

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**LEKCIJE ŠPEKULATIVNIH NAPADOV V SISTEMU
ERM ZA SLOVENIJO**

Ljubljana, april 2005

MITJA SCHREINER

IZJAVA

Študent MITJA SCHREINER izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. IGORJA MASTENA, ter dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 14. 04. 2005

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1 POJEM ŠPEKULACIJE NA DEVIZNEM TRGU	3
1.1 ŠPEKULATIVNI NAPAD NA VALUTO	3
1.2 VALUTNA KRIZA KOT POSLEDICA ŠPEKULATIVNEGA NAPADA NA VALUTO	4
1.3 RAZVOJ TEORIJE VALUTNIH KRIZ	5
2 EVROPSKI MONETARNI SISTEM.....	7
2.1 MEHANIZEM DEVIZNIH TEČAJEV ERM.....	7
2.1.1 Matrika bilateralnih centralnih deviznih tečajev	8
2.1.2 Način intervencije centralnih bank na deviznih trgih.....	9
2.1.3 Sistem splošnih prilagoditev centralnih deviznih tečajev	10
2.2 SKUPNA EVROPSKA VALUTA ECU.....	11
3 VALUTNA KRIZA MEHANIZMA DEVIZNIH TEČAJEV ERM.....	13
3.1 OBDOBJE OD 1989–1992: ZDRUŽITEV NEMČIJE IN NASTANEK VALUTNIH ŠOKOV	14
3.2 SEPTEMBER 1992: PRVI VAL ŠPEKULATIVNIH NAPADOV	16
3.3 OBDOBJE OD NOVEMBRA 1992–JULIJA 1993: DRUGI VAL ŠPEKULATIVNIH NAPADOV	18
3.4 OBDOBJE OD 30. JULIJA–2. AVGUSTA 1993: IZHOD IZ VALUTNE KRIZE.....	20
4 VZROKI VALUTNE KRIZE MEHANIZMA DEVIZNIH TEČAJEV ERM	21
4.1 SKUPNE ZNAČILNOSTI VZROKOV	21
4.2 POSEBNI VZROKI ZA IZBRUH KRIZE V POSAMEZNIH DRŽAVAH	22
5 MEHANIZEM DEVIZNIH TEČAJEV ERM II.....	25
5.1 TEMELJNE ZNAČILNOSTI IN OBVEZNOSTI V ERM II.....	26
5.1.1 Centralna pariteta nacionalne valute proti evru	26
5.1.2 Interveniranje države članice na deviznem trgu	27
5.2 TVEGANJE ŠPEKULATIVNIH NAPADOV V ERM II	28

6 IZKUŠNJE DRŽAV S SODELOVANJEM V ERM II	29
6.1 DANSKA	29
6.1.1 Značilnosti fiskalne politike.....	31
6.2 GRČIJA.....	32
6.2.1 Značilnosti fiskalne politike.....	34
7 IZKUŠNJA MADŽARSKE S ŠPEKULATIVNIMI NAPADI.....	34
7.1 ZNAČILNOSTI EKONOMSKIH POLITIK.....	34
7.1.1 Monetarna politika	34
7.1.2 Politika deviznega tečaja.....	35
7.1.3 Fiskalna politika.....	37
7.2 ŠPEKULATIVNI NAPAD NA FORINT.....	37
7.3 UKREPI CENTRALNE BANKE V POMOČ FORINTU	38
8 SLOVENIJA IN ŠPEKULATIVNI NAPADI NA TOLAR V ERM II.....	40
8.1 DVA POGLEDA NA ŠPEKULATIVNE NAPADE	40
8.2 KAKO PREŽIVETI V ERM II?	41
SKLEP.....	42
LITERATURA.....	44
VIRI.....	47
SLOVARČEK SLOVENSKIH PREVODOV TUJIH IZRAZOV	

UVOD

Prvega maja 2004 je Evropska unija (EU) doživela največjo širitev, ko se je 15 članicam pridružilo 10 novih držav: Ciper, Češka, Estonija, Latvija, Litva, Madžarska, Malta, Poljska, Slovaška in Slovenija. Evropska unija združuje 454 milijonov prebivalcev, razteza se na 3,9 milijona km² površine, ima 20 uradnih jezikov in 21.941 evrov bruto domačega proizvoda na prebivalca (Humar Dekleva, Kenda, 2004, str. 47). V skladu z evropskimi predpisi te države niso uvedle evra hkrati s pristopom k EU, ampak ga bodo uvedle čez nekaj let, ko bodo izpolnile določene pogoje, maastrichtske konvergenčne kriterije. Trenutno Slovenija izpolnjuje kriterije glede višine proračunskega primanjkljaja, javnega dolga in dolgoročnih obrestnih mer, še vedno pa ima previsoko inflacijo. Za izpolnitev kriterija stabilnega deviznega tečaja morajo nove članice EU na poti do evra najprej sodelovati v evropskem tečajnem mehanizmu ERM II.

28. junija 2004 so bili v evropski tečajni mehanizem ERM II vključeni slovenski tolar, estonska krona in litovski litas. Pol leta kasneje, 1. januarja 2005, je bil v ERM II vključen še latvijski lats. Slovenska strategija hitrega vstopa je povezana s ciljem, da 1. januarja 2007 prevzamemo evro kot lastno valuto. Obenem pa ta strategija deluje kot »sidro« za ekonomske politike, da v tem prehodnem obdobju ne bi popustili glede inflacije ali fiskalne discipline (Lavrač, 2003, str. 16). Sodelovanje v ERM II pa prinaša tudi makroekonomska tveganja. Nove članice so namreč zelo izpostavljene kapitalskim tokovom in njihovi volatilnosti. Lanskega aprila je na letni skupščini Evropske banke za obnovo in razvoj znameniti valutni špekulant George Soros opozoril, da bodo valute Estonije, Latvije, Litve in Slovenije v obdobju članstva v ERM II zelo občutljive na špekulativne napade rizičnih skladov. Soros je leta 1992 sam izvedel tak napad na britanski funt. Rizični skladi bi lahko oponašali Soroševo uspešnost v Estoniji, Latviji, Litvi in Sloveniji.

Nevarnost potencialnih špekulativnih napadov na tolar in izbruh valutne krize torej obstaja. Slovenija ne bi bila prva članica EU, ki bi lahko doživela takšne napade. Z njimi so imele velike probleme skoraj vse prvotne članice Unije. Na začetku devetdesetih let sta bili žrtvi špekulativnega napada najprej finska marka in švedska krona, zatem sta strmoglavila britanski funt in italijanska lira, nazadnje pa še španska pezeta in portugalski escudo (Repovž, 2004, str. 8). S trdnim zavezništvom sta se tedanjih napadov ubranili le Francija in Nemčija, relativno dobro pa jo je odnesla tudi Avstrija, ki je v ERM stopila šele januarja 1995.

Namen pričujočega diplomskega dela je ugotoviti, v kako resni nevarnosti je slovenski tolar v »čakalnici za evro«, kakor pogosto imenujejo ERM II. Izhajal bom iz valutne krize evropskega mehanizma deviznih tečajev (ERM) v letih 1992–1993, ki je bila v končni fazi rezultat špekulativnih napadov, ter izkušenj posameznih držav. V primeru, če Banka Slovenije ne bi mogla zdržati špekulativnega napada na tolar, bi nastala visoka škoda za finančni sistem in realno ekonomijo. Devalvacija tolarja bi spodbudila inflacijske pritiske, sledil bi umik Slovenije iz evropskega tečajnega mehanizma in s tem odlog uvedbe evra vsaj do leta 2010.

Diplomsko delo ima osem poglavij. Prvo poglavje je namenjeno osnovnim pojmom špekulativnih dejavnosti na deviznem trgu. Zavestno prevzemanje tečajnih tveganj s ciljem ustvarjati dobiček je glavni motiv špekulativnega napada na valuto, kar lahko povzroči visoke nacionalno–gospodarske stroške kot posledico valutne krize. V zadnjem delu poglavja so predstavljene tri generacije teorij, ki na sistematičen način preučujejo vzroke za špekulativne napade na valuto, ki vodijo v zlom fiksnega deviznega tečaja in izbruh valutne krize.

Drugo poglavje predstavlja Evropski monetarni sistem, ki je bil po neuspešnem projektu evropske valutne kače prvi resen projekt evropske monetarne integracije. Podrobno sta predstavljeni obe ključni komponenti sistema – mehanizem deviznih tečajev ERM in prva skupna evropska valuta ECU.

V tretjem poglavju je podrobno analiziran izbruh in potek valutne krize, ki je privedla do zloma prvega evropskega mehanizma deviznih tečajev. Četrto poglavje pa obravnava vzroke za nastanek špekulativnih napadov in izbruh valutne krize.

V petem poglavju bom predstavil evropski tečajni mehanizem ERM II, ki predstavlja čakalnico za nove članice pri prevzemanju evra. V nekaterih ključnih karakteristikah je zelo podoben svojemu predhodniku, kar za nove članice predstavlja potencialno nevarnost špekulativnih napadov na njihove valute.

V šestem poglavju bom na primeru Danske in Grčije pokazal, da je sodelovanje v čakalnici za evro lahko bistveno manj tvegano za špekulativne napade, če je vzpostavljena visoka stopnja koordinacije ekonomskih politik. Ker mora monetarna politika skrbeti za stabilnost deviznega tečaja, je pri uravnavanju gospodarskih ciklov in inflacije ključno vlogo prevzela fiskalna politika.

Sedmo poglavje opisuje primer Madžarske, kjer je v obdobju fiksnega deviznega tečaja prišlo do fiskalnih šokov. Zaradi špekulacij glede gibanja deviznega tečaja in obrestnih mer je prišlo do vdora tujega špekulativnega kapitala. Špekulativen napad na forint je bil neuspešen, vendar je usodno zaznamoval madžarsko pot pri vstopanju v ERM II.

Osmo poglavje je namenjeno Sloveniji in njenemu članstvu v ERM II. Ob nasprotujočih si pogledih na možnost napada špekulantov na tolar bom v drugem delu poglavja predstavil stanje nominalne konvergence v Sloveniji v prvem obdobju članstva v čakalnici za evro, ki je ključno za uspešno bivanje v njej.

1 POJEM ŠPEKULACIJE NA DEVIZNEM TRGU

Špekulacija v finančnem smislu je definirana kot aktivnost zavestnega podpiranja odprte devizne pozicije z namenom ustvarjati dobiček (Mrak, 2004, str. 9). »Odprta« devizna pozicija pomeni, da ima udeleženec na deviznem trgu več oziroma manj terjatev v določeni valuti, kot ima obveznosti v tej isti valuti. To pomeni, da je izpostavljen tečajnemu tveganju, ker je vpliv spremembe tečaja te valute večji ali manjši na obeh straneh njegove bilance. Če ima subjekt neto terjatve v določeni valuti, potem pravimo, da ima odprto »dolgo« devizno pozicijo v tej valuti. V nasprotnem primeru, ko ima subjekt neto obveznosti v tej isti valuti, ima odprto »kratko« devizno pozicijo. Zavestno odpiranje dolgih ali kratkih deviznih pozicij je možno opravljati na vseh segmentih deviznih trgov, to je promptni in terminski trg ter trgi standardiziranih terminskih pogodb in opcij (Mrak, 2002, str. 114).

1.1 ŠPEKULATIVNI NAPAD NA VALUTO

Špekulativni napad na valuto je ponavadi vezan na razvrednotenje valute, torej na odliv deviz. Posamezniki ali institucije, ki upravljajo s finančnim premoženjem drugih, kupujejo devize, če pričakujejo njihovo apreciacijo/revalvacijo, ali prodajajo, če pričakujejo njihovo depreciacijo/devalvacijo. S špekulativno aktivnostjo se začnejo ukvarjati v trenutku, ko opazijo, da določena država v ekonomskem pogledu ni dovolj stabilna. Nekateri namreč do določenega trenutka delujejo kot normalni poslovni subjekti na deviznem trgu in šele v ustreznih okoliščinah začnejo špekulirati. Izkušnje potrjujejo, da so nekatere institucije špekuliranju bolj naklonjene kot druge. Še zlasti to velja za nebančne finančne institucije.

Logiko delovanja špekulativnih napadov na valute, ki se je potrdila tudi v praksi, lahko ponazorimo z dvema razlagama. Prvi način delovanja špekulantov je, da poskušajo svojo oceno o prihodnjem dogajanju v določeni državi »prodati« čim širšemu krogu udeležencev na deviznem trgu. Računajo na primer, da se bo plačilna sposobnost neke države poslabšala in da centralna banka ne bo mogla ubraniti fiksnega deviznega tečaja. Če za tako oceno obstajajo ekonomski argumenti, so lahko toliko bolj prepričljivi. V takem primeru se lahko v špekulativne aktivnosti vključijo tudi poslovni subjekti, ki sicer niso nagnjeni k špekulantstvu. Čim širši je ta krog, tem večje so količine denarja, s katerim se pritiska na gibanje valute. Kakšne bodo reakcije na ocene, ki jih širijo špekulanti, pa je močno odvisno od kredibilnosti oblasti države, ki je tarča njihovega zanimanja. Za obstoj določenih slabosti v neki državi pa ni nujno, da tudi v resnici obstajajo, kar pomeni, da so ocene špekulantov lahko tudi napačne. To se pokaže šele čez čas. Gre skratka za to, komu bo uspelo prepričati finančni avditorij, ali so ključni kazalci ekonomskega zdravja določene države dobri ali slabi.

Drugi način delovanja špekulantov pa je povezan s trajanjem napada na valuto in načinom odzivanja oblasti. Najprej pride do pripravljalnega napada, kjer valutni špekulanti zelo složno in z ogromnimi finančnimi sredstvi napadejo valuto. Napad izpeljejo tako dovršeno, da prizadeta država ne more braniti stabilnosti deviznega tečaja z močnim povišanjem obrestnih mer. Pod predpostavko, da bosta vlada in centralna banka prizadete države svojo oslABLJENO

valuto na vsak način skušali braniti s financiranjem iz deviznih rezerv, špekulanti izvedejo drugi odločilni napad, ki privede do zloma valute. Pri tem načinu delovanja valutni špekulanti prevzemajo precejšnje tveganje, saj izvajajo določene transakcije pod predpostavko, da se bodo zgodili točno določeni dogodki. Če se to ne zgodi, izgubijo denar, ki so ga vložili v špekulativne transakcije (Mrak, 2004, str. 9).

1.2 VALUTNA KRIZA KOT POSLEDICA ŠPEKULATIVNEGA NAPADA NA VALUTO

Teorija loči med t. i. »ožjo« definicijo valutne krize in t. i. »širšo« definicijo valutne krize. Razlika med obema definicijama je v tem, da »ožja« definicija valutne krize upošteva izključno samo uspešne špekulativne napade na valuto, ki se končajo z valutnim zlomom. V »širšo« definicijo valutne krize pa je poleg uspešnih špekulativnih napadov vključen tudi primer, ko špekulativni napad na valuto ne uspe in centralna banka ubrani stabilnost deviznega tečaja s financiranjem iz deviznih rezerv in/ali s povišanjem obrestne mere.

Ločevanje »ožje« in »širše« definicije valutne krize odpira dve dilemi. Prva dilema se nanaša na vprašanje o višini spremembe deviznega tečaja, ki določa valutni zlom. Frankel in Rose (1996, str. 3–5) izhajata iz ožje definicije valutne krize in jo definirata s tremi kriteriji. Prvič, uspešen špekulativni napad povzroči najmanj 25–odstotno nominalno depreciacijo valute v enem letu. Drugič, medletna stopnja depreciacije mora znašati vsaj 10 odstotnih točk. In tretjič, časovni horizont med znatnimi spremembami deviznega tečaja ne sme biti krajši od treh let. Ta definicija valutne krize je primerna tudi za države v razvoju z visokimi stopnjami inflacije.

Druga dilema je povezana z indikatorji špekulativnih pritiskov na valuto. Eichengreen, Rose, Wyplosz (1994) menijo, da se špekulativni pritiski ne odražajo le v spremembi nominalne depreciacije valute, temveč tudi skozi spremembe deviznih rezerv in spremembe obrestnih mer. Zato izhajajo iz širše definicije valutne krize. Za njeno napovedovanje in merjenje uporabljajo indeks špekulativnega pritiska na valuto, ki je opredeljen kot

$$I_i = \% \Delta e_i + \alpha [\% \Delta (i - i^*)_i] - \beta [\% \Delta (r - r^*)_i],$$

pri čemer so:

I_i = indeks špekulativnega pritiska na valuto države i ,

Δe_i = odstotna sprememba nominalnega bilateralnega deviznega tečaja v državi i ,

α = koeficient elastičnosti spremembe obrestnih mer,

i = domača nominalna obrestna mera,

i^* = nominalna obrestna mera v referenčni državi (npr. Nemčiji),

β = koeficient elastičnosti spremembe deviznih rezerv,

$(r - r^*)_i$ = sprememba deviznih rezerv v državi i .

1.3 RAZVOJ TEORIJE VALUTNIH KRIZ

Začetki teorije za razlago valutnih kriz segajo v sedemdeseta leta, ko se je med ekonomisti pojavila težnja po oblikovanju eksaktnega ekonomskega modela, temelječega na določenih predpostavkah oziroma aksiomih, s katerim bi lahko teoretično pojasnili dogajanja v praksi. Prvi val inovativnih teoretičnih zamisli iz tega obdobja, ki se uvrščajo v teorijo valutnih kriz, predstavlja Krugmanov model plačilno bilančne krize. Paul Krugman je leta 1979 v svojem članku *A Model of Balance of Payment Crises* sintetiziral in sistematiziral razloge špekulativnega napada na valuto, ki se zaključí s plačilnobilančno krizo. Krugmanov model sta leta 1984 nadgradila Robert Flood in Peter Garber z vpeljavo časovnega momenta, v katerem pride do špekulativnega napada. Prispevki teh avtorjev so se v teoriji finančnih kriz konsolidirali v t. i. prvo generacijo modelov valutnih kriz.

Prva generacija modelov izhaja iz stališča, da je izbruh valutne krize posledica nekonsistentnosti ekonomskih politik v času pred špekulativnim napadom na valuto. Gre za nekonsistentnost med fiskalno politiko in režimom fiksnega deviznega tečaja domače valute. V sistemu fiksnih deviznih tečajev lahko država financira proračunski primanjkljaj skozi domačo kreditno ekspanzijo, kar pomeni, da se zmanjšujejo devizne rezerve centralne banke. Denarno financiranje je vzdržno tako dolgo, dokler prevladuje splošna ocena, da je centralna banka sposobna vzdrževati fiksen tečaj. Če ima država trajen proračunski deficit, se ji devizne rezerve neprestano zmanjšujejo. Ko dosežejo kritičen nivo, pride do špekulativnega napada na valuto, ki se zaključí z valutno krizo. Kritičen nivo je določen s senčnim deviznim tečajem (angl. *shadow exchange rate*), ki je definiran kot plavajoči devizni tečaj, ki bi veljal po uspešnem špekulativnem napadu.

Glavna slabost prve generacije modelov je predpostavka o linearnem načinu izvajanja ukrepov ekonomske politike. Denarno financiranje proračunskega deficita ob režimu fiksnega deviznega tečaja vedno vodi v zlom fiksnega tečaja in devalvacijo valute, ki jo špekulanti preprosto anticipirajo.

Za večino finančnih kriz v osemdesetih letih, ki so bile kombinacija valutne in dolžniške krize, je bila teoretična interpretacija prve generacije modelov relevantna za dogajanja v ekonomski realnosti. Šele ob nastopu valutne krize ERM v letih 1992–1993 in kasneje mehiške finančne krize v letih 1994–1995 se je izkazalo, da modeli valutnih kriz prve generacije ne morejo dovolj dobro pojasniti razloge za nastanek teh kriz.

Posledica je bila, da so se v devetdesetih letih pojavili novi koncepti, ki sicer ne zavračajo osnovnih ugotovitev prve generacije modelov. So pa pod vprašaj postavili dotlej prevladujoče stališče, da so valutne krize izključno posledica nekonsistentnosti ukrepov pri vodenju monetarne in fiskalne politike.

Teoretiki druge generacije modelov, med katerimi je pomembno vlogo odigral Maurice Obstfeld, so menili, da do nenadnega napada na valuto lahko pride tudi zaradi nepredvidene spremembe v pričakovanjih trga glede vzdržnosti fiksnega deviznega tečaja valute. Vlada se odloča med vzdrževanjem trdnega deviznega tečaja in opustitvijo fiksne vezave in prehod na fleksibilni sistem deviznega tečaja. Dokler trdni devizni tečaj deluje kot inflacijsko sidro in je dejavnik pospeševanja mednarodnih tokov kapitala in trgovine, je vlada pripravljena vzdrževati fiksno vezavo in s tem ohranjati njeno verodostojnost. Če špekulativni napad na valuto dvigne narodnogospodarske stroške vzdrževanja fiksnega deviznega tečaja na raven, ki za državo ni več sprejemljiva, to povzroči prekinitev vezave deviznega tečaja. Gre za pojav t. i. samoizpolnjujoče se krize (angl. *self-fulfilling crisis*). Osnovna značilnost take krize je, da se z devalvacijo/depreciacijo domače valute upravičijo pričakovanja mednarodnega finančnega trga (Mrak, 2002, str. 609).

Pomembna značilnost druge generacije modelov valutnih kriz je stalna negotovost, ali bo v določenem položaju, v katerem se država nahaja, prišlo do izbruha krize ali ne. Če se država nahaja v tveganem območju, potem lahko nenadna sprememba v pričakovanjih kreditorjev oziroma investorjev vodi v samoizpolnjujočo se krizo. Sprememba pričakovanj pa je lahko posledica bodisi poslabšanja makroekonomskih temeljev države bodisi gospodarskega nazadovanja neke druge države in prenašanje njenih »negativnih« vplivov na drugo državo (t. i. okužba). Položaj je za državo popolnoma nepredvidljiv, saj do izgube zaupanja vanjo lahko pride ali pa tudi ne (Mrak, 2002, str. 610).

Z izbruhom azijske krize je v teoriji finančnih kriz prišlo do paradigmatičnega premika. Zaslugo za to ima predvsem Paul Krugman, ki je ugotovil, da v primeru azijske krize ni šlo več samo za tradicionalne devizne krize, temveč za finančne krize, ki so bile dejansko kombinacija valutne in bančne krize. Opustitev proučevanja »čistih« oblik valutne krize in usmeritev ekonomske analize na različne kombinacije kriz je pomenilo nastanek nove tretje generacije modelov kriz.

Ta generacija modelov je bila razvita v več različicah, med katerimi najvidnejšo mesto zavzema Krugmanov model dvojne krize (angl. *twin crises*) kot posledica moralnega hazarda. Po njegovem mnenju je bila azijska kriza tipična dvojna kriza, kjer je bila bančna kriza predhodnik valutne krize. Potek razvoja dvojne krize je bil naslednji: veliki pritoki tujega kapitala v bančni sektor azijskih držav so povzročili visoko rast posojil domačemu sektorju. Zaradi slabe regulative, nepopolnega nadzora in majhne transparentnosti bančnega sektorja je bila alokacija kreditov usmerjena v špekulativne nakupe nepremičnin in delnic, ki so bile v obdobju pred izbruhom krize precenjene. Ko so države liberalizirale finančno-kapitalske račune svojih plačilnih bilanc, so domačim bankam dale »posredno garancijo«, da jih bodo rešile v primeru likvidnostnih težav. Na ta način ustvarjen moralni hazard se je pokazal v čedalje večjem zadolževanju (predvsem kratkoročnem) domačega bančnega sektorja v tujini in visoki ekspanziji kreditov (Mrak, 2002, str. 611).

Leta 1997 je najprej izbruhnila bančna kriza, ko so tuji upniki prenehali podaljševati kratkoročne kreditne linije domačim poslovnim bankam, le-te pa niso mogle več servisirati svojih obveznosti. Zaradi padanja deviznih rezerv, ki so jih vlade namenile bankam za odplačevanje kratkoročnega dolga, so se »posredne garancije« držav dejansko unovčile. Ob padcu obsega deviznih rezerv na kritični nivo in veliki nesolventnosti bančnih sektorjev je prišlo do špekulativnih napadov na valute, kar je države prisililo bodisi v prekinitev vezave svojih valut na ameriški dolar bodisi v znatne devalvacije svojih valut in razširitev mej gibanja tečaja.

2 EVROPSKI MONETARNI SISTEM

5. decembra 1978 je bilo na zasedanju Evropskega sveta v Bruslju sprejeta odločitev o vzpostavitvi Evropskega monetarnega sistema (EMS), katerega cilj je bil zagotoviti trdnost vanj vključenih valut, s čimer bi olajšali in spodbudili trgovino med državami, združenimi v tedanjo Evropsko gospodarsko skupnost (EGS). Na pobudo nemškega kanclerja Helmuta Schmidta in francoskega predsednika Valeryja Giscarda d'Estainga je nastal evropski mehanizem deviznih tečajev (angl. *Exchange Rate Mechanism – ERM*), ki je v nekem smislu predstavljal trdo jedro Evropskega monetarnega sistema (Bofinger, Flassbeck, 2000, str. 5).

V prvem in drugem delu poglavja bom predstavil značilnosti evropskega menjalnega mehanizma in skupne uradne valute ECU kot najpomembnejši komponenti EMS-a.

2.1 MEHANIZEM DEVIZNIH TEČAJEV ERM

Evropski menjalni mehanizem (ERM), ki je bil poglavitni del Evropskega monetarnega sistema, je stopil v veljavo 13. marca 1979. Članice EMS so bile vse države EGS-a, vendar so samo nekatere od njih vstopile v ERM. Vanj so bili vključene Nemčija, Francija, Belgija, Nizozemska, Irska, Danska, Luksemburg in Italija (Mehra, Cain, Lemaire, 2003, str. 15). Razlike v ekonomski razvitosti med temi osmimi državami članicami so bile leta 1979 relativno velike. Tako je najnižji bruto domači proizvod (BDP) na prebivalca (Irska) znašal 58 % najvišjega, ki ga je imela Nizozemska. Najvišjo stopnjo inflacije (14,7 %) in najvišjo brezposelnost (7,8 %) je imela Italija, medtem ko je nemška stopnja inflacije znašala 4,1 %, brezposelnost pa je bila na ravni 3,2 %. Države Beneluksa so imele najvišje deleže mednarodne menjave v BDP (več kot 50 %), najnižjega (18,3 %) pa je imela Francija (Bofinger, Flassbeck, 2000, str. 2).

Kljub ekonomski divergenci je bil dosežen konsenz, da je valutna trdnost eden ključnih stebrov ekonomskega združevanja zahodnoevropskih držav, hkrati s trgovinsko integracijo in enotnim trgom. Razviti trgovinski odnosi sicer lahko temeljijo na svobodno drsečih tečajih, medtem ko enotnega trga ni mogoče zgraditi brez skupne valute ali pa brez fiksnih razmerij med njimi. V razmerah tedaj prevladujočih drsečih deviznih tečajev v svetu, ki so povzročili nestabilnost deviznih tečajev in različne inflacijske pritiske po državah, je bil ERM zamišljen kot mehanizem, s katerim bi zmanjšali tečajna tveganja in s tem transakcijske stroške zunanje

trgovine. Oblikovan je bil na osnovi sistema evropske valutne kače, kar pomeni, da je šlo za mehanizem skupnega drsenja evropskih valut v razmerju do USD in drugih valut. To je bil mehanizem fiksnih, toda prilagodljivih deviznih tečajev, ki je imel tri specifične karakteristike (Kennes, 2004, str. 6):

- a) matrika bilateralnih centralnih deviznih tečajev (angl. *parity grid*),
- b) način intervencije centralnih bank na deviznih trgih,
- c) sistem splošnih prilagoditev centralnih deviznih tečajev (angl. *realignment*).

2.1.1 Matrika bilateralnih centralnih deviznih tečajev

Vsaka država članica ERM, z izjemo Luksemburga¹, je imela določen paritetni tečaj z ECU-jem. Iz razmerij med paritetnimi tečaji so se določali centralni tečaji med vsakim parom dveh evropskih valut. Na podlagi 7 paritetnih tečajev je bilo oblikovanih 21 bilateralnih centralnih tečajev, ki so tvorili t. i. matriko bilateralnih tečajev, kot jo kaže naslednja tabela.

Tabela 1: Paritetni tečaji osmih valut in iz njih izpeljani bilateralni centralni tečaji 13. marca 1979 – na dan vstopa držav v ERM

VALUTA	DEM	FRF	BFR	NLG	IEP	DKR	ITL
Paritetni tečaj 1 ECU =	2,51064	5,79831	39,4582	2,72077	0,662638	7,08592	1148,15
Bilateralni centralni tečaji							
DEM		2,3095	15,7164	1,0837	0,2639	2,8224	4,5731
FRF	0,4330		6,8051	0,4692	0,1143	1,2221	1,9801
BFR	0,0636	0,1469		0,0690	0,0168	0,1796	0,2910
NLG	0,9228	2,1311	14,5026		0,2435	2,6044	4,2199
IEP	3,7889	8,7503	59,5471	4,1060		10,6935	17,3270
DKR	0,3543	0,8183	5,5685	0,3840	0,0935		1,6203
ITL	0,2187	0,5050	3,4367	0,2370	0,0577	0,6172	

Vir: Exchange rate statistics, 2005, str. 61–63.

Za nemško marko, francoski, belgijski in luksemburški frank, nizozemski gulden, dansko krono ter irski funt je bil dogovorjen pas dopustnih nihanj bilateralnih tržnih deviznih tečajev okrog bilateralnega centralnega tečaja v razponu $\pm 2,25\%$. Italijanska lira, španska pezeta (v ERM je bila vključena 12. junija 1989), britanski funt (v ERM je bil vključen 8. oktobra 1990) in portugalski escudo (v ERM je bil vključen 6. aprila 1992) pa so glede na centralni tečaj lahko zanihali v razponu $\pm 6\%$.

¹ Leta 1944 je med Luksemburgom in Belgijo nastala pogodbeni denarna unija, v kateri je bil belgijski frank zakonito plačilno sredstvo. Luksemburški franki v Belgiji povečini niso bili v obtoku, medtem ko so bili belgijski franki v obtoku v Luksemburgu. Obe valuti pa sta bili zakonito plačilno sredstvo v obeh državah.

2.1.2 Način intervencije centralnih bank na deviznih trgih

Pomembna lastnost matrike bilateralnih centralnih tečajev je bila simetričnost gibanja centralnih deviznih tečajev, ki je določala način intervencije centralnih bank na deviznih trgih. Na zgornji in spodnji dopustni meji nihanja je bila obvezna neomejena intervencija centralnih bank obeh držav za obrambo bilateralnega centralnega tečaja. Vendar se je v praksi izkazalo, da Nemčija s svojim monetarnim diktatom, razen s Francijo, večinoma ni sodelovala v bilateralnih intervencijah v podporo stabilnosti drugim valutam v tečajnem mehanizmu. Še zlasti je to veljalo za države z nizkim deležem njihovih valut v ECU, kot je bila npr. Irska. Ob špekulativnih pritiskih na valute so bile njihove centralne banke prisiljene ukrepati z zvišanjem obrestnih mer, kar bi za pokrivanje obrestne paritete morala storiti tudi Bundesbanka. Nepokrite obrestne paritete so zato še povečale ranljivost teh valut za njihovo devalvacijo. Nekateri avtorji, kot npr. Gros in Thygesen (1998, str. 179) so zato podvomili v obstoj simetričnosti med valutami, vključenimi v matriko.

Bilateralna intervencija centralnih bank na deviznem trgu – primer Francije

Bilateralni tržni devizni tečaj francoskega franka do nemške marke se je v prvi polovici osemdesetih let pogosto znašel na zgornji in spodnji meji pasu. Če se je tržni devizni tečaj nemške marke v Franciji povišal in se dvignil do zgornje meje 2,25 odstotkov nad centralni tečaj marke, izražene v francoskih frankih, je to posledično pomenilo depreciacijo francoskega franka. Takrat je frank v Nemčiji dosegel spodnjo mejo. Tako je francoska centralna banka na eni strani morala preprečiti nadaljnji dvig nemške marke, nemška centralna banka pa ni smela dopustiti nadaljnjega padca francoskega franka.

Francoska centralna banka je prodajala marke (močno valuto), istočasno pa je morala nemška centralna banka kupovati franke (šibko valuto). Če francoska centralna banka za poseg na deviznem trgu ni imela dovolj nemških mark, jih je preko operacije valutne zamenjave dobila od nemške centralne banke. Ker je slednja hkrati kupovala francoske franke, je Nemčija kreditirala Francijo. Francoska centralna banka je bila obvezana v roku 90 dni preko valutne zamenjave odkupiti svojo valuto nazaj in vrniti marke nemški centralni banki. Če v tem obdobju ni prišlo do porasta mednarodnih denarnih rezerv francoske centralne banke, je morala najeti kredite pri Evropskem skladu za denarno kooperacijo (angl. *European Monetary Co-operation Fund*), s katerimi je financirala plačilnobilančni primanjkljaj (Ribnikar, 1999, str. 93).

Zaradi pogostega pojavljanja primerov, ko centralne banke niso imele zadostnih mednarodnih denarnih rezerv za obsežnejše intervencije na deviznem trgu pri branjenju deviznih tečajev v predpisanih mejah okrog centralnih tečajev, je bil 12. septembra 1987 sprejet Baselsko-Nyborški sporazum (angl. *Basle-Nyborg agreement*). Po tem sporazumu so bili centralnim bankam odobreni različni kreditni mehanizmi za njihove intervencije na deviznih trgih. To so zelo kratkoročno financiranje, kratkoročna podpora in srednjeročna pomoč, kjer je prišlo do podaljšanja dobe dospelja kreditnih linij z 90 na 120 dni. Za zmanjševanje špekulativnih

pritisikov na valute pa je sporazum poudarjal dva obrambna instrumenta. To sta mehanizem obrestne arbitraže in ukrep spreminjanja mej dopustnih nihanj okrog centralnega tečaja.

Intervencija centralne banke na deviznem trgu brez pomoči Bundesbanke – primer Irske

Za Irsko je bil značilen majhen devizni trg, na katerem je bila v osemdesetih letih prisotna visoka volatilitnost tržnega deviznega tečaja okrog centralnega tečaja. Centralna banka je nadzorovala pozicijo na deviznem trgu skupaj s štirimi bankami, ki so bile t. i. »market-makers«. Njeno učinkovito reagiranje v primeru pritiskov na devizni tečaj gre pripisati predvsem natančni in pogosti komunikaciji centralne banke z ostalimi bankami. Banke so morale namreč vsak posel na deviznem trgu, ki je presegel 1,3 mio evrov, takoj sporočiti centralni banki in pri tem navesti tudi ime stranke, s katero je banka sklenila posel. Za vse banke je bilo obvezno tudi dnevno poročanje stanja o odprti devizni poziciji.

Intervencije so bile lahko napovedane ali nenapovedane. V primeru, ko so obstajali znaki špekulativnega napada nerezidentov, je centralna banka aktivno intervenirala preko več bank in tako deviznemu trgu poslala učinkovit signal o intervenciji. Predvsem majhne banke so v podporo domači valuti morale v tem primeru zapirati svoje odprte pozicije na deviznem trgu in tako multiplicirale učinek intervencije. Centralna banka se občasno, ko je trg najbolj pričakoval, namenoma ni odločila za intervencije. S tem je v določenem trenutku hotela preprečiti, da bi zadušila medbančni devizni trg (Novak, Kovačič, 2004, str. 19).

2.1.3 Sistem splošnih prilagoditev centralnih deviznih tečajev

Centralni tečaji v okviru ERM niso bili trajno fiksni, temveč so se lahko spreminjali oziroma prilagodili spremenjenim razmeram. Če je bil paritetni tečaj neke valute v okviru tega mehanizma previsok, se je to pokazalo, ko so bili tečaji valut skupnosti na splošno nad njihovimi centralnimi tečaji. Še preden so vsi tečaji dosegli zgornjo mejo dopustnega nihanja, je precenjena valuta prišla do t. i. praga divergence. Ta prag označuje mejo 75 % možnega povečanja tečajev vseh preostalih valut ERM nad njihovimi centralnimi tečaji. To je bil znak, da je ta valuta postala prešibka. Ker je bilo v tem primeru z intervencijami težko vzdrževati njen tečaj v okviru predpisanih meja okrog centralnega tečaja, je lahko prišlo do povečanja paritetnega tečaja te valute in posredno centralnega tečaja napram vsem ostalim valutam ERM.

Odločitev o devalvaciji valute ni bila v rokah posamezne države članice, temveč so o tem odločali finančni ministri in guvernerji centralnih bank držav ERM. Korekcija paritetnih vrednosti in prek njih centralnih tečajev pa ni bila opravljena samo za eno valuto, temveč so opravili splošno prilagoditev (angl. *realignment*) centralnih tečajev valut držav članic ERM (Mrak, 2002, str. 400).

Tabela 2: Pregled vseh splošnih prilagoditev centralnih deviznih tečajev v prvi fazi delovanja ERM od 1979 do 1987, v odstotkih

DATUM	DEM	BFR	DKR	FRF	IEP	NLG	ITL	ESP	GBP	PTE
24. 9. 1979	+2,0		-2,86							
30.11. 1979			-4,76							
23. 3. 1981							-6,00			
5.10. 1981	+5,50			-3,00		+5,50	-3,00			
22. 2. 1982		-8,50	-3,00							
14. 6. 1982	+4,25			-5,75		+4,25	-2,75			
21. 3. 1983	+5,50	+1,50	+2,50	-2,50	-3,50	+3,50	-2,50			
22. 7. 1985	+2,00	+2,00	+2,00	+2,00	+2,00	+2,00	-6,00			
7. 4. 1986	+3,00	+1,00	+1,00	-3,00		+3,00				
4. 8. 1986					-8,00					
12. 1. 1987	+3,00	+2,00				+3,00				

* Sivo polje označuje obdobje, ko španska pezeta, britanski funt in portugalski escudo še niso bili vključeni v evropski mehanizem deviznih tečajev.

Valutne oznake:

DEM – nemška marka

IEP – irski funt

ESP – španska pezeta

BFR – belgijski frank

NLG – nizozemski gulden

GBP – britanski funt

DKR – danska krona

ITL – italijanska lira

PTE – portugalski escudo

FRF – francoski frank

Vir: Bofinger, Flassbeck, 2000, str. 34.

Iz tabele 2 je razvidno, da so bila v prvi polovici osemdesetih let prilagajanja centralnih tečajev v ERM zelo pogosta in potrebna, ker so bile nekatere valute močne, druge pa kritično šibke. Interesi držav glede tega, ali naj plačilnobilančne prilagoditve opravijo samo države, katerih valuta je kritično slaba, ali pa tudi države z močno valuto, so si bili nasprotujoči. Zato so se največkrat kompromisno spreminjale paritetne vrednosti več valut za različne odstotke v različne smeri. Tako sta Nemčija in Nizozemska svoji valuti pogosto revalvirali. Na drugi strani pa je Italija kljub širšemu 6–odstotnemu pasu navzgor in navzdol pogosto devalvirala liro.

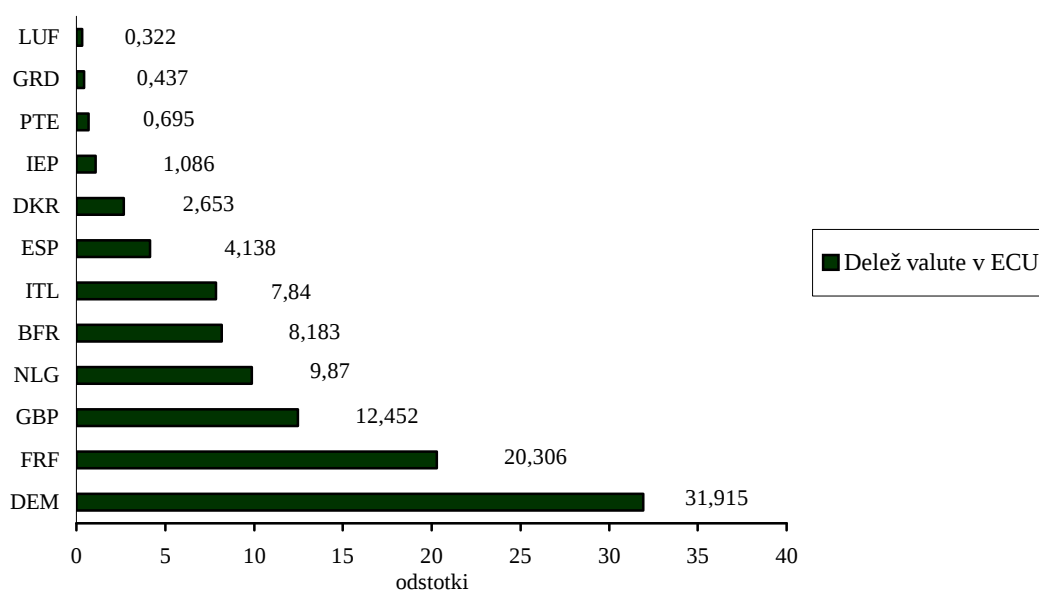
2.2 SKUPNA EVROPSKA VALUTA ECU

ECU² (angl. *European Currency Unit*) je bil kompozitni denar, to je košarica valut, ki jo je sestavljala fiksna količina valut vseh držav EGS in s tem EMS. Delež nacionalne valute v ECU–ju je bil odsev ekonomskega pomena države v EGS. S pridruževanjem novih držav

² Še posebej simboličen pomen je imel za Francoze, saj je bil to denar, ki ga je Ludvik IX. v 13. stoletju koval za celotno kraljestvo (Savin, 1995, str. 11).

EGS-u se je spreminjala tudi sestava košarice. V prvi košarici, ki je bila določena 3. marca 1979, je bilo devet valut. V drugo košarico, ki je bila določena 17. septembra 1984, so vključili grško drahmo. Od 21. septembra 1989 dalje pa sta bili v ECU vključeni še španska pezeta in portugalski escudo. Zaradi ERM krize v letih od 1992–1993 in priprav na uvedbo denarne unije se valutna košarica kljub širitvi Evropske unije leta 1995 (vstop Avstrije, Finske in Švedske) ni več spreminjala.

Slika 1: Deleži nacionalnih valut v ECU-ju v obdobju od 21. 9. 1989–31. 12. 1998 v odstotkih



Vir: Antweiler, 2004, str. 1.

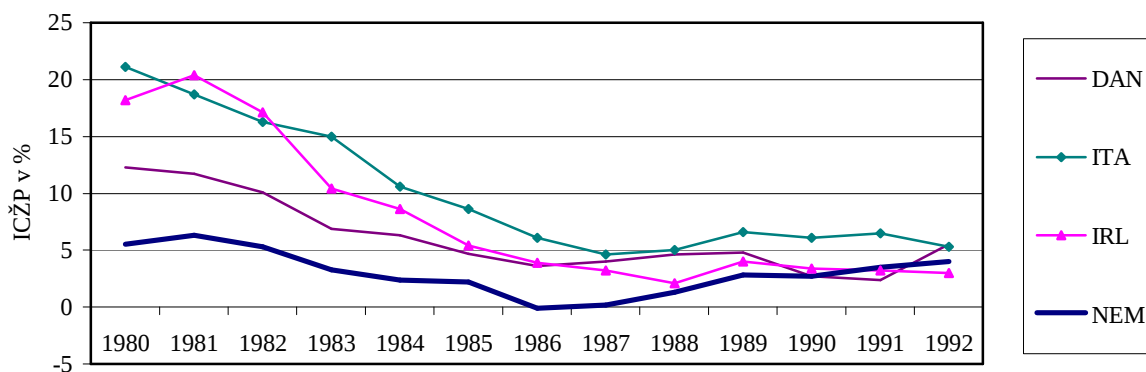
ECU kot uradna valuta EMS se je uporabljal v štirih funkcijah (Bofinger, Flassbeck, 2000, str. 8–9):

- ♦ kot obračunska enota za določanje centralnih tečajev v okviru ERM,
- ♦ pri operacijah intervencij in povezanega kreditiranja med centralnimi bankami članic,
- ♦ kot denarna aktiva, ki so jo članice Evropskega monetarnega sistema hranile kot del svojih mednarodnih rezerv pri Evropskem skladu za denarno kooperacijo (ta oblika rezerv je bila določena kot 20–odstotna kvota vseh rezerv (konvertibilne valute, zlato),
- ♦ kot osnova za določanje indikatorja divergence, vendar je v praksi delovanja imel zelo majhen pomen.

3 VALUTNA KRIZA MEHANIZMA DEVIZNIH TEČAJEV ERM

ERM je v osemdesetih letih izpolnil cilje glede postopnega vzpostavljanja evropske ekonomske in monetarne unije kot najvišje stopnje monetarne integracije. V prvi polovici osemdesetih let je bil med članicami ERM dosežen kompromis o omejevanju in nadzorovanju kapitalskih tokov, kar jim je omogočalo konsistentnost med režimom fiksne, toda prilagodljivega deviznega tečaja in avtonomijo v izvajanju ekonomske politike. Zaradi razlik v inflacijskih stopnjah nekatere države s šibkimi valutami (Danska, Italija in Irska) niso bile pripravljene odpraviti omejitve na tokove kapitala. Pogosta prilagajanja centralnih deviznih tečajev v smeri devalvacij valut so se s strani mednarodnih kreditorjev/investitorjev interpretirali kot neuspeh ekonomske politike v plačilnobilančnem prilagajanju teh držav.

Slika 2: Primerjava gibanj inflacije treh »problematicnih« držav EMS z nemško inflacijo v obdobju od 1980–1992, merjena z ICŽP, v odstotkih



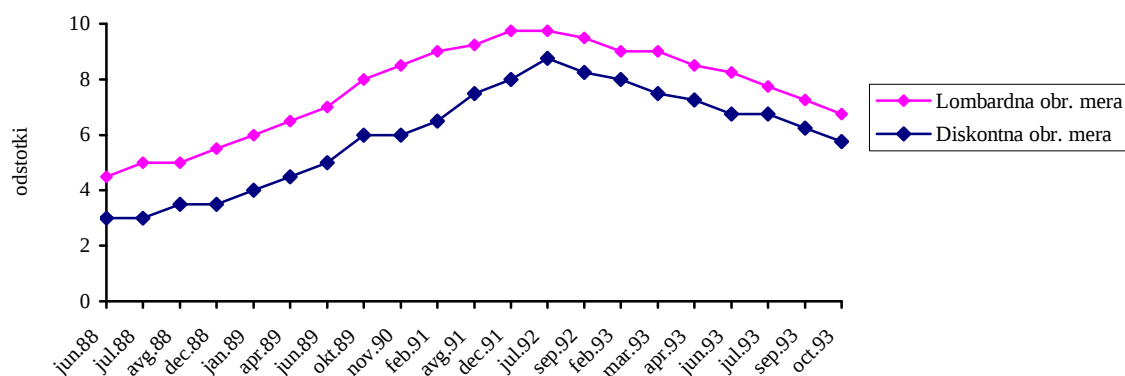
Vir: Intal, Ponitines, Mojica, 2001, str. 118; O'Toole, Warrington 1998, str. 19.

Da bi odpravili visoke stopnje inflacije in zmanjšali tečajna tveganja, so države začele uporabljati režim prilagodljivega fiksne deviznega tečaja kot nominalno sidro. Vlogo sidra je v EMS prevzela nemška marka, in sicer zaradi svojega statusa rezervne valute in velikosti nemškega gospodarstva (Savin, 1995a, str. 2). Nemška centralna banka je svojo kreditno–monetarno politiko vodila predvsem s stališča nemških monetarnih interesov, ki pa so se ujemali z interesom zniževanja inflacije v večini drugih držav članic EMS. Njena vloga pri intervencijah na deviznih trgih se je spremenila v smeri zagotavljanja stabilnosti nemške marke znotraj dopustnih meja nihanj. Bilateralna obveznost centralnih bank za intervencije na spodnji in zgornji meji pasu je bila odpravljena, s čimer je ERM matrika postala asimetrična. Glavni razlog za to spremembo so bile pogoste revalvacije nemške marke, kar je podražilo nemški izvoz in povečalo njen trgovinski deficit z drugimi evropskimi državami.

3.1 OBDOBJE OD 1989–1992: ZDRUŽITEV NEMČIJE IN NASTANEK VALUTNIH ŠOKOV

Prelomni dogodek v razvoju Evropskega monetarnega sistema se je zgodil 9. novembra 1989, ko sta se združili tedanja zahodna Zvezna republika Nemčija in vzhodna Nemška demokratična republika. 23. aprila leta 1990 je takratni nemški kancler Helmut Kohl sprejel visoko simbolično odločitev, ko je za menjalno razmerje med vzhodno- in zahodnonemško marko predlagal tečaj 1:1. Posledica te odločitve je bilo skoraj 30-odstotno povečanje količine denarja v obtoku, kar je povzročilo pritisk na povečanje inflacije. Visoki transferji (139 mrd DEM v letu 1991 in 180 mrd DEM v letu 1992), ki jih je Zvezna republika Nemčija namenjala za financiranje preoblikovanja centralno-planskega gospodarstva v Nemški demokratični republiki, je povzročilo znižanje gospodarske rasti s 3,7 na 1,5 % v tem obdobju (Intal, Ponitines, Mojica, 2001, str. 120). Zaradi deficita, ki je bil odraz ekspanzivne fiskalne politike, je prišlo do inflacijskih pritiskov, zato je nemška centralna banka začela izvajati restriktivno monetarno politiko.

Slika 3: Gibanje nemških referenčnih obrestnih mer v obdobju od junija 1988 do oktobra 1993 v odstotkih



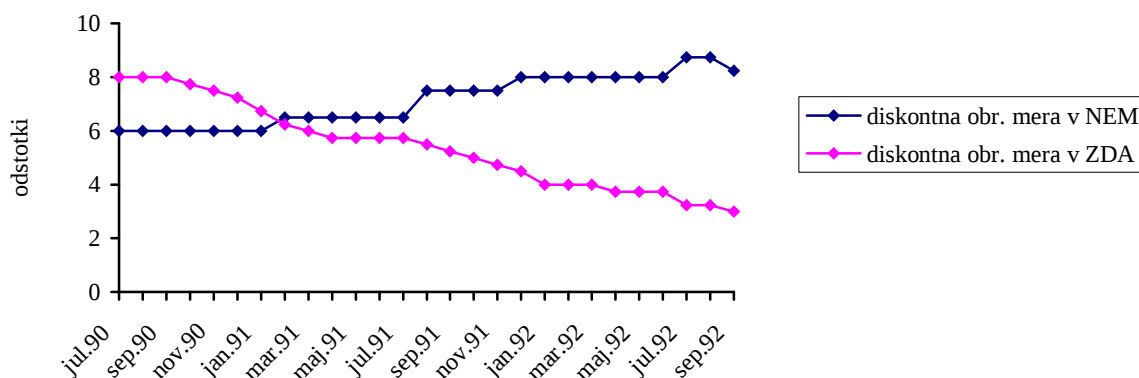
Vir: Stevenson, 2002, str. 229.

Diskontna politika je bila v obdobju po združitvi eden najpomembnejših instrumentov izvajanja restriktivno usmerjene denarne politike. S postavitvijo lombardne obrestne mere kot zgornje meje in diskontne obrestne mere kot spodnje meje je nemška centralna banka naredila tunel, ki je usmerjal kreditiranje poslovnih bank. Gre za način izdajanja primarnega denarja na medbančnem trgu. Lombardna obrestna mera je bila vselej za 1,5 do 2 odstotni točki nad diskontno obrestno mero, ker je bil obseg rediskontiranja omejen.³

³ Pri kreditiranju poslovnih bank lahko centralna banka zmanjša kreditno tveganje tako, da določi, kateri vrednostni papirji so primerni, koliko sredstev glede na vrednost vrednostnih papirjev lahko poslovna banka dobi in rok zapadlosti posojila. Vendar pa teh posojil centralna banka ne more popolnoma nadzorovati, lahko pa jih usmerja z mehanizmom lombardne in diskontne obrestne mere (Polanec, Fabjančič, 1998, str. 148–149).

Naraščanje diskontne obrestne mere v Nemčiji je v obdobju od sredine leta 1990 do septembra leta 1992 sovpadalo z zniževanjem ključne obrestne mere s strani ameriških Zveznih rezerv (FED), kar kaže naslednja slika.

Slika 4: Primerjava gibanj diskontne obrestne mere v Nemčiji in ZDA v obdobju od 1990–1992 v odstotkih



Vir: Stevenson, 2002, str. 229; Open Market Operations, 2004.

Zniževanje obrestnih mer v ZDA je v tem obdobju predstavljalo odgovor na gospodarsko recesijo v ZDA, medtem ko so naraščajoči javnofinančni odhodki kot posledica združitve ustvarjali velike pritiske na nemško inflacijo, ki jo je nemška centralna banka blažila z vse višjimi obrestnimi merami. Ko je 20. decembra 1991 najprej FED znižal ključno obrestno mero s 4,5 % na 4 %, so finančni trgi pričakovali preobrat s strani Bundesbanke, ki pa se ni zgodil. Nemška diskontna obrestna mera se je s 7,5 % dvignila na 8 %. Na čedalje večji razkorak med obrestnimi merami so se devizni trgi odzvali tako, da so začeli prodajati dolarje in kupovati marke, kar je povzročilo njeno apreciacijo. Valutni špekulanti na deviznih trgih so zelo hitro ocenili, da nekatere članice ERM ne bodo mogle ohranjati svojih centralnih tečajev z marko, če tudi v teh državah ne bo prišlo do dviga obrestnih mer.

Med valutami v okviru ERM je bila v prvi polovici leta 1992 za špekulativne napade najbolj občutljiva italijanska lira. Italijanska centralna banka je z obsežnimi intervencijami na deviznem trgu uspešno branila fiksni tečaj lire. V času od februarja do junija 1992 se je višina njenih deviznih rezerv zmanjšala s 35,5 mrd dolarjev na 31,5 mrd dolarjev (Babić, Žigman, 2001, str. 9).

Pod vplivom političnih dogodkov, ki so se dogajali okrog ratifikacije Maastrichtske pogodbe o Evropski denarni uniji, ki je bila podpisana 7. februarja 1992, se je Evropski monetarni sistem hitro približeval krizni situaciji. Dvome o Evropski denarni uniji so prvi pokazali Danci, ki so se 2. junija 1992 na referendumu s 50,7 % glasov izrekli zoper Maastrichtsko pogodbo. Evropska komisija se je na ta izid odločno odzvala, da če pogodbe ne bo ratificirala

samo Danska, bodo ostali izven denarne unije. Drugače od Dancev so se na referendumu 19. junija odločili Irci, ki so z 68,7 % glasovali za Maastrichtsko pogodbo.

3.2 SEPTEMBER 1992: PRVI VAL ŠPEKULATIVNIH NAPADOV

Po petih letih zviševanja je 17. julija 1992 nemška diskontna obrestna mera dosegla rekordno raven 8,75 %. Na drugi strani so ameriške zvezne rezerve nadaljevale politiko šibkega dolarja in svojo obrestno mero znižale s 3,5 na 3 %. Trend zniževanja je bil prisoten tudi na japonskem denarnem trgu – njihova obrestna mera se je znižala s 3,75 na 3,25 % (Babić, Žigman, 2001, str. 10).

Hitra apreciacija marke je vodila v vsesplošna tečajna nesorazmerja med svetovnimi valutami. Depreciacija dolarja v odnosu do marke je najnižjo raven dosegla 1. septembra pri tečaju 1,39 DEM/USD. Padcu dolarja sta sledili znižanje britanskega funta, katerega tržni devizni tečaj napram marki je dosegel spodnjo mejo 6 % dovoljenega nihanja⁴ ter italijanska lira. Za obsežnejšo intervencijo pri obrambi funta v menjalnem mehanizmu je britansko finančno ministrstvo 3. septembra pri Evropskem skladu za denarno kooperacijo najelo kredit v višini 16 mrd ECU. Dan kasneje je italijanska centralna banka dvignila diskontno obrestno mero s 13,25 % na 15 %, da bi ublažila padanje vrednosti lire (Kenda, 1998, str. 10).

Visoka apreciacija marke je povzročila vsesplošna tečajna nesorazmerja med valutami članic Evropskega monetarnega sistema. To je bil povod, da se je 6. septembra sestal denarni komite EU, na katerem so finančni ministri in guvernerji centralnih bank razpravljali o izvedbi splošne prilagoditve bilateralnih centralnih tečajev zaradi nemške unilateralne politike visokih obrestnih mer. Zaradi nasprotovanja številnih držav (še posebej Italije) prilagoditvam centralnih tečajev je denarni komite od nemških predstavnikov monetarne oblasti zahteval znižanje diskontne obrestne mere. Neuspešna pogajanja so se končala s simboličnim odhodom guvernerja Bundesbanke Schlesingerja in finančnega ministra Waigla (Buiter, Corsetti, Pesenti, 1998, str. 14).

Reakcije držav in odzivi deviznih trgov na ta dogodek bodo opisane skozi kronološki pregled dogodkov, ki so se zvrstili po tem zasedanju denarnega komiteja (Moffet, 1997, str. 6).

- ♦ *8.–9. september:* Prvi znanilci valutne krize se pokažejo v skandinavskih državah, ki so bile kandidatke za vstop v evropski menjalni mehanizem. Najprej je Finska pod vplivom velikih špekulativnih odlivov kapitala iz države, ki so povzročili padanje deviznih rezerv, morala prekiniti vezavo svoje valute na ECU. Finska marka je v nekaj dneh depreciirala za 15 % v odnosu do ECU. Švedska centralna banka pa je uspela z drastičnim povišanjem lombardne obrestne mere s 24 % na 75 % preprečiti velik odtok kapitala in prekinitev vezave švedske krone na ECU. Evropski sklad za denarno kooperacijo je Švedski namenil

⁴ V praksi se za funt uporablja indirektna kotacija izražanja deviznega tečaja – to je kot vrednost enote domačega denarja, izražena s številom enot tujega denarja. Znižanje deviznega tečaja tako pomeni podražitev deviz.

31 mrd ECU kratkoročne podpore v obrambo njene valute. Kljub prejeti pomoči se Švedska ni odločila za vstop v ERM. Z velikimi intervencijami znotraj fluktuacijskih mej (angl. *intramarginal intervention*) je tudi norveška centralna banka uspela zmanjšati pritiske na razvrednotenje krone (Eichengreen, 2000, str. 269).

- ♦ *13. september:* Nemška Bundesbanka prvič po petih letih zniža lombardno in diskontno obrestno mero: prvo z 9,75 % na 9,5 %, drugo pa z 8,75 % na 8,25 %. Do znižanja lombardne obrestne mere pride na Švedskem, in sicer s 75 % na 20 %. Zaradi obsežnih špekulativnih napadov na liro je centralna banka denarnemu komiteju EU predlagala 7,6–odstotno devalvacijo njene valute.
- ♦ *14. september:* Znižanje nemške lombardne obrestne mere povzroči 2,4–odstotno apreciacijo dolarja. Njegov zaključni tečaj na deviznih trgih znaša 1,49 DEM/USD.
- ♦ *15. september:* Izjava guvernerja Bundesbanke Schlesingerja, da njihova monetarna politika ostaja restriktivna, ter njegova namigovanja o možnem zlomu ene ali dveh valut in njunem izstopu iz evropskega menjalnega mehanizma so sprožila špekulativne napade na liro in britanski funt. Ob objavi 7,6–odstotne devalvacije lire je odstopil ministrski predsednik Amato.
- ♦ *16. september, »črna sredo«:* Špekulativni napadi spodkopljejo funt, liro in pezeto pod spodnjo mejo v dovoljenem območju nihanja. Njihove centralne banke so se odločile za obsežne intervencije na trgu. Angleška centralna banka se je zaradi izgube deviznih rezerv v višini 15 mrd dolarjev odločila zvišati diskontno obrestno mero z 10 % na 12 %. Prodajni pritiski na funt na deviznem trgu so se nadaljevali, zato je nekaj ur kasneje centralna banka znova povišala diskontno obrestno mero na 15 % (Zurlinden, 1993, str. 44). Italijanska centralna banka je zaradi zmanjšanja deviznih rezerv na kritično raven bila prisiljena ustaviti svoje intervencije na deviznem trgu v podporo svoji valuti. Ob koncu trgovalnega dne je angleška centralna banka objavila 15–odstotno devalvacijo funta in njegov umik iz menjalnega mehanizma. Diskontno obrestno mero pa je znižala na 12 %. Umik iz ERM napove tudi Italija, Španija pa devalvira špansko pezeto za 5 % in objavi ponovno uvedbo omejitev kapitalskih tokov. Špekulativnih pritiskov se je na »črno sredo« ubranila le švedska krona, potem ko je njena centralna banka dvignila lombardno obrestno mero na 500 % (Buiter, Corsetti, Pesenti, 1998, str. 24).
- ♦ *17. september:* Po šesturnem sestanku so člani evropskega denarnega odbora izločili liro iz evropskega tečajnega mehanizma. Angleška centralna banka pa je še drugič znižala diskontno obrestno mero na raven 10 % (Kenda, 1998, str. 10).
- ♦ *18. september:* Švedskemu ukrepu je sledila tudi irska centralna banka, ki je svojo lombardno obrestno mero določila na nivoju 300 %.

- ♦ *20. september:* Francozi so na referendumu z 51,05 % glasov podprli Maastrichtsko pogodbo.⁵
- ♦ *23.–24. september:* Prve špekulativne napade, ki pa so bili neuspešni, sta doživela francoski frank in portugalski escudo. Francoska centralna banka je ob pomoči Bundesbanke in delni kontroli kapitalskih tokov uspela obraniti svojo valuto, pri čemer je utrpela zmanjšanje svojih deviznih rezerv v višini 80 mrd frankov. Z ukrepom omejevanja kapitalskih tokov in močnim dvigom obrestne mere (68 %) na večernem medbančnem denarnem trgu je portugalska centralna banka zagotovila ustrezno likvidnost in ohranila fiksni devizni tečaj. Dvig obrestne mere je pozitivno vplival na vrednost eskuda, ki je v naslednjih dneh appreciiral za 4 % (Adao, Pina, 2003, str. 48).

3.3 OBDOBJE OD NOVEMBRA 1992–JULIJA 1993: DRUGI VAL ŠPEKULATIVNIH NAPADOV

Umik Velike Britanije in Italije iz Evropskega tečajnega sistema, devalvacija španske pezete ter prekinitev fiksne vezave finske marke na evropsko devizno enoto so močno ogrozili obstoj evropskega menjalnega mehanizma in prizadevanja po uveljavitvi skupne evropske valute. Dvome o hitrem udejanjanju Evropske denarne unije so okrepili tudi tesni referendumski izidi ratifikacije Maastrichtskega sporazuma v posameznih državah. Države, ki so ratificirale Maastrichtsko pogodbo, so bile postavljene pred dejstvo, da morajo do 1. januarja 1993, ko je v veljavo stopil enotni evropski trg, odpraviti vse omejitve in kontrole pri pretoku kapitala. V obdobju, ko so bile nemške obrestne mere še vedno na visokih ravneh, je to predstavljalo nevarnost za nove špekulativne napade na valute držav, ki so zaradi ohranjanja stabilnosti deviznih tečajev in visokih domačih obrestnih mer bile pogreznjene v recesijo.

Po septembru 1992 so bile tarče mednarodnih špekulantov predvsem valute perifernih držav Evropskega monetarnega sistema. Prilagoditve centralnih tečajev valut v odnosu do nemške marke so bile zaradi močnih špekulativnih pritiskov na razvrednotenje valut neizogibne, kljub 6–odstotnemu fluktuacijskemu območju. V obdobju od novembra 1992 do maja 1993 je prišlo do petih sprememb paritetnih tečajev v okviru evropskega menjalnega mehanizma. V nadaljevanju bodo za posamezno valuto predstavljeni neuspešni in uspešni špekulativni napadi ter intervencije oblasti pri njihovem branjenju.

Švedska krona: Drugi val špekulativnih napadov na evropske valute je bil sprožen 19. novembra, ko je Švedska v šestih dneh špekulativnih pritiskov na razvrednotenje njene valute izgubila 26 mrd dolarjev deviznih rezerv (dobrih 10 % BDP). Kljub temu ji ni uspelo ubraniti valute, zato je švedska centralna banka (Riksbank) objavila prehod na fleksibilni devizni tečaj domače valute. To je pomenilo konec fiksne vezave švedske krone na ECU, ki je bila uvedena maja 1991 (Abreu, 2003, str. 72).

⁵Razplet ratifikacij v drugih državah je pokazal, da se Danski zaradi negativnega izida ratifikacije lahko pripeti monetarna izolacija. Zaradi te bojazni so 18. maja 1993 izvedli ponovni referendum in podprli Maastrichtsko pogodbo (Bohte, 1994, str. 4).

Norveška krona: Norveška je bila prva izmed treh skandinavskih držav, ki je že oktobra 1990 »privezala« svojo valuto na ECU. Čeprav je bila norveška krona med vsem evropskimi valutami najmanj ranljiva kot špekulativna tarča, je njena centralna banka 10. decembra, prav tako kot švedska osrednja banka, objavila prehod na režim neodvisnega drsenja.

Irski funt: Po izstopu Velike Britanije iz ERM je britanski funt močno depreciriral v razmerju do nemške marke. Ker je bil irski funt še vedno vezan na nemško marko, je to pomenilo močno poslabšanje izvozne konkurenčnosti irskega gospodarstva. Od 16. septembra do začetka novembra je irski funt v razmerju do britanskega funta apreciriral za 16 %. Irska centralna banka je zaradi pričakovanj valutnih špekulantov o devalvaciji funta aktivno intervenirala s prodajo nemških mark vse do 21. novembra, ko je denarni komite EU odločal o prvi splošni prilagoditvi centralnih deviznih tečajev v ERM po letu 1987. Do devalvacije centralnega tečaja funta ni prišlo zaradi tveganja izstopa Irske iz ERM. Ob vse večji recesiji in 15,7–odstotni brezposelnosti je finančni minister 6. januarja 1993 za Financial Times izjavil, da monetarna oblast ob pritiskih na deviznem trgu ne bo več dolgo zmožna braniti fiksne tečaja funta do marke. Prišlo je do velikih špekulativnih prodaj irskega funta, ki so centralno banko prisilile v intervencijo, da bi preprečila prevelik padec tečaja. Zaradi upada deviznih rezerv irske centralne banke na kritični nivo, je 30. januarja prišlo do unilateralne 10–odstotne devalvacije funta (Kelly, 2003, str. 100). Denarni komite EU se ob tej odločitvi Irske ni odločil za izločitev funta iz ERM.

Španska pezeta: Po objavi prekinitve fiksne vezave švedske krone na ECU so se na mednarodnem denarnem trgu sprožila pričakovanja o začasni izključitvi pezete iz evropske valutne košarice. Po nekajdnevni prodajni pritiski je tržni tečaj pezete kljub intervenciji španske centralne banke dosegel zgornjo mejo fluktuacijskega območja. O njeni usodi je 21. novembra odločal denarni komite EU in določil nov paritetni tečaj. Pezeta je devalvirala za 4 %. V prvi polovici leta 1993 je bilo gibanje tečaja pezete stabilno, kar je bilo pogojeno s postopnim zniževanjem nemških obrestnih mer. Kljub izjavam španskega zakladnega ministrstva o okrevanju domačega gospodarstva in nadaljnji vpetosti v evropski menjalni mehanizem je pezeta 27. aprila dosegla najnižjo vrednost od njene vključitve v evropski menjalni mehanizem. Po seriji špekulativnih napadov nanj je centralna banka prenehala intervenirati v podporo domači valuti. V manj kot letu dni je denarni komite EU še tretjič odločal o spremembi paritetnega tečaja pezete (Buiter, Corsetti, Pesenti, 1998, str. 26). 13. maja je pezeta devalvirala za 6,5 %.

Portugalski escudo: Po septembrskem neuspešnem špekulativnem napadu na escudo je centralna banka z občasnimi intervencijami na nakupni strani ohranila stabilen devizni tečaj s 6–odstotnim dovoljenim nihanjem. Prva sprememba paritetnega tečaja se je zgodila 21. novembra, ko so ob devalvaciji pezete hkrati za 5 % devalvirali še escudo. Druga, 6,5–odstotna devalvacija, pa je bila opravljena 13. maja, prav tako ob hkratni devalvaciji pezete.

Sočasna prilagajanja centralnih tečajev pezete in eskuda so bila potrebna zaradi preprečitve situacije t. i. »racionalnih mehurčkov« (angl. *rational bubbles*).⁶

Francoski frank: Takoj za nemško marko je bil druga ključna valuta v EMS, katerega delež v evropski valutni košarici je bil 20,31 %. Za razliko od ostalih evropskih valut je bil frank pogosta tarča špekulantov predvsem zaradi pesimističnega pričakovanja o opustitvi bilateralnega branjenja fiksnega deviznega tečaja s strani francoske centralne banke in Bundesbanke. V obdobju od začetka junija 1992 do konca julija 1993 je francoska centralna banka izvedla 58 intervencij na deviznem trgu pri branjenju svoje valute. V osemnajstih primerih špekulativnega napada na frank pa je morala v podporo preprečitve depreciacije franka posredovati tudi Bundesbanka (Stix, 2002, str. 41).

Ko je denarni komite EU aprila 1993 zavrnil predlog francoske centralne banke, da bi tudi frank dobil vlogo nekakšne sidrne valute v evropskem menjalnem mehanizmu, je na deviznih trgih prišlo do velikih prodajnih transakcij francoskih frankov. Nezaupanje v valuto se je še povečalo po objavi makroekonomskega stanja v Franciji. Visoka brezposelnost (11,8 %) in negativna letna stopnja gospodarske rasti (- 0,9 %) sta bila rezultat restriktivne monetarne politike brez fiskalne ekspanzije. Z namenom preprečitve nadaljnje depreciacije franka sta francoska in nemška centralna banka začeli z obsežnimi prodajami dolarskih deviznih rezerv. Kljub ogromnim nakupnim transakcijam frankov s strani obeh centralnih bank,⁷ je tržni tečaj franka 29. julija 1993 dosegel spodnjo mejo dopustnega pasu na ravni 0,29150 marke (Mehra, Cain, Lemaire, 2003, str. 58). Čeprav je frank v obdobju od leta 1981 do 1986 že štirikrat devalviran, pa bi vnovična uradna sprememba paritetnega tečaja v smeri devalvacije lahko pomenila konec evropskega menjalnega mehanizma in razveljavitev Maastrichtskega sporazuma.

3.4 OBDODBE OD 30. JULIJA–2. AVGUSTA 1993: IZHOD IZ VALUTNE KRIZE

Kljub pozivu finančnih ministrov EU o urgentnem znižanju eskontne obrestne mere, s čimer bi zavrla špekulativni napad na frank in olajšali njegovo obrambo, je Bundesbanka na izrednem zasedanju 30. julija za 50 odstotnih točk znižala samo lombardno obrestno mero na raven 7,75 %, eskontna obrestna mera (6,75 %) pa je ostala nespremenjena (Stevenson, 2002, str. 229). Zaradi nesprejemljivega ukrepa Bundesbanke se je naslednji dan na pobudo Francije sestel denarni komite finančnih ministrov in predstavnikov centralnih bank EU. Dosežen je bil sporazum o opustitvi bilateralne intervencije pri branjenju franka ter o razširitvi

⁶ Gre za situacijo, ko špekulanti pričakujejo devalvacijo valute, vendar ocenijo, da bo valuta še nekaj časa ostala precenjena, kar jim ob kasnejši prodaji – seveda še pred devalvacijo – prinese še večji kapitalski dobiček. Stroški, ki so povezani s spremembo tečaja na ravnotežno raven, se povečujejo z obdobjem precenjenosti valute (Mrak, 2002, str. 84).

⁷ Francoska centralna banka je v obdobju od 14. do 29. julija za branjenje valute izgubila 32 mrd dolarjev, od katerih jih je skoraj 80 % izgubila 29. julija, ki je bil zadnji trgovačni dan pred izrednim sestankom denarnega komiteja EU. Bundesbanka pa je za intervencije v podporo franku porabila 35 mrd dolarjev (Eichengreen, 2000, str. 272).

dovoljenega fluktuacijskega pasu z 2,25 % na 15 % na vsako stran. S tem je režim prilagodljivega fiksne deviznega tečaja postal bolj podoben režimu drsečega deviznega tečaja.

Za razširitev mej gibanja bilateralnih tečajev na 15 % so se odločile vse države članice evropskega menjalnega mehanizma z izjemo štirih. Nemčija in Nizozemska sta ohranili 2,25–odstotno mejo dopustnih nihanj na vsako stran. Prav tako sta se Španija in Portugalska odločili obdržati prvotno 6–odstotno fluktuacijsko mejo na vsako stran (Mehra, Cain, Lemaire, 2003, str. 64). Ukrep se je izkazal za uspešnega, kar se je pokazalo v zmanjšanju špekulativnih pritiskov na francoski frank, špansko pezeto in portugalski escudo. Tržni tečaji so se kmalu vrnili v območje nihanja blizu starim mejam nihanja (Mrak, 2002, str. 403).

4 VZROKI VALUTNE KRIZE MEHANIZMA DEVIZNIH TEČAJEV ERM

Mednarodna ekonomska javnost je v mnenjih glede vzrokov za množično razvrednotenje valut Evropskega monetarnega sistema razdeljena. Nekateri trdijo, da so tečajni sistem »pričvrstitve« valut na nemško marko uničili prav špekulanti. Prevladujoče mnenje je drugačno. To kar so storili špekulanti, je bila pravzaprav le kaplja čez rob. Njihovi napadi na valute so bili le posledica spremenjenega odnosa investitorjev do držav, v katerih so zaznali ranljivost ekonomske politike pri reševanju recesije (Repovž, 2004, str. 8).

Glede na široko paleto mnenj bom v prvem delu poglavja izpostavil najpomembnejše skupne značilnosti vzrokov za nastanek valutne krize Evropskega monetarnega sistema. V drugem delu poglavja pa bodo predstavljeni še nekateri makroekonomski vzroki, ki so bili ključni za špekulativne napade v posameznih državah.

4.1 SKUPNE ZNAČILNOSTI VZROKOV

Bustelo, Garcia in Olivie (1999, str. 24–25) so izpostavili tri značilnosti:

- a) ranljivost sistema t. i. mehke vezave tečaja (angl. *soft peg*),
- b) prehitra liberalizacija kapitalskih tokov ter
- c) čredno obnašanje ekonomskih subjektov na deviznih trgih (angl. *herd behaviour*).

Prvič, za vse države EMS je veljalo, da so imele devizne tečaje svojih valut vezane na evropsko valutno košarico ECU oziroma na nemško marko kot najpomembnejšo valuto v košarici. V obdobju po letu 1987 je večina držav v svoji protiinflacijski politiki začela uporabljati režim prilagodljivega fiksne deviznega tečaja v odnosu do nemške marke kot nominalno sidro. Čeprav je vsem tem državam uspelo znižati inflacijo, so bile stopnje inflacije v teh državah še vedno višje od stopnje nemške inflacije, kar je pomenilo realno apreciacijo teh valut. Ker rast tečaja ni bila nevtralizirana s povečano produktivnostjo, se je poslabšala konkurenčna sposobnost teh gospodarstev. To se je odražalo v povečanem primanjkljaju tekočega dela plačilne bilance. Težave so nastopile, ko so špekulativni napadi

na valuto »premahnili« ravnotežje in je vzdržna raven primanjkljaja postala nevzdržna, kar je vodilo v plačilnobilančno prilagajanje.

Drugič, vse države so morale 1. julija 1990 v skladu z Delorovim poročilom popolnoma liberalizirati transakcije na finančno–kapitalskem delu plačilne bilance. Mednarodne kapitalske tokove lahko glede na motiv klasificiramo v pet skupin. Namenjeni so lahko (i) financiranju mednarodne trgovine, (ii) financiranju neposrednih tujih investicij, (iii) finančni arbitraži, (iv) špekulativnim transakcijam in (v) diverzifikaciji portfelja (Mrak, 2002, str. 554). Z vidika negativnih vplivov kapitalskih pritokov na stabilnost finančnega sistema države so bili najpomembnejši kratkoročni špekulativni tokovi kapitala, med katere spadajo kratkoročni dolžniški instrumenti oziroma portfeljske dolžniške investicije. Množično razvrednotenje evropskih valut in škodo, ki so jo pretrpele prizadete države, je bilo v veliki meri posledica špekulativnega izkoriščanja nesorazmerij med tveganjem in profitom, ki se je pojavljalo med svobodnim pretakanjem ogromnih količin finančnih sredstev med različnimi državami EMS.

Tretjič, zelo pomemben faktor visoke volatilnosti kapitalskih tokov v državah EMS je bilo t. i. čredno obnašanje ekonomskih subjektov na deviznih trgih. Nastavki za to obnašanje so bili v pomanjkanju informacij in v njihovi ažurnosti. Ta pojav je mogoče razložiti na primeru Avstrije. Avstrija je bila poleg Finske in Švedske ena od treh potencialnih novih članic Evropskega monetarnega sistema in njenega menjalnega mehanizma. V kritičnem obdobju se je avstrijski proračunski primanjkljaj povečal z 2 % na 5 % bruto domačega proizvoda, s čimer so presegli 3–odstotno maastrichtsko mejo. Problem fiskalnega deficita so rešili kljub padcu vlade, kar je bilo za majhno in odprto gospodarstvo presenetljiv dosežek. Sredi leta 1993 je neka mednarodna investicijska banka razširila informacijo o visokem proračunskem primanjkljaju in močnem zmanjšanju konkurenčnosti v primerjavi z Nemčijo. Ob oceni, da je 10–odstotna devalvacija šilinga neizogibna, je začela s prodajo in umikom svojih finančnih naložb iz šilingov. Pretiran odziv deviznega trga s prodajanjem šilingov je sprožil špekulativni napad nanj. Kasneje se je izkazalo, da informacija ne ustreza dejanskemu stanju. S širokim političnim soglasjem o stabilni tečajni politiki in verodostojno centralno banko se je Avstrija izognila nadaljnjim napadom na šiling (Repovž, 2004, str. 9).

4.2 POSEBNI VZROKI ZA IZBRUH KRIZE V POSAMEZNIH DRŽAVAH

Poleg zgoraj omenjenih treh sklopov razlogov, ki so bili skupni tako državam v mehanizmu deviznih tečajev kot novim kandidatkam (Finska, Švedska), so k ranljivosti posameznih valut za špekulativne napade in posledično k izbruhu valutnih kriz v teh državah odločilno prispevali še naslednji razlogi:

- a) nekonsistentnost med neodvisno monetarno politiko in režimom fiksnega deviznega tečaja v pogojih liberaliziranih tokov kapitala (angl. *impossible trinity*),
- b) neustrezno določen centralni tečaj v odnosu do sidrne valute,
- c) problem »članskega učinka okužbe« (angl. *membership contagion*).

Tabela 3: Pomembnost oziroma nepomembnost posameznih vzrokov za izbruh špekulativnih napadov na evropske valute v letih 1992 in 1993

Vzroki	ITL	GBP	FRF	IEP	ESP	PTE	FMK	SKR
Nekonsistentnost med monetarno politiko in režimom fiksnega deviznega tečaja	A	C	A	B	B	C	D	D
Neustrezno določen centralni tečaj v odnosu do sidrne valute	C	A	B	B	C	D	C	C
»Članski učinek okužbe«	A	A	A	A	A	C	C	C

A – zelo pomemben razlog

B – pomemben razlog

C – manj pomemben razlog

D – nepomemben razlog

Vir: Lastna ocena.

Prvi vzrok – nekonsistentnost med neodvisno monetarno politiko in režimom fiksnega deviznega tečaja v pogojih liberaliziranih tokov kapitala – je povezan s t. i. problemom trikotnika nekonsistentnosti. Saxton (2002, str. 11) ga imenuje tudi načelo nemogoče trojnosti. To načelo pravi, da je kombinacija avtonomne monetarne politike, fiksnega deviznega tečaja in liberaliziranih kapitalskih tokov nekonsistentna oziroma nezdružljiva. To pomeni, da je od treh ciljev možna katerakoli kombinacija dveh, medtem ko se mora država tretjemu odpovedati. Do omenjene nekonsistentnosti je prišlo, ko so morale države EMS 1. julija 1990 v skladu z Delorsovim poročilom zagotoviti popolno sprostitev kapitalskih tokov. Ker se države niso hotele odreči avtonomnosti pri vodenju monetarne politike, je prišlo do pritiskov na bilateralne centralne tečaje. Ta problem je bil najbolj izražen v Italiji, Franciji, Španiji in delno tudi na Irskem.

Drugi pomemben vzrok je bil povezan z izbiro centralnega tečaja do nemške marke, ki je predstavljala nominalno sidro EMS-a. To je bila ena najpomembnejših odločitev ob vstopu v evropski tečajni mehanizem. Centralni tečaj naj bi načeloma odražal ravnotežni realni tečaj ob času vstopa držav v ERM, vendar slednjega z analitskimi metodami ni mogoče precizno določiti (Lavrač, 2004, str. 8). Za stabilnost deviznega tečaja je zato pomembna tudi izbira širine pasu dopustnih nihanj okrog centralnega tečaja. Znotraj tega pasu bi se moral nahajati tržni devizni tečaj, kadar je valuta glede na ravnotežni realni tečaj precenjena ali podcenjena.

Špekulativni napad na funt, v katerem je zaslovel George Soros, je imel največji nastavek prav v previsoko postavljenem centralnem tečaju. Velika Britanija je 8. oktobra 1990 določila osrednji paritetni tečaj 2,95 marke za funt s 6–odstotnim pasom tečajnega nihanja navzgor ali navzdol. Tržni devizni tečaj funta se je v obdobju med leti 1990 in 1992 gibal znotraj 2,25–odstotnega pasu okrog centralnega tečaja. Sorosev sklad Quantum je v nasprotju z borznim pravilom »nikoli ne špekuliraj proti centralni banki« v prvi polovici septembra 1992

stavil na razvrednotenje funta, ki je bil po njegovem mnenju precenjen glede na stanje v gospodarstvu. Pri zlomu funta na »črno« septembrsko sredo 1992 je samo sklad Quantum zaslužil okoli milijardo dolarjev. Kasnejše analize ekonomistov so potrdile, da je bil funt v tistem času precenjen za 20 % (Artis, 1993, str. 231).

Kot primer ustrezno določenega vstopnega centralnega tečaja se v literaturi navaja portugalski escudo. Na podlagi gibanja ravnotežnega realnega deviznega tečaja eskuda v obdobju od 1980–1992 je bil ob vstopu Portugalske v ERM določen paritetni tečaj 178,735 escudov za ECU in na tej osnovi je bil izračunana bilateralni centralni tečaj 86,9393 escudov za nemško marko (Abreu, 2003, str. 66). Od 6. aprila do konca septembra 1992 je bil escudo v povprečju precenjen za 1,4 %, kar ob 6–odstotnem pasu tečajnega nihanja ni predstavljalo velikih možnosti za uspešen špekulativni napad, ki bi povzročil njegovo razvrednotenje.

Tretji vzrok za špekulativne napade, ki so pripeljali do zloma evropskega tečajnega mehanizma ERM, pa je fenomen »članski učinek okužbe«. Za uspešno delovanje cone monetarne stabilnosti, ki jo je udejanjal ERM, so morale vse članice skrbeti za stabilen centralni tečaj do nemške marke brez devalvacije na lastno iniciativo. Razlaga članskega učinka okužbe izhaja iz dveh dejstev. Prvič, da je ohranjanje stabilnega tečaja do nemške marke v znotraj fluktuacijskega pasu bila absolutna kratkoročna prioriteta monetarne in fiskalne politike vsake članice brez upoštevanja specifičnih razmer v njenem gospodarstvu, kot je npr. recesija. In drugič, devalvacija valute ene članice in njen izstop iz ERM je »okužila« devizne trge z dvomi o zmožnostih ohranjanja fiksnega tečaja v drugih članicah. Ta negotovost sproži špekulativne pritiske na ostale »članske« valute, kar neizogibno vodi v zlom mehanizma in posledično v opustitev ideje o prihodnji denarni uniji. Prisotnost tega pojava je Drazen (1998, str. 25) dokazal na primeru devalvacije italijanske lire. Napovedana 7,6–odstotna devalvacija lire, objavljena 13. septembra 1992, je že naslednji dan sprožila močne padce enomesečnih terminskih tečajev španske pezete, irskega funta, danske krone in francoskega franka. Eichengreen in Wyplosz (1993, str. 52) sta »članski učinek okužbe« povezala z negativnim izidom danskega referenduma o Maastrichtski pogodbi. Britanski funt, italijanska lira, danska krona in francoski frank so že dan kasneje po objavi danskega izida – 3. junija 1992 – kotirali z visokimi trimesečnimi diskonti. Iz tega sledi, da so bili špekulativni pritiski na te valute pravzaprav pričakovani. Oportunitetni stroški ohranjanja fiksnega deviznega tečaja (visoke obrestne mere) so v Veliki Britaniji in Italiji presegli politične koristi od članstva v ERM, zato so iz njega izstopili. Prihodnost EMU je dodatno zamajala Španija z devalvacijo pezete, ki pa je denarni komite EU prav zaradi političnih razlogov ni izključil iz ERM, čeprav je bil formalni kriterij za njen izstop izpolnjen.

5 MEHANIZEM DEVIZNIH TEČAJEV ERM II

ERM II je bil vzpostavljen 16. junija 1997 z Resolucijo Evropskega sveta in s tem nasledil prvi evropski tečajni mehanizem (ERM), ki je predstavljal jedro Evropskega monetarnega sistema od 13. marca 1979 dalje. S sporazumom med Evropsko centralno banko (ECB) in nacionalnimi centralnimi bankami držav članic izven evro območja, ki je bil dosežen 18. septembra 1998, so bili določeni še operativni postopki za delovanje ERM II. Nova tečajna ureditev je stopila v veljavo 1. januarja 1999 in je sovpadala z uvedbo skupne valute evro in oblikovanjem Evropske monetarne unije (EMU⁸), v katero je vstopilo enajst držav (Usmeritve denarne politike Banke Slovenije, 2001).

Slovenija in ostalih devet držav ni imelo možnosti, da bi z vstopom v EU hkrati vstopili v evro območje oziroma prevzeli evro kot lastno valuto. Obenem pa tudi nimajo t. i. »opt-out« možnosti, ki pomeni, da kot članice EU obdržijo nacionalne valute in evra ne prevzamejo (Čufer, 2003, str. 16). To možnost izkoriščata Velika Britanija in Švedska, ki oporekata vlogi ERM II kot formalnemu okvirju za dokazovanje stabilnosti deviznega tečaja. Del razlogov za njuno nasprotovanje članstvu v ERM II gre pripisati prav njunim negativnim izkušnjam s špekulativnimi napadi v letih 1992 in 1993.

Nove članice EU se morajo zato na poti v evro območje vključiti v čakalnico za evro, kot se imenuje evropski tečajni mehanizem ERM II. Glede hitrosti vključevanja v ERM II so se države pristopnice razdelile v skupino hitrih in skupino nekoliko počasnejših. V prvi skupini so bile Estonija, Litva in Slovenija, ki so se v ERM II vključile že 28. junija 2004, ter Latvija, ki je vstopila 1. januarja 2005. Strategija hitrega vstopa v ERM II je predvsem povezana s ciljem čim hitrejšega vstopa v EMU. Pripravljenost za prevzem evra v teh državah bosta ECB in Evropska komisija ocenjevali na podlagi izpolnjevanja konvergenčnih kriterijev, kar naj bi se zgodilo približno sredi leta 2006. Prva realistična in hkrati optimistična možnost teh držav, da vstopijo v EMU, je 1. januar 2007.

V drugi skupini so štiri srednjeevropske države pristopnice (Češka, Slovaška, Poljska in Madžarska), ki so zaradi domačih fiskalnih težav prilagodile svoje strategije v zvezi z ERM II. V pristopnicah prevladuje mnenje, da je ERM II potencialno nestabilen in zato nevaren tečajni mehanizem. Zato želijo v njem sodelovati kar najkrajše možno obdobje, torej le predpisani dve leti. Temu primerno ta skupina pristopnic po načelu t-2 odlaga tudi predvideni vstop v ERM II na le dve leti pred prevzemom evra. To pomeni, da računajo na vstop v ERM II nekje v obdobju med 2006 in 2008. Poseben primer je Madžarska, ki s svojim tečajnim režimom vezave forinta na evro že nekaj časa posnema pravila ERM II (Lavrač, 2003, str. 16).

⁸ V akademskih krogih in v javnosti kratica EMU pomeni Evropska monetarna unija. Z vstopom v EMU se država vključi v evro območje in prevzame evro kot lastno valuto. V diplomskem delu ima kratica EMU striktno samo ta dva pomena.

5.1 TEMELJNE ZNAČILNOSTI IN OBVEZNOSTI V ERM II

ERM II je specifičen sistem mehke vezave tečaja (fiksne tečaja, ki je prilagodljiv) in predstavlja okvir za različne tečajne režime držav članic EU, ki še niso prevzele evra kot lastne valute. Svet ministrov za gospodarstvo in finance (ECOFIN) je med neustrezne režime deviznega tečaja za valute vključene v ERM II uvrstilo režim neodvisnega drsenja, režim uravnavanega drsečega deviznega tečaja, kjer ni bila sporazumno določena centralna pariteta nacionalne valute z evrom, režim plazečega fiksne deviznega tečaja ter režim trajno fiksne deviznega tečaja na neko drugo valuto in ne na evro (Program vstopa v ERM II in prevzem evra, 2003, str. 50). Primarni cilj tega mehanizma je zagotoviti stabilnost deviznih tečajev in povezanost med evrom in valutami držav članic, ki so v evro čakalnici. Osnovna dejavnika v ERM II, ki ju država članica določi v pogajanjih s pristojnimi evropskimi institucijami, sta centralna pariteta in razpon nihanja tržnega tečaja okoli paritetne vrednosti.

5.1.1 Centralna pariteta nacionalne valute proti evru

Centralna pariteta v ERM II je fiksno razmerje nacionalne valute z evrom, ki jo država kandidatka določi v multilateralnih pogajanjih z Evropsko komisijo, Evropsko centralno banko, vladami in centralnimi bankami evrosistema in državam, ki sodelujejo v ERM II. Raven centralne paritete naj bi čim bolj odražala ravnotežni realni tečaj ob času vstopa države v ta mehanizem. Ravnotežni tečaj namreč omogoča doseganje notranjega in zunanjega ravnovesja, kar je pogoj za zagotavljanje dolgoročne stabilnosti. Zaradi procesa razvojnega dohitevanja v novih članicah se lahko ravnotežni realni tečaj v času spreminja in s tem odstopa od centralne paritete. Odmike ravnotežnega realnega tečaja od centralne paritete je mogoče absorbirati prvič z intervencijo znotraj ali na mejah dopustnega pasu nihanja tržnega deviznega tečaja okrog centralnega tečaja, drugič z nastavitvijo začetnega precenjenega ali podcenjenega centralnega tečaja in tretjič s korekcijo centralnega tečaja. Izbira med tremi načini je odvisna od (Lavrač, 2004, str. 13):

- a) širine pasu dopustnih nihanj tečaja,
- b) intenzivnosti intervencij na deviznem trgu, ki so še dopustne za izpolnitev kriterija stabilnosti deviznega tečaja,
- c) dolžine bivanja v ERM II.

Slovenija, Estonija in Litva so se v ERM II vključile s širšim pasom dopustnega nihanja tržnega tečaja okrog centralnega tečaja, ki je 15 % na vsako stran okrog centralnega tečaja. Širši pas nihanja tečajev novim članicam omogoča določeno stopnjo fleksibilnosti, ki je potrebna predvsem zaradi strukturnih specifičnosti, nezadostne realne konvergence ter izpostavljenosti različnim šokom teh držav. Za Slovenijo, ki ima režim uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja, je ob blagi trendni depreciaciji nominalnega deviznega tečaja 30-odstotni pas zelo primeren. Drugače je z Estonijo in Litvo, ki imata valutni odbor in je 30-odstotni pas dejansko brezpredmeten. Obe državi uspešno uporabljata valutni odbor, ki formalno pomeni enostransko strožjo zavezo vzdrževati popolnoma fiksni tečaj (Lavrač, 2004, str. 11). Država se načeloma lahko odloči tudi za ozke meje dopustnega nihanja, ki pa

jih mora odobriti ECB. Tak primer je Latvija, ki se je 1. januarja 2005 vključila v ERM II. Latvijski lats je bil do vstopa v čakalnico za evro de facto vezan na SDR⁹.

Tabela 4: Vstopi držav članic EU v ERM II in njihovi vstopni centralni tečaji

DRŽAVA	VALUTA	VSTOP	CENTRALNI TEČAJ	RAZPON NIHANJA TRŽNEGA TEČAJA
Danska	krona	1. januar 1999	7,46038 DKK za 1 EUR	± 2,25 %
Grčija	drahma	1. januar 1999	353,109 GRD za 1 EUR	± 15 %
Slovenija	tolar	28. junij 2004	239,640 SIT za 1 EUR	± 15 %
Estonija	krona	28. junij 2004	15,6466 EEK za 1 EUR	± 15 %
Litva	litas	28. junij 2004	3,45280 LTL za 1 EUR	± 15 %
Latvija	lats	1. januar 2005	0,703 EUR za 1 LVL	± 1 %

Vir: Estonian kroon included in the Exchange Rate Mechanism II (ERM II), 2004; Lithuanian litas included in the Exchange Rate Mechanism II (ERM II), 2004; Slovenian tolar included in the Exchange Rate Mechanism II (ERM II), 2004; Lazarević, 2005, str. 7.

5.1.2 Interveniranje države članice na deviznem trgu

Načine intervencije države na deviznem trgu v okviru ERM II lahko razdelimo na neposredne in posredne intervencije. Pri neposrednih intervencijah centralna banka z ukrepi dodatne ponudbe deviz ali v obliki dodatnega povpraševanja po devizah neposredno vpliva na formiranje tržnega deviznega tečaja. Za posredne intervencije pa je značilno, da država z uporabo monetarne in fiskalne politike posredno vpliva na ponudbo in povpraševanje po devizah in posledično tudi na višino deviznega tečaja. Stabilnost tečaja in protiinflacijska politika je prednostna obveznost obeh politik.

Za izpolnjevanje kriterija stabilnosti deviznega tečaja je pomembno, da so nihanja tečaja v širokem 30–odstotnem pasu izjema in da centralna banka ne intervenira prepogosto v obrambo centralnega tečaja. Vendar je spomladi leta 2003 evropski komisar za ekonomske in monetarne zadeve, Pedro Solbes, naznanil, da se bo stabilnost deviznega tečaja pri novih članicah ocenjevala strožje. To pomeni, da se mora tržni tečaj teh valut gibati v okviru ožjega pasu nihanj, ki je 2,25 % na vsako stran okrog centralnega tečaja (Lodrants, 2003, str. 6). Tudi v dosednji praksi preteklih konvergenčnih poročil se je stabilnost deviznega tečaja merila z upoštevanjem ožjih meja nihanja tečaja. Za nove članice ERM II to pomeni, da so soočene s štirimi nivoji intervencije centralne banke na deviznem trgu (Lavrač, 2004, str. 15):

- a) intervencija znotraj ožjih meja,
- b) intervencija na ožjih mejah ($\pm 2,25\%$),

⁹ Gre za posebne pravice črpanja (angl. *Special Drawing Rights*), ki jih imajo države na posebnem računu pri MDS. SDR spadajo med mednarodne denarne rezerve države, ki se uporabljajo le za obračun med centralnimi bankami. V poslovnem svetu se uporablja kot vrednostna enota, ki je določena na podlagi košarice najpomembnejših svetovnih valut (USD, EUR, GBP in JPY).

- c) intervencija preko ožjih meja, vendar znotraj širših meja,
- d) intervencija na širših mejah pasu dopustnih nihanj okrog centralnega tečaja ($\pm 15 \%$).

Za državo članico ERM II je intervencija tipa *d*) avtomatična in neomejena, pri kateri sodeluje tudi ECB. Za izpolnitev konvergenčnega kriterija stabilnosti deviznega tečaja pa je formalno obvezna tudi intervencija tipa *b*). Intervenciji tipa *a*) in *c*) nista obvezni, vendar lahko država z njima prepreči ali odloži potrebo po intervenciji tipa *b*) in *d*). Pri intervencijah tipa *a*), *b*) in *c*) gre za enostransko interveniranje države članice na deviznem trgu, ki je v primeru preprečevanja depreciacije valute omejena z velikostjo svojih mednarodnih denarnih rezerv, v primeru preprečevanja apreciacije valute pa z možnostjo steriliziranja deviznih presežkov na deviznem trgu. Gre za to, kolikšen obseg vrednostnih papirjev lahko izda država, ne da bi pri tem prišlo do znatnega povišanja obrestnih mer. Povišanje le-teh ne pomeni le povečanja stroškov servisiranja obresti na izdane vrednostne papirje, temveč tudi tveganje neizpolnitve nominalnega konvergenčnega kriterija glede obrestne mere.

V primeru večjih nenadnih šokov na deviznem trgu, kot je npr. špekulativni napad na valuto, ki lahko povzroči upad deviznih rezerv na kritični nivo, ima centralna banka države, ki je tarča napada, za preprečitev devalvacije valute na voljo mehanizem zelo kratkoročnega financiranja. Uporabo tega mehanizma ureja poseben sporazum, ki ga centralna banka nove članice podpiše z ECB ob vstopu v čakalnico za evro. Gre za kratkoročne kreditne linije z začetno dospelostjo treh mesecev, ki vključujejo promptne prodaje in nakupe valut. Centralna banka ima možnost enkratne obnovitve kreditne linije, vsaka nadaljnja obnova pa je možna le ob soglasju ECB.

5.2 TVEGANJE ŠPEKULATIVNIH NAPADOV V ERM II

V mednarodni ekonomski javnosti prevladuje spoznanje, da je obvezno sodelovanje novih članic EU v mehanizmu deviznih tečajev ERM II zelo sporen pogoj v tem smislu, da naj bi bil ta mehanizem nekakšen »simulator« Evropske denarne unije. Z vstopom v denarno unijo se bodo nove članice dokončno rešile nevarnosti špekulativnih napadov na njihove valute. Nasprotno pa jih ERM II močno izpostavlja takim napadom in vsem negativnim posledicam, ki jih lahko imajo ne le za finančni, temveč tudi realni sektor. Glede na primanjkljaje teh držav v trgovini z Unijo, precejšnjo zadolženost podjetniškega sektorja v tujini in še vedno občutljive bančne sisteme je po eni strani s špekulativnimi napadi vsekakor treba računati, po drugi strani pa domačim centralnim bankam ostaja malo manevrskega prostora, da ubranijo tečaj, če do njih pride. Že ob vstopu v EU so novinke opustile prav vse mehanizme, s katerimi so se branile pred dotokom špekulativnega kapitala, medtem ko se v čakalnici za evro še ne morejo povsem zanesti na to, da bodo v takšnih okoliščinah hitro dobile dovolj pomoči. Vodilni ekonomist ECB, Otmar Issing (2004, str. 4) posebej poudarja, da ECB ne bo pripravljena intervenirati v bran napadeni valuti, če bi to kakorkoli ogrozilo stabilnost cen znotraj evro območja. Po njegovem mnenju morajo sedanje članice poskrbeti za trdne makroekonomske razmere, ki odvrnejo špekulativne napade.

Špekulativni napadi na valute novih članic lahko potekajo v obe smeri. To pomeni bodisi v smeri krepitve valute bodisi v smeri njene potopitve. Pomemben motiv za obsežne pritoke špekulativnega kapitala v državo je višja donosnost naložb v nacionalni valuti glede na naložbe v evrih. Kapitalski prilivi povečujejo pritiske na deviznem trgu, kar vodi v apreciacijo domače valute. Obsežnejši in trajnejši prilivi tujega kapitala povzročijo drsenje deviznega tečaja domače valute proti spodnji meji dopustnega pasu nihanja okrog centralnega tečaja. Če centralna banka poskuša ohranjati stabilnost deviznega tečaja z intervencijskimi nakupi evrov znotraj meja, se s tem izpostavlja nevarnosti monetarne ekspanzije. Zato je bolj primerna sterilizirana intervencija, katere učinkovitost se s podaljševanjem trajanja špekulativnega napada zmanjšuje. Večji pritoki obrestno elastičnega tujega kapitala se lahko prelijejo tudi prek bančnega sektorja v kreditno ekspanzijo in morda tudi v poslabšanje kvalitete danih kreditov. Če se tržni devizni tečaj dlje časa giblje na spodnji meji pasu, to lahko izzove korekcijo centralnega tečaja v smeri revalorizacije domače valute. Špekulanti tako poleg investicijskega donosa pridobijo še kapitalski dobiček zaradi valutne spremembe (Kačič, 2004, str. 21). Revalorizacija valute sama po sebi ni v nasprotju s konvergenčnim kriterijem glede stabilnosti tečaja, vendar bi za državo, katere valuta bi morda nekajkrat revalorizirala v obdobju čakanja na prevzem evra, težko dokazala odsotnost tržnih pritiskov in zadostno stabilnost deviznega tečaja, da bi se lahko kvalificirala za prevzem evra.

Drugačno tveganje za špekulativne napade pa bi predstavljal nevzdržen centralni tečaj, če bi prišlo do resnejših makroekonomskih neravnotežij. V tem primeru lahko pride do naglega in velikega odliva kratkoročnega portfeljskega kapitala iz domače valute. To bi povzročilo njeno depreciacijo in povišanje tržnega deviznega tečaja proti zgornji meji dopustnega pasu nihanja. Če centralna banka ne bi bila sposobna z intervencijami v obliki dodatne ponudbe evrov doseči odmika tržnega deviznega tečaja navzdol od zgornje meje pasu, bi špekulanti zavzeli ustrezno odprto devizno pozicijo in z velikim obsegom kapitala izsilili devalorizacijo valute. V primeru devalorizacije valute nova članica ne bo izpolnila konvergenčnega kriterija glede stabilnosti tečaja, kar pomeni, da bi se minimalno potrebno dveletno obdobje začelo šteti na novo.

6 IZKUŠNJE DRŽAV S SODELOVANJEM V ERM II

Sodelovanje v evropskem tečajnem mehanizmu (tako prvi ERM, kot njegov naslednik ERM II) je za države predstavljalo novo makroekonomske okolje, ki je zahtevalo učinkovito in kredibilno koordinacijo ekonomskih politik s ciljem ohranjanja stabilnega deviznega tečaja znotraj dopustnih meja. Za sodelovanje Slovenije v evropskem tečajnem mehanizmu so koristne nekatere izkušnje Danske in Grčije, ki jih bom v nadaljevanju tudi predstavil.

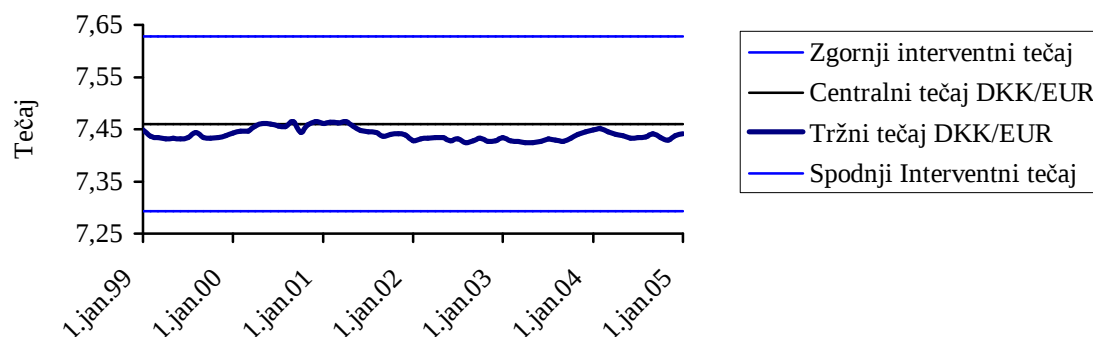
6.1 DANSKA

Danska je edina članica EU, ki je od leta 1999 vključena v evropski tečajni mehanizem ERM II, pred tem pa je dvajset let neprekinjeno sodelovala tudi v prvem mehanizmu deviznih tečajev. Sedanji centralni tečaj 7,46038 DKK za 1 EUR (pred tem ECU) je zelo stabilen in

nespremenjen že osemnajst let. Zaradi visoke stopnje ekonomske konvergence z državami EMU in po dogovoru z ECB se giblje v pasu $\pm 2,25\%$. Za zagotavljanje stabilnosti deviznega trga je v veljavi dogovor bank o sodelovanju s centralno banko. Dogovor o sodelovanju bank na deviznem trgu kot »market makers« je podpisalo deset bank, ki so zavezane za določen znesek kotirati nakupni in prodajni tečaj z največjim dogovorjenim razponom. Višina tega zneska je določena individualno za vsako banko posebej in znaša v povprečju med 10 in 30 mio evrov, pri tem pa največji dovoljen razpon okrog centralne paritete znaša 0,05 danske krone. Ti kriteriji veljajo ob razmerah z običajnim trgovanjem na deviznem trgu in majhno volatilnostjo. Dolžnost bank, ki so »market makers«, je tudi, da centralni banki dnevno poročajo podatke o odprti devizni poziciji, kar je dobra informacija za spremljanje dogajanja na deviznem trgu in za zaznavanje pretresov.

Če je devizni trg uravnotežen, danska centralna banka sledi gibanju obrestne mere, ki jo določa ECB. Če trg ni uravnotežen, se razpon med nakupnim in prodajnim tečajem praviloma povečuje,¹⁰ danska centralna banka pa intervenira z nakupom ali prodajo tuje valute na promptnem deviznem trgu in spreminja obrestno mero neodvisno od ECB tako, da ohranja obrestno pariteto. Tak način vodenja denarne politike je bil značilen tudi za obdobje pred vstopom v ERM II, vendar je takrat referenčno valuto predstavljala nemška marka in ne evro (Kovačič, Novak, 2004, str. 20).

Slika 5: Gibanje tečaja danske krone do evra v obdobju od januarja 1999 do januarja 2005



Vir: Monthly accounting rate of the euro, 2005.

Tečaj danske krone do evra je od njene vključitve v ERM II dalje stabilen in znotraj 4,5–odstotnega tečajnega koridorja. V začetku leta 1999 je centralna banka avtonomno zniževala obrestno mero zaradi večjega pritoka deviz, vendar je kasneje to prakso opustila in spremembe obrestnih mer so bile razmeroma majhne. V letu 2000 je danska centralna banka sledila ECB pri zviševanju obrestne mere.

¹⁰ V času valutne krize od 1992–1993 je razpon ob pojavu pritiskov na devizni trg znašal 100 bazičnih točk.

V pred referendumskim obdobju dvig kratkoročnih obrestnih mer ni povzročil večjih sprememb na deviznem tečaju. Velika količina neto tujih nakupov vrednostnih papirjev je v tem obdobju prispevala k depreciaciji krone. Zato je centralna banka morala intervenirati na trgu s prodajo deviz. Po negativnem izidu referenduma 28. septembra 2000 za vstop v EMU je centralna banka sledila zniževanju obrestnih mer ECB, vendar je za ohranjanje stabilnosti tečaja še dodatno zniževala svojo eskontno obrestno mero. Zaradi majhne razlike med vodilno obrestno mero ECB in vodilno obrestno mero danske centralne banke so bile avtonomne spremembe obrestne mere tudi majhne. Tako je konec leta 2002 ta razlika znašala 0,20 odstotnih točk, danska centralna banka pa je v tem letu trikrat avtonomno znižala obrestno mero, vsakič za 0,05 odstotne točke (Genorio et al., 2004, str. 47–48). Tržni tečaj DKK se že nekaj let vseskozi giblje pod centralnim tečajem, kar pomeni, da je bila danska krona glede na centralni tečaj apreciirana (Slika 5, na str. 30). V letu 2004 je tečaj DKK v povprečju odstopal od centralnega tečaja za 0,25 %. Največje odstopanje je bilo 0,38 %, najmanjše pa 0,11 % (Poročilo o denarni politiki, 2004, str. 19).

6.1.1 Značilnosti fiskalne politike

Zaradi omejitev monetarne in tečajne politike, ki izhajajo iz režima ERM II, ima pri makroekonomskem razvoju gospodarstva osrednjo vlogo fiskalna politika. Fiskalna politika ima na Danskem dolgo tradicijo delovanja v evropskem tečajnem mehanizmu. Pred vstopom v ERM II je bila glavni instrument za uravnavanje gospodarske rasti in za podporo nizki in stabilni inflaciji. V sredini osemdesetih in v poznih devetdesetih letih je pomagala upočasniti močno ekspanzijo domačega povpraševanja. V obdobju recesije na začetku devetdesetih pa je fiskalna politika zaradi dobrega stanja v javnih financah s spodbudami prispevala k omejevanju ekonomskega zastoja.

Danska je država z visokim deležem javnih financ v BDP. Delež prihodkov v BDP je v obdobju po valutni krizi od leta 1993 do leta 1997 povprečno znašal 58,5 % BDP, delež odhodkov pa je v enakem obdobju v povprečju znašal 58,8 % BDP. Javne finance so izkazovale fiskalni deficit (- 2,9 % BDP leta 1993), ki pa se je v tem obdobju neprestano zmanjševal in v letu 1997 je imela Danska prvič fiskalni suficit v višini 0,4 % BDP. Leta 1997 je bil najavljen srednjeročen načrt konsolidacije, imenovan Denmark 2005, s ciljem zmanjšati javni dolg na 40 % do leta 2005.¹¹ Država je omejila realno rast javne potrošnje na 1 % letno. Preveliki javni izdatki so povzročali izrinjanje zasebne potrošnje in izvoza, ob visokem domačem povpraševanju pa se je poslabšal tudi tekoči račun plačilne bilance. Junija 1998 je bil najavljen paket ukrepov, s katerimi so v obdobju od 1999–2002 omejili potrošnjo in stanovanjsko povpraševanje in povečali spodbude za delo in varčevanje (Genorio et al., 2004, str. 49).

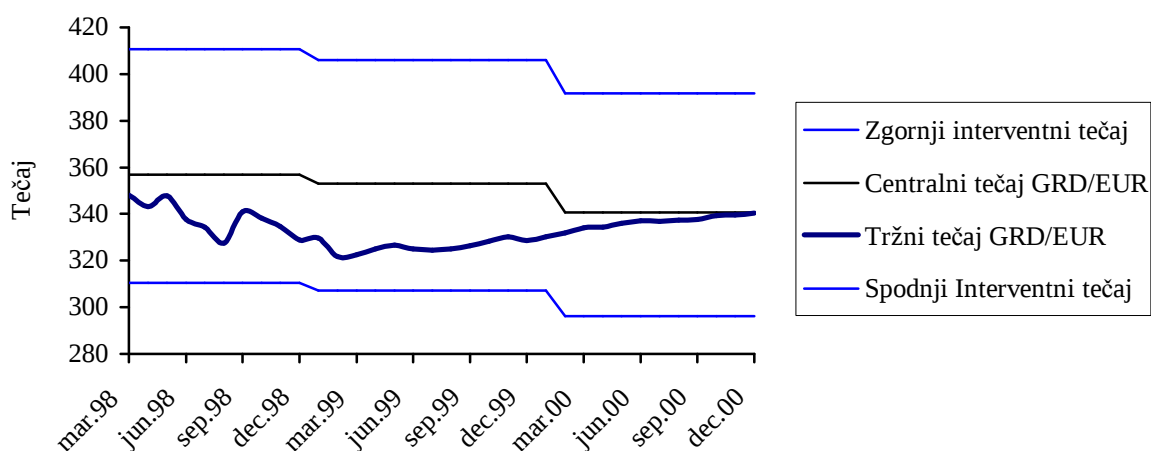
¹¹ Fiskalni kriterij javnega dolga je bil v obdobju od 1993–1997 ves čas presežen. Tako je v letu 1993 delež javnega dolga v BDP znašal 78 %, ta pa se je v naslednjih letih postopoma zniževal. Konec leta 1997 je javni dolg znašal le še 61,2 % BDP.

Po vstopu v ERM II se je delež javnega sektorja v BDP zmanjšal. V letih od 1999–2002 je delež prihodkov povprečno znašal 58,1 % BDP, delež odhodkov pa 55,5 %. Zaradi še vedno previsokih deležev Danska verjetno v prihodnosti ne bo mogla povečevati prihodkov za pokrivanje rastočih izdatkov. Prioriteta fiskalne politike je od leta 1999 dalje zniževanje dolga pred zniževanjem davkov ali povečevanjem izdatkov, saj želijo biti pripravljeni na izzive staranja prebivalstva. Ocena danskega finančnega ministrstva je opredelila vzdržno stanje fiskalne politike, ki naj bi do leta 2010 ohranjalo povprečni letni fiskalni suficit med 1,5 % in 2,5 % BDP. To naj bi omogočilo zadostno znižanje plačil obresti, da bo kompenziralo neto učinke staranja prebivalstva na javne finance. V srednjeročnem načrtu Denmark 2010, ki je bil sprejet leta 2001, je ohranjena omejitev realne rasti javne potrošnje na ravni 1 % do leta 2005 in nato znižanje na 0,5– do 0,75–odstotno rast v naslednjih petih letih. Delež javnega dolga v BDP naj bi se do leta 2005 znižal na 35 % ter na 20–25 % do leta 2010. V začetku leta 2002 je bila sprejeta tudi odločitev o zamrznitvi davkov, kar pomeni, da se davčne stopnje in davki, izraženi kot vrednosti v danskih kronah, ne bodo povečevali. Z zmanjševanjem davčnega bremena naj bi se primarni prihodki do leta 2010 znižali za približno 3 odstotne točke BDP. S tem je zaveza za obvladovanje izdatkov postala pomembnejša, saj se sicer direktno poslabša saldo javnih financ (Genorio et al., 2004, str. 50).

6.2 GRČIJA

Grčija je skupaj z Dansko vstopila v evropski tečajni mehanizem ERM II 1. januarja 1999. Pred tem je devet mesecev sodelovala že v prvem ERM. Ob vstopu, 16. marca 1998, je bila postavljena centralna pariteta 357 GRD za ECU s 15–odstotnim pasom nihanja navzgor in navzdol. V naslednjih dveh letih je bila centralna pariteta spremenjena dvakrat, pas nihanja pa je ostal nespremenjen.

Slika 6: Gibanje tečaja grške drahme do evra (do ECU pred 1. januarjem 1999) v obdobju od vstopa v ERM do prevzema evra (marec 1998–december 2000)



Vir: Monthly accounting rate of the euro, 2005a.

Paritetni tečaj 357 GRD za ECU je bil postavljen 12,3 % nad tržnim tečajem drahme do ECU ob vstopu v ERM. Bližnji cilj denarne politike v obdobju sodelovanja v ERM je bilo postopno zniževanje obrestnih mer BoG v kombinaciji z intervencijami na trgih tujega denarja in medbančnem trgu. Končni cilj denarne politike pa je bil znižanje inflacije, kar je bil glavni razlog za scenarij depreciirane centralne paritete. Ob vstopu v ERM je depreciacija drahme predstavljala nevarnost inflacijskih pritiskov, zato je BoG prenehal intervenirati z nakupi deviz na trgih tujega denarja. To se je odrazilo v takojšnji nominalni apreciaciji drahme, kot je razvidno iz slike 6, ki je glede na centralno pariteto dosegla tudi do 9 %. Učinek devalvacije drahme ob vstopu v ERM je bil zelo majhen, okoli 1 odstotno točko, proces zniževanja inflacije pa je bil prekinjen samo za dva meseca. Uspešno zniževanje inflacije je omogočal tudi širok 15–odstoten pas nihanja, ki je dopuščal precejšnje apreciacije drahme glede na centralno pariteto. Ožji 4,5–odstoten pas, kot ga je izbrala Danska, bi za Grčijo pomenilo, da bi bila drahma šibkejša, kot je bila pri širšem pasu. Sredi avgusta 1998 je zaradi velikih kapitalskih prilivov BoG ponovno pričela s tečajnimi intervencijami, a se je tečaj drahme kljub temu ohranjal močno pod centralno pariteto (Genorio et al., 2004, str. 42).

Z vstopom v čakalnico za evro in konverzijo ECU–ja v evro se je nekoliko spremenil centralni tečaj, ki je bil določen pri 353,109 GDR za 1 EUR. Razlika je nastala zaradi izračuna paritete drahme do evra preko tečaja nemške marke. Zaradi šibkejšega britanskega funta je ECU od marca 1998 do januarja 1999 depreciiral glede na nemško marko. Od tod se je glede na marko zvišal tudi paritetni tečaj drahme. Aprila 1999 je BoG uvedla začasne omejitve pri kreditiranju domačih poslovnih bank. Z zniževanjem obrestnih mer se je močno povečala stopnja rasti kreditiranja zasebnega sektorja. Zaradi povečane konkurence so banke še dodatno zniževale obrestne mere. Za preprečitev kreditnega tveganja in povečanja deleža slabih posojil je grška centralna banka uvedla omejitve pri tistih bankah, ki so kredite povečevale po več kot 12–odstotni letni stopnji. Te banke so bile zavezane imeti v višini dodatnih kreditov shranjena sredstva na neobrestovanem računu pri centralni banki za dobo šestih mesecev.

17. januarja 2000 je BoG še drugič spremenila centralni tečaj drahme do evra. Ker se je tržni tečaj drahme vse od začetka vključitve v ERM II gibal pod centralnim tečajem, je BoG centralno pariteto približala tržnemu tečaju s 3,5–odstotno revalvacijo. Novi centralni tečaj je znašal 340,75 GRD za 1 EUR. To je bil tudi izstopni centralni tečaj iz ERM II in hkrati konverzijski tečaj med drahmo in evrom ob vstopu v EMU. Z revalvacijo centralnega tečaja je BoG zmanjšala tudi potrebno depreciacijo drahme do vstopa v EMU in s tem inflacijske pritiske zaradi zmanjšane pričakovane depreciacije. Z zniževanjem obrestne mere in zapiranjem obrestne paritete med Grčijo in evro območjem se je razlika med tržnim tečajem drahme in centralno pariteto postopoma zmanjševala. Na konvergenco tržnega in centralnega tečaja je dokončno vplivalo poročilo Evropske komisije junija 2000, v katerem so objavili datum 1. januar 2001, ko je Grčija kot dvanajsta članica vstopila v EMU (Genorio et al., 2004, str. 43).

6.2.1 Značilnosti fiskalne politike

Grčija je imela v devetdesetih letih zelo slabo fiskalno stanje. Leta 1994 je fiskalni deficit znašal 9,4 % BDP, delež javnega dolga v BDP pa je znašal 108 %. Do vstopa v prvi evropski tečajni mehanizem se je fiskalni deficit znižal na 4,0 % BDP, delež javnega dolga v BDP pa je še vedno krepko presegel vrednost letno ustvarjenega proizvoda (108,2 % BDP)¹². Ob vstopu v ERM sta bila torej neizpolnjena oba fiskalna konvergenčna kriterija, kar je v letu 1998 privedlo do reforme javnih financ. Reforma se je osredotočila na prihodkovno stran proračuna. Uvedeni so bili nekateri posredni davki, z legalizacijo ilegalnih delavcev so povečali tudi prispevke za socialno varnost. Na odhodkovni strani je prišlo do krčenja investicij v zdravstvu in omejitve rasti plač v javnem sektorju. Fiskalna politika je na račun višjih prihodkov uspela znižati javnofinančni primanjkljaj, ki je konec leta 1998 znašal 2,5 %, medtem ko se delež odhodkov v BDP ni spremenil glede na predhodno leto (47,8 % BDP). Zaradi večjega primarnega presežka (to pomeni, da v proračunu niso vključena plačila obresti na javni dolg) in zaradi privatizacijskih odhodkov je javni dolg upadel na 106 % BDP (Genorio et al. 2004, str. 52).

Konec leta 1999 je Grčija objavila podatke, na podlagi katerih je Evropska komisija ocenila, da so izpolnjena merila za vstop v EMU leta 2001. Leta 2004 je Evropska komisija ugotovila nepravilnosti pri objavljanju statističnih podatkov glede njihovega proračunskega primanjkljaja. Od leta 1997 je Grčija imela za 2,1 % večji proračunski primanjkljaj v primerjavi s statističnimi podatki, ki jih je pošiljala v Bruselj. Tako naj bi v letih od 1997 do 1999, ki so bila pomembna za presojo ustreznosti za prevzem evra, dejanski primanjkljaj znašal 6,6 %, 4,3 % in 3,4 %, medtem ko je najvišja dovoljena meja 3 % (Kenda, 2004, str. 10).

7 IZKUŠNJA MADŽARSKE S ŠPEKULATIVNIMI NAPADI

Izkušnja Madžarske s špekulativnimi napadi januarja leta 2003 je zelo koristen primer za Slovenijo, ki opozarja na nujnost povezanega in usklajenega delovanja monetarne in fiskalne politike v sistemu fiksiranega tečaja valute na evro.

7.1 ZNAČILNOSTI EKONOMSKIH POLITIK

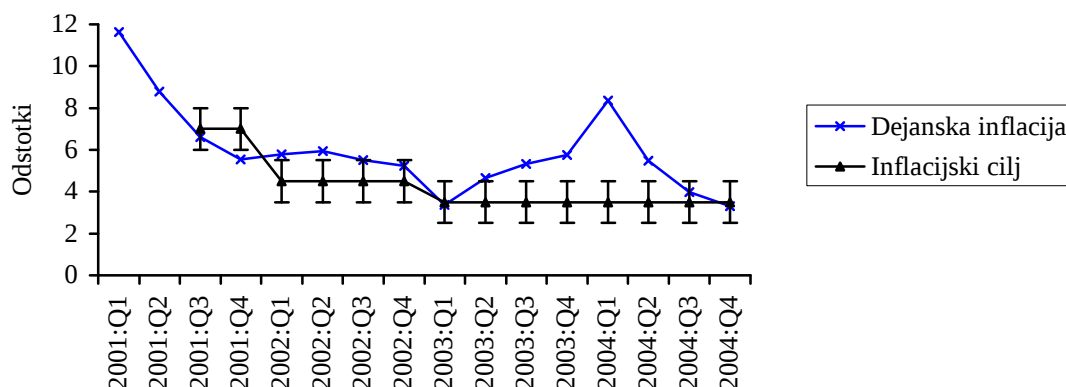
7.1.1 Monetarna politika

Junija 2001 je madžarska centralna banka uvedla režim neposrednega inflacijskega ciljanja. Skrb za stabilnost cen je bila določena v zakonski diktaciji nalog centralne banke. S protiinflacijsko politiko naj bi bila dosežena nizka stopnja inflacije na letni ravni 2 %. S tem je Madžarska želela doseči maastrichtski inflacijski kriterij do vstopa v EU leta 2004, kar bi ji na začetku leta 2007 omogočilo vstop v EMU. Inflacijski cilj sta centralna banka in vlada

¹² Podatka prikazujeta javnofinančno stanje konec leta 1997.

določili skupaj. Zaradi morebitnih vplivov sprememb pogojev gospodarjenja je bil cilj postavljen v obliki intervala z možnostjo odstopanja od načrtanega cilja za 1 odstotno točko. V letu 2001 je bil inflacijski cilj postavljen v višini 7 %, v letu 2002 4,5 %, v letih 2003 in 2004 pa 3,5 % (Žemva, Remšak, 2001, str. 33). Od uvedbe inflacijskega ciljanja dalje madžarska centralna banka ni spreminjala ciljnih vrednosti za inflacijo. Izpolnjevanje oziroma preseganje inflacijskega cilja kaže naslednji graf.

Slika 7: Postavljeni inflacijski cilji na Madžarskem in njihovo doseganje v obdobju od leta 2001 do 2004



Vir: Quarterly Report on Inflation, 2005.

Najpomembnejši instrument madžarske centralne banke za inflacijsko ciljanje predstavlja obrestna mera. Transmisijski mehanizem denarne politike poteka prek spremembe obrestne mere za dvotedenski depozit pri centralni banki (angl. *2 week deposit rate*) in njenega vpliva na devizni tečaj. Špekulativni napad na forint sredi januarja 2003 je centralni banki onemogočil uporabo tega instrumenta pri zniževanju inflacije, kar je predstavljalo pomemben razlog za preseganje inflacijskega cilja v tem letu. Zaradi aktivnejše monetarne politike inflacijskega ciljanja je leta 2001 prišlo tudi do spremembe režima deviznega tečaja.

7.1.2 Politika deviznega tečaja

Od leta 1995 dalje so na Madžarskem uporabljali režim plazečega fiksnega deviznega tečaja (angl. *crawling peg*) s $\pm 2,25$ % mejami gibanja okrog paritetne vrednosti. Višina vsakokratne spremembe paritetne vrednosti in njen čas trajanja sta bila vsakokrat posebej objavljena. Od 1. aprila 2001 dalje se je centralni tečaj HUF/EUR spreminjal v rednih enomesečnih intervalih, v višini 0,2 %. Centralna banka je 3. maja 2001 povečala širino pasu dovoljenega spreminjanja tečaja na ± 15 %. Razširitev mej nihanja forinta proti evru je prispevala k nominalni apreciaciji forinta (približno za 10 %), ki je bila predvsem posledica velikega povpraševanja nerezidentov po srednjeročnih državnih obveznicah z dospelostjo od dveh do štirih let (Žemva, Remšak, 2001, str. 34). Prehod na močnejšo apreciacijo forinta in manj predvidljivo gibanje deviznega tečaja so olajšali ugodni ekonomski kazalniki konkurenčnosti in nizek

primanjkljaj tekočega dela plačilne bilance. Proces liberalizacije deviznega režima je bil končan 16. junija, ko so bile odpravljene omejitve investiranja nerezidentov v kratkoročne naložbe in trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti.

Z novim 30–odstotnim tečajnim koridorjem se je končalo obdobje enosmernih pričakovanih sprememb deviznega tečaja in začelo obdobje tržnega določanja ravnotežnega realnega deviznega tečaja. To pa je pomenilo tudi večjo kratkoročno valutno izpostavljenost investorjev, ki se je odrazilo na povečanem povpraševanju po instrumentih zavarovanja in s tem potrebo po likvidnem in konkurenčnem trgu izvedenih finančnih instrumentov. Z vstopom nerezidentov na madžarski devizni trg se je likvidnost trga z izvedenimi finančnimi instrumenti precej izboljšala, obenem pa se je povečano valutno tveganje porazdelilo med rezidente in nerezidente.

Druga sprememba, ki jo je prinesla liberalizacija deviznega režima, pa je povezana z interveniranjem madžarske centralne banke na deviznem trgu. V obdobju pred 3. majem 2001 je madžarska centralna banka z intervencijami nevtralizirala učinek presežnega povpraševanja po forintu. Poslovne banke so s trajnim nakupom deviz centralne banke prosto uravnavale bilančno odprto devizno pozicijo, kar pomeni, da je centralna banka prevzela valutno izpostavljenost poslovnih bank. Po 3. maju so se razmere spremenile, ko je centralna banka prenehala intervenirati in se je neto povpraševanje po forintu uravnavalo s pomočjo bančnega sistema. To je vplivalo na bilančno odprtost devizne pozicije bančnega sistema. Banke so prešle v dolgo bilančno odprto devizno pozicijo in postale valutno izpostavljene. Svojo valutno izpostavljenost so zavarovale s pomočjo swap in forward poslov, kar pomeni, da so morali biti na trgu izvedenih instrumentov ekonomski subjekti, ki so pričakovali oslabitev deviznega tečaja v prihodnosti in so bili zaradi tega pripravljeni terminsko prodati forinte (Kovačič, Novak, 2003, str. 26).

Kljub depreciaciji forinta in drugih vzhodnoevropskih valut v poletnih mesecih leta 2001, kar je bila posledica argentinske krize in poslabšane situacije na Poljskem in v Turčiji, so se pričakovanja špekulantov formirala v smeri nadaljnje srednjeročne apreciacije forinta. Madžarske poslovne banke so bile zato prisiljene ponuditi visoke pribitke na terminske devizne tečaje, s čimer so privabili špekulante, ki so zaprli njihovo enosmerno valutno izpostavljenost.

Vpliv liberalizacije deviznega režima in razširitev tečajnega koridorja je že v letu 2001 močno spremenil strukturo madžarskega deviznega trga. Aprila 2001 je delež prometa z izvedenimi finančnimi instrumenti znašal 40 %, decembra 2001 pa je porasel že na 56 %. Z vidika strukture udeležencev (rezidenti – nerezidenti) v prometu s spot posli in posli z izvedenimi finančnimi instrumenti na deviznem trgu je delež nerezidentov v zadnjem četrtletju dosegel 70 % (Kovačič, Novak, 2003, str. 27).

Kljub opozorilom Evropske komisije prihajajočim članicam EU, naj zaradi obstoja maastrichtskih kriterijev ne hitijo s fiksiranjem deviznega tečaja, se je Madžarska odločila za

unilateralno simulacijo ERM II. S ciljem mehkega pristanka pri vstopu v evropski tečajni mehanizem ERM II po sprejetju v EU je Madžarska 1. oktobra 2001 opustila režim plazeče vezave in določila fiksno pariteto forinta v razmerju 276,1 forinta za 1 evro s ± 15 –odstotnim koridorjem okrog centralnega tečaja (Annual Report, 2001). S to spremembo tečajne politike je Madžarska sledila zastavljenemu scenariju hitrega vstopanja v čakalnico za evro.

7.1.3 Fiskalna politika

Fiskalna politika je v letu 2002 ustvarila razmere, ki so nakazovale na nevarnost špekulativnega napada na forint v smeri njegove krepitve preko spodnje interventne meje. Zaradi volitev v začetku leta 2002 je bila fiskalna politika precej ekspanzivna. Konec leta 2002 je fiskalni deficit države v širšem smislu (angl. *general government deficit*) znašal 9,7 % BDP in je bil trikrat večji od predvidenega. Medtem ko je bila prihodkovna stran madžarskega proračuna celo za 3,1% boljša od pričakovanj, pa so bili odhodki previsoki kar za 17,5 % od predvidenih (Genorio, Roter, 2003, str. 8).

Ekspanzivno fiskalno politiko stare vlade je nadaljevala tudi v aprilu 2002 izvoljena nova vlada. Vzpodbujala je visoko rast plač v javnem sektorju, povečale so se pokojnine, prispevki družinam in kmetom, dodatna sredstva je namenila tudi za regionalni razvoj. Protiinflacijska politika je hud udarec doživela še enkrat, septembra 2002, s 50–odstotnim zvišanjem plač zdravnikom, medicinskim sestram in učiteljem. Tako je celotna rast plač v letu 2002 znašala 19 % (Usenik, 2003, str. 6).

7.2 ŠPEKULATIVNI NAPAD NA FORINT

Z dvigom ključne obrestne mere na 9,5 % v začetku julija 2002 je centralna banka ustavila močno depreciacijo in vrnila tečaj na raven okoli 245 forintov za 1 evro. Visoko deželno tveganje Madžarske in negotovost v zvezi z datumom vključitve v EU so destimulirali pritoke tujega kapitala v državo. Do radikalne spremembe v obsegu tujih naložb je prišlo v obdobju po 19. oktobru 2002. Tega dne so Irci na referendumu podprli strategijo širitve EU, vključujoč deset novih članic. Irski referendumski »DA« je sprožil velik val pritokov tujega kapitala na Madžarsko. Tuji vlagatelji so se usmerili predvsem na nakupe državnih obveznic. Obseg tujih nakupov obveznic, denominiranih v forintih, se je v dveh mesecih povečal z 1,462 mrd na 1,793 mrd forintov. Doba dospetja teh obveznic je v povprečju znašala 4,3 leta, zaradi česar je bil špekulativni motiv vlagateljev močno zabrisan. Obsežni devizni prilivi v državo so posledično povzročili tudi močno apreciacijo forinta, katerega tečaj se je znižal z 245 na 237 forintov za 1 evro (Barabás, 2003, str. 9).

Sredi novembra 2002 je apreciacija forinta zelo približala tečaj HUF/EUR spodnji dovoljeni meji nihanja. Spričo tega je bila centralna banka postavljena v situacijo, kjer je morala izbirati med inflacijskim in tečajnim ciljem. Odločila se je za obrambo tečaja, zato je 19. novembra znižala vodilno obrestno mero za 0,5 odstotne točke na 9,0 % (Roter, 2002, str. 3). Ob nadaljevanju apreciacije forinta, znižanju obrestnih mer pri ECB in zniževanju premije za

deželno tveganje je centralna banka morala 16. decembra ponovno znižati obrestne mere. Znižanje za 0,5 odstotne točke je za kratek čas upočasnilo rast povpraševanja tujih vlagateljev po državnih obveznicah (Roter, Genorio, 2002, str. 3).

15. januarja 2003 je tečaj forinta dosegel spodnjo mejo dovoljenega nihanja – to je pri 234,69 forintih za 1 evro. Osem tujih bank je s posredovanjem madžarskih komercialnih bank izvedlo usklajen nakup forintov v višini 908 mio evrov, ker so špekulirali, da bo centralna banka znižala obrestne mere in razširila 15–odstotni interval okrog centralne paritete 276,1 HUF/EUR. Centralna banka je intervenirala s prodajo 213 mrd forintov v bran spodnje meje centralnega tečaja. Ob koncu intervencije se je monetarni svet centralne banke odločil, da vodilno obrestno mero zniža za eno odstotno točko. Zaključni tržni tečaj forinta je ob koncu trgovalnega dne na deviznem trgu prebil spodnjo mejo dovoljenega pasu nihanja in dosegel raven 233 HUF/EUR.

Naslednji dan, 16. januarja, so tuje banke preko svojih podružnic s špekulativnimi nakupi forintov na deviznem trgu še močnejše pritiskale na znižanje tečaja. Špekulativne transakcije so bile najbolj intenzivne na samem začetku po odprtju trgovanja na deviznem trgu in so trajale do začetka konference centralne banke, ki je bila sklicana zaradi dogodkov na deviznem trgu v času trgovanja. Valutni špekulanti so v močnem prepričanju pričakovali odločitev bodisi o revalvaciji centralne paritete bodisi prekinitev fiksne vezave forinta na evro. Guverner madžarske centralne banke je gladko ovrigel vse namige špekulantov in napovedal močno zavezo k ohranjanju sedanjega režima deviznega tečaja. Ta dan so špekulanti pokupili celotno ponudbo forintov s strani madžarskih komercialnih bank v višini 4,371 mrd evrov (Barabás, 2003, str. 13).

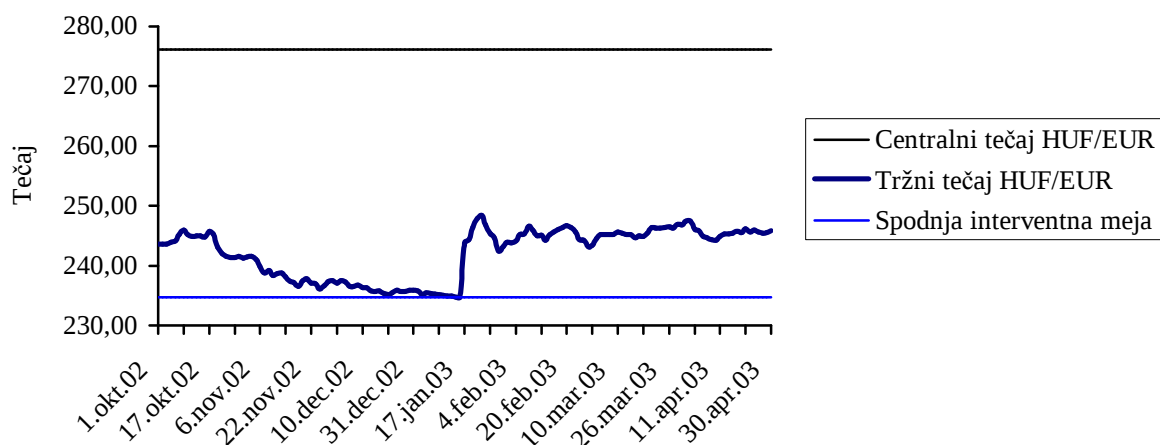
7.3 UKREPI CENTRALNE BANKE V POMOČ FORINTU

Centralna banka se je 16. januarja na vnovičen špekulativen napad hitro odzvala s tremi ukrepi kapitalskih kontrol. Prvi ukrep je bil povezan z vnovičnim znižanjem vodilne obrestne mere za eno odstotno točko na raven 6,5 %. Drugič, centralna banka je uvedla omejevalno kvoto za dvotedenske vloge. Povpraševanje po tem instrumentu je v teh dveh dneh kar za 450 % presegalo ponujeno količino (Genorio, Roter, 2003a, str. 7). In tretjič, centralna banka je razširila pas svojih obrestnih mer iz ± 1 odstotne točke na ± 3 odstotne točke od vodilne obrestne mere. Tako se je obrestna mera za depozit čez noč pri centralni banki znižala na 3,5 %, obrestna mera za posojilo centralne banke čez noč pa je narasla na 9,5 %.

Ker so bile devizne transakcije špekulantov realizirane z odlogom dveh oziroma treh delovnih dni, so komercialne banke lahko likvidna sredstva špekulativnih klientov deponirale čez noč pri centralni banki po najnižji obrestni meri. Primerjalno z instrumentom dvotedenske vloge je to pomenilo za pet odstotnih točk nižjo donosnost kot v obdobju pred 15. januarjem (Barabás, 2003, str. 14).

V naslednjih dneh so špekulanti, ki so v dveh dneh kupili za 5,3 mrd evrov forintov, kar je vrednostno ustrezalo 7 % ustvarjenega BDP v letu 2003, zapirali svoje dolge pozicije v forintih in se umikali z madžarskega deviznega trga. Forint je depreciriral za 4 % in se ustalil na višini 11 % pod paritetno vrednostjo (Roter, Flere, 2003, str. 7).

Slika 8: Gibanje tečaja forinta v obdobju pred in po špekulativnem napadu (oktober 2002–april 2003)



Vir: Quarterly Report on Inflation, 2003.

Glavni generator hitre depreciacije forinta je bila presežna ponudba domicilne valute na deviznem trgu. Ker je presežna ponudba forintov s strani tujih klientov in bank ob premajhnem povpraševanju s strani domačih komercialnih bank povzročala močno upadanje njegove vrednosti, je centralna banka morala intervenirati pri odkupu domače valute. Interes centralne banke je bil namreč hiter umik špekulativnega kapitala z madžarskega finančnega trga in ob tem preprečitev prevelikega razvrednotenja valute, kar bi ogrozilo inflacijski cilj za leto 2003 (Barabás, 2003, str. 16).

Ker je bilo tveganje ponovnega špekulativnega napada še vedno visoko, je centralna banka 17. januarja vstopila na devizni trg na strani ponudbe deviz kot oblastna institucija. Njeno delovanje je bilo usmerjeno v zmanjšanje volatilnosti deviznega tečaja. V petih dneh njenega delovanja je devizni tečaj nihaval v ozkem razponu med 245 in 250 HUF/EUR (Barabás, 2003, str. 18). Zaradi visoke negativne tečajne razlike so špekulanti utrpeli precejšnje izgube pri prodaji forintov, kar je destimuliralo njihov umik z madžarskih denarnih vlog. Ob tem so se vnovič pojavljala pričakovanja o apreciaciji forinta na kratek rok. Vzroki za apreciacijo so izhajali predvsem iz hitre rasti produktivnosti in s tem povezanega Balassa–Samuelsonovega (B–S) efekta¹³ (Genorio, Roter, 2003a, str. 8). Centralna banka je zato opustila svojo intervencijsko funkcijo in se začasno umaknila z deviznega trga.

¹³ B–S efekt je po nekaterih ocenah na Madžarskem povzročal okoli 3 % nominalne apreciacije tečaja na leto.

Drugi instrument vplivanja na tržni devizni tečaj denarne politike, ki je nadomestil prvega, je bil uporabljen 27. januarja in se je nanašal na prodajo evrov po načelu splošnega izklicovanja. Pet komercialnih bank, ki je opravilo največ špekulativnih transakcij, je od centralne banke odkupovalo tujo valuto po »dogovornem« tečaju. Štiridnevno izvajanje teh bilateralnih poslov je bilo namenjeno enemu cilju – čim hitrejšemu in čim večjemu umiku špekulantov z madžarskega deviznega trga (Barabás, 2003, str. 18).

Skupna značilnost obeh ukrepov prodajanja deviznih rezerv centralne banke je, da monetarne oblasti niso uspele spremeniti pričakovanj špekulantov o ponovni apreciaciji forinta. Ob najavi ukrepa licitiranja ponudbene cene tuje valute je tečaj forinta v samo dveh dneh apreciiral do ravni 242,5 HUF/EUR, kar je bil najvišji tečaj po koncu špekulativnih napadov na forint.

Do 24. februarja 2003 je centralna banka na deviznem trgu prodala približno polovico od dodatnih 5,3 mrd evrov deviznih špekulativnih prilivov, ki jih je odkupovala 15. in 16. januarja. Zato je ocenila, da ni več nevarnosti za ponoven špekulativni napad. Pas svojih obrestnih mer je ponovno zožila na ± 1 odstotno točko od vodilne obrestne mere. Obrestna mera za depozit čez noč pri centralni banki se je tako zvišala iz 3,5 % na 5,5 %, obrestna mera za posojilo centralne banke čez noč pa se je znižala iz 9,5 % na 7,5 %. Ključna obrestna mera za dvotedensko vlogo pri centralni banki je ostala nespremenjena – 6,5 %. Ukinjena je bila tudi omejevalna kvota za dvotedenske vloge (Roter, Flere, 2003, str. 7).

8 SLOVENIJA IN ŠPEKULATIVNI NAPADI NA TOLAR V ERM II

8.1 DVA POGLEDA NA ŠPEKULATIVNE NAPADE

Na vprašanje o tem, kakšna je možnost špekulativnega napada na tolar v času, ko je Slovenija v ERM II, obstajata dve stališči. Na eni strani prevladuje stališče, da Slovenija kot majhna država v osnovi ni zelo zanimiva za tuje špekulante. Razloga naj bi bila plitkost našega denarnega trga in razmeroma majhna ponudba državnih dolžniških vrednostnih papirjev, s katerimi bi bilo mogoče špekulirati (Cajnko Javornik, 2004, str. 6). Richard McGuire, ki v bonitetni hiši Dun & Bradstreet izdeluje mesečna poročila o gospodarskem položaju Slovenije, ocenjuje, da je 70–odstotna verjetnost, da tolar preživi bivanje v ERM II brez špekulativnih napadov. Ob vstopu v čakalnico za evro je bila Slovenija z oceno DB2c najmanj tvegana država za poslovanje v regiji, kar kaže na stabilnost ključnih makroekonomskih kazalcev (Kranjec, 2004, str. 21). Tudi viceguverner Banke Slovenije, Darko Bohnec, poudarja, da je Slovenija vstopila v čakalnico za evro dobro pripravljena. Makroekonomsko stabilnost nam zagotavljajo dobri ključni kazalci, med katere sodijo odsotnost plačilnobilančnega primanjkljaja, zmerna zadolženost podjetij in bank v tujini, razmeroma nizek proračunski primanjkljaj (1,8 % BDP), zmeren obseg javnega dolga (27,1 % BDP) ter nadzorovana rast plač (Kačič, 2004, str. 21).

Na drugi strani pa imamo stališče, da je Slovenija v razmerah nenadzorovanih kapitalskih prilivov in odlivov, pri čemer se nima več možnosti braniti s pomočjo kapitalskih omejitev in fiksiranega tečaja tolarja, precej podvržena tveganju špekulativnih napadov. Sloviti švicarski ekonomist Charles Wyplosz zastopa skrajno stališče: »Slovenski tolar bo za dve leti postal tempirana bomba. Zato bi morale nove države v denarno unijo vstopiti zelo hitro.« (Usenik, 2002, str. 8). Če bodo špekulanti ocenili, da se tolar da napasti, ga bodo tudi napadli ne glede na majhnost Slovenije. George Soros, ki mu je sloves fatalnega finančnega preroka zaradi izgub pri špekulacijah in rapidnega zmanjšanja njegovega osebnega premoženja v zadnjih letih sicer precej zbledel, je pri Sloveniji kot pomemben dejavnik tveganja zelo izpostavil majhnost deviznih rezerv, ki so na voljo za obrambo centralnega tečaja ob špekulativnih napadih (Zupančič, 2004, str. 4).

8.2 KAKO PREŽIVETI V ERM II?

Ker je ERM II potencialno nevaren in nestabilen mehanizem, morata vlada RS in Banka Slovenije poskrbeti, da Slovenija v njem preživi le minimalno obdobje dveh let, kot zahteva konvergenčni kriterij stabilnosti deviznega tečaja. Tveganje špekulativnega napada na tolar je posredno povezano z vprašanjem pravočasne izpolnitve maastrichtskih konvergenčnih kriterijev. Do vstopa v EMU so ekonomske politike prioriteto usmerjene v zagotavljanje pogojev za izpolnitev maastrichtskih konvergenčnih kriterijev. Neizpolnjevanje katerega od njih bi podaljšalo bivanje v ERM II, dokler ne bi bili izpolnjeni vsi kriteriji hkrati. Konvergenčna poročila se praviloma pripravljajo v dvoletnem ciklusu, kar nakazuje obdobje podaljšanega bivanja v čakalnici za evro (Poročilo o denarni politiki, 2004, str. 46).

Slovenija mora za uvedbo skupne evropske valute evro poleg kriterija tečajne stabilnosti izpolniti še štiri nominalne konvergenčne kriterije. To sta dva monetarna (inflacija in obrestne mere) ter dva fiskalna (proračunski primanjkljaj in javni dolg).

Kriterij glede inflacije: Stopnja inflacije v državi kandidatki ne sme presegati povprečja treh držav članic Evropske unije z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 1,5 odstotne točke.

Kriterij glede obrestne mere: Dolgoročne obrestne mere v državi kandidatki ne smejo presegati povprečja obrestnih mer treh držav članic Evropske unije z najnižjo stopnjo inflacije za več kot dve odstotni točki.

Kriterij glede proračunskega primanjkljaja: Za izpolnjevanje tega kriterija proračunski primanjkljaj države kandidatke ne sme presegati treh odstotkov BDP.

Kriterij glede javnega dolga: Za izpolnjevanje tega kriterija javni dolg v državi kandidatki ne sme presegati 60 % njenega BDP. Če je ta meja presežena, se mora javni dolg ustrezno zmanjševati proti tej vrednosti.

Tabela 5: Stanje nominalne konvergence v Sloveniji decembra 2004 v odstotkih

Konvergenčni kriteriji*	EU	Slovenija
Inflacija	2,2	3,6
Dolgoročna obrestna mera	6,28	4,68
Javnofinančni primanjkljaj	-3,0	-2,0
Javni dolg	60	29,5

*Inflacija je povprečna inflacija v 12 mesecih, od januarja do decembra 2004. Inflacijski konvergenčni kriterij je izračunan iz EU 25, pri čemer so izvzete države z deflacijo. Javnofinančni primanjkljaj in javni dolg sta izražena v odstotnem deležu BDP.

Vir: Kovač, 2005, str. 17.

Slovenija je decembra 2004 izpolnjevala maastrichtska merila, ki zadevajo dolgoročne obrestne mere, javni dolg in javnofinančni primanjkljaj. Dosegali nismo le inflacijskega merila. Leta 2004 je bila najnižja povprečna inflacija na Finskem (0,1%), Švedskem (0,9 %) in Nemčiji (1 %). Ti odstotki so bili osnova za izračun konvergenčnega inflacijskega kriterija (2,2 %). Slovenska povprečna inflacija je kljub njenemu vztrajnemu zniževanju v zadnjih letih še vedno presegala dopustni inflacijski kriterij za 1,4 odstotne točke ali kar za 64 % (Kovač, 2005, str. 18). Izpolnjevanje inflacijskega kriterija se bo preverjalo sredi leta 2006. Ta kriterij se izračunava na podlagi povprečne inflacije, ki vključuje 24 mesečnih podatkov. Torej bodo odločilne mesečne spremembe cen v obdobju od avgusta 2004 do julija 2006. Zato je v mesecih, ki bodo že upoštevani pri preverjanju cenovne stabilnosti, ključno, da Banka Slovenije in vlada nadaljujeta s svojimi ukrepi. Prva mora predvsem zagotavljati stabilnost tolarkega tečaja, vlada pa mora še naprej izvajati ukrepe na področju reguliranih cen in blažiti nihanje cen nafte (Vasle, 2005, str. 17).

SKLEP

Zahteva po dveletnem bivanju Slovenije v ERM II mi je nerazumljiva, ker je zaradi nestabilnosti tovrstnega sistema nastala Evropska monetarna unija. Najpomembnejše evropske države, ki so bile članice ERM, so v letih od 1992–1993 boleče občutile posledice špekulativnih napadov. Na podlagi merljivih učinkov teh napadov je Evropska komisija po koncu krize dala na mizo predlog za čim hitrejšo ustanovitev denarne unije in poenotenje denarne politike.

Kljub valutni krizi ERM je večina teh držav, ki so bile tarče špekulantov, poleg Evropske komisije in Evropske centralne banke, še vedno prepričanih, da je ERM sistem prava in nujna podlaga za članstvo v EMU. Ne kaže niti, da bi se Slovenija lahko nadejala vsaj razmeroma popustljive interpretacije glede stabilnosti deviznega tečaja. Na podlagi izkušenj držav s špekulativnimi napadi ter priporočili in mnenji domače in svetovne ekonomske javnosti lahko povzamem pet lekcij:

1. Verjetnost pogubnega špekulativnega napada, kakršen je prisilil Veliko Britanijo k izstopu iz ERM, je majhna. Vstopni centralni tečaj tolarja v primerjavi s funtom je zelo dobro odražal ravnovesni tečaj, kar kažejo zanemarljiva odstopanja tržnega deviznega tečaja od centralnega tečaja.
2. Hitra liberalizacija kapitalskega trga novih članic je v sistemu ERM zelo tvegana. Finska je en mesec po ukinitvi zadnje kapitalske kontrole doživela prvi špekulativni napad na finsko marko. Zaradi dosedanje politike relativne rezerviranosti do pritoka kapitala je Slovenija v tem oziru manj ranljiva.
3. Za obrambo pred morebitnimi špekulativnimi pritiski na devizni tečaj se ni varno pretirano zanašati na pomoč ECB. Banka Slovenije potrebuje za spopadanje s špekulanti domače banke, s katerimi bi nadzorovala stanje odprtih deviznih pozicij, pri čemer nam primera Danske in Irske lahko služita za zgled.
4. Če bo v Slovenijo pritekala velika količina tuje valute, jo bo Banka Slovenije morala sterilizirati, da bo preprečila neželeno povečanje domače likvidnosti in s tem povečanje domačega povpraševanja. Inflacijski učinek nesteriliziranih presežkov likvidnosti lahko, tako kot na Madžarskem, povzroči močno apreciacijo domače valute, kar bi zmanjšalo konkurenčnost slovenskega gospodarstva.
5. Kot kaže zdaj, bo Slovenija za izpolnitev maastrichtskih meril poleg inflacije morala poskrbeti še za problem javnofinančnega primanjkljaja. Pravilo ciljanja proračunskega primanjkljaja je relativno uspešno v obdobju, ko ni niti sprememb v domačem okolju niti šokov iz tujine. V razmerah upočasnjene gospodarske dejavnosti pa ima ciljanje primanjkljaja v BDP lahko inflatorne posledice, zato je potrebno uvesti drugo sidro, kot je ciljanje deleža proračunskih odhodkov.

Pomembno je, da se zavedamo nevarnosti vdora valutnih špekulantov v Slovenijo. Ob nadaljevanju protiinflacijske politike in delno posledično nizkih obrestnih merah v primerjavi z EU ocenjujem, da se možnost špekulativnega napada na tolar zmanjšuje. Kljub temu ostajam previden, tako kot v zadnjih letih Soros.

LITERATURA

1. Abreu Marta: The Portugese Escudo in the ERM. Banco de Portugal. Economic Bulletin, Lisboa, 9(2003), 4, str. 63–79.
2. Adao Bernardino, Pina Joaquim: The Portugese Escudo in the ERM and the Effectiveness of the Exchange Rate Management. Banco de Portugal. Economic Bulletin, Lisboa, 9(2003), 2, str. 45–56.
3. Antweiler Werner: European Currency Union (ECU).
[URL: <http://fx.sauder.ubc.ca/ECU.html>], 19.10.2004.
4. Artis Michael: The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy – the Experience of Other Countries.
[URL: www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/1993/Artis.pdf], 1993.
5. Babić Ante, Žigman Ante: Currency Crises: Theoretical and Empirical Overview of the 1990s. Surveys S–5. Zagreb : Croatian National Bank, 2001. 22 str.
6. Barabás Gyula: Coping with the Speculative Attack against the Forint's Band. Background Studies. Budapest : Magyar Nemzeti Bank, 2003. 34 str.
7. Bofinger Peter, Flassbeck Heiner: The European Monetary System (1979–1988) Achievements, flaws and applicability to other regions of the world. Würzburg : University of Würzburg, 2000. 47 str.
8. Bohte Gorazd: Denarni uniji nasproti 1: Gospodarskih ovir je čedalje več. Finance, Ljubljana, 20.07.1994, str. 4.
9. Buiter H. Willem, Corsetti M. Giancarlo, Pesenti A. Paolo: Interpreting the ERM Crisis: Country–Specific and Systemic Issues. Princeton : Princeton University, 1998. 74 str.
10. Bustelo Pablo, Garcia Clara, Iliana Olivie: Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997–1999). Madrid : University of Madrid, 1999. 106 str.
11. Cajnko Javornik Vita: Majhna nevarnost, da ne bi vzdržali pri določenem tečaju tolarja. Finance, Ljubljana, 29.06.2004, str. 6.
12. Čufer Uroš: Na poti k evru. Finance, Ljubljana, 27.03.2003, str. 16.
13. Drazen Allan: Political Contagion in Currency Crises. Maryland : University of Maryland and NBER, 1998. 31 str.
14. Eichengreen Barry, Wyplosz Charles: The Unstable EMS. Brooking Papers on Economic Activity. B. k., (1993), 1, str. 51–143.
15. Eichengreen Barry, Rose K. Andrew, Wyplosz Charles: Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System. Working Paper 4898, Cambridge : National Bureau of Economic Research, 1994. 49 str.
16. Eichengreen Barry: The EMS in Retrospect.
[URL: <http://www.nber.org/papers/w8035.pdf>], november 2000.
17. Flood Robert, Garber Peter: Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples. Journal of International Economics, B. k., 17(1984), 8, str. 1–13.

18. Frankel A. Jeffrey, Rose K. Andrew: Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators. Working paper 5437, Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1996. 29 str.
19. Genorio Hana, Roter Mojca: Ekonomski indikatorji mednarodnega okolja. [URL: http://www.bsi.si/html/arc/mednarodno_okolje/RD_januar03.pdf], januar 2003.
20. Genorio Hana, Roter Mojca: Ekonomski indikatorji mednarodnega okolja. [URL: http://www.bsi.si/html/arc/mednarodno_okolje/rd_februar03.pdf], februar 2003a.
21. Genorio Hana et al.: Denarna in fiskalna politika v primerljivih državah pred in po vstopu v ERM. Prikazi in analize, Ljubljana, 12(2004), 1, str. 41–54.
22. Gros Daniel, Thygesen Niels: European Monetary Integration, 2nd edition. New York: Longman, 1998. 592 str.
23. Humar Dekleva Bojana, Kenda Albina: Kako se je rojevala Evropa. Finance, Ljubljana, 24.04.2004, str. 47–50.
24. Intal S. Ponciano, Pontines Victor, Mojica Jitendra: Financial Liberalization and Integration in the APEC Region: Performance and Comparison with Chile and the European Union. [URL: <http://pascn.pids.gov.ph/DiscList/d01/s01-06.pdf>], december 2001.
25. Issing Otmar: Evropa mora pospešiti reforme, da bo kos izzivom Kitajske. Delo, Ljubljana, 04.12.2004, str. 4–6.
26. Kačič Matej: Banka Slovenije: napad na tolar malo verjeten. Finance, Ljubljana, 21.09.2004, str. 21.
27. Kelly John: The Irish Pound: From Origins to EMU. Quarterly Bulletin. Dublin: Central bank of Ireland, 2003. 115 str.
28. Kenda Albina: Pregled uvajanja evra. Finance, Ljubljana, 29.05.1998, str. 10.
29. Kenda Albina: Proti Grčiji zaradi napačne statistike. Finance, Ljubljana, 02.12.2004, str. 10.
30. Kennes John: International Monetary Economics: Lesson 4. [URL: <http://www.econ.ku.dk/kennes/lectureIME4.ppt>], 17.02.2004.
31. Kovač Stanislav: V območju evra. Mag, Ljubljana, 11(2005), 7, str. 14–18.
32. Kovačič Davorin, Novak Marko: Vpliv spremembe režima deviznega tečaja na strukturo deviznega trga. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 1-2, str. 24–27.
33. Kovačič Davorin, Novak Marko: Sodelovanje držav v ERM2. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004), 11, str. 18–22.
34. Kranjec Samo: Dun&Bradstreet: možnost za napad na tolar 30–odstotna. Finance, Ljubljana, 21.09.2004, str. 21.
35. Krugman Paul: A Model of Balance of Payments Crises. Journal of Money, Credit and Banking, B. k., 11(1979), 8, str. 311-325.
36. Lavrač Vladimir: Zakaj z »zamudo« v ERM 2. Finance, Ljubljana, 11.11.2003, str. 16.
37. Lavrač Vladimir: Makroekonomska tveganja ob in po vstopu v ERM2 in EMU ter implikacije za ekonomsko politiko. [URL: <http://www.gov.si/umar/projekti/srs/eksp-raz.php>], 1.9.2004.
38. Lazarević Milan: Latvija vstopila v ERM 2. Finance, Ljubljana, 03.01.2005, str. 7.

39. Lodrant Martina: Maastrichtski kriteriji: raje počasi. Delo, Ljubljana, 20.09.2003, str. 6.
40. Mehra Arjun, Cain Gregory, Lemaire Benoit: The Exchange Rate Mechanism & the 1992 Crisis. [URL: http://www.globalfinance.org/publications/finance_reports/international_finance/erm_and_1992_crisis.pdf], 9.4.2003.
41. Moffet H. Michael: ZAPA Chemical and BuBa. [URL: www.thunderbird.edu/pdf/about_us/case_series/a06970007.pdf], junij 1997.
42. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: GV založba, 2002. 682 str.
43. Mrak Mojmir: Tudi majhni so lahko tarča. Delo, Ljubljana, 22.05.2004, str. 9.
44. O'Toole Francis, Warrington Pamela: Taxation and Savings in Ireland. Dublin : Trinity College, 1998. 20 str.
45. Polanec Sašo, Fabjančič Zarjan: Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 311 str.
46. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II. Mednarodni denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 169 str.
47. Repovž Mija: Napad Sorosevih učencev. Delo, Ljubljana, 22.05.2004, str. 8–9.
48. Roter Mojca: Ekonomski indikatorji tranzicijskih držav. [URL: http://www.bsi.si/html/arc/mednarodno_okolje/trd_november02.pdf], november 2002.
49. Roter Mojca, Genorio Hana: Ekonomski indikatorji tranzicijskih držav. [URL: http://www.bsi.si/html/arc/mednarodno_okolje/trd_december02.pdf], december 2002.
50. Roter Mojca, Flere Luka: Ekonomski indikatorji mednarodnega okolja. [URL: http://www.bsi.si/html/arc/mednarodno_okolje/rd_marec03.pdf], marec 2003.
51. Saxton Jim: Why Currency Crises Happen. Washington: Joint Economic Committee, 2002. 23 str.
52. Savin Davor: ECU. Finance, Ljubljana, 30.08.1995, str. 11.
53. Savin Davor: EMU pomeni konec svobode. Finance, Ljubljana, 13.10.1995a, str. 2.
54. Stevenson Simon: The Sensitivity of European Bank Stocks to German Interest Rates Changes. Multinational Finance Journal, Dublin, 6(2002), 3–4, str. 223–249.
55. Stix Helmut: Does Central bank Intervention influence the Probability of a Speculative Attack? Evidence from the EMS. Working Paper 80, Vienna: Oesterreichische National bank, 2002. 53 str.
56. Usenik Boštjan: Tolar bo dve leti prava tempirana bomba. Finance, Ljubljana, 27.12.2002, str. 8.
57. Usenik Boštjan: Forint v nemilosti špekulantov. Finance, Ljubljana, 21.01.2003, str. 6.
58. Vasle Boštjan: Umirjanje inflacije ni nepričakovano. Mag, Ljubljana, 11(2005), 7, str. 16–17.
59. Zupančič Aleš: Soros opozarja na špekulativne napade na tolar. Finance, Ljubljana, 20.04.2004, str. 4.
60. Zurlinden Mathias: The Vulnerability of Pegged Exchange Rates: The British Pound in the ERM. [URL: http://econpapers.repec.org/article/fipfedlr/y_3a1993_3ai_3asep_3ap_3a41-56.html], september 1993.
61. Žemva Mojca, Remšak Franc: Inflacijsko ciljanje na Madžarskem, Češkem in Poljskem. Prikazi in analize, Ljubljana, 9(2004), 5, str. 31–46.

VIRI

1. Annual report, Business Report and Financial Statements of the National Bank of Hungary for 2001. Budapest : National Bank of Hungary, 2001, 85 str.
2. Estonian kroon included in the Exchange Rate Mechanism II (ERM II).
[URL: http://www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040627_2.en.html], 27.6.2004.
3. Exchange rate statistics, Statistical Supplement to the Monthly Report. Frankfurt : Deutsche Bundesbank, 5(2005), 64 str.
4. Lithuanian litas included in the Exchange Rate Mechanism II (ERM II).
[URL: http://www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040627_1.en.html], 27.6.2004
5. Monthly accounting rate of the euro. [URL:http://europa.eu.int/comm/budget/inforeuro/index.cfm?fuseaction=currency_historique¤cy=50&Language=en], 23.1.2005.
6. Monthly accounting rate of the euro. [URL:http://europa.eu.int/comm/budget/inforeuro/index.cfm?fuseaction=currency_historique¤cy=78&Language=en], 23.1.2005a.
7. Open Market Operations. [URL: <http://www.federalreserve.gov/FOMC/fundsrate.htm>], 10.6.2004.
8. Poročilo o denarni politiki, oktober 2004. Ljubljana : Banka Slovenije, 2004, 48 str.
9. Program vstopa v ERM II in prevzema evra. Ljubljana : Banka Slovenije in Vlada RS, 2003. 96 str.
10. Quarterly Report on Inflation. [URL: http://english.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnben_infrep_en&ContentID=3384], 12.5.2003.
11. Quarterly Report on Inflation. [URL: http://english.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnben_infrep_en&ContentID=6566], 21.2.2005.
12. Slovenian tolar included in the Exchange Rate Mechanism II (ERM II).
[URL: <http://www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040627.en.html>], 27.6.2004.
13. Usmeritve denarne politike Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 2001. 34 str.

SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

TUJ IZRAZ	SLOVENSKI PREVOD
A model of balance of payment crises	model plačilnobilančnih kriz
Basle–Nyborg agreement	Baselsko–Nyborški sporazum
crawling peg	režim plazečega fiksne deviznega tečaja
European Currency Unit	evropska denarna enota
European monetary Co–operation Fund	evropski sklad za denarno kooperacijo
exchange rate mechanism (ERM)	mehanizem deviznih tečajev
general government deficit	primanjkljaj države na širši ravni
herd behaviour	čredno obnašanje
impossible trinity	načelo nemogoče trojnosti
intramarginal intervention	intervencija znotraj meja tečajnega pasu
market makers	vodilne institucije na trgu
membership contagion	članski učinek okužbe
opt out	odločitev proti
parity grid	matrika bilateralnih centralnih deviznih tečajev
rational bubbles	racionalni mehurčki
realignment	splošna prilagoditev centralnih deviznih tečajev
Special Drawing Rights	posebne pravice črpanja
soft peg	sistem mehke vezave deviznih tečajev
self–fulfilling crisis	samoizpolnjujoča se kriza
shadow exchange rate	senčni devizni tečaj
twin crises	dvojne krize
2 week deposit rate	obrestna mera za dvotedenski depozit