarnega pogleda na izbor režima deviznega tečaja, po katerem

naj bi v razmerah velike mobilnosti kapitala srednji režimi bili dolgoročno nevzdržni. Edina možna naj bi bila torej izbira ene od obeh skrajnosti, bodisi zelo fleksibilen ali pa zelo fiksni režim (Bordo, 2003, str. 7).

Drugič: optimalno valutno področje oz. regija, za katero je optimalno imeti skupno valuto in skupno monetarno politiko (Frekel, 1999). Koncept OCA je bil uporabljen tako za določanje kriterijev za ustanovitev monetarne unije z režimom trajno fiksne deviznega tečaja med njenimi članicami s skupno monetarno politiko kot za debato o izbiri med fiksnimi in fleksibilnimi režimi deviznih tečajev. Kriteriji, ki so jih določili Mundell (1961), Kenen (1969) in McKinnon (1963) za določitev, ali je Evropa OCA, so temeljili na ugotavljanju simetričnosti šokov v državah članicah, stopnji odprtosti, stopnji mobilnosti delovne sile in sposobnosti zagotavljanja fiskalnih transferjev.

Na podlagi OCA teorije so prednosti režima fiksne deviznega tečaja tem večje, čim večja je integracija med državami članicami. Raziskave pa kažejo, da velja tudi nasprotno, torej da se z vključitvijo v denarno unijo preko povečanja trgovinskih povezav in stopnje integriranosti poveča korelacija med šoki (Bordo, 2003, str. 8).

## **2.2 Pomen kredibilnosti in izbira režima deviznega tečaja**

Za razliko od kriterijev, ki temeljijo na teoriji OCA, drugi sklop kriterijev temelji na konceptu nominalnega sidra. V razmerah visoke inflacije, kar je veljalo za večino držav v obdobju 70ih in 80ih let prejšnjega stoletja, je bilo fiksiranje oz. vezava valute na valuto države z nizko inflacijo pojmovano kot resen pristop k znižanju inflacije oz. znižanju inflacijskih pričakovanj (Bordo, 2003, str. 8).

Ta argument temelji na teoriji, ki sta jo razvila Barro in Gordon (1983). Tako analizirata primer, ko centralna banka uporablja diskrecijsko monetarno politiko, s katero naj bi generirala nepričakovano povečanje inflacije s ciljem zmanjšanja brezposelnosti. Dokazujeta namreč, da bo zaradi racionalnih pričakovanj končni rezultat take politike nespremenjena stopnja zaposlenosti pri višji stopnji inflacije, ker bo inflacija, povzročena s strani centralne banke, že vnaprej inkorporirana v delavske plače. Edini način, ki naj bi preprečil dolgoročno nevzdržno obnašanje, naj bi bil zagotovitev neke monetarne discipline (Bordo, 2003, str. 8).

V odprtem gospodarstvu lahko fiksiranje tečaja valute dejansko pomeni tako disciplino. Ta argument je bil tudi široko uporabljen pri upravičevanju ERM sistema v Evropi v 80ih in uveljavljanju denarnih uprav in režimov fiksne deviznega tečaja v nerazvitih državah v 90ih letih prejšnjega stoletja (Bordo, 2003, str. 9).



### **2.3 Domače nominalno sidro in izbira režima deviznega tečaja**

Tudi za primer režimov fleksibilnih deviznih tečajev je nastalo veliko teorij v zvezi z njihovo kredibilnostjo in dolgoročno vzdržnostjo. Edino, kar lahko zagotovi kredibilnost monetarne politike v razmerah monetarne suverenosti in fleksibilnih režimov deviznih tečajev, je razvoj domačih institucij, ki bodo sposobne zagotoviti nizko inflacijo in nizka inflacijska pričakovanja na dolgi rok. Zagotovitev neodvisnih centralnih bank (neodvisnih v zvezi s financiranjem javnega dolga oz. neodvisnih od vlad) in zagotovitev politike inflacijskega ciljanja predstavlja strategijo, ki jo danes uporablja večina razvitih držav (Bordo, 2003, str. 9).

## **3 KRITERIJI ZA IZBOR REŽIMA DEVIZNEGA TEČAJA**

Literatura, ki temelji na teoriji optimalnega valutnega področja – glede tega, kateri od režimov deviznega tečaja je bolj primeren za posamezno državo oz. kateri so faktorji, od katerih naj bi bila ta odločitev odvisna – pri izboru režima deviznega tečaja največ pozornosti namenja vprašanju, ali država pridobi več pri vzdrževanju notranjega in zunanjšega ravnotežja, v kolikor se odloči za enega od režimov v okviru fiksnega deviznega tečaja, ali pa je zanjo bolj primeren režim iz družine fleksibilnih deviznih tečajev (Mrak, 2001, str. 44).

Literatura, ki temelji na proučevanju optimalnega valutnega področja, tako ocenjuje, da so režimi v okviru fiksnega deviznega tečaja bolj primerni za države z naslednjimi značilnostmi:

- Geografsko manjše države – večje države naj bi v principu bile manj pripravljene prepustiti pomemben segment svoje ekonomske politiki tujini, poleg tega pa so le-te od tujine tudi relativno manj odvisne. Manjše države so v povprečju relativno močnejše povezane s tujino kot velike države in so torej tudi bolj izpostavljene dogajanjem izven svojih meja.
- Odprta gospodarstva – ocenjuje se, da bolj kot je gospodarstvo odprto – večji ko je delež zunanje trgovine v BDP, več je razlogov, da se odloči za enega od režimov v okviru fiksnega deviznega tečaja. Bolj ko je gospodarstvo odprto, večji je pomen blaga in storitev v mednarodni menjavi. To seveda pomeni, da je večji pomen mednarodnih cen in posledično tudi pomen deviznega tečaja.
- Države z manjšo stopnjo proizvodne in izvozne diverzifikacije – bolj ko je gospodarstvo diverzificirano, več je argumentov v prid uvedbe režima fleksibilnega deviznega tečaja.
- Države z geografsko koncentrirano zunanjetrgovinsko menjavo – razumljivo je, da bolj ko ima država koncentrirano svojo menjavo s tujino na enega partnerja, večji je njen interes, da veže tečaj svoje valute na valuto te partnerske države. Bolj ko ima država geografsko diverzificirano gospodarstvo in izvoz, več je argumentov v prid režimov fleksibilnega tečaja.

- Države, katerih inflacijska stopnja se ne razlikuje bistveno od svetovne inflacije – države, ki imajo velike razlike med domačo inflacijo in inflacijo v partnerskih državah, morajo često spreminjati svoj devizni tečaj, v kolikor želijo ostati konkurenčne v svetovnem gospodarstvu. To seveda govori v prid oceni, da bodo te države bolj primerne kandidatke za režime v okviru fleksibilnega deviznega tečaja. Pri tem pa seveda velja opozoriti, da v državah, ki imajo zelo visoko inflacijo, lahko fiksiranje deviznega tečaja postane eden od ključnih elementov celotne ekonomske stabilizacije (Mrak, 2001, str. 44-45).

Pred pregledom dejanskega stanja v CEEC5 državah in preden poskusimo analizirati veljavnost priporočil sodobne teorije izbire režima deviznega tečaja je potrebno upoštevati tudi slabosti oz. kritike te teorije.

Predvsem gre za to (kar je podrobneje predstavljeno v četrtem poglavju tega dela), da je moderna teorija v bistvu teorija izbire za razvite države – nerazvite pa običajno ne izpolnjujejo vseh predpostavk teorije OCA in so tudi zgodovinsko gledano vedno imele težave pri posnemanju razvitih. Izbira torej ni za vse države enaka.

Drugi avtorji pa poudarjajo (peto poglavje), da moramo pri proučevanju makroekonomskih rezultatov države v odvisnosti od uporabljenega režima vzeti kot podlago dejanski »de fakto« uporabljene režim deviznega tečaja. Trdijo namreč, da lahko na podlagi uradnih »de jure« režimov deviznih tečajev pridemo do napačnih sklepov, saj države ne počno vedno tega, kar napovedo.

#### **4 RAZLIČNE MOŽNOSTI IZBIRE REŽIMA DEVIZNEGA TEČAJA ZA RAZVITE IN NERAZVITE DRŽAVE<sup>5</sup>**

V tretjem poglavju je podan pregled razvoja teorije izbire režimov deviznega tečaja.

V tem poglavju pa bom predstavil dejansko dogajanje na področju izbire režima deviznega tečaja. Bordo (2003) tako s primerjavo med režimi deviznih tečajev v dveh večjih obdobjih svetovne globalizacije: 1880-1914 in 1973-danes, in to posebej z vidika razvitih in z vidika nerazvitih držav, skuša osvetliti dve bistveni zadevi, ki sta tudi danes zelo aktualni:

- različne izbire, ki so na voljo razvitim in nerazvitim državam,
- vlogo finančne integracije in finančne razvitosti.

---

<sup>5</sup> V tuji literaturi se za obdobje 1880-1914 za ločevanje držav uporabljata termina vodilne (ang. core) in obrobne (ang. periphery), za obdobje od leta 1973 do danes pa termina razvite (ang. developed) in države v razvoju (ang. emergers ali developing countries) ter razvijajoči se trgi (ang. emerging markets). Gre predvsem za to, da skupina vodilnih držav v obdobju 1880-1914 ne obsega enakega nabora današnjih razvitih držav – podobno velja za skupino obrobni držav oz. držav v razvoju. Za potrebe tega dela, pa je pomembna zgolj delitev na razvite in nerazvite, zato bom v nadaljevanju uporabljal zgolj ta dva termina.

Izbor režimov deviznih tečajev se je v prejšnjem stoletju razvijal skladno z razvojem v teoriji. V tabeli 1 je prikazana groba kronologija režimov deviznih tečajev, ki smo jim priča od leta 1880 do danes.

Tabela 1: Izbira režimov deviznega tečaja v različnih zgodovinskih obdobjih

Obdobje	Režimi deviznega tečaja
1880-1914	Zlati standard (bimetalizem, srebro), denarna unija, denarna uprava, prosto drsenje
1919-1945	Zlati standard, denarna uprava, uravnavano drsenje, prosto drsenje
1946-1971	Prilagodljiv fiksni devizni tečaj, prosto drsenje (Kanada), multipli DT <sup>6</sup>
1973-2000	9 vrst režimov, predstavljenih v 1. poglavju tega dela

Vir: Bordo, 2003, str. 20.

#### 4.1 Zgodovina izbire – razvite države

Za razvite države v obdobju pred 1914 so veljale predvsem Velika Britanija, Francija, Nizozemska, Nemčija in ZDA, skupaj s še nekaterimi manjšimi državami zahodne Evrope in angleškimi kolonijami, ki so bile vključene v zlati standard.

Za razvite države je bilo bistvo zlatega standarda v tem, da je zagotavljal kredibilno obvezo, da se bodo države držale pravil zlatega standarda oz. zagotavljale konvertibilnost valut za zlato. Vstop v zlati standard lahko razumemo kot mehanizem, s katerim se država obveže, da si bo prizadevala za stabilno monetarno in fiskalno politiko. Obveza teh držav glede zagotavljanja konvertibilnosti za zlato je bila kredibilno zasnovana na njihovih preteklih dosežkih. Povrh tega pa je bil sistem zlatega standarda deležen dolge zgodovine finančnega razvoja. Predvsem Danska in Anglija sta že v 17. in 18. stoletju uspeli vzpostaviti učinkovite mehanizme za financiranje javnega dolga, ustanoviti centralne banke (kot npr. Bank of England 1694) in razvoj borz, bančnih sistemov in nebančnih finančnih posrednikov v 18. in 19. stoletju (Bordo, 2003, str. 21).

Odstopanje od pravil zlatega standarda je bilo tolerirano le, v kolikor je šlo za očitne, dobro razumljive krizne okoliščine – finančne krize ali vojne. Seveda pod predpostavko, da se bo država, takoj ko bo bodo razlogi za te krizne okoliščine mimo, tudi takoj spet povrnila v sistem zlatega standarda. To namerno so države, kot npr. Anglija med Napoleonovo vojno ali ZDA med državljansko vojno, res izkazovale (Bordo, 2003, str. 21).

Danes razvite države (z izjemo npr. članic EMU) večinoma uporabljajo fleksibilne režime deviznih tečajev. Na določen način pa je sedanji trend uporabe režima fleksibilnih deviznih tečajev le podoben tedanjemu zlatemu standardu, le da so meje gibanja nekoliko razširjene za

<sup>6</sup> Pri tem ne gre za posebno vrsto režima deviznega tečaja, ampak za to, da so v določeni državi za različne ekonomske subjekte veljali pri isti valuti različni devizni tečaji.

zagotavljanje večje fleksibilnosti. Bistvena razlika med nekoč in danes pa je v nominalnem sidru – nekdanjo pariteto v zlatu, okoli katere se je gibal tečaj je nadomestilo domače nominalno sidro, ki omogoča fleksibilnost deviznega tečaja brez omejenosti znotraj mej gibanja okrog centralne paritete. Bistvena sestavina – kredibilnost pa je pri obeh enaka oz. oba temeljita na kredibilnosti. Enako imata tudi oba sistema neodvisne centralne banke, minimalno regulacijo finančnega sistema in prost pretok kapitala (Bordo, 2003, str. 22).

V tem smislu pomeni evolucija iz zlatega standarda v sistem fleksibilnih režimov deviznega tečaja enega večjih tehničnih dosežkov. Današnji režim deviznega tečaja je prevzel kredibilnost oziroma »princip konvertibilnosti« zlatega standarda, odpravil pa visoke stroške pridobivanja »vira konvertibilnosti« in druge nadloge, povezane z zlatom. Poleg tega je tudi razvoj zelo likvidnega in globokega deviznega trga in drugih finančnih trgov močno pripomogel k vzpostavitvi sistema fleksibilnega deviznega tečaja (Bordo, 2003, str. 23).

#### **4.2 Zgodovina izbire – nerazvite države**

Nerazvite države so bile priča bistveno drugačnemu scenariju glede režimov deviznih tečajev v obdobju globalizacije pred 1914, podobno kot se jim dogaja tudi danes. Pred letom 1914, v nasprotju z razvitimi državami, večini nerazvitih držav ni uspelo razviti potrebnih fiskalnih in monetarnih institucij, ki bi jim omogočile vzpostavitev zlatega standarda na kredibilnih temeljih. Posledično, zaradi tega pomanjkanja kredibilnosti, niso bile sposobne izrabiti niti fleksibilnosti monetarne politike v okviru nekakšnih kredibilnih mej nihanja in torej niso bile zavarovane pred šoki (Bordo, 2003, str. 23).

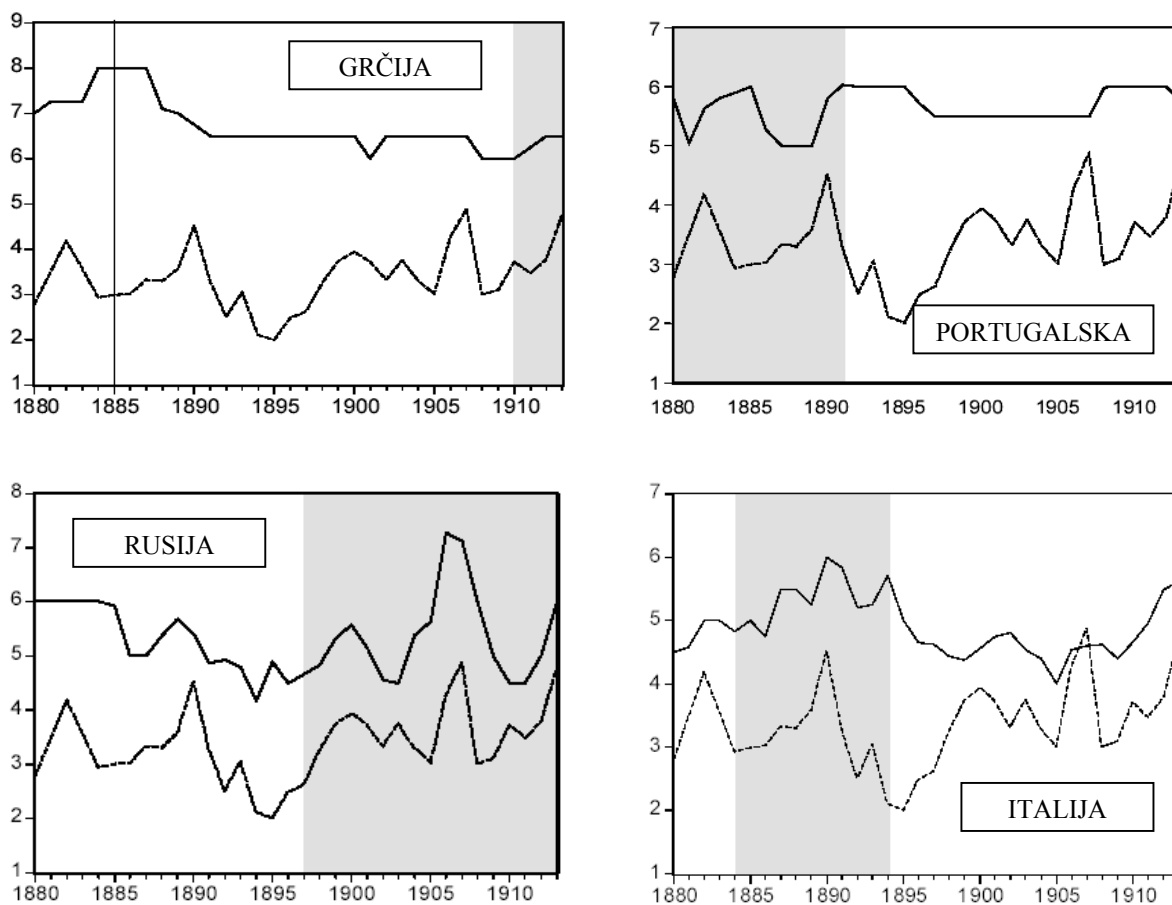
V razvitih državah je šok, katerega posledica je bila deprecijacija valute (v kontekstu začasnega izstopa iz zlatega standarda), lahko bil na kratek rok kompenziran z zniževanjem obrestnih mer tako, da si je BDP lahko opomogel. V nerazvitih državah pa bi deprecijacija valute – kot posledica znižanja obrestnih mer – lahko sprožila finančno nestabilnost in odtok oz. beg kapitala. To je bila posledica dejstva, da na finančnih trgih nerazvitih držav ni bilo pričakovanj v smislu ponovne vzpostavitve deviznega tečaja na prvotno raven, preko aktivnega vplivanja vseh ekonomskih politik. Dodaten razlog pa je bil v tem, da je bila večina javnega dolga države denominirana v tujih valutah (Bordo, 2003, str. 23-24).

Zaradi opisanih problemov fleksibilnost deviznega tečaja v nerazvitih državah ni zagotavljala potrebne fleksibilnosti monetarne politike za razliko od razvitih držav, kjer je to bilo možno. Po drugi strani pa jim tudi prehod na sistem zlatega standarda ni kar čez noč zagotovil potrebne kredibilnosti, kar nam nazorno prikazujejo ravni kratkoročnih obrestnih mer v nekaj tipičnih predstavnikih takratnih nerazvitih držav (Bordo, 2003, str. 25).

Slike 1-4 prikazujejo, da so šibkejšje članice iz skupine držav, ki so imele zlati standard, bile priča višjim kratkoročnim obrestnim meram kljub temu, da so vse države zagotavljale pariteto

njihove valute v zlatu. Višje kratkoročne obrestne mere v Čilu, Grčiji, na Portugalskem, v Italiji ali Rusiji v obdobju njihovega bolj ali manj uspešnega sodelovanja v zlatem standardu napeljuje na probleme, ki jih nerazvite države imajo tudi danes s fiksiranjem deviznega tečaja. Finančne krize, ki so se pojavile v 90ih letih prejšnjega stoletja imajo torej predhodnike v 19. stoletju. Prav dejstvo, da je bil tudi v teh državah uveljavljen zlati standard in da so kljub temu te države bile priča višjim kratkoročnim obrestnim meram, lahko razloži vzrok, da so te države prešle na fleksibilni režim deviznega tečaja (Bordo, 2003, str. 25).

Slike 1-4: Višje kratkoročne obrestne mere (v %) v Grčiji, na Portugalskem, v Italiji ali Rusiji v obdobju njihovega sodelovanja v zlatem standardu (osenčeno območje).



Vir: Bordo, Flandreau, 2001, str. 28-29.

### 4.3 Strah pred drsenjem v 19. stoletju – sistem zlatega standarda v nerazvitih državah

Sodobni problem strahu pred drsenjem (ang. fear of floating), pri čemer gre za to, da države ki uradno izkazujejo, da imajo fleksibilni režim deviznega tečaja, v resnici ne dovolijo večjih fluktuacij deviznega tečaja, kot v razpravi pokažeta Calvo in Reinhart (2000), je bil očitno zelo razširjen tudi že v obdobju pred 1914. Čeprav je bilo fiksiranje deviznega tečaja v okviru sistema zlatega standarda za večino nerazvitih držav precej boleče, je bil režim fleksibilnih deviznih tečajev lahko zanje prav tako nevaren kot dandanes. Razlog za to je bilo dejstvo, da so te države bile vedno pod pritiskom neravnotežij deviznega tečaja zaradi nesposobnosti, da bi se v tujini

zadolževale v domači valuti. Obveznice nerazvitih držav, ki so se pred letom 1914 zadolževale v Londonu, Parizu ali Amsterdamu so vedno vsebovale klavzule, ki so zavezovale višino dolga na zlato in preko tega na valuto države posojilodajalke. Na ta način se je reševalo problem slabe kredibilnosti teh držav. Dolg v njihovi domači valuti bi se lahko zmanjšal z visoko inflacijo – dolg v tuji valuti, vezani na zlato, pa so zagotavljali garancijo, predvsem v smislu, da so silili vlade držav izposojevalk k stabilnejši makroekonomski politiki (Bordo, 2003, str. 28-29).

Poleg tega pa vključitev v zlati standard niti ni zagotovila popolnega substituta za »zlato klavzulo«. Skupina držav, ki se je lahko tudi v tujini zadolževala z vrednostnimi papirji, denominiranimi v domači valuti, je bila precej manjša od celotne skupine držav, ki so vstopile v sistem zlatega standarda. Tako so države, katerih delnice so na londonski borzi kotirale v domači valuti, bile ZDA, Francija, Nemčija, Belgija, Nizozemska, Švica in Danska (Bordo, 2003, str. 25-26).

Nesposobnost zadolževanja v domači valuti oz. posledično zadolževanje tuji valuti, vezani na zlato, pa pomeni, da lahko valutna kriza povzroči pogubne posledice na gospodarstvo v razmerah visoke zadolženosti države. Finančne krize konec 19. stoletja in konec 20. stoletja nam postrežejo s praktičnim prikazom delovanja tega mehanizma. Kriza se je začela v Argentini, kjer je zaradi prevelikega nakopičenega dolga, ki ga je spremljala še velika ekspanzija papirnega denarja, prišlo do točke, ko država ni bila več sposobna servisirati zunanjega dolga. Na Portugalskem in v Grčiji pa (1892 in 1893) je krizo javnega dolga sprožila deprecijacija domače valute (Bordo, 2003, str. 30).

Tako kot sami problemi servisiranja dolga in finančne nerazvitosti tedanjih držav so bili tudi odgovori nanje presenetljivo moderni. Nekatere države, kot npr. Španija in Portugalska, so še naprej obdržale režim fleksibilnega deviznega tečaja, vendar pa so močno omejile zadolževanje v tujini. Nekatere druge, npr. Rusija in Grčija, pa so razvile de facto denarno upravo. Akumulirale so rezerve zlata, ki so še presegale dejansko potrebne količine in de facto zagotavljale kritje denarja v zlatu, ki je celo presegalo 100 % (Bordo, 2003, str. 30).

Jasno pa je, da je v razmerah, kjer si je le malo držav bilo sposobnih svoj zunanji dolg denominirati v domači valuti in tako tudi imeti možnost uporabe režima fleksibilnega deviznega tečaja, bil večji del nerazvitih držav obsojen na posledice neskladij le-tega (Bordo, 2003, str. 31).

S tega zornega kota postane prevzemanje zlatega standarda za tiste, ki bi se želeli zaščititi pred zunanjimi šoki, ne najboljša »second best« rešitev. Ne drži torej, da prevzem zlatega standarda privede do kredibilnosti kar čez noč. Bordo (2003, str. 31) s takšno interpretacijo teh na prvi pogled zelo različnih »globalnih« režimov deviznih tečajev v dveh dobah svetovne globalizacije (režim fiksnega deviznega tečaja nekoč, režim fleksibilnega deviznega tečaja danes) postavi v osrčje problema vlogo finančne nerazvitosti in finančnih kriz. V določeni meri so takratne finančne krize tako kot tiste v 90. letih prejšnjega stoletja imele podobno vlogo, in sicer

opominjanje nerazvitih držav s fleksibilnim režimom deviznih tečajev na potencialne nevarnosti le-teh.

Vidimo torej, da so razvite države vedno imele željo in tudi sposobnost zagotavljati fleksibilnost deviznih tečajev (z omejitvami glede fleksibilnosti s strani mej gibanja deviznega tečaja in s težavo vzpostavitve domačih institucij, ki bi bile sposobne zagotoviti domače nominalno sidro), medtem ko so nerazvite države vedno imele resne težave s fleksibilnimi deviznimi tečaji, hkrati pa so jim sistem zlatega standarda nekoč in režimi fiksnih deviznih tečajev danes pomenili le »second best« rešitev (Bordo, 2003, str. 31-32).

#### **4.4 Sodobni problemi pri izbiri režima deviznega tečaja v nerazvitih državah**

Zaradi številnih finančnih kriz v nerazvitih državah v 90. letih so pritegnile pozornost predvsem države, ki so v neprijetnem položaju, ker so liberalizirale transakcije kapitalskega računa. Večina držav, ki jih je doletela finančna kriza, so imele režim fiksnega deviznega tečaja. Skladno s tezo o nemogoči trojici, so bile finančne krize dokaz, da prost pretok kapitala, monetarna suverenost in režim fiksnega deviznega tečaja niso kompatibilni, tako kot je bilo tudi v primeru razvitih držav v bretonwoodskem sistemu ter ERM sistemu. Posledično je večina opazovalcev postavila tezo o bipolarnosti – da naj bi bili edini dve razpoložljivi možnosti bodisi bolj fiksni režim ali pa bolj fleksibilni režim deviznega tečaja (Bordo, 2003, str. 8-9).

Tudi danes so nerazvite države priča številnim specifičnim problemom, katerih posledica je, da je ta enostavna razdelitev problematična. V primeru uporabe fiksnejšega režima deviznega tečaja, kot na primer denarna uprava, valutne krize niso mogoče, so pa mogoče bančne krize in brez pomoči denarnih oblasti tudi ni možnosti za njihovo obvladovanje. Ker namreč ni možnosti, da bi centralna banka delovala kot posojilodajalec v skrajni sili tudi ni možnosti za fleksibilno monetarno politiko, s katero bi lahko izravnali negativne vplive realnih eksternih šokov. Dodatno je potrebno upoštevati, da je v primeru vzpostavitve denarne uprave potrebno (bolje) za vezavo izbrati valuto države, s katero ima nerazvita država velik delež trgovine in ima dolgo zgodovino stabilnosti (Bordo, 2003, str. 9).

Drugi problem je problem zadolževanja v tuji valuti (ang. liability dolarization) (Calvo in Mishkin, 2003). Ker je večina nerazvitih držav finančno nerazvitih in so imele zgodovino visokih inflacijskih stopenj in slabe fiskalne politike, same niso sposobne bodisi izposojanja sredstev v obliki izdajanja njihovih lastnih dolgoročnih vrednostnih papirjev v domači valuti bodisi izposoje v tujini, razen na ta način, da so to storile v dolarjih. To pa privede do velike izpostavljenosti spremembam deviznega tečaja. Depreciacija njihovih valut lahko pomeni resne plačilnobilančne težave, propad bank (bančnega sektorja) in nesposobnosti servisiranja dolgov. To je bil primer vzhodne Azije v 90. letih prejšnjega stoletja kot tudi Argentine, ki je leta 2001 morala izstopiti iz denarne uprave. Zadolževanje v tuji valuti povzroča probleme tako tistim

nerazvitim državam, ki imajo fiksne, kot tistim, ki imajo fleksibilne režime deviznih tečajev (Bordo, 2003, str. 10).

Tretji problem nerazvitih držav, ki imajo režim fleksibilnega deviznega tečaja, je ta, da depreciacije domače valute lahko nimajo nobenega vpliva na realni sektor zaradi vsesplošne indeksacije in/ali zgodovine visoke inflacije. Lahko pa imamo zelo hiter prehod od spremembe deviznega tečaja na raven cen (Bordo, 2003, str. 11).

#### **4.5 Ključna razlika med razvitimi in nerazvitimi državami**

Bordo in Flandreau (2003) sta predstavila ekonometrično študijo, s katero sta raziskovala za obdobji pred letom 1914 in po letu 1973 povezavo med prevladujočim režimom deviznega tečaja (zlati standard v obdobju pred 1914 in fleksibilni režimi po letu 1973) in finančno razvitostjo (definirano kot odprti in globoki finančni trgi ter stabilna monetarna in fiskalna politika<sup>7</sup>). Pred letom 1914, ko je za prevladujoči režim veljal zlati standard, sta ugotovila, da so države, ki so ga uveljavile, imele večjo finančno globino od tistih, ki tega niso storile – po letu 1976 pa to ne velja več. Države, ki so bile sposobne uspešno zagotavljati fleksibilni režim deviznega tečaja, so se izkazale kot finančno bolj razvite.

Ključna razlika med razvitimi in nerazvitimi državami, tako nekoč kot tudi danes, ki odločilno vpliva na izbor režima deviznega tečaja, je torej finančna razvitost, saj so države, ki so finančno razvite, v svetu, ki ga označuje prost pretok kapitala, prav tako sposobne živeti s fleksibilnim režimom deviznega tečaja, kot so se bile sposobne uspešno sodelovati v sistemu zlatega standarda v obdobju pred 1914. Današnji fleksibilni režimi deviznih tečajev so rezultat finančne razvitosti, razvoja tehnologije in institucij ter zavezanosti ekonomskih politik k zagotavljanju stabilnih razmer, ki omogočajo nosilec ekonomskih politik zagotavljanje stabilnega monetarnega in fiskalnega okolja brez zavezanosti zunanjemu sidru. Tako evolucija režimov deviznih tečajev kot spreminjanje mednarodnega monetarnega sistema sta posledica razvoja finančnih trgov in finančnega integriranja. Finančne krize, kot na primer v 90. letih 19. stoletja in 90. letih 20. stoletja so ključni trenutki, ki pokažejo na napake v sistemu med razvitimi in nerazvitimi državami. Evolucija zlatega standarda in premik na fleksibilni režim deviznega tečaja s strani razvitih držav sta zahtevala veliko finančno zrelost. Enako bo potrebno storiti tudi v drugih državah. Za nerazvite države pa so še vedno zelo uporabni srednji režimi deviznih tečajev v kontekstu omejevanje pretoka kapitala (Bordo, 2003, str. 32-33).

Do podobnih zaključkov prideta tudi Calvo in Mishkin (2003, str. 28). Nerazvitim državam pa priporočata, da raje kot na samo izbiro režima deviznega tečaja – ki je po njunem mnenju drugotnega pomena – več pozornosti usmerijo v razvoj monetarnih in fiskalnih institucij, ki bodo sposobne zagotoviti stabilno makroekonomsko okolje. Posvetijo naj se institucionalnim

---

<sup>7</sup> Za globino finančnih trgov sta uporabila razmerje  $M4/BDP$ .



reformam – razvoju bančnega in finančnega sektorja, fiskalni stabilnosti, transparentni monetarni politiki, večji odprtosti mednarodne trgovine. Na ta način bodo zagotovile dobro gospodarsko klimo in ne bodo več tako podvržene gospodarskim šokom.

## 5 METODOLOŠKI PROBLEMI IZBIRE REŽIMA DEVIZNEGA TEČAJA

V tretjem poglavju sem dobre/slabe strani režimov deviznih tečajev analiziral s teoretične plati, pri izboru režima deviznega tečaja pa je seveda pomembno, da imamo dejanske podatke o ekonomski uspešnosti posameznih režimov. Pri tovrstnih analizah pa naletimo na pomembno metodološko vprašanje: katero klasifikacijo režimov deviznih tečajev bomo uporabili?

Obstajata dva možna odgovora: de jure ali pa de facto. Prvi pristop pomeni, da najprej pripravimo tabelo možnih režimov, v katero nato razvrstimo države glede na njihove uradne režime. Tak je bil predvsem pristop MDS-a<sup>8</sup>, podkrepljuje pa ga dejstvo, da ima napovedovanje režima pomembne implikacije na bodočo kredibilnost države.

Drugi pristop, ki so ga uporabili predvsem Calvo in Reinhart (2000) ali Levy-Yeyati in Struznegger (2001), temelji na predpostavki, da zaradi raznih razlogov, kot npr. strah pred drsenjem ali pomanjkanje kredibilnosti, države ne delajo tistega, kar napovedo. Ta pristop skuša popraviti ta problem tako, da skuša določiti de facto uporabljen režim deviznega tečaja z opazovanjem dinamike deviznega tečaja, spreminjanja mednarodnih denarnih rezerv in drugih spremenljivk (Bordo, 2003, str. 12).

Ena bolj poznanih študij, ki je uporabljala de jure razdelitev, je Fischerjeva (2001), s katero je za obdobje 1991-1999 ugotovil, da je delež držav članic MDS-a, ki uporabljajo srednje režime deviznega tečaja, padel iz 62 %(98 držav) na 34 %(63 držav). Delež držav z režimom trdega deviznega tečaja je narastel iz 16 %(25) na 24 %(45), medtem ko je delež držav, ki uporabljajo drsedeči režim deviznega tečaja, narastel iz 23 %(36) na 42 %(77). V novejši študiji pa je Frankel (2002) pokazal, da so države v razvoju v zadnjem desetletju v večjem številu izbrale fleksibilne kot pa fiksne režime deviznih tečajev. Do podobnih zaključkov sta prišla tudi Larin in Velasco (2001). Njuna študija je pokazala, da je leta 1976 86% držav v razvoju vzdrževalo neko obliko trde vezave domače valute. Medtem ko je leta 1996 le še 45 % teh držav še imelo neko obliko vezave, pa jih je 52 % prešlo na fleksibilne režime (Bordo, 2003, str. 12).

Zagovorniki de facto razdelitve so dvomili v konsistentnost teh podatkov, saj je v praksi precej držav z de jure fiksnim režimom pogosto korigiralo centralno pariteto njihovih valut oziroma imelo neko obliko mehke vezave (ang. soft pegs). Po drugi strani pa so države z de jure fleksibilnim režimom deviznega tečaja bile nenaklonjene prevelikim fluktuacijam tečaja in so tako vzdrževale oziroma so izkazovale dokaj fiksen devizni tečaj oz. nenaklonjenost drsenju

---

<sup>8</sup> Tudi MDS (Mednarodni denarni sklad) je konec 90. let prejšnjega stoletja začel uporabljati de facto klasifikacijo režimov deviznih tečajev.

(ang. hard floats). Calvo in Reinhart (2000) pojasnujeta, da je to predvsem posledica strahu, da bi prevelike fluktuacije (posebej deprecijacija) domače valute negativno vplivale na njihovo plačilno bilanco.

Levy-Yeyati in Sturznagger (2000) – LYS sta poskušala, upoštevajoč te probleme, narediti de facto klasifikacijo, ki bi temeljila na volatilnosti deviznih tečajev in deviznih rezerv. Države so razdelili v tri glavne skupine deviznih tečajev: fiksni, srednji in fleksibilni. Njihova raziskava je za obdobje 90-ih let potrdila prisotnost mehkih vezav in nenaklonjenosti drsenju. Glede na rezultate njune študije je v vsaki od treh skupin enako število držav oz. so vse tri skupine enako reprezentirane.

V novejšem delu pa sta Reinhart in Rogoff (2002) – RR sestavila novo klasifikacijo. Uporabila sta večjo bazo podatkov, ki je upoštevala tudi multiple devizne tečaje ter zgodovino deviznih tečajev vseh držav članic MDS za zadnjih 50 let in sestavila natančnejšo lestvico s 15 kategorijami. Razlikovala sta tudi med fleksibilnimi tečaji, ki so posledica visoke inflacije (ang. freely falling), in ostalimi fleksibilnimi tečaji. Tako kot LYS je tudi RR študija ugotovila močno prisotnost mehkih vezav in nenaklonjenosti drsenju. Po letu 1980, je več kot 50 % de jure fleksibilnih bilo de facto fiksnih tečajev, približno 50 % de jure fiksnih pa de facto fleksibilnih.

## 5.1 Analiza makroekonomskih učinkov izbire režima deviznega tečaja na dolgi rok

Bordo (2003) na podlagi de jure razdelitve najprej raziskuje povezavo med nekaterimi makroekonomskimi spremenljivkami na dolgi rok. Slike 5, 6 in 7 prikazujejo časovne vrste za 14 razvitih držav od leta 1880 do 1995 za tri ključne spremenljivke<sup>9</sup>. Te so: spremenljivost deviznega tečaja, inflacija in rast realnega BDPpc. Vertikalne črte razdeljujejo obdobje na podobdobja, v katerih je večinoma prevladoval en režim deviznega tečaja<sup>10</sup>:

- »gold standard«; obdobje zlatega standarda (1880-1914)
- »wars and depression«; prva svetovna vojna, medvojno obdobje in druga svetovna vojna (1914-1945)
- »Bretton Woods - BW« (1946-1971), ki je še dodatno razdeljeno na dve podobdobji: »pre-convertible« obdobje, v katerem valute večine držav še niso bile zunanje konvertibilne<sup>11</sup> in »convertible«
- »managed float«; obdobje fleksibilnih režimov deviznih tečajev od leta 1971 naprej

Znotraj teh obdobji so posamezne države v posameznih letih lako uporabljale tudi različne režime deviznih tečajev, v grobem pa lahko rečemo, da je za opazovanih 14 držav veljalo: v

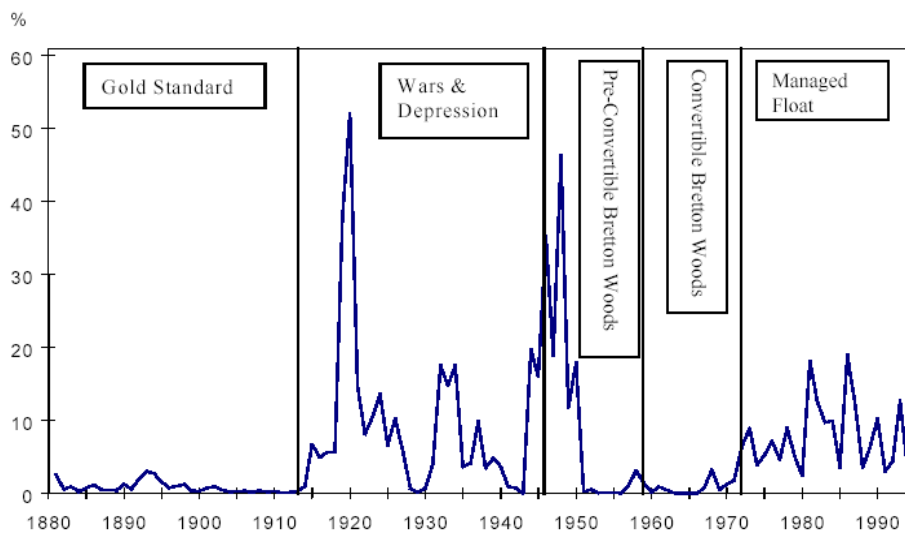
<sup>9</sup> Proučevane države so: Belgija, Kanada, Danska, Finska, Francija, Nemčija, Italija, Japonska, Nizozemska, Norveška, Švedska, Švica, Velika Britanija, ZDA.

<sup>10</sup> Spodnje alineje služijo hkrati kot legenda za slike od 1 do 3 na sledečih dveh straneh.

<sup>11</sup> Gre za nekonvertibilnost domačih valut za transakcije na tekočem delu plačilne bilance. Posledično to pomeni, da so bile primorane te države svoje valute vezati na eno od konvertibilnih valut.

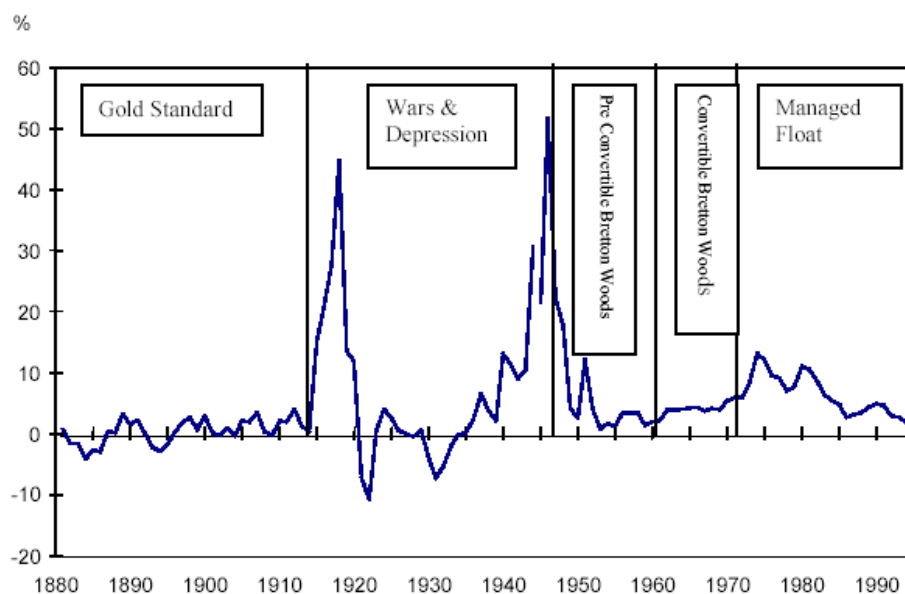
obdobju zlatega standarda se je večina držav držala fiksnega režima deviznega tečaja; v vojnem in medvojnem obdobju je večina držav uporabljala neko vrsto fleksibilnega režima deviznega tečaja; v obdobju brettonwoodskega sistema, z izjemo Kanade, ki je med leti 1950 in 1961 imela fleksibilni režim, je imela večina držav režim prilagodljivega fiksnega deviznega tečaja; po letu 1971 pa je večina držav prešla na fleksibilnejše režime z izjemo skupine evropskih držav, ki so se vključile v ERM mehanizem (Bordo, 2003, str. 14).

Slika 5: Spremenljivost deviznih tečajev (merjen kot absolutna procentualna sprememba logaritma deviznega tečaja) za 14 razvitih držav v obdobju 1881–1995



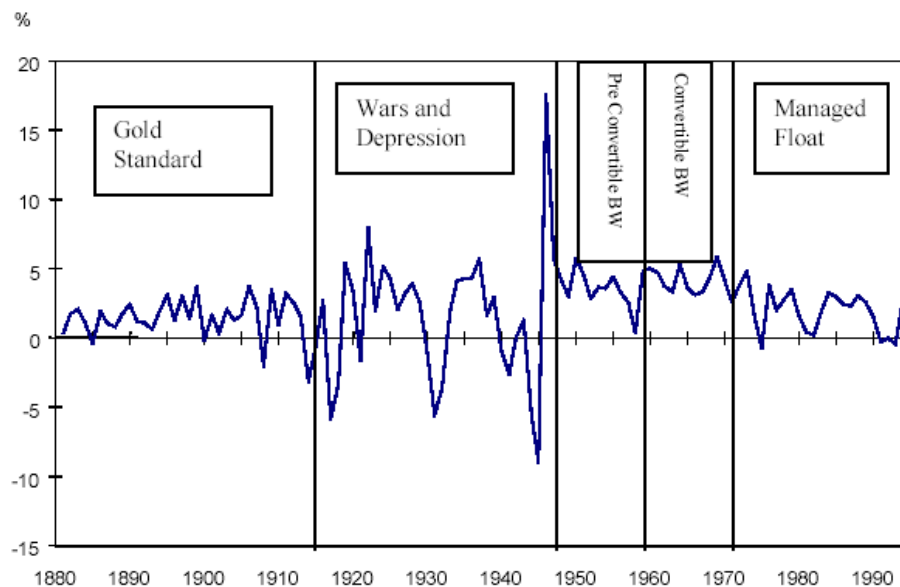
Vir: Bordo, 2003, str. 15.

Slika 6: Inflacija (merjena kot medletna rast cen življenjskih potrebščin v %) za 14 razvitih držav v obdobju 1881–1995



Vir: Bordo, 2003, str. 16.

Slika 7: Rast realnega BDPpc (merjena kot medletna rast realnega BDPpc v %) v obdobju 1881–1995



Vir: Bordo, 2003, str. 16.

Bordo (2003, str. 14) na podlagi enostavne analize predstavljenih slik in brez spuščanja v podrobnosti posameznih držav pride do določenih splošnih zaključkov:

- glede deviznega tečaja: obdobji zlatega standarda in konvertibilnega BW sta bili najbolj stabilni. Vojno, medvojno ter obdobje zgodnjega BW pa najbolj nestabilni ter relativno stabilno zadnje obdobje s fleksibilnimi režimi.
- glede inflacije: bila je najnižja v obdobju zlatega standarda in konvertibilnega BW, najvišja pa v vojnem in medvojnem obdobju. 70. in 80. leta prejšnjega stoletja je zaznamovala za obdobje »miru« relativno visoka inflacija. Od sredine 80. let pa se je pričela spuščati na nivoje, ki spominjajo na tiste v obdobju zlatega standarda in konvertibilnega BW. Iz tega je razviden pomen zagotovitve kredibilnega nominalnega sidra, zlato pred 1914, zlato skupaj z dolarjem v BW ter inflacijsko ciljanje in druga domača nominalna sidra od začetka 80. let naprej.
- glede realnega BDPpc: z izjemo nenavadno visoke rasti po drugi svetovni vojni, ki je bila v veliki meri posledica okrevanja oziroma obnove Evrope, kaže, da na dolgi rok ne moremo potrditi povezave med režimom deviznih tečajev in ekonomsko rastjo.

## 5.2 Makroekonomski učinki izbire režima deviznega tečaja v obdobju od 1970 do danes

Analiza na podlagi de jure režimov deviznega tečaja iz podpoglavja 6.1 je pustila odprto vprašanje glede vpliva režima deviznega tečaja na povezavo med rastjo realnega BDPpc in inflacijo. Tega problema pa se Bordo (2003) loti z uporabo LYS in RR de facto klasifikacije režimov deviznih tečajev.

V tabeli 2 so primerjani podatki na podlagi LYS de facto klasifikacije z MDS-ovo de jure klasifikacijo za tri osnovne skupine režimov deviznih tečajev: fleksibilne, fiksne in srednje.

Tabela 2: Primerjava rezultatov glede na MDS-ovo de jure in LYS de facto klasifikacijo (povprečne letne stopnje rasti za 154 držav, članic MDS, za obdobje 1974-1999)

Klasifik.	Inflacija			Realni BDPpc		
	Fleksibilni	Srednji	Fiksni	Fleksibilni	Srednji	Fiksni
IMF	22,3	20,2	16,7	1	2	1,2
LYS	14,2	38,3	9,7	1,9	0,8	1,5

Vir: Bordo, 2003, str. 19.

Skladno z MDS-ovo klasifikacijo so bili fleksibilni režimi konsistentni z višjo inflacijo, fiksni pa z nižjo. LYS pa pokaže, da so hibridni režimi imeli najvišjo inflacijo, višjo kot fleksibilni in fiksni.

Glede realne rasti BDPpc pa po MDS-ovi klasifikaciji ugotovimo, da so imeli hibridni režimi največjo, fleksibilni pa najmanjšo rast. Glede na LYS pa so fleksibilni režimi dosegali najvišje rasti, manjšo fiksni, najmanjšo pa fleksibilni režimi. Bordo (2003) ta rezultat pojasnjuje z dejstvom, da so po LYS klasifikaciji države s strahom pred drsenjem bile prekvalificirane v skupino srednjih režimov deviznih tečajev, posledično pa so ostale v skupini fleksibilnih režimov deviznih tečajev večinoma le razvite države.

Za potrditev svoje teorije je analizo ponovil z uporabo RR klasifikacije, ki je metodološko bistveno različna od LYS. Pri RR so države razporejene v 5 skupin. Fleksibilni režimi deviznih tečajev so razdeljeni v 3 podskupine: prosto drsenje (ang. freely floating), »freely falling«; (države z visoko inflacijsko stopnjo in stopnjo depreciacije valute, večjo od 40 %), uravnavano drsenje (ang. managed floating). Skupina fiksnih režimov deviznega tečaja zajema resnično trdne režime, srednji režimi (ang. limited flexibility, intermediate regimes) pa združuje vse tiste srednje režime, ki niso zajeti v ostalih štirih skupinah (Bordo, 2003, str. 17).

V tabeli 3 predstavljeni rezultati z uporabo RR de facto klasifikacije, so posledično precej različni od rezultatov glede na de jure ali LYS klasifikacijo. Z izločitvijo »freely falling« držav iz skupine držav s fleksibilnim režimom deviznega tečaja ostanejo v tej skupini le razvite države, v katerih inflacija nima tako negativnih makroekonomskih učinkov (Bordo, 2003, str. 17).

Tabela 3: Primerjava rezultatov glede na MDS-ovo de jure in RR de facto klasifikacijo (povprečne letne stopnje rasti za 153 držav, članic MDS, za obdobje 1970-2001)

Klasifik.	Inflacija CPI					Realni BDPpc				
	Prosto drsenje	»freely falling«	Uravnavaano drsenje	Srednji	Fiksni	Prosto drsenje	»freely falling«	Uravnavaano drsenje	Srednji	Fiksni
IMF	174	n.p.	74,8	5,7	38,8	0,5	n.p.	1,9	2,2	1,4
RR	9,4	443,3	16,5	10,1	15,9	2,3	-2,4	1,6	2,4	1,9

Vir: Bordo, 2003, str. 19.

Bordo (2003) ugotavlja, da države s fiksnimi režimi deviznega tečaja v proučevanem obdobju niso imele najnižje inflacije. Po drugi strani pa so rezultati glede realne rasti v državah s fleksibilnim režimom deviznih tečajev med najboljšimi, skladno s tistim, kar ugotavlja tudi LYS.

Zaključimo lahko, da so rezultati glede na de facto klasifikacijo bistveno različni od de jure MDS-ove klasifikacije. Dejstvo, da tako na podlagi LYS kot na podlagi RR klasifikacije kljub zelo različnim metodološkim pristopom, analizi enoglasno fleksibilni režim deviznega tečaja povezujejo z visoko realno rastjo in fleksibilni režim deviznega tečaja hkrati ni povezan z visoko inflacijo, nam sugerira, da je tudi izbira klasifikacije režimov deviznega tečaja zelo pomembna glede odločanja o izbiri določenega režima (Bordo, 2003, str. 18).

Pri interpretaciji rezultatov Bordojeve študije pa moramo biti previdni. Na prvi pogled avtor zanika veljavnost splošnih značilnosti oz. dobrih strani režimov v okviru sistema čistega fiksnega deviznega tečaja, predstavljenih v tretjem poglavju tega dela. Vendar pa je potrebno upoštevati, da je njegova analiza statične narave. V danem trenutku je torej lahko res, da so v proučevanem obdobju države s fiksnimi režimi deviznega tečaja imele višjo inflacijo. Gre pa za to, da so te iste države fiksne režime uvedle ravno zato, da bi uspele znižati inflacijo. Če bi na to isto zgodbo gledali z dinamičnega vidika, bi ugotovili, da so z uporabo fiksnih režimov države resnično uspele močno znižati inflacijo.

Bordo (2003) na podlagi te analize predvsem poudari dejstvo, da za razvite države sama izbira režima deviznega tečaja ni tako pereč problem, saj jim prav njihova razvitost omogoča doseganje dobrih makroekonomskih rezultatov ne glede na dejanski režim, ki se uveljavi v določenem zgodovinskem obdobju.

## 6 IZBIRA REŽIMA DEVIZNEGA TEČAJA V CEEC5 DRŽAVAH

Ne glede na to, da si države CEEC5 vse želijo uresničiti isti cilj – vstop v EU in prevzem evra in da so si v marsikateri ekonomski značilnosti tudi zelo podobne, smo glede režimov deviznih tečajev priča veliki raznolikosti. Od denarne uprave v Estoniji do relativno prostega drsenja na Češkem in Poljskem. Madžarska ima režim fiksnega deviznega tečaja z mejami gibanja  $\pm 15\%$ , Slovenija pa režim uravnavanega drsečega deviznega tečaja.

Tabela 4: De jure režimi deviznega tečaja – DT in monetarna politika v CEEC5 državah v letu 2003.

Država	Režim DT	Uradna politika	Kontrola kap.	Cilj mon. pol.
Češka	Uravnavano drsenje	Intervencija za ravnanje kratkoročnih fluktuacij DT	V veliki meri liberalizirani	Inflacijsko ciljanje
Estonija	Denarna uprava	-	Popolnoma liberalizirani	Fiksen DT glede na evro
Madžarska	Trajno fiksni DT na evro, meje gibanja $\pm 15\%$	Intervencija v primeru prekoračitve dovoljenih mej gibanja DT	V veliki meri liberalizirani	Inflacijsko ciljanje, ciljanje monetarnih agregatov
Poljska	Prosto drsenje	Intervencija za ravnanje kratkoročnih fluktuacij DT	Dolgoročni tokovi liberaliz., kratkoročni pa deloma liberaliz.	Inflacijsko ciljanje
Slovenija	Uravnavano drsenje	Intervencija za ravnanje kratkoročnih fluktuacij DT	Dolgoročni tokovi liberaliz., kratkoročni pa deloma liberaliz.	Ciljanje M3, skrb za zniževanje inflacije

Vir: Corker et al., 2000, str. 3; Remškar, Žemva, 2001, str. 2-10.

Vse CEEC5 države so ekonomsko (z majhno izjemo Poljske) gledano majhna odprta gospodarstva. Njihova zunanja trgovina oziroma celotna ekonomija pa sta močno vezani na evro. Glede na sodobno teorijo izbire režima deviznega tečaja bi bilo torej zanje priporočljivo, da bi kar najhitreje vezale njihove valute na evro in tako izkoristile prednosti fiksnega režima deviznega tečaja.

Potrebno je upoštevati (kot izhaja iz četrtega poglavja), da moramo na izbiro režima deviznega tečaja v CEEC5 državah gledati kot izbiro za primer nerazvitih držav. Na grobo namreč lahko trdimo, da se je vsaka izmed obravnavanih držav CEEC5 na začetku 90-ih let – v večji ali manjši meri – soočala prav z vsemi težavami, značilnimi za nerazvite države (kot izhaja iz podpoglavij 5.4 in 5.5). Posledično je za te države prehitra vezava valute na evro problematična, saj ne dosega ekonomske in institucionalne razvitosti partnerskih držav, na katerih valuto bi bile vezane. Taka vezava bi postala ali nevzdržna (kot se je že zgodilo v državah, ki v okviru zlatega standarda kljub vezavi valute na zlato niso zagotovile dolgoročno vzdržnih makroekonomskih temeljev, podpoglavje 5.2) ali pa bi zahtevala velike stroške notranje ekonomskega prilagajanja (kar v veliki meri drži v primeru Estonije).

## **6.1 Razlogi za raznolikost**

Raznolikost uporabljenih režimov deviznih tečajev v CEEC5 državah je v veliki meri posledica strukturnih in institucionalnih značilnosti držav. Dodatno pa so na izbiro režima vplivala zgodovinska dejstva, reakcije vlad na ekonomske krize in izbira pristopa zniževanja inflacije (Corker et al., 2000, str. 2).

Predvsem inflacija je bila zgodnjih devetdesetih letih v primeru tranzicijskih držav ena izmed ključnih determinant odločitve za določen režim deviznega tečaja, nadzor nad katero ostaja eden od glavnih problemov tranzicijskih gospodarstev še danes (Struna, 2001, str. 10).

Poskus stabilizacije gospodarstva, ki se sooča s problemom visoke inflacije, zahteva izbiro nominalnih sider, ki so nujni pogoj za stabilizacijo, v smislu, da bodo vsaj na dolgi rok izbrane spremenljivke konvergirale k vnaprej določeni rasti teh sider. Zgodovinsko gledano sta ali nominalni devizni tečaj ali nadzor nad ponudbo denarja v obroku med najbolj učinkovitimi nominalnimi sidri na področju stabilizacije inflacije v uporabi po celem svetu (Jazbec, 1999, str. 2). Različni inflacijsko naravnani stabilizacijski programi kažejo na to, da se režimi v okviru sistema drsečega deviznega tečaja ujemajo s stabilizacijskimi programi, zasnovanimi na nadzoru ponudbe denarja, režimi v okviru sistema trdenega deviznega tečaja pa s programi, zasnovanimi na podlagi deviznih tečajev (Jazbec, 1999, str. 10).

V nameri, da bi takoj zmanjšale inflacijska pričakovanja, se je večina držav v tranziciji odločila sprejeti in implementirati stabilizacijske programe na podlagi deviznega tečaja. To pomeni, da so se posledično odločile za prevzem režima v okviru sistema trdenega deviznega tečaja. (Jazbec, 1999, str. 9-10). Za razliko od njih pa je Slovenija že od vsega začetka kombinirala uravnavanje deviznega tečaja in ciljanje denarnih agregatov (Jazbec, 1999, str. 3).

## **6.2 Spreminjanje režimov deviznih tečajev v 90-ih letih prejšnjega stoletja**

Poleg tega je prihajalo tudi do sprememb režimov deviznih tečajev v državah skozi čas. V obdobju 1990-2003 lahko opazimo trend prehajanja v bolj fleksibilne različice režimov in/ali širjenje mej gibanja tečaja v okviru fiksnih režimov, z izjemo Estonije, ki ves čas vztraja pri denarni upravi, in Slovenije, ki prisega na uravnavano drsenje. Pomembna faktorja za evolucijo režimov deviznih tečajev sta po Corker et al. (2000) tako napredovanje v procesu zniževanja inflacije kot pritiski s strani kapitalskih tokov.

Kot ugotavlja Frenkel (1999, str. 37), noben režim deviznega tečaja ni hkrati dober za vse države kot tudi noben režim deviznega tečaja ni enako dober za isto državo v vseh obdobjih. Nekaterim državam je tečajni cilj predstavljal pomemben element monetarne politike pri stabilizaciji gospodarstva v razmerah, ko so iskale izhod iz obdobja visoke inflacije. V drugih obdobjih pa je lahko postala postavljena pariteta nevzdržna (precenjena) in je za te iste države bil nujen izhod iz fiksnega režima, preden bi se razvila hujša kriza.



Tabela 5 dokazuje veljavnost njegove trditve na primeru nekaterih CEEC5 držav.

Tabela 5: Spreminjanje režimov deviznih tečajev v CEEC5 v obdobju 1990-2003

	Sistem fiksni DT		Sistem hibridnih DT			Sistem fleksibilnih DT	
	Denarna uprava	Trajno fiksni	Prilagodljiva vezava	Plazeča vezava - ozke meje	Plazeča vezava - široke meje	Uravnjavano drsenje	Prosto drsenje
Češka			0	→	0	→	X
Estonija	X						
Madžarska				0	→	0	
		X		←			
Poljska			0	→	0	→	0
							X
Slovenija							X

Vir: Corker et al., 2000, str. 4; Remškar, Žemva, 2001, str. 2-10.

Madžarska je po seriji devalvacij prešla na plazečo vezavo z ozkimi mejami gibanja  $\pm 2,25\%$  kot del strategije v okviru uresničevanja postopnega zmanjšanja inflacije iz  $25\%$  v letu 1995. Skupaj s precej trdno kontrolo kratkoročnih kapitalskih tokov je tako monetarnim oblastem uspelo zagotoviti sidro pri cilju zmanjševanja inflacije na  $10\%$ , hkrati pa je zagotavljala vsaj nekaj manevrskega prostora za vodenje fleksibilne monetarne politike. Razširitev mej gibanja pa je olajšala postopno odpuščanje preostalih kapitalskih kontrol. Češka in Poljska sta prešli do bolj fleksibilnega režima deviznega tečaja v veliki meri zaradi pritiskov kapitalskih tokov. Češka je bila prisiljena zapustiti režim plazeče vezave kljub širokim mejam gibanja pod velikimi pritiski na deviznem trgu (Corker et al., 2000, str. 5).

Poljska je s pravšnjo uporabo plazečega režima deviznega tečaja in kasneje tudi z razširitvijo mej gibanja zagotovila pravo okolje za politiko postopnega zmanjševanja inflacije ter dovolj fleksibilnosti za odgovor na variabilne kapitalске tokove in eksterne šoke. Čeprav je bila konec 1999 inflacija skoraj  $10\%$  – oziroma 2 odstotni točki nad zgornjo mejo ciljne inflacije Corker et al. (2000, str. 21), ne vidijo nekega prepričljivega razloga za vrnitev na fiksnejšo različico režima deviznega tečaja. Argumenti za fleksibilnejši režim deviznega tečaja še vedno pretehtajo vse druge v času do vstopa v EU in do razrešitve vseh kapitalskih omejitev bo fleksibilnost ključni element oblasti kot odgovor na večje kapitalске pritoke.

Vseeno pa obstaja tudi nekaj zadržkov glede uporabe fleksibilnega režima s strani Poljskih oblasti. Deficit tekočega računa plačilne bilance na Poljskem je leta 1999 znašal kar  $7,5\%$  BDP in nadaljnje naraščanje bi lahko vzbudilo neželjeno spremembo tržne klime. Iz tega razloga morajo monetarne oblasti pretehtati posledice njihovih dejanj glede deviznega tečaja in težiti k zunanjetrgovinskemu ravnotežju. Torej. Ne glede na to, da je Poljska popolnoma odpravila meje gibanja deviznega tečaja, so nosilci monetarne politike daleč od tega, da bi lahko bili indiferentni do sprememb deviznega tečaja. Glavni cilj je vzdrževanje režima fleksibilnega deviznega tečaja s primerno zastavljenimi cilji fiskalne politike. To bi pripomoglo k boljšemu doseganju

inflacijskih ciljev in zunanjetrgovinskemu ravnotežju ter zmanjšalo pritisk na politiko inflacijskega ciljanja (Corker et al., 2000, str. 22).

V Estoniji je tečajna politika ostala nespremenjena. Estonija je z uporabo denarne uprave ob osamosvojitvi deloma tudi poudarila prelomni trenutek oz. izstop iz njene ruske preteklosti.

Slovenija pa se je izognila postavljanju tako strogih pravil oblikovanja deviznega tečaja, namesto tega je izbrala strategijo omejevanja spremenljivosti deviznega tečaja s ciljem zadušiti efekt inflacijskih pričakovanj in ohranitvijo konkurenčnosti (Corker et al., 2000, str. 5). Pragmatičen pristop k vodenju monetarne politike oz. pragmatičen pristop monetarnega ciljanja, podprt z intervencijami v smislu omejevanja kratkoročnih nihanj deviznega tečaja, sta pripomogla k temu, da je tudi v Sloveniji inflacija v 90-ih letih padla na nivo pod 10 %. Dokler niso bile v veliki meri odpravljene leta 1999, so omejitve kapitalskih tokov predstavljale odločno podporo monetarni politiki. Trenutni liberalnejši režim kot tudi namera oblasti, da se kapitalski tokovi popolnoma liberalizirali do vstopa v EU, bosta pomenila težje delo za Banko Slovenije pri ciljanju zmanjševanja inflacije in kontroli nad gibanjem deviznega tečaja (Corker et al., 2000, str. 22).

Evolucija režimov deviznih tečajev je spremljala bolj ali manj postopna liberalizacija kapitalskih tokov, čeprav so bili koraki v smeri liberalizacije različni po državah CEEC5. Estonija je liberalizirala vse tokove kapitala že na začetku tranzicije, medtem ko so vsi ostali na začetku odprli najprej le dolgoročne kapitalske tokove. Slovenija in Madžarska sta se najdlje opirali na večino kontrolnih mehanizmov za regulacijo kratkoročnih tokov kapitala. Poljski kontrolni mehanizmi za kratkoročne tokove so v večji meri nezavezujoči, medtem ko je Češka odpravila tudi skoraj vse kontrole (Corker et al., 2000, str. 5).

Kljub različnim uporabljenim režimom pa je vsaka izmed držav CEEC5 naredila občuten napredek pri zmanjševanju inflacije na normalne »nizke« nivoje. Kot prikazuje tabela 6, so CEEC5 države s pomočjo neke oblike vezave tečaja valute oz. omejevanjem njenega drsenja uspele do leta 1997-1998 inflacijo obrzdati na približno 10 %.

Tabela 6: Letna stopnja inflacije v CEEC5 državah v obdobju 1991–2000 v %

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Češka	52,0	11,1	20,8	10,0	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9
Estonija	211,0	1076,0	89,8	47,7	29,0	23,1	11,2	8,2	3,3	3,8
Poljska	35,0	23,0	22,5	18,8	28,2	23,6	18,3	14,3	10,1	9,5
Madžarska	70,3	43,0	35,5	32,2	27,8	19,9	14,9	11,8	7,3	9,9
Slovenija	118,0	207,0	32,9	21,0	13,5	9,9	8,4	8,0	6,1	8,6

Vir: Jazbec, 1999, str. 4.

Ta dosežek je dokaz konsistentnosti celotnega paketa politik v državi, vključujoč fiskalno politiko in strukturne reforme – ne zgolj monetarne politike in režima deviznega tečaja samega po sebi. Ne glede na to pa ostaja inflacija eden od kovergenčnih kriterijev, ki je še vedno najbolj

problematičen. Inflacija je ekonomska kategorija, ki je ni moč znižati zelo hitro. Zato se države že pred vstopom v EU skušajo z njo resno spopadati (Remšak, Žemva, 2003, str. 2).

### **6.3 Spremenjene razmere konec 90-ih let prejšnjega stoletja**

Z odločitvijo o vstopu v EU ter podpisom asociacijskih sporazumov z EU so se CEEC5 države dejansko odločile tudi za EMU. Kriteriji vključevanja v EU, določeni v Kopenhagnu leta 1993, med drugim vključujejo tudi zmožnost države kandidatke, da prevzame vse obveznosti članstva v EU, vključujoč cilje politične, ekonomske in monetarne unije. Obveznost članic za sodelovanje v EMU izhaja neposredno iz članstva te države v EU (Struna, 2001, str. 22-23).

Končni cilj za režim deviznega tečaja je z odločitvijo vključitve v EU znan, prav tako maastrichtski kriterij glede deviznega tečaja, ki zahteva vsaj dveletno sodelovanje v ERM2. Ker se CEEC5 države v ERM2 lahko formalno vključijo šele po vstopu v EU, kar se bo zgodilo maja 2004, pa lahko te države še prosto vodijo monetarno politiko in izbirajo režim deviznega tečaja.

Vprašanje, kateri režim je za CEEC5 države v tem obdobju najboljši, je predvsem vprašanje, kateri režim jim bo omogočil zagotovitev maastrichtskih kriterijev (predvsem glede inflacije in določitve dolgoročno vzdržnega deviznega tečaja, s katerim vstopiti v ERM2) teh hkrati povzročil kar najmanjše narodnogospodarske stroške.

V grobem lahko trdimo, da so vse CEEC5 države do konca 90. let že večinoma odpravile omejitve kapitalskih tokov. K temu se je pridružilo še dejstvo, da se je trend padanja inflacije konec 90-ih let na nivoju okrog 10 % ustavil. Nadaljnje zniževanje inflacije na nivoje držav EU je v teh razmerah zahtevalo nov pristop monetarne politike. (Tukaj je posebnost Estonija, ki se je samostojni monetarni politiki odrekla že od vsega začetka in ima – kot posledico denarne uprave – večji problem z obrestnimi merami kot pa z inflacijo).

Potem ko se je inflacijsko ciljanje v devetdesetih letih v smislu neposrednega ciljanja inflacije s strani denarne politike uveljavilo predvsem v zahodnih razvitih državah, so temu sledile tudi nekatere CEEC5 države. Češka, Poljska in Madžarska centralna banka so pred uvedbo inflacijskega ciljanja vse tri ciljale neko obliko fiksnega deviznega tečaja (Remšak, Žemva, 2003, str. 2 in 13).

#### *6.3.1 Češka, Poljska in Madžarska – prehod na inflacijsko ciljanje*

Češka centralna banka je že v letu 1998 pričela z inflacijskim ciljanjem, predvsem z namenom postopno znižati inflacijsko stopnjo, ki je do tedaj vztrajala na ravni okrog 10 %, na tisto, primerljivo državam EU. Začetek inflacijskega ciljanja je sovpadal tudi z opustitvijo plazečega režima, ki je do tedaj predstavljal nominalno sidro. Eden izmed glavnih razlogov za uvedbo inflacijskega ciljanja je bilo nameravano znižanje inflacije na raven, ki bo v prihodnosti po vstopu Češke v EU kar najbolj omogočala gladek vstop v ERM2. Zaradi nizke stopnje inflacije

Češka po vstopu v EU oziroma ERM2 ne pričakuje težav pri vzdrževanju centralne paritete v mejah dovoljenega odstopanja  $\pm 15\%$  (Remšak, Žemva, 2001, str. 8).

Odločitev za inflacijsko ciljanje je bila uspešna v smislu zagotavljanja stabilnosti cen, zanimivo pa je pogledati, kaj se je dogajalo z dejanskim uresničevanjem poteka inflacije oziroma ali je češka centralna banka dodatno ukrepala, ko se je censki indeks gibal pod oziroma nad ciljnim vrednostmi. Češki se je zgodil »undershooting«, torej je njihova »neto inflacija«<sup>12</sup> v sredini let 1998 in 1999 padla krepko pod koridor, ki si ga je zadala kot cilj. Undershooting je bil prisoten približno 3 leta. Nižja stopnja inflacija od napovedane pa je sovpadala z zelo zmanjšano gospodarsko aktivnostjo oziroma celo recesijo. Vendar v tem obdobju centralna banka ni dodatno reagirala, saj je ocenjevala, da je vzrok za nizko inflacijo predvsem v zunanjih dejavnikih (npr. nizke cene nafte). Inflacijsko ciljanje nosi s seboj številne izzive. Pojav undershootinga deloma odseva potrebe oblasti po vzpostavitvi kredibilnosti politik ter tehnične probleme s kvaliteto podatkov in vzpostavljanjem trdne povezave med inflacijo in njenimi determinantami (Remšak, Žemva, 2001, str. 9).

Poljska centralna banka se je za inflacijsko ciljanje odločila v letu 1998. Pred tem je centralna banka uporabljala kot bližnji cilj denarne politike kombinacijo ciljanja količine denarja v obtoku in crawling peg tečajnega režima. Končni cilj pa je bila že takrat stabilnost cen. Poleg stabilnosti cen si centralna banka prizadeva še za razvoj modernega finančnega trga. Za inflacijsko ciljanje se je centralna banka odločila predvsem zaradi priprav na vstop v EU in kasneje v EMU in zaradi vzpodbujanja stabilne gospodarske rasti (Remšak, Žemva, 2001, str. 11-12).

Problemi, s katerimi se Poljska centralna banka srečuje pri doseganju inflacijskega cilja, so predvsem šoki na strani ponudbe in dvigovanje kontroliranih cen. Pri inflacijskem ciljanju fiskalna politika sicer nima nobene formalne zaveze v smislu doseganja zastavljenega inflacijskega cilja centralne banke. Zato centralna banka izda zgolj mnenje o usklajenosti letnega državnega proračuna s ciljem monetarne politike – v letih 2001-2002 je tako lahko le ugotavljala, da relativno ekspanzivna fiskalna politika vlade ne podpira inflacijskega cilja. Neugoden za inflacijski cilj je poleg ekspanzivne fiskalne politike tudi relativno visok deficit plačilne bilance (Remšak, Žemva, 2001, str. 12).

Tudi na Poljskem so s prehodom na inflacijsko ciljanje postopoma spreminjali tudi režim deviznega tečaja. S tem so dosegli večjo fleksibilnost centralne banke pri spreminjanju obrestnih mer in količine denarja v obtoku ter lažje uravnavanje tekočega računa plačilne bilance. Prehod iz režima plazeče vezave v drseči režim je bil potreben tudi zaradi lažje določitve paritetne vrednosti na začetku vključitve v ERM2. Paritetna vrednost naj bi odražala tržno ceno, ki pa jo je pri režimu plazeče vezave težje določiti (Remšak, Žemva, 2001, str. 12).

---

<sup>12</sup> Pred letom 2001 je Češka centralna banka namesto CPI indeksa uporabljala indeks »neto inflacije« (Remšak, Žemva, 2001, str. 9).

Češki in Poljski je tri leta kasneje sledila tudi Madžarska. Njena centralna banka je z inflacijskim ciljanjem pričela v juniju 2001. Madžarska je podobno kot Češka in Poljska od tega datuma naprej dopustila večje fluktuacije deviznega tečaja - tudi v primeru apreciacije ali depreciacije tečaja domače valute centralna banka ne ukrepa, dokler niso presežene dovoljene meje nihanja (Remšak, Žemva, 2001, str. 3-4). Razlog je bil tudi na Madžarskem v oceni, da tečajni cilj ni več uspeval v zniževanju inflacije pod 10 % letno (Remšak, Žemva, 2001, str. 5).

Čeprav v teoriji politika inflacijskega ciljanja pomeni manjšo variabilnost inflacije kot pa monetarna politika, osredotočena na ciljanje monetarnih agregatov ali deviznega tečaja. Corker et al. (2000, str. 17) opozarjajo, da v praksi temu ni nujno tako, ker: (1) je vsaka diskrecijska politika podvržena političnim pritiskom (čeprav je to tveganje zmanjšano v primeru neodvisnih centralnih bank, kot je primer CEEC5 držav), (2) tehnični instrumentarij za napovedovanje inflacije in razumevanje odlogov v odzivanju gospodarstva na spremembe v instrumentih monetarne politike pa je zelo zahteven.

Ta problem je zelo razviden na primeru Češke in Poljske – kljub napredku strokovnega znanja in instrumentarija za inflacijsko ciljanje so v preteklih letih precej zgrešile napovedane inflacijske cilje – to deloma velja tudi za Madžarsko, čeprav ima ciljanje inflacije šele slabi dve leti.

Inflacijsko ciljanje je potegnilo za sabo spremembo instrumentov centralnih bank, saj glavni transmisijski mehanizem poteka do inflacije prek obrestnih mer centralne banke. Vse tri države trenutno uporabljajo ciljanje CPI inflacije. Posledično so centralne banke teh držav morale tudi dopustiti večjo fleksibilnost deviznega tečaja.

### *6.3.2 Slovenija*

Corker et al. (2000, str. 22-23) tudi za Slovenijo ugotavljajo, da bi v razmerah bolj fleksibilnih kapitalskih tokov in večjih neto tujih investicij – ki so bile v Sloveniji v prejšnjih letih manjše kot v drugih štirih CEEC5 državah – bil vsekakor potreben kak nov pristop pri vodenju monetarne politike. Podobno kot na Madžarskem je tudi Slovenija dalj časa obdržala kapitalske kontrole, ki so pripomogle k temu, da je lahko zasledovala več ciljev na kratek – srednji rok. V osnovi je monetarna politika osredotočena na monetarne cilje, vendar pa je v praksi dnevna monetarna politika vodena glede na dogajanje na deviznem trgu.

### *6.3.3 Estonija*

Po vseh prestanih šokih v Estoniji – propadu bančnega sektorja 1992-93, ruski krizi 1997-98 oblasti nameravajo obdržati denarno upravo tako ob vstopu v EU kot v ERM2. To naj ne bi bil problem. Prvič, denarna uprava uživa precejšnje zaupanje: medtem ko so obrestne mere v obdobju 1997-98 narasle iz 5-6 % na preko 15 %, so tudi hitro spet padle in se trenutno nahajajo blizu nivoja EMU držav. Drugič, oblasti so uspele preoblikovati ekonomijo; predvsem je prišlo do konsolidiranja bančnega sektorja, trg delovne sile pa je postal fleksibilnejši. Tretjič, zelo

nizek nivo javnega dolga zagotavlja odprte možnosti za fleksibilnost fiskalne politike (Corker et al., 2000, str. 19).

Skrbi, da denarna uprava ne bi omogočala preverbe primernosti deviznega tečaja na trgu in tako ne bi pripomogla k temu, da bi Estonija lahko v evro cono vstopila s primernim, dolgoročno vzdržnim deviznim tečajem, izgledajo brez prave podlage. V primeru svobodnih kapitalskih tokov lahko o primernosti deviznega tečaja deloma sklepamo že iz velikosti razlik v obrestnih merah in stabilnosti izvoza ter rasti BDP-ja. Z zagotovitvijo dovoljšnje fleksibilnosti cen in plač (kar je vsekakor primer Estonije) je realna fleksibilnost deviznega tečaja dejansko možna tudi v primeru denarne uprave – čeprav ob tveganju navzkrižja z inflacijskimi cilji oz. konvergenčnimi kriteriji. Razen tega je malo verjetno, da bi nam v primeru spremembe režima v smeri fleksibilnejšega režima trg dal jasno sliko o primernem deviznega tečaja v razmerah, ko veliko udeležencev na trgu špekulira o višini deviznega tečaja ob vstopu v evro območje. Namesto tega lahko to vodi v manjšo transparentnost monetarne politike ter discipline in posledično zaradi večje negotovosti tudi do znižanja investicij oz. pritokov kapitala. Zaključimo lahko, da mogoče niti ni nobene realne možnosti za alternativno vodenje monetarne politike. Če sploh obstaja kaka alternativa, bi ta lahko bila v smeri še hitrejšega sprejema oz. vstopa v euro območje, glede na to, da ima denarna uprava v Estoniji neke vrste dolžinski rekord v kredibilnosti. To je torej opcija, ki bi jo lahko EU bila pripravljena upoštevati (Corker et al., 2000, str. 20).

Glede režima valutnega odbora na podlagi evra tudi Szapary (2000, str. 12-13) nima nič proti ohranitvi ali sprejetju le-tega. Meni, da je tak režim kot »močan katalist« za sprejetje ustreznih politik primeren za sodelovanje v ERM2 ter da obstaja precejšnja verjetnost, da ga bo EU sprejela kot kompatibilnega z ERM2. Četudi se bo to zgodilo, bo ta režim sprejet samo kot t.i. »unilateralna zaveza«, kjer evrosistem ne bo odgovoren za branjenje te vezave. Pri vsem tem pa Szaparyja (2000) moti dejstvo, da režim valutnega odbora odvzema opcijo apreciacije nominalnega tečaja kot instrumenta dezinflacije. To pomeni, da celotno breme izpolnjevanja maastrihtskega kriterija glede inflacije pade na monetarno in fiskalno politiko.

Stabilnost valute in nizko inflacijo je Estonija dejanko plačala z izredno velikim nihanjem gospodarske rasti, ki se je gibala od visokih pozitivnih vrednosti (8 % leta 1990, 10 % leta 1997) do visokih negativnih vrednosti (-13,6 % leta 1991, -14,2 % leta 1992, -8,5 % leta 1993) (Struna, 2001, str. 13).

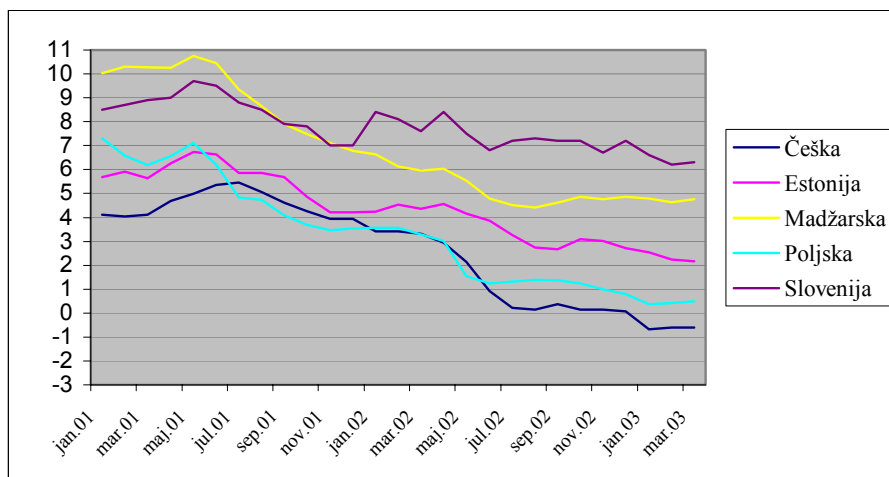
#### *6.3.4 Rezultati uporabe različnih monetarnih politik in inflacija v CEEC5*

Kljub temu da so se v procesu zaključevanja tranzicije in približevanju vstopa v EU razlike med CEEC5 državami dodatno zmanjševale, Coker et al. (2003) vseeno ne vidijo, da bi bilo možno v njih voditi enako monetarno in tečajno politiko.

Pri tem pa nas predvsem zanima, kako ta različna izbira vpliva na doseganje inflacijskega cilja. Iz slike 8 je razvidno, da sta Češka in Poljska po prehodu na inflacijsko ciljanje uspele dodatno

znižati inflacijo. Češka je celo prešla v deflacijo v začetku letošnjega leta. Za razliko od njih pa Slovenija in Madžarska ostajata na nekoliko višjih stopnjah rasti cen. Estonija pa je nekje vmes med njimi.

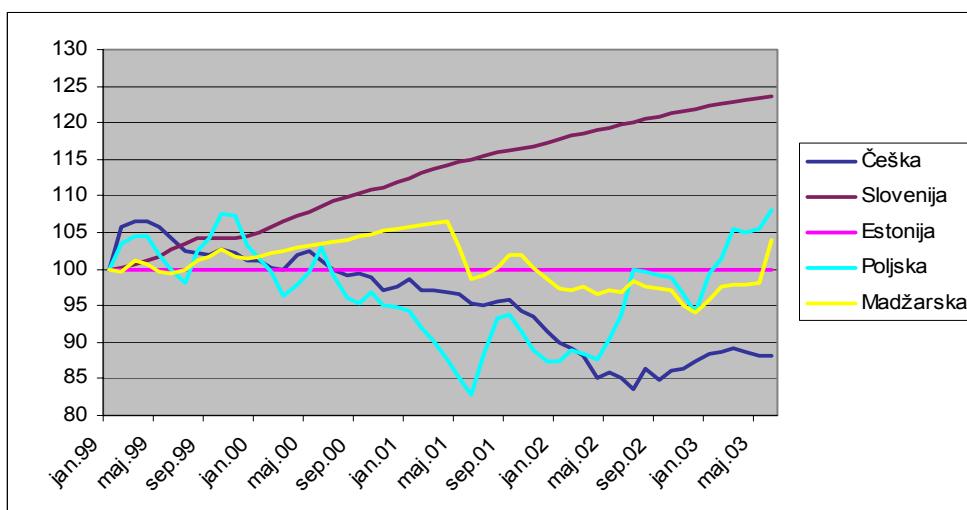
Slika 8: Gibanje inflacije v CEEC5 v obdobju od januarja 2001 do marca 2003 (medletna stopnja rasti cen življenjskih potrebščin v %)



Vir: Banka Slovenije, Madžarska narodna banka.

Pomembno je tudi ugotoviti, v kolikšni meri je to padanje inflacije dejansko povezano s spremembo v smeri večje fleksibilnosti režimov deviznega tečaja na Češkem, Poljskem in Madžarskem. Slika 9 predstavlja gibanje deviznega tečaja v CEEC5 državah.

Slika 9: Gibanje indeksa nominalnega deviznega tečaja valut držav CEEC5 v obdobju od januarja 1999 do junija 2003 v razmerju do evra (januar 1999 = 100)



Vir: Banka Slovenije, Narodna banka Madžarske, Češka narodna banka, Forex history.

Razvidno je, da sta Poljska in Češka v tem obdobju dejansko imeli najbolj fleksibilen devizni tečaj. Madžarska je po opustitvi režima plazeče vezave leta 2001 tudi dopustila večja nihanja

deviznega tečaja, vendar pa je ostal bolj uravnavan kot v primeru Poljske in Češke. Slovenija in Estonija pa tečajne politike nista spreminjali. Tečaj ostaja močno uravnavan v primeru prve in seveda nepreklicno fiksni v primeru druge.

V novejši študiji so Coricelli, Jazbec in Masten (2003) raziskovali povezavo med spremembami nominalnega deviznega tečaja in inflacije na primeru Madžarske, Češke, Poljske in Slovenije. Trdijo namreč, da lahko višje stopnje inflacije v teh državah od inflacije v EU deloma pojasnimo z delovanjem Balassa-Samuelsonovega efekta<sup>13</sup> in procesa konvergence relativnih cen. Dodatni vzrok višje inflacije pa je po njihovo definitivno potrebno iskati tudi v povezavi med režimom deviznega tečaja in monetarno politiko, saj empirične analize potrjujejo, da obstaja močna povezava med tema dvema spremenljivkama.

Na podlagi empiričnih podatkov tako dokazujejo, da je prehod od spremembe nominalnega deviznega tečaja na inflacijo močnejši v državah, ki imajo bolj uravnavan devizni tečaj. Kombinacija močno uravnavanega deviznega tečaja in monetarne politike, ki cija na denarne agregate, deluje bolj inflatorno (Slovenija in Madžarska). V primeru dejansko fleksibilnejših režimov skupaj z monetarno politiko inflacijskega ciljanja pa ni prisotna močna korelacija med spremembami nominalnega deviznega tečaja in inflacijo (Poljska in Češka) (Coricelli, Jazbec, Masten, 2003, str. 2-4).

Zaključimo lahko, da je fleksibilnejši režim deviznega tečaja v kombinaciji z inflacijskim ciljanjem dejansko boljše izbira za zagotavljanje maastrichtskega inflacijskega kriterija. Vseeno pa velja še enkrat opozoriti, da inflacija ni edini dejavnik, ki bo vplival na sposobnost sodelovanja CEEC5 držav z drugimi razvitimi evropskimi državami. Pomembna je usklajenost vseh ekonomskih politik v smislu zagotavljanja stabilnega makroekonomskega okolja.

## **7 SKLEP**

Očitno je, da ni režima, ki bi v nekem obdobju bil za vse države dober, kot tudi ni režima, ki bi bil za isto državo dober v vseh obdobjih. Faktorjev, ki vplivajo na izbiro režima, je veliko, ekonomisti pa so bili, so in bodo vedno razdeljeni pri ugotavljanju, kateri je boljši.

Pomembno je tudi, s katerega vidika gledamo na primernost posameznega režima deviznega tečaja. Kot reakcija na finančne krize konec prejšnjega stoletja je veliko opazovalcev prišlo na stališče bipolarnosti. Dodatno pa je argument strahu pred drsenjem naredil vtis, da je za nerazvite države bolje, da se premaknejo v smeri sistema fiksnih kot pa v smeri sistema fleksibilnih režimov deviznih tečajev. Danes pa imajo tudi denarne uprave precej težav oz. pomanjkljivosti, predvsem neobstoj monetarnih oblasti, ki bi lahko delovale kot posojilodajalec v skrajni sili ali ki

---

<sup>13</sup> Balasa-Samuelsonov učinek temelji na dejstvu, da je rast produktivnosti različna med menjalnim in nemenjalnim sektorjem, medtem ko je razlika v rasti plač med tema dvema sektorjema precej manjša. Hitrejša rast produktivnosti v menjalnem sektorju tako zviša plače v vseh sektorjih, relativne cene v nemenjalnem sektorju glede na cene v menjalnem pa se zvišajo.



bi lahko gladile zunanje šoke. Povrh tega pa monetarne unije, ki bi lahko obšle te probleme, zahtevajo veliko politične volje za preživetje v primeru šokov, ki so neizbežni.

Srednji režimi deviznih tečajev danes še vedno predstavljajo velik delež vseh uporabljenih režimov in so torej še vedno lahko zelo uporabni za nerazvite države, katerih finančne institucije še niso dovolj zrele za fleksibilni režim deviznega tečaja.

Dejstvo je, da je ta problematika za razvite države manj pereča, saj le-te dejansko imajo možnost izbire zanje primernejšega režima predvsem v smislu najboljšega gospodarskega sodelovanja z drugimi državami v »globalnem svetu«. »Svet« se danes nagiba v smeri uporabe fleksibilnega režima deviznega tečaja. Hkrati pa lahko trdimo tudi, da za močno gospodarsko in politično povezane, integrirane države z majhnimi odprtimi ekonomijami še vedno obstaja tudi opcija denarne unije. Tak primer je EMU, ki je tudi končni cilj obravnavanih petih držav.

Zanimivo pa je, kako fleksibilni režim deviznega tečaja danes na veliko načinov spominja na zlati standard izpred 100 let. To navaja na dejstvo, da je ključna razlika med razvitimi in nerazvitimi državami, tako nekoč kot tudi danes, ki odločilno vpliva na izbor režima deviznega tečaja, finančna razvitost, saj so države, ki so finančno razvite, v svetu, ki ga označuje prost pretok kapitala, danes prav tako sposobne živeti s fleksibilnim režimom deviznega tečaja, kot so bile sposobne uspešno sodelovati v sistemu zlatega standarda v obdobju pred 1914.

Na drugi strani pa pestrost uporabljenih režimov v CEEC5 državah kot tudi njihovo pogosto spreminjanje potrjuje tezo, da je za nerazvite izbira režima ključnega pomena pri stabilizaciji gospodarstva v fazi dohitevanja razvitih držav.

Do vstopa v EU obstajajo za CEEC5 države torej tako argumenti proti preveč fleksibilnemu kot argumenti proti preveč fiksnemu režimu deviznega tečaja. Do dokončnega prevzema evra jim bodo še vedno pretile nevarnosti, ki izhajajo iz značilnosti posameznih režimov.

Za države CEEC5 je torej poleg same izbire režima deviznega tečaja v tem obdobju bistvena zagotovitev razvitega in globokega finančnega trga ter zrelih finančnih institucij in skladnost vseh ekonomskih politik. To je edini način za zagotovitev dobrih, dolgoročno vzdržnih ekonomskih temeljev, ki jim bodo omogočali nemoteno sodelovanje z drugimi razvitimi državami članicami EU.

Na koncu naj le še poudarim, da so CEEC5 države uspele – vsaka na svoj način – relativno dobro opraviti z vsemi težavami, ki so jim pretile v zadnjem desetletju in dosegajo visoko stopnjo integriranosti z državami EU. Prepričan sem, da se bodo znale dobro odločiti tudi v zadnjih letih.

## 8 LITERATURA

1. Babula Andrea, Otker-Robe Inci: The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De facto Policies. Washington: IMF Working Paper, 2002.  
[URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02155.pdf>]
2. Barro Robert, Gordon David: A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy* 91, 1983. Str. 589-610.
3. Bordo, Michael D.: Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective. Cambridge: NBER, Working Paper No. 9654, april 2003.  
[URL: <http://papers.nber.org/papers/W9654>]
4. Bordo Michael D., Flandreau Marc: Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization. Cambridge: NBER, Working Paper No. 8584, november 2001.  
[URL: <http://www.nber.org/papers/w8584>]
5. Calvo Guillermo A., Mishkin Frederic S.: The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries. Cambridge: NBER, Working Paper No. 9808, junij 2003.  
[URL: <http://www.nber.org/papers/w9808>]
6. Calvo Guillermo A., Reinhart Carmen M: Fear of Floating. Cambridge: NBER, Working Paper No. 8584, 2000.  
[URL: <http://www.nber.org/papers/w7993>]
7. Coricelli Fabrizio, Jazbec Boštjan, Masten Igor: Exchange rate past-trough in candidate countries. London: CEPR, Discussion Paper No. 3894, maj 2003.  
[URL: <http://www.cepr.org/pubs/new-dps/dplist.asp?dpno=3894>]
8. Corker Robert, Beaumont Craig, Elkan Rachel van, Iakova Dora: Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies – Cooping With Transition, Capital Inflows and EU Accession. Washington: IMF, Policy Discussion Paper No. 00/3, november 2000.  
[URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/2000/pdp03.pdf>]
9. Fischer Stanley: Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? *Journal of Economic Perspectives*, 50(2001), 2, str. 3-24.
10. Frankel Jeffrey A.: No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times. Cambridge: NBER, Working Paper No. 7338, september 1999.  
[URL: <http://papers.nber.org/papers/W7338>]
11. Frankel Jeffrey A.: Experiences of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies. Harvard University mimeo, august 2002.
12. Friedman Milton: *Essays in Positive Economics: The Case for Flexible Exchange Rates*. Chicago: University of Chicago press, 1953.

13. Jazbec Boštjan: Macroeconomic Stabilization and Capital Inflows in Transition Economies. Delovni zvezek št. 89. Ljubljana: Raziskovalni center Ekonomske fakultete, 1999. 15 str.
14. Kenen Peter B.: The Theory of Optimum Currency Areas. Chicago: University of Chicago press, 1969.
15. Larin Felipe B., Velasco Andre: Essays in International Economics, No. 224, Exchange Rate Policy in Emerging Market Economies: The Case of Floating. Princeton (NJ), Princeton University, december 2001.
16. Lesjak Petra: Bipolarna teorija deviznih tečajev. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, marec 2003. 41 str.
17. Levy-Yeyati Eduardo, Struznegger Federico: Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds and Words. (Mimeo) Universidad Torcuata Di Tella, december 2001.
18. McKinnon Ronald: Optimal Currency Areas. American Economic Review, 53(1963), september, str. 717-724.
19. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Delovni tekst učbenika (1. in 2. del). Ljubljana: 2001. 291 str.
20. Mundell Robert: Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. Canadian Journal of Economics and Šolitical Science, 29(1963), 4, str. 475-485.
21. Nurske Ragner: International Currency Experiences. Geneva Language of Nations, 1944.
22. Reinhart Carmen, Rogoff Kenneth S.: The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation. Cambridge: NBER, Working Paper No. 8963, 2002.  
[URL: <http://www.nber.org/papers/w8963>]
23. Remšak Franc, Žemva Mojca: Inflacijsko ciljanje na Češkem, Madžarskem in Poljskem. Ljubljana: Banka Slovenije, september 2001.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/arc/prikazi/pr\\_2001\\_05/remsak\\_zemva.pdf](http://www.bsi.si/html/arc/prikazi/pr_2001_05/remsak_zemva.pdf)]
24. Struna Damjan: Vključevanje srednjeevropskih tranzicijskih držav v EMU. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, avgust 2001. 46 str.
25. Szapary Gyorgy: Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries During te Run-Up to EMU. London: CEPS, Working Document No. 153, 2000.  
[URL: <http://www.euronet.be/ceps/Pubs/2000/wd/153/pt1.html>]

## 9 VIRI

1. Banka Slovenije.  
[URL: [http://www.bsi.si/html/financni\\_podatki/arhiv/slo\\_ser\\_2003\\_06.zip](http://www.bsi.si/html/financni_podatki/arhiv/slo_ser_2003_06.zip) ], 31.7.2003.
2. Forex history.  
[URL: <http://www.oanda.com/convert/fxhistory>], 31.7.2003
3. Narodna banka Madžarske.  
[URL: [http://english.mnb.hu/dokumentumok/infl\\_0305\\_i\\_fejezet.xls](http://english.mnb.hu/dokumentumok/infl_0305_i_fejezet.xls)], 31.7.2003  
[URL: [http://english.mnb.hu/dokumentumok/en0301\\_arfolyam.xls](http://english.mnb.hu/dokumentumok/en0301_arfolyam.xls) ], 31.7.2003
4. Češka narodna banka.  
[URL: [http://wdb.cnb.cz/cnbeng/cnbeng.www\\_main.main?p\\_full=1&p\\_language=us&p\\_cornerid=40&p\\_currcornerid=47](http://wdb.cnb.cz/cnbeng/cnbeng.www_main.main?p_full=1&p_language=us&p_cornerid=40&p_currcornerid=47)], 31.7.2003