

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**PROBLEMI STERILIZACIJE PRITOKOV TUJEGA
KAPITALA**

Ljubljana, september 2003

KRISTINA SIMČIČ

KAZALO

1 UVOD	1
2 PRITOKI KAPITALA.....	3
2.1 ŠKODE IN KORISTI	3
2.1.1 Cilj denarne politike	5
2.1.1.1 Pritok kapitala in inflacija	5
2.1.2 Režim deviznega tečaja	6
2.1.2.1 Zakaj sistem uravnano drsečega deviznega sistema	6
2.1.2.2 Mednarodne denarne rezerve in devizni tečaj	7
2.1.3 Vzroki ter sestava kapitalskih tokov	7
2.2 ZNAČILNOSTI POSAMEZNIH OBLIK PRILIVOV KAPITALA	9
2.2.1 Neposredne tuje investicije NTI	9
2.2.2 Portfeljske investicije ali naložbe v vrednostne papirje	11
2.2.2.1 Skrbniški računi	12
2.2.3 Dolžniški kapital	13
2.3 LIBERALIZACIJA KAPITALA IN ZAKON O DEVIZNEM POSLOVANJU	13
2.4 KAPITALSKI TOKOVI IN TEKOČI RAČUN PLAČILNE BILANCE	14
2.4.1 Plačilna bilanca Slovenije	14
3 STRUKTURNI POLOŽAJ DENARNEGA TRGA	16
3.1 INSTRUMENTI DENARNE IN DEVIZNE POLITIKE BS	18
4 POSEGI EKONOMSKE POLITIKE.....	20
4.1 MONETARNI UKREPI	21
4.2 UKREPI FISKALNE POLITIKE	21
4.3 STRUKTURNI UKREPI	22
4.4 STERILIZACIJA	23
4.4.1 Politika odprtega trga	23
4.4.2 Omejitveni faktorji uporabe instrumentov odprtega trga	24
4.4.2.1 Stopnja mednarodne mobilnosti kapitala	25
4.4.2.2 Neučinkovitost sterilizacije na dolgi rok	25
4.4.2.3 Nerazvitost finančnega trga	25
4.4.2.4 Fiskalni stroški	26
4.4.3 Dopolnilni sterilizacijski ukrepi	26

4.4.3.1	Eskontna politika in namenska posojila	26
4.4.3.2	Obvezne rezerve bank	27
4.4.3.3	Upravljanje državnih depozitov	28
4.4.3.4	Devizna zamenjava	28
4.4.4	Drugi ukrepi in posredna kontrola kapitalskih tokov	30
4.4.4.1	Širši dovoljeni razpon nihanja deviznega tečaja	30
4.4.4.2	Intervencije na terminskem deviznem trgu	30
4.4.4.3	Lajšanje omejitev za odtok kapitala iz države	31
4.4.4.4	Variabilne depozitne zahteve	31
4.4.4.5	Davek na izenačevanje obrestnih mer	32
4.5	RAZMERE V SLOVENIJI	33
5	SKLEP	37
	LITERATURA.....	38
	VIRI.....	39

1 UVOD

Kapital prihaja v državo v zelo različnih oblikah; od oblik zadolževanja, vključno z odpisi dolga, prek prodaje premoženja v tujini do različnih oblik tujega investiranja v državi. Pritok kapitala iz tujine je torej ali zmanjšanje premoženja, ki ga imajo rezidenti v tujini, ali povečanje obveznosti rezidentov do nerezidentov. Te transakcije se beležijo kot pritok kapitala in predstavljajo kreditne postavke v plačilni bilanci države (Mrak, 2002, str. 18). Pritok kapitala se delno porabi za kritje primanjkljaja v tekočem delu plačilne bilance (če je seveda prisoten), delno pa predstavlja presežek v plačilni bilanci brez mednarodnih denarnih rezerv.

S povečanim pritokom kapitala nastopi problem presežne ponudbe deviz, ki ga države, glede na režim deviznega tečaja, rešujejo različno. Povečano ponudbo deviz povezujemo predvsem s sterilizacijo denarja. Njen cilj je preprečevati apreciacijo deviznega tečaja (ker ne želimo poslabšanja konkurenčnosti domačega gospodarstva na mednarodnem trgu) in hkrati ohranjati ponudbo denarja nespremenjeno (ker ne želimo inflacije). Ko centralna banka ali država kupujeta oziroma prodajata devize, v enakem obsegu prodajata oziroma kupujeta državne vrednostne papirje in zato ne pride do spremembe denarnega obtoka.

V Sloveniji so bile razmere nekoliko drugačne. Režim drsečega deviznega tečaja omogoča Banki Slovenije, da ne dovoli, da bi plačilna bilanca vplivala na količino denarja v obtoku (na stopnjo rasti denarnega obtoka). Vendar podobno kot druge centralne banke tudi BS ne more biti ravnodušna, do dogajanja na deviznem tečaju. Kmalu po letu 1991 je postala njena skrb, kako doseči, da bi bil devizni tečaj višji. BS ni sterilizirala, tako da bi na eni strani kupovala devize in na drugi prodajala državne vrednostne papirje, ampak je dosegala višji devizni tečaj, kakor bi bil, predvsem tako, da je ponujala svoje vrednostne papirje v tujem denarju. S tem je poskušala tiste, ki imajo devize, pripraviti do tega, da bi šli z devizami v te njene papirje, namesto, da bi jih prodajali na deviznem trgu. Tam jih BS ne bi mogla kupovati in bi prišlo do znižanja deviznega tečaja. BS je sredstva, do katerih je prišla na ta način, investirala v tujino, deloma pa jih je tudi subvencionirala. Za sredstva, naložena v tujini, je dobivala manj kakor je plačevala za blagajniške zapise, s katerimi je prišla do teh sredstev (Ribnikar, 1999, str. 252-253).

V diplomski nalogi bom najprej obdelala pritoke kapitala. Predstavila bom, katere koristi in škode ter dejavnike velikega povečanja v zadnjih letih. Sledi definiranje različnih vrst tokov kapitala. Posebej bom obdelala neposredne tuje naložbe in portfeljske investicije, kakšne so njihove značilnosti in vpliv na vodenje ekonomske politike v državi.

V drugem delu bom obdelala sterilizacijo kot ukrep monetarne politike in instrumente, s katerimi centralna banka ali država uravnava presežne pritoke tujega kapitala in s tem zmanjša pritisk na apreciacijo domače valute. V čem se posegi Banke Slovenije razlikujejo in zakaj je tako, bom skušala pojasniti s strukturnim položajem denarnega trga. Obravnavala bom politiko odprtega trga kot najbolj klasičen instrument in opisala omejitvene dejavnike

tega instrumenta, ki so bili tudi pobuda pri iskanju drugih rešitev. Nekateri izmed dopolnilnih ukrepov so ravno tako ukrepi monetarne politike, spet drugi so ukrepi fiskalne politike in strukturni ukrepi. Centralna banka se pri iskanju najboljše rešitve navadno odloča za kombinacijo njej dostopnih posegov. Svojo diplomsko nalogo bom zaključila tako, da bom povzela razmere v Sloveniji v zadnjem desetletju.

2 PRITOKI KAPITALA

Ekonomska stroka se s kapitalskimi pritoki ukvarja že od nekdaj. Škode in koristi kapitalskih pritokov se empirično spremljajo in analizirajo že več kot sto let. Obvladovanje finančnih tokov v nestacionarnih okoliščinah, v času finančnih liberalizacij, je bilo teoretično obdelano pred približno tridesetimi leti. V devetdesetih letih devetnajstega stoletja so, na primer, kapitalski tokovi (na enoto domačega produkta) bili večji kot v devetdesetih letih minulega stoletja (Bole, 2000). V tistem obdobju (med letom 1870 in izbruhom I. svetovne vojne) so bile največje uvoznice kapitala Združene države Amerike, Kanada, Avstralija, Rusija in Latinska Amerika, največja izvoznica kapitala je bila Velika Britanija. Sledilo je obdobje po I. svetovni vojni, ko so ZDA postale največja neto izvoznica kapitala. To je bilo obdobje tako imenovanega financiranja z obveznicami, ki se je končalo z veliko gospodarsko krizo v začetku tridesetih let. Sedemdeseta leta so bila obdobje tretjega vala velikega povečanja kapitalskih pritokov v manj razvite države. Obdobje »financiranja z bančnimi krediti« se je končalo leta 1982 z izbruhom velike dolžniške krize, ki je najbolj prizadela države v Latinski Ameriki in povzročila rušenje bančnega sektorja. Devetdeseta leta oziroma obdobje do leta 1997 je bilo obdobje četrtega velikega povečanja obsega mednarodnih tokov kapitala v manj razvite države. Značilno je financiranje z vrednostnimi papirji in močno povečanje privatnih virov kapitala. Dežele vzhodne Azije in Pacifika ter Latinske Amerike so bile največje uvoznice kapitala (Mrak, 2002, str. 552-560).

Slovenija in nekatere druge tranzicijske države¹ so bile zaradi konkurenčnih stroškov dela, kvalificirane delovne sile, ugodne geografske lege in pričakovane vključitve v Evropsko unijo v minulem desetletju dokaj privlačne za zunanje investitorje. Liberalizacija trga kapitala, hitre spremembe finančnega trga (novi finančni instrumenti, tehnologija, finančna globalizacija) in posledično povečano povpraševanje po denarju pa so zahtevale spremembe dotedanje makroekonomske politike (Corker, 2000, str. 13).

2.1 ŠKODE IN KORISTI

Pritoki kapitala iz tujine imajo številne koristi. Za državo uvoznico pomenijo finančno razbremenitev, saj so na voljo dodatna investicijska sredstva. V razmerah povečanega povpraševanja po denarju znižujejo obrestne mere. Povečujejo se devizne rezerve centralnih bank. Izboljšajo alokacijo kapitala v svetu, saj se gibljejo s področij z nižjimi na področja z višjimi donosi. Globalno gledano povečujejo ekonomsko rast. Zaradi večje konkurenčnosti na trgu kapitala se bodo znižali stroški izposojanja kapitala. S prihodom tujega kapitala se povečuje privatni sektor, s čimer se zmanjšujejo stroški ekonomske politike. Privatni sektor je omejen s trdno proračunsko omejitvijo in s tem praktično ne pritiska na transfere in subvencije. V majhnem gospodarstvu nove zmogljivosti, ki so posledica uvoza kapitala, praviloma povečajo izvoz, saj so razen v storitvah, redki proizvodi, ki bi jih nove zmogljivosti

¹ Avtor se je skliceval predvsem na t.i. države CEEC (tranzicijske države vzhodne in srednje Evrope); Češka, Estonija, Poljska, Madžarska in Slovenija.

lahko proizvajale le za domači trg. Poleg tega te iste proizvode država preneha uvažati. Oba učinka seveda ugodno vplivata na saldo tekočega računa (Ovin, 2002, str. 342). Državam je, posebno z neposrednimi tujimi naložbami, olajšan dostop do novih znanj in tehnologij. Preko prodajnih mrež tujih partnerjev se poveča izvozna usmerjenost. Dvigne se tudi njihova učinkovitost, saj je to edina pot, da preživijo v ostri mednarodni konkurenci. Pritoki kapitala so načeloma bistvenega pomena pri prehajanju iz centralnoplanskega gospodarstva v tržno gospodarstvo (Siklos, 1996, str. 1).

Na drugi strani lahko povečani pritoki kapitala iz tujine negativno vplivajo na inflacijo in na vrednost nacionalne valute. Apresiasi domače valute je škodljiva, ker poslabša izvozno konkurenčnost nacionalne ekonomije, s tem znižuje obseg in negativno vpliva na saldo trgovinske bilance ter s tem na saldo tekočega računa. Domače blago je za tujce dražje, domači subjekti pa plačajo za uvoženo blago manj. Poslabšanje izvozne konkurenčnosti lahko tudi odganja tiste tuje investitorje, ki so načrtovali dolgoročne investicije. Zaradi možne zamenjave domačih prihrankov s tujimi lahko pride do zmanjšanja stopnje domačega varčevanja in povečane potrošnje. Pojavi se potreba po neto pritokih kapitala. Do neto tokov kapitala prihaja, takrat kadar varčevanje in investicije v državi niso uravnotežene, kar se pokaže v prenosu realnih virov skozi trgovino ali neuravnoteženosti tekočega računa plačilne bilance. Državo izpostavijo posledicam zunanjih šokov, oziroma nevarnosti nenadnega hitrega obrata v kapitalskem toku. Prilivi kapitala lahko preko povečanja depozitov povzročijo presežno likvidnost v bankah in s tem povečanje kreditov ter preobremenjenost bančnega sistema.

Z apreciacijo si običajno razlagamo izgubo konkurenčnosti domačega gospodarstva. Vendar povezava med vrednostjo domače valute in spreminjanjem konkurenčnega položaja vsaj v tranzicijskih državah le ni tako enostavna. Nizka produktivnost dela, nerazvitost finančnega in nemenjalnega sektorja, prevladujoči menjalni sektor, naraščajoča brezposelnost in povečan pritok tujega kapitala so dejavniki, ki so zaznamovali države na prehodu v prejšnjem desetletju. Tako apreciacija ne pomeni nujno izgubo konkurenčnosti, ampak je lahko odraz povečane produktivnosti domačega gospodarstva. Apresiasi je lahko tudi vračanje k ravnotežju, takrat ko je realni devizni tečaj predhodno preveč depreciral in je bila zato domača valuta podcenjena (Strojan-Kastelec, 2002, str. 269-283).

Učinek kapitalskih pritokov je za posamezno državo lahko različen, določa ga mnogo determinant, med katerimi prevladuje razmerje med potrošnjo in varčevanjem. Apresiasi bo višja v državah, kjer se struktura povpraševanja precej bolj nagiba k potrošnji kot k varčevanju. Tako javna kot privatna potrošnja sta v primerjavi z investicijami veliko bolj usmerjeni v netrgovani sektor. Ko nastopi realna apreciacija domače valute, vlada ne dovoli, da bi cene trgovanega blaga narasle, da bi s tem čim manj ogrožali zunanjo konkurenčnost. Cene netrovanega blaga medtem naraščajo. Ker pa gre za nizko konkurenčen sektor, njegovi glavni akterji dosežejo to, da njihove plače naraščajo skoraj vzporedno z rastjo cen blaga. Za trg delovne sile je značilno, da porast plač v nekem sektorju pritiska na njihovo povišanje tudi

v vseh drugih. Z dvigom plač se povečajo stroški in cene trgovanega blaga (Bole, 1997, str. 13).

Ker so koristi liberaliziranih finančnih pritokov vabljive, se postavlja vprašanje, kaj lahko naredi ekonomska politika, ki se sooča s povečanimi pritoki kapitala iz tujine, da bi nevtralizirala spremljajoče narodnogospodarske stroške. Oblikovanje ekonomske politike je odvisno od mnogih dejavnikov, med katerimi najbolj izstopajo dolgoročni cilji CB, devizni tečaj in vzroki ter sestava kapitalskih pritokov (Nadeem, Mathieson, Ssharma, 1997).

2.1.1 Cilj denarne politike

Ob uvedbi nove valute oktobra 1991 je bila za Slovenijo značilna 20% mesečna inflacija. Banka Slovenije si je tako za končni cilj denarne politike izbrala stabilnost cen, za bližnjega pa količino denarja v obtoku ali denarni agregat M3². Poleg tega je skušala vplivati tudi na devizni tečaj (izbrala je režim uravnano drsečega deviznega tečaja) in na znižanje obrestnih mer.

Ko se je Banka Slovenije ukvarjala s stabilizacijo cen, se je začel pojavljati še dodaten »stranski problem«, to je povečan pritok deviz. Če bi povečano ponudbo deviz, ki znižuje devizni tečaj, reševala tako, da bi jih pokupila z izdajo novega denarja, bi ogrozila doseganje glavnega cilja. Banka Slovenije sterilizira zato, da ohranja stabilno raven cen. Višina deviznega tečaja je postala endogena spremenljivka, količina denarja v obtoku pa je eksogena spremenljivka.

2.1.1.1 Pritok kapitala in inflacija

Čeprav je v neki državi fiksni ali uravnani drseči devizni tečaj, pritok kapitala nima nujno tudi inflatornega učinka. Če se poleg ponudbe denarja veča tudi povpraševanje po denarju, načeloma do inflacije ne bo prišlo. Vendar pa prilivi kapitala povečajo povpraševanje po trgovancih in netrgovancih³. Trgovance lahko država uvozi, medtem ko netrgovancev ne more. Količina netrgovancev se lahko poveča samo s preusmeritvijo proizvodnih dejavnikov v njihovo proizvodnjo, kar pa povzroči dvig cene in porast inflacije.

Inflacija nadalje sproži povečanje realne vrednosti domače valute. Gibanje vrednosti valute pa je odvisno tudi od načina porabe prilivov kapitala. Vrednost domače valute se bolj zviša, ko prilivi financirajo povečanje privatne potrošnje in manj, ko financirajo investicije ter ko povečajo varčevanje. Na drugi strani pa se lahko v času prilivov kapitala zaradi optimističnega razmišljanja državljanov zniža domače varčevanje, kar ustvari še dodatno povpraševanje po netrgovancih in vrednost valute se še dodatno zviša.

² M3 je kategorija, ki vključuje gotovino v obtoku, depozite na vpogled, varčevalne in manjše vezane vloge, ter razne vrste kratkoročnih vrednostnih papirjev, (Senjur, 1999, str 209)

³ Trgovanci so dobrine, ki se mednarodno menjavajo (Senjur, 1999, str. 127)

2.1.2 Režim deviznega tečaja

Glede na režim deviznega tečaja države različno rešujejo problem pritokov kapitala in z njimi povezano presežno ponudbo deviz (Lavrač, 1995, str. 13-14):

- v režimu popolnoma drsečega deviznega tečaja CB ne intervenira na deviznih trgih in ni transakcij uradnih deviznih rezerv. Tržne sile bi v takšnem sistemu povzročile apreciacijo deviznega tečaja. Padeč tečaja bi povzročil slabšanje konkurenčnosti gospodarstva na tujih trgih,
- če država vzdržuje trden devizni tečaj, bo CB kupovala devize na deviznem trgu in s tem povečevala mednarodne denarne rezerve. Njihovo večanje lahko povzroči manjšo kontrolo CB nad količino denarja v obtoku, pospešeno inflacijo in lahko tudi večjo fiskalno zadolženost,
- pri uravnano drsečem deviznem tečaju se tečaj oblikuje tržno, vendar CB z intervencijami na deviznem trgu vpliva na raven spremembe deviznega tečaja. CB lahko poseže z neposrednimi nakupi in prodajami deviz ali pa z različnimi instrumenti posredno vpliva na ponudbo in povpraševanje po devizah.

2.1.2.1 Zakaj sistem uravnano drsečega deviznega sistema

Z osamosvojitvijo Slovenije leta 1991 so se v Banki Sloveniji morali odločiti, kakšno politiko deviznega tečaja bodo vodili. Mednarodni denarni sklad je Sloveniji priporočal sistem fiksnih tečajev, saj je v takšnem sistemu lažje doseči večjo stabilnost cen, kar je bil tudi glavni cilj Banke Slovenije. Vendar so za sistem fiksnih deviznih tečajev potrebne mednarodne denarne rezerve, s katerimi država lahko intervenira na deviznem trgu in usmerja tečaj. Slovenija je bila leta 1991 praktično brez deviznih rezerv, poleg tega je bil ravnotežni tečaj tolarja neznan, saj gre za odraz določenih povezav v gospodarstvu, ki jih za novo gospodarstvo ni bilo mogoče določiti. Zaradi visoke inflacije, majhnosti in odprtosti gospodarstva, bi kakršenkoli fiksni tečaj onemogočil potrebno prilagajanje novim ravnotežjem (Mencinger, 1992, str. 23). Slovenija se je odločila za sistem uravnano drsečega deviznega tečaja, ki je v resnici prispeval k znižanju inflacije in makroekonomski stabilnosti nasploh ter omogočil liberalen sistem ekonomskih odnosov s tujino (Lavrač, 1995, str. 15).

Uravnano drseči devizni tečaj je zelo primeren v razmerah povečanih pritokov tujega kapitala. Zaradi elementa negotovosti gibanja tečaja lahko odvrne špekulativne prilive, hkrati pa zaradi negotovega deviznega tečaja povpraševanje preusmeri na domače dobrine. V primeru prilivov vpliva prek domačih cen na nižanje inflacije. V primeru odliva deviz pa deloma razbremeni pritisk na devizne rezerve. Uravnano drseči devizni tečaj daje več maneverskega prostora monetarnim oblastem in jim s tem zagotovi večji nadzor nad denarnim prostorom (Jančar, 1998, str. 38).

Za primerjavo z drugimi članicami t.i. bloka CEEC ima Sloveniji najbližjo obliko deviznega tečaja Madžarska, čeprav gre za strožjo obliko, ki dopušča nihanja okrog evra do največ 2,25%, medtem ko imata Češka in Poljska vsaka fleksibilen, Estonija pa fiksen devizni tečaj. Izbira primerne deviznega tečaja je močno povezana tudi z liberalizacijo kapitala (Slovenija je sprostila omejitve na področju kapitala s 1. februarjem 1999), odvisna pa je tudi od odprtosti in velikosti same države ter fleksibilnosti trga dela. Če so stroški dela za sektor trgovanega blaga dovolj prilagodljivi, si vlada lahko dovoli apreciacijo (Corker, 2000, str. 3-7).

2.1.2.2 Mednarodne denarne rezerve in devizni tečaj

Od sistema deviznega tečaja je odvisno, koliko mednarodnih denarnih rezerv mora imeti država. Čim več rezerv je, tem manjša je lahko fleksibilnost deviznega tečaja. Mednarodne denarne rezerve so postavka finančnega računa, ki omogočajo financiranje plačilnobilansnih primanjkljajev. Primanjkljaj lahko poravnamo z zmanjšanjem MDR ali s povečanjem neto zadolženosti do tujine. Negativni predznak pomeni povečanje mednarodnih denarnih rezerv, pozitiven predznak pa njihovo zmanjšanje (Ribnikar, 1999a, str. 43-48).

Država z režimom fiksnega deviznega tečaja je ob zadostnih izgubah deviznih rezerv prisiljena, v devalvacijo lastne valute. Dejavniki, zaradi katerih je potrebna opustitev fiksnega deviznega tečaja in prehod na drsečega, so številni: financiranje fiskalnega deficita s strani centralne banke, velik in rastoč deficit tekočega računa, realna apreciacija itd. Ali so monetarne oblasti sposobne braniti devizni tečaj pred naštetimi dejavniki, zanima tudi špekulante. Če slednji predvidevajo, da je sposobnost varovanja tečaja slaba (pomanjkanje deviznih rezerv), bodo valuto napadli. Napad na valuto je za napadalca nenevarna transakcija. Če bi bile njegove napovedi napačne in bi centralna banka bila sposobna varovati valuto ter ohraniti fiksen devizni tečaj, bi napadalec izgubil zgolj stroške transakcije. Čeprav je v neki državi zadostna količina deviznih rezerv, lahko pride do spremembe deviznega tečaja ravno zaradi napada (Strašek, 2002, str. 186-189).

2.1.3 Vzroki ter sestava kapitalskih tokov

Največkrat so v ozadju kapitalskih pritokov: povečano povpraševanje po denarju, večja produktivnosti kapitala in zunanji dejavniki, kot je na primer padec obrestnih mer v tujini (Nadeem Ul Haque, Donald Mathieson, Sunil Sharma, 1997).

Na velikost povpraševanja po denarju vplivajo domača obrestna mera (restriktivna monetarna politika), realni dohodek gospodarstva in raven cen, odvisno pa je tudi od pričakovane inflacije in deprecijacije nacionalne valute. Nemalokrat je posledica stabilizacije, ko ljudje veliko bolj zaupajo v vrednost domače valute in v prihodnje ne pričakujejo njenega razvrednotenja. Tuji investitorji želijo kupiti domače vrednostne papirje ali naložiti denar v domačih bankah, s tem povprašujejo po domači valuti in pri tem prodajajo devize. Povečano povpraševanje je odvisno tudi od globine finančnega sistema, ki povečuje možnosti nalaganja

v različne finančne instrumente. Poleg tega so v državi z restriktivno stabilizacijsko monetarno politiko krediti dražji, kar poveča povpraševanje po sredstvih iz tujine oziroma še dodatno poveča pritoke kapitala. V takšnih razmerah se posledice kažejo v povišanju uradnih rezerv.

V zgodnjem poosamosvojitvenem obdobju je bilo investiranje v Sloveniji z vidika tujcev precej rizično. Od leta 1995 dalje so se finančni pritoki močno povečali, saj so investitorji zaznali stabilnost tečaja tolarja in zaradi tega zahtevali nižjo nagrado za tečajno tveganje. Nagrada za tečajno tveganje se imenuje tečajna rizična premija. V preteklih letih se je zniževalo tudi deželno tveganje, to je tveganje za spremembe političnih, ekonomskih in drugih razmer v državi (Fabjančič, Polanec, 1998, str. 182). Ključno je bilo vsekakor leto 1996, ko so se zaključila pogajanja z ostalimi jugoslovanskimi republikami glede odplačevanja dolga skupne države in je na Evro trgu bila izdana prva obveznica, kotirana z boniteto A (Bole, 1997, str. 6).

V ozadju povečane produktivnosti so reforme za prehod na tržno gospodarstvo: prost pretok blaga med državami, monetarna stabilizacija ter finančna liberalizacija v državi in med državami. Tržno gospodarstvo je pomenilo privatizacijo, spodbujanje podjetniškega okolja ter boljši prenos informaciji, kar je imelo pozitivne posledice na pritek tujega kapitala (Frankel, 1994, str. 1-2). Produktivnost kapitala naj bi privabila predvsem neposredne tuje investicije, ki naj bi v državo pripeljale vse koristi tokov kapitala. Investitorje privabijo višji pričakovani donosi na kapital, vendar pa je država lahko navkljub ugodnim razmeram deležna zgolj portfeljskih naložb tujih investorjev. Dolgoročne investicije so odvisne tudi od možnosti absorpcije in regulative v državi. V takšnih razmerah je osnovna naloga politike, da izboljša endogeno sposobnost gospodarstva za absorpcijo pritokov.

Ko so devizni pritoki posledica povečane produktivnosti kapitala, je lahko najboljša rešitev ravno apreciacija. Centralna banka si za cilj ne postavlja več nespremenjeno raven deviznega tečaja in dopusti neko realno apreciacijo, ki se lahko odraža v obliki nominalne apreciacije ali tako, da se raven cen dvigne (posebej plače in cene netrgovancev). Če velja, da so dejavniki produktivnosti najpomembnejši pri določanju ravni realnega deviznega tečaja, potem mora denarna politika ostati nevtralna. V tem primeru je apreciacija pogojena na strani ponudbe in imamo opravka z zdravo apreciacijo (Jazbec, 2002, str. 264). Majhna in odprta gospodarstva, kot je slovensko, so tukaj izjema, saj apreciacija skoraj ne sme biti rešitev. Naše gospodarstvo je namreč pretežno izvozno usmerjeno in zato preveč občutljivo na spremembe deviznega tečaja (Frankel, 1994, str. 7).

Dejavnike produktivnosti bi lahko označili kot tiste na mikro ravni, ki vplivajo na dolgoročno donosnost domačih investicij. V drugo skupino pa sodijo dejavniki na makro ravni, kjer kratkoročno usmerjena politika povečuje pričakovano donosnost domačih finančnih instrumentov (Bole, 1997, str. 8).

Zunanji dejavniki oziroma dejavniki potiskanja kapitala vključujejo strukturne in ciklične spremembe na mednarodnih finančnih trgih izvoznih kapitala, zaradi katerih so se donosi na teh trgih zmanjšali. Zmanjšane možnosti za zaslužek na njihovih trgih silijo investitorje v geografsko diverzifikacijo svojih portfeljev in s tem v iskanje možnosti za doseganje višjih stopenj donosa na svoj kapital (Mrak, 2002, str. 564). Kadar so vzroki v zunanjih makroekonomskih dejavnikih, je manj verjetno, da bodo pritoki usmerjeni v produktivne naložbe. Bolj verjetno je, da bodo spodbujali domačo potrošnjo in špekulativne naložbe. Centralna banka lahko takrat, kadar so v ozadju kapitalskih pritokov zunanji dejavniki, zgolj nevtralizira posledice preteklih kapitalskih tokov, ne more pa vplivati na dejavnike, ki so te pritoke sprožili (Bole, 1997, str. 8).

2.2 ZNAČILNOSTI POSAMEZNIH OBLIK PRILIVOV KAPITALA

Kapitalski tokovi se lahko pojavijo v različnih oblikah: kot direktne investicije, izvozni krediti, odplačila kreditov in gibanja portfelja. Plačilna bilanca najbolj nazorno prikaže v kakšnih oblikah in količinah se giblje kapital. Lahko ga razdelimo na lastniški kapital (neposredne in portfeljske lastniške investicije) in dolžniški kapital (posojila, krediti in obveznice) (Senjur, str. 274, str. 578). Različne vrste kapitalskih tokov imajo različne ekonomske posledice. Ključnega pomena je razlikovanje med kratkoročnimi in dolgoročnimi tokovi kapitala. Kratkoročni so včasih označeni kot špekulativni ali »vroči denar«. Špekulativni zato, ker njihov odtok ni pokrit s »forward«
pogodbo, dobičkonosnost je upoštevana na osnovi pričakovanj in ne v skladu z določili pogodbe. Dolgoročni tokovi se težje obrnejo v nasprotno smer, njihova velikost je odvisna predvsem od dolgoročnih dejavnikov. Vlaganja kapitala v tujino lahko delimo tudi na tista s fiksnim donosom in na tista s spremenljivim donosom. Neposredne naložbe in portfeljske naložbe so vlaganja s spremenljivim donosom (Rojec, 1994, str. 25). Kapitalski tokovi se v praksi delijo na kratkoročne in dolgoročne glede na rok njihovega dospelja. Kratkoročni so tisti tokovi, ki se nanašajo na instrumente, katerih rok do dospelja je krajši od enega leta, dolgoročni pa so tisti, ki se nanašajo na instrumente z rokom dospelja, daljšim od enega leta. Na kratek rok je težko razlikovati ali gre za neposredne tuje investicije, ki so dolgoročne narave ali za portfeljske naložbe. Pričakovati je, da se gibanja portfelja odzivajo na kratkoročne makroekonomske razmere. Medtem, ko so države z večjo produktivnostjo kapitala, bolj privlačne za neposredne tuje investicije.

Financiranja s strani državnih institucij so bolj stabilna kot privatna posojila oziroma bolj stabilno je financiranje, ki izvira iz tujih bank kot iz privatnih portfeljskih kapitalskih tokov. Prav tako pomembna je valutna sestava tujih obveznosti, saj lahko ob depreciaciji domače valute valutno tveganje krizo še poglobi (Oplotnik, 1999).

2.2.1 Neposredne tuje investicije NTI

Neposredna je vsaka investicija, pri kateri ima tuj investitor deset ali večodstotni delež v kapitalu oziroma glasovalnih pravic v podjetju. Gre za investicijo, kjer želi investitor

maksimirati profit preko upravljalne kontrole subjekta, v katerega je investiral, oziroma vsaj prek vplivanja na upravljanje v tem subjektu (Senjur, 2002, str. 19-20). Glavni značilnosti za opredelitev neke naložbe kot NTI sta dolgoročni interes vlagatelja in znaten vpliv na upravljanje podjetja.

Neposredne tuje investicije so postale najpomembnejši pa tudi najbolj zanesljiv vir zunanega kapitala. Narava neposrednih tujih investicij je dolgoročnejša in naj ne bi povzročala težav, ki jih povzroča kratkoročni kapital. Neposredne tuje investicije sledijo profitnim pričakovanjem tujih investitorjev in so manj odvisne od nenadnih kriz na mednarodnih finančnih trgih. Ko je leta 1995 Mehiko prizadela finančna kriza, je ostal priliv tujih neposrednih naložb na njenem kapitalsko-finančnem računu skoraj nespremenjen. NTI izboljšajo dostop domačih ekonomskih subjektov do tehnologije, izvoznih trgov in upravljalnih znanj ter omogočajo usposabljanje domače delovne sile. Večji prilivi sprožijo pozitivne eksternalije, saj izboljšajo produkcijsko funkcijo države prejemnice. Ne povzročajo večjega pritiska na apreciacijo tečaja in spodbujajo domače investicije. S spodbujanjem investicij namesto porabe ustvarijo presežno ponudbo blaga na domačem trgu. Potrebna je depreciacija realnega deviznega tečaja, ki povzroči porast izvoznega povpraševanja. Zaradi učinka na nacionalno varčevanje utegnejo izboljšati saldo na tekočem računu (Markič, 2002, str. 71). Po drugi strani neposredne tuje investicije povečujejo uvoz opreme in reprodukcijskega materiala ter terjajo odtok dividend. Zaradi konkurence se znižajo dobički domačih podjetji, a tudi različni vhodni stroški. V številnih panogah se spremenita ponudba in povpraševanje, kar pogosto škoduje nekaterim podjetjem in koristi podjetjem v drugih panogah. Vseh posledic neposrednih investicij je veliko, dejstvo pa je, da prevladujejo pozitivni vplivi.

Odsotnost pravnih omejitev za neposredne tuje naložbe še ne pomeni zadostnega pogoja za njihov razcvet. Dejavniki, ki prispevajo k rasti tokov so: stopnja gospodarske rasti (ki vpliva tako na domače kot tuje investicijske odločitve), devizni tečaj, potek privatizacije in seveda regionalno povezovanje (enotni trg v Evropski uniji, NAFTA). Dejavniki, ki zavirajo rast neposrednih naložb v državi prejemnici pa so: visoki stroški (dolgotrajen postopek pridobivanja dovoljenja za investiranje v državo, stroški upravljanja, davki, birokratski stroški ipd.; večina stroškov je odvisna od vlade in se med državami močno razlikujejo), nepopolne informacije, zaradi katerih je odločitev o investiciji otežena, pa tudi ocena deželnega tveganja, ki jo sestavljajo skupine kazalnikov političnega okolja, poslovnih in monetarnih razmer ter določa privlačnost neke države za neposredne investicije.

Slovenija ponuja številne prednosti za tuje investitorje, vendar pri privabljanju NTI ni bila preveč uspešna. Kljub relativno visoki produktivnosti slovenskega gospodarstva, izobraženi delovni sili, geografski legi (leži blizu glavnih investitorjk - nizki transportni stroški), možnosti vzpostavitve trgovinskih odnosov z državami nekdanje Jugoslavije in stabilnemu politično-ekonomskemu okolju, so bili pritoki v Slovenijo relativno nizki. Po mnenju nekaterih avtorjev je vzrok v majhnosti slovenskega gospodarstva. »Dejansko ni moč pričakovati, da bi lahko kakšna družba nakupovala reprodukcijski material pri nas, saj v številnih primerih ustrezna proizvodnja sploh ne obstaja ali pa nudi le zelo ozek izbor.«

(Ovin, 2002, str. 343). Glede na omenjeno razlago, bi ob povečani zmogljivosti imeli opravka tudi s povečanim uvozom in s tem negativnim tokom v tekočem računu.

Tabela 1: Tuje neposredne naložbe v Sloveniji (v milijonih USD)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Letni priliv NTI	128	176	186	294	215	107	136	503	1865

Vir: Letno poročilo BS 1996, Letno poročilo BS 2002

V prvem desetletju slovenske samostojnosti so bile neposredne naložbe, z izjemo v letu 1997, nizke in izražajo stagnacijo kategorije. V obdobju od septembra 2001 pa do septembra 2002 so neto neposredne investicije v Sloveniji znašale 1.324 mio USD. Največjega pritoka smo bili deležni v septembru 2002, zaradi prodaje Nove ljubljanske banke strateškemu partnerju (Analitsko raziskovalni center).

2.2.2 Portfeljske investicije ali naložbe v vrednostne papirje

Gre tako za naložbe v različne vrste dolžniških vrednostnih papirjev (obveznice), kakor tudi za naložbe v lastniške vrednostne papirje, nakup delnic. V plačilni bilanci so kot lastniške investicije zabeleženi vsi tisti nakupi delnic, pri katerih delež tujega investitorja v kapitalu subjekta, v katerega je le ta investiral, ne preseže 10%. Namen investicije mora biti izključno finančna naložba, ki naj bi omogočala visoke dobičke in razpršitev tveganja. "Tuje portfeljske naložbe so vse investicije v vrednostne papirje, katerih cilj ni prevzeti nadzora v kakem podjetju, temveč je cilj investicije dobiti dividende oziroma iztržiti dobiček ob prodaji vrednostnih papirjev." (Jančar, 1997, str. 25). Tuj investitor ne želi nikakršnega vpliva na upravljanje. Portfeljske naložbe imajo lahko pozitiven vpliv na širjenje in poglobljanje domačih kapitalskih trgov ter zagotavljanje njihove likvidnosti. Ugodno vplivajo tudi na konkurenčnost lokalnih podjetij. Sicer pa imajo zaradi njihove nestanovitnosti in variabilnosti bolj negativen vpliv na stabilnost finančnega sistema.

Takšna oblika kapitala za razliko od NTI ne prispeva nič k rasti zaposlenosti, dohodku prebivalstva, razvoju novih znanj ipd. Motiv portfeljskih investitorjev je predvsem pobiranje dobička na račun nihanja cene finančnega instrumenta in zato so takšni tokovi zelo spremenljivi. Vlagatelji se odločajo za naložbo glede na razmerje med donosom in tveganjem. Vlagatelji želijo doseči z diverzifikacijo svojih sredstev v portfelj enak donos pri nižjem tveganju oziroma višji donos pri enakem tveganju. Z investiranjem sredstev v tuje države, dosežejo večjo diverzifikacijo svojih naložb. Na ta način se zniža nesistematično tveganje, ki je vezano na posamezno podjetje in na katero vplivajo tudi razmere v neki državi (Dimovski, 2000).

Donosnost naložbe je odvisna od razlike med prodajno in nakupno ceno vrednostnih papirjev, velikosti dividende ter razlike, ki nastane zaradi različnega deviznega tečaja ob nakupu

vrednostnih papirjev in repatriaciji finančnih sredstev, pridobljenih z njihovo prodajo. Značilnost portfeljske naložbe je velika občutljivost za zunanje in predvsem notranje spremembe. Velike odtokove portfeljskega kapitala lahko pričakujemo v času pričakovane devalvacije, ko bi država najbolj potrebovala dodaten kapital. Takšni nenadni odtoki na kratek rok povzročajo padec mednarodne likvidnosti v državi, pritiskajo na devalvacijo domače valute in na izčrpanje uradnih rezerv. Vse to vodi do nadaljnje nestabilnosti na deviznih trgih (Jančar, 1997, str. 28-30).

Navkljub naštetim negativnim vplivom portfeljskih naložb velja omeniti, da so tokovi kapitala povezani in potujejo skupaj. Nemogoče je pritegniti samo stabilen kapital in se docela izogniti "vročemu" kapitalu. Odprtost za portfeljske naložbe je lahko element za izboljšanje percepcije Slovenije v ocenah resnih tujih investitorjev (Zbašnik, 2002, str. 34).

Tabela 2: Portfeljske naložbe v Sloveniji (v milijonih USD)

Leto	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Portfeljske naložbe	-32,5	-13,5	636,9	92	6	-3	25	10	26

Vir: Banka Slovenije

Tuji portfeljski vlagatelji so opazno začeli vlagati v vrednostne papirje slovenskih podjetij septembra 1996, ko so na borzi začele kotirati Lekove privatizacijske delnice. Strokovnjaki vlagateljem sicer svetujejo naj na trgu iščejo nove vrednostne papirje, tudi tiste, ki so trenutno nelikvidni, saj jih bodo lahko čez čas, ko jih bodo odkrili tudi drugi vlagatelji, prodali z dobičkom. Vendar pa so tuji vlagatelji raje počakali na vrednostne papirje tako imenovanih paradnih slovenskih podjetij. V letu 1996⁴ in začetku leta 1997 se je Slovenija srečala z večjim prilivom kapitala, kar pa ji je povzročilo nemalo težav. Največja težava pa ni bil strah pred begom kapitala, ampak sterilizacija teh prilivov. Slovenija se že od osamosvojitve dalje srečuje s presežkom deviz in z dodatnim pritokom tujih sredstev z naslova portfeljskih naložb so se njene težave pri sterilizaciji še povečale.

V tistem času Banka Slovenije še ni imela izdelanega instrumentarija, s katerim bi vplivala na priliv kapitala iz naslova tujih portfeljskih naložb. Za vnos kapitala namreč ni bilo nobene ustrezne zakonodaje, medtem ko je bil iznos kapitala zaradi zapletenega sistema pridobivanja potrdil skoraj nemogoč. Banka Slovenije je temu odgovorila z uvedbo skrbniških računov (Kranjec, 1997).

2.2.2.1 Skrbniški računi

Skrbniški računi so bili uvedeni v začetku leta 1997. Njihovo bistvo je v tem, da morajo banke, ko dobijo priliv iz naslova tujih portfeljskih vlaganj, svoje terjatve v tujem denarju povečati za enak znesek, bodisi da bi za isti znesek povečale svoje naložbe v tujini ali kupile

⁴ Kot smo že omenili je bilo leto 1996 ključnega pomena; sklenjena so bila pogajanja z državami bivše Jugoslavije, na EVRO trgu je bila izdana prva slovenska obveznica.

blagajniške zapise v tujem denarju. Banka mora torej povečati svoje devizne rezerve in te rezerve mora imeti ves čas, dokler tujec ne odide. Pritoku kapitala avtomatično sledi tudi odtok kapitala preko večanja deviznih rezerv, zato ta pritok ne vpliva na višino deviznega tečaja. Uvozu kapitala je enak izvoz kapitala (Ribnikar, 1998). Ko tuj investitor želi vrednostni papir na ljubljanski borzi, lahko to stori zgolj prek pooblaščenih poslovnih bank. Banke, ki prejemajo devize, jih ne smejo zamenjati v tolarje, temveč jih lahko naložijo v manj donosne tuje naložbe. Ker se bankam zniža donos, zaračunavajo tujcem višje provizije, ki vključujejo tudi tečajno tveganje (Polanec, Fabjančič, 1998, str. 183). Banka Slovenije ima pravico uvajati omejitvene ukrepe do polnopravnega članstva v Evropski uniji.

2.2.3 Dolžniški kapital

S pojmom dolžniški kapital razumemo vse kredite, tako trgovinske kredite, bančne kredite, kredite IMF, kakor tudi vse druge oblike kratkoročnega in dolgoročnega zadolževanja v tujini (razen vrednostnih papirjev) (Mrak, 2002, str. 20).

Pri uvozu dolžniškega kapitala je za razliko od neposrednih tujih naložb in portfeljskih naložb več odločitev prepuščenih domačim finančnim in nefinančnim subjektom. V devetdesetih letih so se gibanja kapitala spremenila in pri tem sta obe vrsti tujih naložb izpodrinili dolžniški kapital (Ovin, 2002, str. 339).

Tabela 3: Struktura mednarodnih tokov kapitala v devetdesetih letih (V% povprečje v obdobju 1991-1997)

	Deleži v globalnih tokovih kapitala		Struktura tokov kapitala	
	Industrijske države	Države v razvoju	Industrijske države	Države v razvoju
Neposredne naložbe	60,1	38,3	13,2	36,8
Portfeljske naložbe	84,7	13,0	46,2	31,0
Druge naložbe	80,2	14,8	40,2	32,2

Vir: IMF 1998.

2.3 Liberalizacija kapitala in zakon o deviznem poslovanju

Za članice Evropske unije velja velika svoboda pretoka kapitala. V Sloveniji je časovni načrt liberalizacije kapitalskih gibanj delno določen s Pridružitvenim sporazumom, predvsem kar zadeva roke za sprostitev neposrednih naložb in nakupa nepremičnin, podrobneje pa v zakonu o deviznem poslovanju. Slovenija se liberalizacije loteva po klasičnem modelu, najprej so sproščeni dolgoročni kapitalski tokovi, torej neposredne naložbe, zatem srednjeročni ter nazadnje kratkoročni tokovi. Pravni red EU zahteva popolno sprostitev kapitalskih tokov med državami članicami in nasproti tretjim državam. Članice EU lahko uveljavljajo le omejitve do tretjih držav glede neposrednih naložb (vključno glede naložb v nepremičnine), opravljanja

finančnih storitev ter spreminjanja vrednostnih papirjev na kapitalski trg (Pravila delovanja na enotnem trgu).

Slovenija večjih pritokov kapitala v prvih letih samostojnosti ni doživela, tudi ne po sprejetju zakona o deviznem poslovanju. Predvsem pri neposrednih tujih naložbah in portfeljskih tokovih jo prehitvevajo ostale tranzicijske države (predvsem Češka, Poljska in Madžarska).

2.4 KAPITALSKI TOKOVI IN TEKOČI RAČUN PLAČILNE BILANCE

Slovenija je, drugače kot ostale tranzicijske države (razen Bolgarije), skoraj celo desetletje ohranjala zmerno in stabilno gospodarsko rast brez primanjkljaja na tekočem računu, z zanemarljivim proračunskim primanjkljajem, s skoraj neprekinjeno rastjo deviznih rezerv in z vedno nižjo inflacijo. V drugih tranzicijskih državah je gospodarsko rast v post-tranzicijskem obdobju spremljal velik primanjkljaj na tekočem računu. V letu 1999 se jim je z dokaj visokim primanjkljajem na tekočem računu pridružila tudi Slovenija.

Razlogov za tako hiter preobrat je kar nekaj; na nekatere gospodarska politika ni mogla vplivati (podražitev nafte na svetovnem trgu in visoka vrednost dolarja), na druge pa bi lahko (Mencinger, 2002, str. 19-21). Glavni razlog poslabšanja plačilnobilančnega ravnotežja je v povečanem trgovinskem primanjkljaju. V preteklih letih je prevladoval presežek v storitveni bilanci, ki je bil predvsem posledica razvoja storitvenega sektorja in odprtja državnih mej. Slovenija se v prihodnosti ne more več zanašati na večji presežek v storitveni bilanci. Gradbeništvo ni več neto izvozna panoga, turizem pa tudi ni odgovoril na nekatere zmanjšane devizne prihodke. Panoga turizma je dominantna kategorija izvoza storitev, vendar gre za panogo, ki je močno odvisna od konjunktura na evropskem trgu, kot so cene bencina in podobno. Poleg tega je Slovenija neto dolžnica, kar bo v prihodnosti zahtevalo dodatna plačila obresti na tuja posojila (Aristovnik, 2002, str. 79).

Plačilna bilanca je pomemben kazalnik razvoja ekonomskih odnosov s tujino, saj preko blagovne in storitvene menjave ter finančnih tokov povezuje mednarodno okolje z domačo ekonomsko aktivnostjo. Presežek na tekočem računu lahko povečuje devizne rezerve in pritiska na apreciacijo domače valute, narašča pa tudi varčevanje, medtem ko ima primanjkljaj obratne učinke (Markič, 2002, str. 47).

2.4.1 Plačilna bilanca Slovenije

Za slovensko plačilno bilanco so značilna tri obdobja (Rant, 2000):

- v obdobju 1992-1994 je imela Slovenija velik presežek (v povprečju skoraj 600 milijonov SIT na leto) na tekočem računu plačilne bilance, ki se je izravnal z velikim primanjkljajem na kapitalsko-finančnem računu. V tem obdobju se na kapitalsko-finančnem računu ni dogajalo skoraj nič, razen povečanja mednarodnih deviznih rezerv,

- v obdobju 1995-1997 sta bila tekoči račun in kapitalsko-finančni račun praktično izravnana. Na blagovni bilanci je bil minus, ki se je pokrilo s presežkom pri storitvah in dohodkih. Povečanje mednarodnih deviznih rezerv je bilo pokrito z neposrednimi in portfeljskimi naložbami ter krediti,
- za obdobje po letu 1998 je značilno, da se je pojavil deficit v tekočem računu, ki se je izravnal s presežkom na kapitalsko-finančnem računu. Saldo storitev se je zmanjšal. Zmanjšali so se tudi neposredne tuje investicije in krediti tujine, posledica tega je bilo zmanjšanje mednarodnih deviznih rezerv.

Do leta 1996 so se pritoki kapitala v države v razvoju in tranziciji povečevali. Predvsem so zelo narasli privatni viri kapitala, medtem ko so javni viri kapitala (pomoč, izvozni krediti, mednarodne finančne institucije) stagnirali. To gibanje se kaže tudi v Sloveniji. Tuje neposredne in portfolio naložbe so do leta 1998 naraščale, prav tako pa so se zaradi povečanja bonitete povečali tudi krediti.

Po letu 1996 (predvsem ob koncu leta 1997) je prišlo do azijske in ruske krize. Celoten obseg finančnih tokov je začel padati. Na splošno je značilno, da se ob krizah najmanj zmanjšajo direktne tuje investicije, najbolj pa krediti in portfolio investicije. V Sloveniji se portfeljske investicije niso bistveno zmanjšale, izredno pa so se znižale neto tuje investicije in krediti (Slovenija je postala neto upnik do tujine v tem segmentu) (Rant, 2000).

»Pri obstoju primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance se pojavlja vprašanje njegove odprave: ali z njegovim financiranjem (zadolževanje v tujini, neposredne oziroma portfeljske naložbe, ali zmanjševanje deviznih rezerv) ali s prilagajanjem (prerazporeditev resursov v nacionalnem gospodarstvu in spremembe relativnih razmerij cen ter dohodkov s pomočjo ekonomske politike)? Najboljši način je kombinacija obeh možnosti, s poudarkom na neposrednih tujih naložbah in produktivnem (investicijskem) zadolževanju ter ustrezni makroekonomski politiki v smislu prilagajanja plačilnobilančnega primanjkljaja.« (Aristovnik, 2002, str. 81). Primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance pomeni, da mora kapitalski del imeti presežek in s tem izenačiti plačilno bilanco. Zniževanje primanjkljaja je možno tudi z depreciacijo. Depreciacija podraži uvoz in z zamikom zmanjša uvoz blaga. Kratkoročno bi se primanjkljaj še povečal. Poleg tega smo vezani na uvoz kapitalnih dobrin (stroji, oprema), omenjeni ukrep pa bi preko dražjega uvoza investicijskih dobrin povečal proizvodne stroške in nastali bi inflacijski pritiski. Boljša rešitev bi bila spodbujati domače in tuje naložbe, pospešiti torej pritoke tujega kapitala tako v obliki neposrednih naložb kot tudi naložb v vrednostne papirje.

Tabela 3: Tekoči račun Slovenije med leti 1992-2002 (v milijonih USD)

Leto	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001
Tekoči račun	926	192	540	-36	47	51	-118	-698	-548	31	375

Vir: Letno poročilo BS 1998, Letno poročilo BS 2002.

Plačilnobilančno neravnovesje (neravnovesje na tekočem računu) ne sodi med osnovne cilje ekonomske politike, kot so npr. inflacija ali obseg proizvodnje. Res pa je, da je primanjkljaj tekočega računa eden izmed glavnih znanilcev šibkosti gospodarstva in s tem prihajajoče valutne in finančne krize. Po eni strani odraža sposobnost gospodarstva, da se razvija in pomeni prihajajoče vire, ki financirajo investicijsko povpraševanje. Po drugi strani pa odraža velika nesorazmerja med domačim varčevanjem in investicijami ter akumulacijo tujega dolga, ki ga v prihodnosti država ne bo sposobna servisirati. V kolikšni meri je primanjkljaj povod za valutno in gospodarsko krizo, je potrebno pogledati višino primanjkljaja oziroma ugotoviti, do katere mere je primanjkljaja še vzdržen in ne povzroča negativnih posledic. Nekatere države si lahko zaradi ostalih ugodnih makroekonomskih parametrov dovolijo večji primanjkljaj. Pomembni so stopnja zunanje dolga, količina deviznih rezerv, realna obrestna mera in stopnja rasti BDP. Težava določanja še sprejemljive stopnje primanjkljaja je v tem, da je težko ločiti primanjkljaj, ki je posledica kapitalskih tokov, ki povzročajo gospodarsko rast, od primanjkljaja, ki je posledica prevelikega kopičenja zunanje dolga, kot posledici neuspelega procesa tranzicije. Takrat, ko je primanjkljaj v primerjavi z BDP prevelik in še narašča, ali ko je primanjkljaj posledica naraščajoče končne porabe in nizke stopnje domačega varčevanja, lahko razumemo, da gre za bilžajočo se ekonomsko krizo. Za izpolnitev maastrichtskih konvergenčnih kriterijev, ki so pogoj za vstop v Evropsko monetarno unijo, proračunski primanjkljaj ne sme presegati 3% BDP.

Pomembna sta tudi sestava in velikost kapitalskih pritokov, s katerimi financiramo primanjkljaj. Iz doslej povedanega je jasno, da je primanjkljaj, financiran s pomočjo neposrednih investicijskih naložb, bolj vzdržljiv, kot tisti, ki je financiran s kratkoročnimi prilivi kapitala. To kažejo tudi empirični podatki nekaterih tranzicijskih držav. Češki, Madžarski, Poljski in Slovaški je v obdobju, ko neposredne tuje investicije niso pokrivalo primanjkljaja tekočega računa, sledil špekulativni pritisk na valuto (Ovin, 2002, str. 344). Kapitalski pritoki, ki se skozi financiranje primanjkljaja še povečujejo, lahko povzročijo dve nevarni posledici in sicer možnost nenadnega hitrega obrata v kapitalskem toku in apreciacija domače valute, ki zmanjšuje konkurenčnost nacionalne ekonomije in vodi k večji porabi uvoženega blaga, kar primanjkljaj še poveča (Oplotnik, 1999).

3 STRUKTURNI POLOŽAJ DENARNEGA TRGA

Ko centralna banka kupuje premoženje, ločimo avtonomne postavke, do katerih pride neodvisno od želja centralne banke, in neavtonomne, ki so povezane z vodenjem denarne politike. Postavke, ki se jemljejo kot avtonomne, so neto tuja aktiva, neto vloge države, gotovina v obtoku in druge neto obveznosti. Neto tuja aktiva so razlika med terjatvami in dolgovi do tujine, to so predvsem mednarodne denarne rezerve. Centralna banka se zadolžuje v tuji valuti takrat, kadar je nevarnost, da se rezerve kritično zmanjšajo. Vendar pa aktiva, ki jih kupuje, ni blago denarnega trga in čeprav povzroča večanje količine primarnega denarja, se zaradi tega ne spreminja položaj denarnega trga.

Saldo avtonomnih postavk premoženjske bilance centralne banke prikazuje strukturni položaj denarnega trga. Ko je potreba po primarnem denarju iz avtonomnih transakciji večja kot je količina le tega iz avtonomnih transakcij, (saldo je negativen), mora centralna banka povečati ponudbo primarnega denarja z instrumenti denarne politike. Vendar mora biti njena neto ponudba primarnega denarja za obvezne rezerve bank večja. Če je saldo avtonomnih postavk premoženjske bilance centralne banke pozitiven in ima denarni trg strukturni presežek, mora centralna banka z instrumenti denarne politike odvzeti del likvidnosti bank. Del tega presežka odvzame centralna banka z obveznimi rezervami. Strukturni položaj denarnega trga nam torej pove, ali mora centralna banka odvezemati ali dodajati likvidnost denarnemu trgu (Ribnikar 1999b).

Posebnost Banke Slovenije je, da ima med aktivni skoraj same devize. V prvem delu jih ima, ker so to najustreznejša aktiva za primarni denar. V drugem delu jih ima, ker so banke dolžne imeti 60% likvidnega premoženja v tujem denarju v blagajniških zapisih (devizni minimum) in v tretjem delu jih ima, ker Banka Slovenije sterilizira. Z devizami iz prvega dela torej izvaja denarno politiko, s tistimi iz tretjega dela pa politiko deviznega tečaja. Če gledamo na premoženjsko bilanco kot na celoto, je težko razložiti, na kaj Banka Slovenije cilja; ali na kak denarni agregat ali na višino deviznega tečaja.


Ribnikar loči štiri oblike strukturnega položaja v Sloveniji. Ta delitev je oblikovana glede na to, s katerimi instrumenti je BS s trga jemala presežno likvidnost, ki je nastala z avtonomnimi transakcijami. Ne glede na delitev je bil v Sloveniji že od uvedbe lastnega denarja značilen presežek strukturnega položaja, ki ga mora centralna banka absorbirati z obveznimi rezervami in ostalimi instrumenti. Položaj CB je ugodnejši, če je značilnost strukturnega položaja primanjkljaj. V tem primeru se CB lažje prilagaja in je iniciativa na strani CB. V Sloveniji je iniciativa na strani poslovnih bank, pomembno je koliko denarja bodo banke želele in ne, koliko ga je CB pripravljena ponuditi. Opozoriti velja, da ima EURO-sistem ves čas primanjkljaj strukturnega položaja. Evropska centralna banka s svojimi posegi na denarnem trgu dodaja likvidnost in določa ceno denarja.

Po najožji opredelitvi strukturnega položaja pa se položaj CB v Sloveniji v obdobju od leta 1999 približuje takšnemu položaju, kot je na splošno značilen za ostale države: primanjkljaj. Glavni vzrok teh sprememb je plačilna bilanca. Centralni banki je lažje voditi denarno politiko, če ima država plačilnobilančni primanjkljaj, in težje, če ima presežek.

Likvidnostna kriza v letu 1999 je bila močno povezana z gibanji finančnih tokov. Po preobratu v letu 1998 se je neto pritok kapitala do druge polovice leta 1999 zmanjševal. Devizna bilanca je postala deficitna (odtok deviz iz države), kar je imelo velik vpliv na vodenje denarne politike BS (Bole, 2000). Prvič po osamosvojitvi je prišlo do presežnega povpraševanja tujega denarja (primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance, ki ni bil v celoti financiran s kapitalskimi tokovi iz tujine).

Slika 1: Premoženjska bilanca Banke Slovenije na dan 28.02.2002 (v mrd SIT)

Aktiva	Pasiva
Neto tuja aktiva (643)	Gotovina, vloge države in drugo (361)
	Rezerve bank (92)
	Blagajniški zapisi Banke Slovenije (190)


 Presežek strukturnega položaja denarnega trga (282)

Vir: Bilten Banke Slovenije.

Slika 1 prikazuje saldo avtonomnih postavk banke Slovenije konec februarja 2002. Presežek strukturnega položaja denarnega trga je znašal 282 milijard SIT. Približno eno tretjino je centralna banka absorbirala z obveznimi rezervami poslovnih bank, za preostali znesek pa je morala izdajati blagajniške zapise v tolarjih. Večji del instrumentov Banke Slovenije tako predstavljajo tisti instrumenti, s katerimi umika presežno likvidnost iz sistema. Zaradi velikega presežka strukturnega položaja denarnega trga je teh instrumentov veliko (Dolenc, 2002, str. 34-36).

3.1 INSTRUMENTI DENARNE IN DEVIZNE POLITIKE BS

Instrumenti denarne politike so orodja, s katerimi CB vodi denarno politiko in na ta način stremi k želenim končnim ciljem. Pri tem gre dejansko za nakupe in prodajo finančne aktive. Glede na to, kdo je iniciator, jih lahko razdelimo v dve vrsti:

1. iniciator sprememb je CB: instrumenti preko katerih CB ponuja primarni denar bankam in absorbira njihovo preveliko aktivnost
2. iniciator sprememb so poslovne banke: instrumenti, ki so za banke odprta možnost zadolžitve ali naložb pri CB. Centralna banka ne more prisiliti poslovnih bank, da kupujejo blagajniške zapise, ampak morajo biti le-ti ustrezno obrestovani.

V EURO-sistemu in tudi drugod je velika večina instrumentov takšnih, pri katerih je iniciator CB. Instrumenti, pri katerih so iniciator banke, so samo zato, da se banke počutijo bolj varne in da imajo vedno neko možnost, v primeru nujne zadolžitve preko noči, ali pa če preko noči ne morejo drugam plasirati presežnih sredstev. Pri nas je bil položaj ravno nasproten, instrumenti so bili predvsem zato, da se je likvidnost odvezemala od bank.

V prvih letih po osamosvojitvi je prihajalo do stalnega kopičenja deviz, BS le-teh ni mogla kar tako odkupiti, ne da bi prišlo do povečanja količine denarja v obtoku, s čimer bi bilo ogroženo doseganje osrednjega cilja denarne politike, stabilna raven cen. Pričela je uvajati nove instrumente, ki naj bi omogočali doseči zastavljene cilje. Njihov namen je bil ta, da se z njimi absorbira odvečna ponudba deviz, vendar zaradi tega ne pride do povečanja količine denarja v obtoku. Če Banka Slovenije ne bi odkupila presežka deviz, bi ta povzročil apreciacijo tolarja, kar bi prizadelo in ogrozilo izvoz. Slovenija si mora zaradi majhnega in odprtega gospodarstva prizadevati za povečanje deleža izvoza v družbenem proizvodu, zato mora varovati izvozni sektor (Lavrač, 1995, str. 14).

Banka Slovenije je v zadnjih letih izdajala naslednje blagajniške zapise:

Blagajniški zapisi v tolarjih. Z njimi je BS absorbirala največji del presežne likvidnosti. So nematerializirani imenski vrednostni papirji, ki se jih uporablja kot možnost nalaganja prostih likvidnih sredstev bank in hranilnic. Njihova ročnost je navadno krajša od enega meseca.

Blagajniški zapisi v tujem denarju (DEM in USD). Gre za količinsko najpomembnejši instrument. Poslovne banke jih lahko vpisujejo na svoj račun, v svojem imenu in na račun drugih pravnih oseb. Centralna banka s tem vpliva na ponudbo deviz v domačem finančnem prostoru. Ti zapisi so hkrati tudi eden od virov sekundarne likvidnosti za bančni sistem, centralna banka namreč svojo posojilno politiko utemeljuje na obveznem zavarovanju posojil, med katere spadajo tudi omenjeni blagajniški zapisi.

Dvodelni blagajniški zapis (dvojček). Razlog za njihovo uvedbo je makroekonomski – lahkotnejše in manj boleče umikanje denarja iz obtoka. Vplača se v tolarjih, izplača pa se polovica v tolarjih in polovica v tujem denarju. Zelo visoko donosnost dvojčkov omogočajo močno odstopanje nakupnih deviznih tečajev (ob nakupu dvojčka) in tržnih deviznih tečajev.

Blagajniški zapis z nakupnim bonom. Je izjemno špekulativen finančni instrument, ki je zaradi svoje vsebine zelo primeren za trgovanje. Špekulativnost se nanaša na kupca in izdajatelja, nihče izmed njiju ne more vnaprej natančno vedeti, kakšna bo dohodkovna kalkulacija. Možna je tudi ločitev plašča zapisa od samega nakupnega bona, katerega cena, v skladu z vrednostjo popusta oziroma s pričakovanjem o gibanju inflacije in deviznega tečaja v prihodnosti na trgu, močno niha in omogoča špekulativne zasluzke.

Banka Slovenije investira denar, ki ga iztrži od prodaje blagajniških zapisov v tujem denarju, v vloge pri bankah v tujini ali jih naloži v vrednostne papirje, kar predstavlja povečanje njenih mednarodnih rezerv. Takrat, ko BS prodaja svoje blagajniške zapise v domačem denarju, jemlje denar iz obtoka, ki ga je izdala za nakup deviz.

Posebnost naših bank je velik delež pasiv v tujem denarju. Večina teh pasiv v tujem denarju so dolgovi do prebivalstva na osnovi vlog v tujem denarju. Ker se banke ne želijo izpostaviti tveganju spremembe deviznega tečaja, morajo imeti v enakem znesku aktiva ali premoženje v tujem denarju. Pasiva bank so na splošno likvidna ali kratkoročna in enako velja za pasiva v tujem denarju. BS zahteva od bank, da imajo nasproti pasivom v tujem denarju del aktiv v tujem denarju, ki so likvidna. *Devizni minimum* so likvidna aktiva v tujem denarju, ki jih najmanj morajo imeti banke. Njihova velikost je odvisna od ročnosti pasiv v tujem denarju. Od predpisanega najmanjšega zneska deviz morajo banke imeti 60% premoženja v katkoročnih blagajniških zapisih BS v tujem denarju do vključno 120 dni (Ribnikar 1999, str. 347-351). Blagajniški zapisi v tujem denarju so tudi podlaga za črpanje in zavarovanje lombardnega ali kratkoročnega posojila.

Blagajniški zapis v tujem denarju je bil v času po osamosvojitvi priljubljen, ker ni vseboval tečajnega tveganja oziroma tečajne premije, s tem so bili tudi fiskalni stroški sterilizacije nižji. Posebnost Banke Slovenije je bila tudi v ponudbi samih papirjev, ki niso bili namenjeni zgolj bankam, ampak tudi drugim akterjem. Vzrok tega neobičajnega posredovanja je bila visoka likvidnostna premija za devize. Domačini so se dobro spominjali leta 1990, ko jim je bil dostop do deviz, ki so jih hranili na bankah, omejen. V času po osamosvojitvi je bila likvidnostna premija razumljivo visoka. Ker pa so poslovne banke potrebovale blagajniške zapise v tujem denarju tudi kot podlago za črpanje in zavarovanje lombardnih in likvidnostnih posojil, je bila njihova vloga pri posedovanju teh papirjev prevladujoča. V začetku 1997 so imele poslovne banke več kot 90% nedospelih blagajniških zapisov v tujem denarju (Bole, 1997, str. 21).

4 POSEGI EKONOMSKE POLITIKE

Ukrepanje ekonomske politike za nevtraliziranje in preprečevanje stroškov povečanih kapitalskih pritokov lahko delimo na tiste, ki povečujejo endogeno sposobnost gospodarstva za absorbcijo pritokov, in ukrepe, ki omogočajo le eksogeno nevtraliziranje škodljivih posledic večjih neto finančnih pritokov. Le prvi omogočajo gospodarstvu vzdržno absorbcijo večjih tujih finančnih pritokov in tako tudi izkoriščanje ustreznih koristi takšnih kapitalskih pritokov. Težava je v tem, da ukrepi, ki povečujejo endogeno sposobnost gospodarstva, zahtevajo veliko časa in ekonomskopolitične volje. Ukrepi iz druge skupine so praviloma že instrumentalizirani, uporabljajo se lahko takoj, vendar so zaradi stranskih učinkov smiselni le kot »druga najboljša rešitev«, torej zato, da se pridobi čas za potrebno restrukturiranje, torej za uporabo prve skupine posegov ekonomske politike (Bole, 2000).

Ukrepi, ki omogočajo le eksogeno nevtraliziranje škodljivih posledic, so ukrepi monetarne in tečajne politike, fiskalne politike ter strukturne reforme. S temi ukrepi želi država preprečiti posledice dosedanjih prilivov tujega.

4.1 MONETARNI UKREPI

Monetarni ukrepi pomenijo poseg centralne banke na domačem trgu kapitala z namenom, da pokupi tuje prilive. Pri intervenciji se centralna banka lahko odloči ali za monetarno ekspanzijo ali za sterilizacijo prilivov.

Monetarna ekspanzija poveča denarno maso, kar lahko sproži inflacijo. Zaradi novega dotoka denarja se povečajo posojila. Pojavita se dve težavi in sicer: vprašljiva je kakovost posojil in s tem njihovega vračanja, neuskklajena ročnost posojil bank in bančnih depozitov. V primeru umika depozitov lahko banke postanejo nelikvidne. Za takšno politiko se odločajo države pri povečanem povpraševanju po denarju, ki je posledica restriktivne (protiinflacijske politike). V takšnih razmerah ekspanzija ne pomeni nujno inflacije, temveč izboljša likvidnost gospodarstva.

Sterilizacija je glavni ukrep monetarne politike, ki so ga v razmerah povečanih prilivov kapitala uporabljale skoraj vse države po svetu. Pomeni zamenjavo prilivov tujega kapitala za vrednostne papirje. Centralna banka na ta način izloči iz denarne mase tista denarna sredstva, ki jih je spravila v obtok z odkupom deviz. Cilj sterilizacije je zmanjšati pritisk na nominalni tečaj domače valute in odvrniti inflacijske pritiske monetarne ekspanzije.

Iz dosedanjih izkušenj pri sterilizaciji prilivov tujega kapitala nekaterih držav v razvoju so bile vidne določene pomanjkljivosti tega ukrepa. Centralna banka intervenira na trg z izdajo vrednostnih papirjev, da jih naredi privlačne za kupce, jim ponudi nekoliko višje obrestne mere, kot so trenutne tržne, če ukrep traja dlje, se tudi tržne obrestne mere prilagodijo novi višji ravni. Zaradi višje obrestne mere upadajo domače investicije. Sterilizacija povzroča fiskalne stroške in večanje mednarodnih deviznih rezerv. Iz tega izhaja, da se fiskalna in monetarna politika dopolnjujeta, saj omejevalna fiskalna politika zniža fiskalne stroške in poveča javne prihodke. Izkušnje kažejo, da je kljub intervenciji pogosto drsenje domače valute navzdol ali pa valuta celo realno aprecira. Vzrok tega je močan priliv tujega kapitala zaradi zvišanja obrestnih mer. Dokazana je sočasnost sterilizacije s povečanimi prilivi kratkoročnega kapitala. Če je bančni sistem šibak, sterilizacijski ukrepi zmanjšujejo njegovo likvidnost in s tem slabšajo stabilnost celotnega bančnega in finančnega sistema (Jančar, 1998, str. 38). Značilnosti sterilizacije bom v nadaljevanju bolj podrobneje predstavila na primeru politike odprtega trga.

4.2 UKREPI FISKALNE POLITIKE

Pri obsežnih in dolgotrajnih prilivih tujega kapitala je najučinkovitejši način za zadrževanje inflacije in preprečevanje apreciacije restriktivna fiskalna politika, ki se na povečane prilive

odziva na tri načine: z zmanjšanjem porabe javnega sektorja, s povečanjem davkov na kratkoročne prilive ali s kombinacijo obeh.

Zmanjšanje porabe javnega sektorja ali zmanjšanje ravni trošenja države (s tem tudi nižanje proračunskega primanjkljaja ali celo ustvarjanja presežka v proračunu) pomeni, da se zniža agregatno povpraševanje, kar zniža obrestne mere in s tem izrinjanje tujih privatnih investicij. Javna potrošnja je veliko bolj kot osebna potrošnja usmerjena v dobrine nemenjalnega sektorja, kar pomeni, da znižanje javne potrošnje relativno bolj preprečuje inflacijo in zvišanje vrednosti domače valute kot zvišanje davkov, ki znižuje predvsem osebno potrošnjo.

Prednost ukrepa je v nižanju obrestne mere, ki omejuje učinek na finančne prilive. Tudi sicer je najboljša zaščita pred prilivi kapitala ravno nižanje obrestne mere oz. njena konvergenca k obrestni meri na svetovnih trgih. Kadar ni razlike med obrestnimi merami doma in v tujini, tudi ni preobsežnih prilivov kapitala. Fiskalna politika ima dve pomanjkljivosti; je dolgoročno usmerjena in se ne more odzivati na hitre spremembe. V javnosti je ukrep nepriljubljen, znižuje namreč socialne prejemke in omejuje doseganje vladnih ciljev (npr. obljubljeno izgradnjo infrastrukturnih objektov), zato je zanjo težko dobiti javno in politično podporo (Jančar, 1998, str. 39).

4.3 STRUKTURNI UKREPI

Smotrnost regulativnih ukrepov, kot so davki na prilive ali prepoved preprodaje kratkoročnih vrednostnih papirjev tujcem, je po mnenju večine poznavalcev vprašljiva. Njihov cilj je poleg preprečevanja negativnih posledic prilivov kapitala tudi usmerjanje le-teh v produktivnejše naložbe. Pomanjkljivosti takšnih ukrepov so jasne, težko je definirati tokove, ki bi jih radi omejili. Na daljši čas so skoraj neizvedljivi, saj banke in druge finančne ustanove hitro najdejo vrzel, preko katere se izogone omejitvam (Jančar, 1998, str. 39).

Med strukturne ukrepe štejemo liberalizacijo odlivov kapitala (o tem bom govorila v nadaljevanju naloge) in izboljššan nadzor ter reforma bančnega sistema. V državah v razvoju je bančni sistem pogosto slabo razvit, da bi lahko ustrezno odreagiralo na finančne krize. Monetarne oblasti se ne morejo osredotočiti zgolj na izničenje negativnih učinkov prilivov kapitala, temveč morajo hkrati paziti na ravnovesje v bančnem sistemu (povišane obrestne mere, uvajanja obveznih rezerv in davkov na prilive, ki jih mnoge banke tudi prenesejo naprej na stranke; vse to se kaže v zmanjšanju posojil, ob monetarni ekspanziji lahko nenaden umik depozitov pripelje banke v nelikvidnost). Ukrepi gredo v smeri krepitve bančnega sistema (dokapitalizacija bank, privatizacija in združevanje bank) in oblikovanja učinkovitega bančnega nadzora.

Med strukturne ukrepe štejemo tudi sprostitev mednarodne trgovine, ki je dolgoročno zelo učinkovita. Izboljša konkurenčnost domačega gospodarstva in izravnava trgovinsko bilanco ter s tem tudi bilanco tekočega računa. Vendar je trgovinske omejitve treba odpravljati postopoma, kratkoročno prispeva predvsem k povečanemu negativnemu saldu tekočega

računa in s tem k dodatnim prilivom tujega kapitala. Na dolgi rok pa liberalizacija trgovine zaradi večjega pritiska tuje konkurence in nižjih stroškov vmesnih inputov zaradi nižjih carin poveča ekonomsko učinkovitost domačega gospodarstva. Na ta način omogoča lažje odplačilo tujih obveznosti (Jančar, 1998, str. 39). Sprostitev mednarodne trgovine je podobno kot omejevalna fiskalna politika primerena predvsem na dolgi rok.

4.4 STERILIZACIJA

4.4.1 Politika odprtega trga

Z operacijami odprtega trga smo prvotno označevali transakcije, ki jih je in jih še vedno opravlja Oddelek trgovanja z vrednostnimi papirji Ameriških zveznih rezerv v New Yorku v skladu z navodili Federal Open Market Committee o uravnavanju količine denarja v obtoku. Večino transakcij nakupa in prodaje državnih vrednostnih papirjev določene ročnosti, zlasti državnih zakladnih menic, opravljajo izbrani posredniki na sekundarnem trgu. Zakladne menice so državni vrednostni papir, ki jih izdaja država in to pomeni notranje zadolževanje države. Poseg na odprti trg je lahko tudi v obliki izdaje vrednostnih papirjev centralne banke (blagajniški zapisi), kar pomeni zadolževanje centralne banke. Posredniki na sekundarnem trgu sprejemajo ponudbe tržnih udeležencev od najbolj do manj ugodnih, dokler ne izpolnijo zastavljene kvote nakupa vrednostnih papirjev v primeru povečanja ponudbe primarnega denarja oziroma prodaje vrednostnih papirjev v primeru zmanjšanja količine denarja v obtoku. Je najbolj pogost instrument denarne politike. Glavni vzroki za to so njena fleksibilnost, nediskriminatornost in preprostost. Značilnost tega instrumenta je tudi njegova tržna usmerjenost, kar je postalo vodilo pri razvoju sodobnih instrumentov denarne politike preostalih centralnih bank (Košak, 2002).

Politika odprtega trga je splošni ali kvantitativni instrument denarne politike, katerega cilj je lahko tudi ohranjanje stabilnosti deviznega tečaja. V tem primeru centralna banka hkrati, ko kupuje ali prodaja devize, v enakem obsegu prodaja ali kupuje vrednostne papirje in zato ne pride do spremembe denarnega obtoka. Uspešna je takrat, kadar prepreči spremembo denarnega obtoka ali obrestne mere. Obrestna mera je indikator denarne politike. Pri vsem drugem enakem pomeni nižja (višja) obrestna mera večjo (manjšo) likvidnost. Če je mednarodna mobilnost kapitala popolna, so domači vrednostni papirji popolni substitut za tuje vrednostne papirje, v tem primeru sterilizacija ne more biti uspešna (Ribnikar, 1999, str. 251-252).

Med operacije na odprtem trgu se ne uvrščajo samo dokončni odkupi in prodaje vrednostnih papirjev s strani centralne banke, ampak tudi številni drugi posegi CB, katerih skupna značilnost je, da se eden od parametrov sklenjenega posla, obrestna mera ali količina določi tržno v postopku licitacije, pri katerih sodelujejo zainteresirane banke (Lamovšek, 1998, str. 12-14).

V skupino operacij na odprtem trgu uvrščamo:

- povratne transakcije oz. REPO posle,

- nepovratne posege.

Povratne transakcije oz. REPO posli v zadnjih letih prevladujejo med operacijami na odprtem trgu. Instrument je ena od oblik posredovanja na deviznem trgu, primeren je za tekoče uravnavanje likvidnosti, kakor tudi ob reodkupu za umikanje denarja iz obtoka. REPO posli so predstavljali osnovo tečajne politike BS.

V to skupino spadajo:

- začasni nakup blagajniških zapisov BS v tujem denarju z obveznim povratnim nakupom,
- blagajniški zapis na nakupnim bonom,
- nakup deviz s pravico povratnega nakupa in začasni nakup deviz z obveznim povratnim nakupom.

Poslovne banke konkurirajo med seboj z licitiranjem bodisi količine bodisi deviznega tečaja, po katerem se transakcija izvede. CB ima oblikovan interventni devizni tečaj, po katerem odkupuje vse ponujene količine deviz s strani bank. Zaradi presežne devizne likvidnosti je BS devize zgolj odkupovala, ne pa tudi prodajala. Nakup deviz je bil v Sloveniji glavni vir izdaje primarnega denarja in izredno pomemben instrument tečajne politike, kjer BS vpliva na večanje povpraševanja po deviznih sredstvih in s tem vpliva na rast tečajev tujih valut.

Denarni trg v državah članicah EU postaja v zadnjem času vedno bolj integriran. Povečuje se namreč delež čezmejnih transakcij, kjer pridobivajo na pomenu predvsem REPO posli. Denarni trg v državah kandidatkah za članstvo v EU je na nižji stopnji razvoja. Države kandidatke se sicer zavedajo potrebe po večji integraciji finančnih trgov, vendar je kljub želji po hitrejšem razvoju potreben čas. Večji razvoj je uspel predvsem državam, v katerih so navzoče večje tuje banke. Svetli izjemi sta Češka in Poljska. Državi po številu instrumentov denarnega trga že dosejata države članice EU. Vendar pa zgolj obstoj instrumentov še ne pomeni, da je trg razvit, saj so nekateri segmenti denarnega trga precej nelikvidni (Ferjančič, 2002).

Med nepovratne posege sodijo:

- dokončen odkup deviz centralne banke od poslovnih bank, ki so licitirale tečaj teh odkupov,
- prodaja deviz poslovnim bankam,
- odkup deviz s pravico; poslovnim bankam, ki so uspešno sodelovale na licitacijah Banke Slovenije, je dana možnost prodaje deviz CB.

4.4.2 Omejitveni faktorji uporabe instrumentov odprtega trga

Uporaba najbolj klasičnega sterilizacijskega instrumenta ima štiri omejitvene faktorje (Lee, 1996, str. 5-7). Ravno razmišljanje o teh faktorjih pa je vzpodbuda k iskanju novih dopolnilnih rešitev, ki bi omogočali boljše rezultate sterilizacijske politike.

4.4.2.1 Stopnja mednarodne mobilnosti kapitala

Kot sem že omenila, je v primeru popolne mobilnosti kapitala in višjega deviznega tečaja pričakovana donosnost za papirje v tujem denarju manjša. Če je mednarodna mobilnost kapitala popolna, so domači vrednostni papirji popolni substitut za tuje vrednostne papirje. Že majhna sprememba obrestne mere bi imela za posledico velike pritoke kapitala. Obrestna mera vrednostnega papirja v domačem denarju bi se znižala, kar je ekvivalentno povečanju denarnega obtoka. Popolna nadomestljivost med domačimi in tujimi vrednostnimi papirji pomeni, da se ne more spremeniti donosnost nekaterih papirjev v primerjavi z drugimi. V tem primeru bi, pri vseh enakih pogojih in pri višjim deviznim tečajem, bila pričakovana donosnost v tujem denarju manjša. Zato se pri popolni nadomestljivosti mora znižati donosnost vrednostnega papirja v domačem denarju, torej domača obrestna mera se mora znižati. Sterilizacijski ukrepi centralne banke ne bi bili uspešni (Ribnikar, 1999, str. 251-252). Tudi sicer pa je popolno mobilnost kapitala zelo težko predpostaviti, tukaj so še kontrola kapitala, transakcijski stroški, tveganje neizpolnitve obveznosti, devizno tveganje, predpostavke o morebitnih kontrolah kapitala v prihodnje (Frankel, 1996, str. 14).

4.4.2.2 Neučinkovitost sterilizacije na dolgi rok

Sterilizacija je koristna kot začasen ukrep, dokler se ne ugotovi vzroka kapitalskih pritiskov in ne sprejme ukrepov za obvladovanje teh nihajočih pritokov. Dolgoročna sterilizacija bi bila zaradi dviga domače obrestne mere prevelik strošek.

4.4.2.3 Nerazvitost finančnega trga

Uporaba klasičnih instrumentov odprtega trga je v državah v razvoju zelo omejena. Sterilizacijski instrumenti, ki jih CB lahko ponudi trgu (npr. zakladne menice, blagajniški zapisi), niso dovolj privlačni za investitorje. Obrestne mere teh manj priljubljenih instrumentov bodo narasle, hkrati pa bodo narasle tudi cene bolj priljubljenega premoženja (delnice, obveznice), ki je omejeno. S tem se bo še povečalo preferiranje domačega kapitala, ki je bolj donosen, in domača podjetja bodo prisiljena v izposojanje denarja na tujem, kar bo povečalo pritoke. Poleg tega je velik del državnega dolga kratkoročen oz. indeksiran s kratkoročno obrestno mero. Sterilizacijski ukrepi bodo vplivali tudi na povečanje fiskalnih stroškov.

Tudi takrat, ko bi investitorji preferirali zakladne menice in druge državne vrednostne papirje, imenovane v tujem denarju, bi višji donos slednjih ravno tako privabil t.i. špekulativne investitorje, kar bi imelo za posledico nadaljnji pritok tujega kapitala. V praksi je slika nekoliko drugačna, saj države, z izjemo Slovenije, ne izdajo veliko vrednostnih papirjev, v tujem denarju. Poleg tega pa so kot zaviralni člen prisotni tudi transakcijski in stroški informiranja ter nezaupanje v državne vrednostne papirje držav v razvoju (Siklos 1996, str. 10).

4.4.2.4 Fiskalni stroški

Velika količina nezapadlih menic, ki so posledica njihovih velikih izdaj, pogosto povzroči dolžniško breme za državo ali za CB, kar privede do poslabšanja razmer fiskalne pozicije. Sterilizacija povzroča neposredne in posredne fiskalne stroške. Neposredni nastanejo, ko mora država plačevati obresti na izdane vrednostne papirje, posredni fiskalni stroški pa so povezani s povečanim razponom med tržno mero na mednarodnem trgu kapitala in domačo obrestno mero (Jančar, 1998, str. 38).

Ti stroški lahko privedejo CB do operativnih izgub, kar lahko tudi ogroža njeno samostojnost pri vodenju monetarne politike. V daljšem obdobju lahko takšni stroški pomenijo tudi dokapitalizacijo CB.

Množično izdajanje vrednostnih papirjev je vidno tudi v bilanci stanja CB ali državne zakladnice, kar lahko pomeni slabšo oceno kreditnega tveganja države in večjo ranljivost v primeru, če se kapitalski tokovi obrnejo. Tveganje je večje v primeru kratkoročnih portfoljoo naložb in manjše v primeru neposrednih tujih investicij.

4.4.3 Dopolnilni sterilizacijski ukrepi

Politika odprtega trga ima svoje pomanjkljivosti, zato jo država ali CB nemalokrat izvaja v kombinaciji z drugimi instrumenti, lahko pa se poslužuje čisto drugačnih ukrepov, tudi takšnih, ki imajo neposreden vpliv na velikost kapitalskih tokov. Običajno je rast denarne mase povezana z rastjo večih postavk v bilanci stanja, zato lahko namesto politike odprtega trga za enak učinek sterilizacije zmanjšamo zvišanje ostalih postavk, ki vplivajo na rast denarne mase.

Iskanje drugačnih rešitev za obvladovanje denarne mase je še posebej pomembno v državah, kjer odprti trg še ni popolnoma razvit. Poleg tega se s pravilno kombinacijo posrednih instrumentov izognemo nihanju obrestne mere, saj stroške sterilizacije lahko razpršimo na več trgov. S stabilnostjo domačih obrestnih mer tudi preprečimo tudi nadaljnjo povečanje pritokov kapitala (Lee, 1996, str. 7-16).

4.4.3.1 Eskontna politika in namenska posojila

Eskontna politika je restriktivni ukrep, kjer z višanjem obrestne mere omejimo dostop do kreditov centralne banke. V razvitih industrijskih državah, kjer je prehod na posredne metode monetarne kontrole že dokončan in je eskontna politika fleksibilen instrument s pomembno vlogo. Drugače pa za države v razvoju velja, da so krediti, ki jih centralna banka izda na trg, namenski ali usmerjeni na določen sektor. Z omejevanjem dostopa teh kreditov bodo oškodovani ravno tisti, katerim je centralna banka imela namen pomagati. Ne glede na naravo kreditov, eskontna politika ni najbolj priljubljen instrument. Elastičnost povpraševanja po

kreditih je glede na velikost obrestne mere razmeroma nizka, zato jo centralna banka nerada spreminja.

V primerjavi s politiko obrestnih mer ima eskontna politika nižje fiskalne stroške (eskontne stopnje so navadno nižje od tržne obrestne mere) in ker nima direktnega vpliva na denarni trg, tudi ne pritiska na spremembo tržnih obrestnih mer oziroma na povečanje pritokov kapitala.

4.4.3.2 Obvezne rezerve bank

Obvezne rezerve bank so tiste, ki jih imajo banke pri centralni banki zato, ker tako zahteva predpis centralne banke. Sodi med najstabilnejše instrumente denarne politike, saj jo centralne banke zelo redko spreminjajo. Uvedene so bile prvič leta 1913 v ZDA in takrat je bil njihov edini namen zagotavljanje likvidnosti bank. Obvezne rezerve imajo vrsto fiskalnih in denarnih učinkov, med drugim je mogoče nanje gledati tudi z vidika strukturnega položaja denarnega trga – uporabi se jih lahko kot absorbcija strukturnega presežka, ki nastane kot posledica avtonomnih dejavnikov (Lozej, 2001). Višji odstotek obveznih rezerv znižuje prosta likvidnostna sredstva v bankah, kar preko denarnega multiplikatorja zniža količino kreditov in agregatno povpraševanje.

Obvezne rezerve so lahko obrestovane ali ne. V primeru, ko se ne obrestujejo ali se obrestujejo po nižji obrestni meri kot je tržna, to pomeni dohodek za centralno banko, ki ima tako brezplačne vire za svoje naložbe. Fiskalni stroški so torej manjši kot v primeru operacij odprtega trga in ukrep tudi ni odvisen od razvitosti finančnega trga in razpoložljivosti finančnih instrumentov. S povišanjem odstotka obveznih rezerv se tako odpravita dve pomembni omejitvi operacij odprtega trga. Poleg tega veljajo obvezne rezerve za vse banke, medtem ko so blagajniški zapisi le za tiste banke, ki to želijo (če se ne upošteva predpis o »deviznem minimumu«) (Lozej, 2001).

Ukrep nima učinka v primeru, ko imajo banke že presežne rezerve in lahko kar z njimi pokrijejo svoje obveznosti. V državah v razvoju je težava v šibkosti bank, ki težko uresničijo prag obveznih rezerv brez likvidnostnih problemov. Obvezne rezerve se ne morejo večati kar v nedogled. Včasih so kot posledica predhodnih sterilizacijskih ukrepov že pred povišanjem zelo visoke. Njihovo nadaljnje povišanje bi zato še dodatno povečalo razliko med pasivnimi in aktivnimi obrestnimi merami. Pogosto kratkoročno spreminjanje obveznih rezerv je za poslovne banke moteče, saj škoduje učinkovitemu upravljanju s portfelji.

Ker banke z neobrestovanimi obveznimi rezervami ne zaslužijo, bi to občutile kot davek, ki ga prenesejo na stranke bodisi v obliki nižjih obrestnih mer na depozite, s čimer se zmanjša priliv tujega kapitala, bodisi v obliki dražjih posojil, kar znova spodbudi sposojanje v tujini. Čim višje so obvezne rezerve, tem večji bo moral biti obrestni razmik med aktivno in pasivno obrestno mero. V razmerah, ko je banka izpostavljena konkurenci tako na pasivni kot na aktivni strani bilance in torej ne more niti zmanjšati pasivnih obrestnih mer, ne da bi izgubila vlagatelje, niti povečati aktivnih, ne da bi izgubila stranke, nosijo breme obveznih rezerv

lastniki bank. Zaradi takšnih in podobnih se pojavljajo finančne inovacije, s katerimi predvsem banke skušajo zaobiti predpise, pri tem pa ponuditi strankam enake ali nove storitve. Sprememba odstotka obveznih rezerv lahko torej povzroči selitev poslov od bank k drugim finančnim posrednikom, ki ponujajo podobne storitve, niso pa dolžni imeti obveznih rezerv. Za del finančnih aktivnosti, ki bi potekal izven bančnega sistema, bi bil tudi izven nadzora centralne banke. Lahko pa tudi v primeru, ko so obveznim rezervam izpostavljene obveznosti mobilne, se te v obliki evrovlog preselijo k bankam, ki delujejo na območju, kjer obveznih rezerv ni ali pa so zelo nizke. Vsaj del naštetih problemov bi odpravili, če bi obvezne rezerve obrestovali. Na drugi strani pa je plačevanje obresti za obvezne rezerve avtonomen dejavnik, ki povečuje presežek strukturnega položaja denarnega trga (Lozej, 2001).

4.4.3.3 Upravljanje državnih depozitov

Prenos depozitov javnega sektorja predvideva, da se vsa denarna sredstva javnih ustanov (tudi pokojninski skladi) umaknejo iz poslovnih bank in se deponirajo pri centralni banki, ki z njimi odkupuje tuje prilive (Jančar, 1998, str. 38). Podobno kot povišanje odstotka rezerv se tudi pri tem ukrepu zniža likvidnost v bankah, kar prek denarnega multiplikatorja povzroči znižanje kreditov in agregatnega povpraševanja.

Ukrep je posebej primeren za države, kjer predstavljajo depoziti javnega sektorja visok delež vseh bančnih depozitov. Glavna prednost ukrepa so nizki fiskalni stroški, saj se obrestne mere na javne depozite ne izplačuje, če pa, so te nižje od tržnih. Stroški so torej manjši, kot bi bili pri klasični sterilizaciji. Druga pomembna prednost je v tem, da ni potrebe po državnih vrednostnih papirjev. Sicer pa se država poslužuje tega ukrepa tudi z namenom, da razprši tveganje na dva trga; na trg zakladnih menic in na medbančni trg. S tem se zmanjša vpliv na kratkoročne obrestne mere in na dodatne pritoke kapitala.

Glavna pomanjkljivost tega ukrepa je, da poslovne banke med sredstvi nimajo veliko depozitov javnega sektorja. Nekateri države imajo že zakonsko urejeno, da morajo biti ta sredstva obvezno pri centralni banki, pri drugih, pa določeni depoziti javnega sektorja niso v domeni vlade. Z upravljanjem državnih depozitov dosežemo omejitev količine denarja v obtoku, posledica tega je zmanjšan obseg kreditiranja in višanje obrestne mere, ki posledično spet vodi k dodatnim prilivom tujega kapitala. Pogosti prenosi depozitov pa, enako kot spreminjanje odstotka obveznih rezerv, povečajo negotovost bank glede upravljanja svojih naložb.

4.4.3.4 Devizna zamenjava

Devizna zamenjava je zavezujoč dogovor med dvema strankama o hkratnem promptnem nakupu oziroma prodaji določenega zneska osnovne devize in hkrati terminski prodaji oziroma nakupu istega zneska osnovne devize. Gre torej za kombinacijo promptnega in terminskega posla, pri čemer je drugi (terminski) posel enako velik, vendar ravno nasproten

prvem. Razlika med promptnim in terminskim tečajem izraža stroške lastništva, torej razliko v obrestnih merah vključenih valut za določeno časovno obdobje (Doles, 1998).

Devizna zamenjava je standarden instrument CB, ki se ga lahko uporablja z enakim namenom kot politiko odprtega trga. Stranka, ki kupuje valuto, mora zanjo plačati ustrezno protivrednost v domači valuti. V primeru, ko je stranka poslovna banka, lahko poravna svoje obveznosti z znižanjem obveznih rezerv pri CB. Na tak način lahko CB vpliva na velikost bančnih posojil in prek njih na količino denarja v obtoku. Končna posledica je zmanjšanje bančnih kreditov v domači valuti in povečanje bančnih premoženj v tuji valuti. Banka lahko kupljeno valuto investira v tujini, pojavi se odtok kapitala oziroma zmanjšanje neto pritoka kapitala.

Poslovne banke se velikokrat poslužujejo tega instrumenta za uravnavanje devizne in tolarske likvidnosti. V primeru primanjkljaja sredstev v domači valuti na medbančnem trgu (običajno ob koncu meseca, ko morajo banke zagotavljati predpisano obvezno rezervo), ko se banka noče zadolževati po visokih obrestnih merah, lahko za potrebe dnevne likvidnosti zamenja tujo valuto v domačo in jo po določenem času odkupi nazaj. Podoben je tudi primer, ko ima banka kratko devizno pozicijo (primanjkljaj deviz), zato z drugo banko na trgu sklene valutno zamenjavo, s katero promptno kupi devize (kar se tudi takoj izrazi v premoženjski bilanci) in jih terminsko proda. Prav zaradi omenjene značilnosti, da se promptna prodaja deviz takoj izkaže v premoženjski bilanci, terminski nakup pa ne, je mogoče z omenjeno ponudbo centralne banke vplivati na odprto devizno pozicijo banke (Doles, 1998).

Privlačnost tega instrumenta za poslovne banke je odvisna od višine terminske premije, torej od razlike med promptnim in terminskim tečajem tuje valute. Terminska premija mora biti višja od razlike v donosih od obrestnih mer na tujo in domačo valuto, v tem primeru je za banke donosnejša naložba v tujo valuto.

Devizna zamenjava je visoko fleksibilen instrument. Če je trg deviznih zamenjav dobro razvit, se lahko sklepajo posli po prevladujoči tržni meri, podobno kot z vrednostnimi papirji na odprtem trgu. CB lahko fleksibilno spreminja terminsko premijo in terminsko zapadlost pogodbe glede na potrebe, ki so na trgu, in pričakovanja. Ponavadi je zapadlost pogodbe kratkoročna, z možnostjo obnove (glavnice in donosov) ob zapadlosti. Centralni banki je torej omogočena velika fleksibilnost pri določanju časovnih rokov trajanja obravnavanih ukrepov glede na potrebe po odtoku kapitala.

Za razliko od politike odprtega tu ni potrebe po državnih vrednostnih papirjih, kar je posebej pomembno za države, kjer je državni proračun brez deficita oziroma za tiste, ki so vrednostne papirje že porabile s prodajo na odprtem trgu. Devizna zamenjava je bolj učinkovita tudi, ker zmanjša likvidnost; z uporabo instrumentov odprtega trga je namreč denar zamenjan z visoko likvidnimi vrednostnimi papirji.

Trg deviznih zamenjav je precej razvit tudi v državah kandidatkah za Evropsko unijo. V Sloveniji je postal zanimiv in pomemben predvsem v zadnjih treh letih. Povečuje se trgovanje z deviznimi zamenjavami tako pri poslih med bankami kot tudi pri poslih med bankami in drugimi pravnimi osebami, zlasti nerezidenti (tj. tujimi bankami) (Ferjančič, 2002).

Ukrep ima dve pomanjkljivosti. Visoke terminske premije povzročajo CB strošek, poleg tega obstaja tveganje, da bodo banke kupljeno valuto prodale na trgu za domači denar, s čimer bi ukrep izgubil svoj pomen.

4.4.4 Drugi ukrepi in posredna kontrola kapitalskih tokov

4.4.4.1 Širši dovoljeni razpon nihanja deviznega tečaja

V primeru obsežnih prilivov kapitala iz tujine je za države najustreznejši sistem omejeno gibljivega deviznega tečaja. Centralna banka se zaveže ohranjati vrednost domačega denarja znotraj vnaprej določenega dovoljenega razpona nihanja. Tak sistem deviznega tečaja bi bil glavni vsrkovalec šokov, saj nominalna apreciacija deviznega tečaja ob prilivih kapitala preprečuje porast količine denarja v obtoku, s tem zmanjša potrebe po sterilizaciji, z zniževanjem uvoznih cen znižuje inflacijo, v primeru odtokov pa kljubuje pritisku na zniževanje mednarodnih deviznih rezerv. Zmanjšajo se tudi tiste naložbe, ki nastanejo zaradi prepričanja o podcenjenosti valute. Centralna banka je torej veliko bolj fleksibilna pri intervencijah na deviznem trgu, hkrati pa bi omejeno gibljivi devizni tečaj povečal negotovost glede kratkoročnega nihanja deviznega tečaja, s tem pa bi se zmanjšala tudi špekulativna komponenta kapitalskih tokov.

Na drugi strani pa je širši razpon nihanja deviznega tečaja lahko razdiralen za ekonomijo. V primeru, ko so nihaja deviznega tečaja pričakovana, lahko sprožijo močan priliv ali odliv kapitala. Poleg tega je privatnemu sektorju težko pošiljati transparentne in zanesljive signale. Javnost lahko ukrep zazna kot možnost razvrednotenja, čeprav je bil namen pridobitev vrednosti domače valute glede na tuje. Tečajna politika je lahko samo dodaten ukrep pri zaščiti pred tujimi vplivi, ne more pa biti samostojen, saj je preveč ranljiv in ni selektiven glede na posamezne vrste pritokov (Jančar, 1998, str. 39).

4.4.4.2 Intervencije na terminskem deviznem trgu

Terminska zamenjava je sporazum, s katerim centralna banka zagotovi domačim investitorjem določeno raven deviznega tečaja. Lastnik lahko devize naloži pri tuji banki, ki mu zagotavlja prevladujočo tujo obrestno mero in istočasno sklene terminsko pogodbo s centralno banko, tako da lahko svojo naložbo pretvori nazaj v domač denar ob dospelju po terminskem deviznem tečaju. Domači investitorji imajo torej možnost, da zavarujejo vrednost svojih naložb v tujini, kar ima za posledico povečan odtok kapitala. Predvsem za države v razvoju pa velja, da centralna banka še ni uspela vzpostaviti dovolj razvit in likviden devizni terminski trg.

Terminska zamenjava nima takojšnjega vpliva na raven deviznih rezerv in torej ni pritiska na ponudbo domačega denarja, vendar pa lahko pripelje centralno banko do izgub in prinaša fiskalne stroške. Centralna banka mora paziti, da ne ponuja previsoke premije nad terminskim tečajem glede na obstoječe obrestne diferenciale med domačo in tujo valuto. Najboljši način za doseganje boljših rezultatov s pomočjo terminske intervencije je razvoj likvidnega in učinkovitega terminskega deviznega trga z vzpodbujanjem povpraševanja privatnega sektorja po terminskih transakcijah.

4.4.4.3 Lajšanje omejitev za odtok kapitala iz države

Mnoge države v razvoju skušajo pritoke kapitala izničiti s sproščanjem kontrolnih mehanizmov za odtoke kapitala. Ovire izhajajo iz preteklosti, ko je zaradi manj stabilnega položaja držav obstajala nevarnost bega kapitala. Sedaj poskuša država z različnimi ukrepi ovire odpraviti. Tukaj razumemo predvsem ukrepe kot so milejši dajatveni zahtevki na zaslužke iz naslova deviz, dovolitev domačim investitorjem oblikovati portfeljske naložbe na tujem in dovolitev nerezidentom, da izdajo obveznice denominirane v domači valuti na domačem kapitalskem trgu.

Lajšanje omejitev ima tudi številne prednosti. S tem, ko je dovoljena mednarodna diverzifikacija portfeljev, se poveča učinkovitost investiranja, domači investitorji pa se na ta način zavarujejo pred morebitno finančno krizo in izgubami, ki so posledica tečajnih razlik. Izvozniki lahko z možnostjo zadržanja dobičkov v tujini bolj učinkovito upravljajo s svojimi tujimi sredstvi. Multinacionalkam in nerezidentom je dovoljeno, da izdajo obveznice denominirane v domači valuti, kar prinaša večjo konkurenco na domačem finančnem trgu, s tem pa tudi dodatno razvijanje tega trga. Poenostavljanje procesa glede prejemanja dobička iz tujine lahko daje pozitivne signale za gibanje kapitala iz države v državo, kar lahko zniža premijo tveganja za državne vrednostne papirje.

Znižanje ovir za odlive kapitala zniža neto prilive kapitala samo v primeru, če so bile vse ovire, ki se jih sedaj odpravlja, v preteklosti učinkovite, če se možnost investiranja zunaj države dejansko spremeni v večje investiranje v tujini (kar je odvisno od domačih in tujih donosov) in če umik ovir zaradi povečanega zaupanja tujih investitorjev v državo ne bo dodatno povečal prilivov.

4.4.4.4 Variabilne depozitne zahteve

Določen del izposojene tuje valute morajo rezidenti položiti v CB za določen čas in brez obresti. Učinek je podoben davku na tuja posojila. Ponavadi ga uvrščamo med instrumente za kontrolo kapitalskih tokov, čeprav tudi sterilizira del pritokov kapitala. Sterilizacija pa poteka na avtomatski način, kjer se začasno zadrži velik del pritokov kapitala in s tem zmanjša potrebo po drugih stroškovno dražjih instrumentih sterilizacijske politike. Depoziti pri CB so namreč brezobrestni, z uporabo tega instrumenta torej zmanjšamo operativne izgube CB.

Poleg tega tudi nima direktnega vpliva na raven obrestnih mer in s tem povezan dodatni pritek kapitala. Ukrep se lahko smatra za tržnega, saj vpliva predvsem na donosnost ali na stroške kapitalskih tokov in vsaj v primerjavi z direktnimi prepovedmi in drugimi kvantitativnimi ukrepi za sprejemljivejšega oziroma manj radikalnega.

Odstotek obvezne rezerve, ki ga morajo rezidenti položiti v CB, je spremenljiv, kot je spremenljiv tudi čas trajanja depozita. Oba elementa dajeta CB veliko fleksibilnost za odzive na spremembe v okolju (fluktuacije v kapitalskih tokovih) in potrebe monetarne politike. Kaznujejo se predvsem kratkoročna tuja posojila. Ukrep je lahko usmerjen neposredno na višje obvezne rezerve za kratkoročna posojila ali pa z daljšim časom trajanja obveznega depozita. Pri fiksnem času trajanja obveznega depozita se stroški posojil iz tujine zvišujejo s krajšanjem dobe trajanja takšnega posojila. Tudi sicer so kapitalne kontrole večinoma usmerjene proti kratkoročnim transakcijam in prilivom kapitala, ki se jim pripisuje največ negativnih posledic in špekulativne narave.

Na drugi strani pa ukrep prinaša s seboj vse slabosti, ki jih poznamo pri instrumentih za kontrolo kapitalskih tokov. Najbolj očitna je, da bodo prizadeti izposojevalci poskušali najti »luknje« v zakonu. Ukrep poveča stroške kapitala in rezultat je lahko nepravilna alokacija resursov. Preprečuje refinanciranje posojil pod boljšimi pogoji v primeru, ko so boljši pogoji v tujini. Diskriminatorna politika refinanciranja, ki bolj škoduje tistim podjetjem, ki so vključena v proces mednarodne trgovine. Takšna podjetja nemalokrat jemljejo kredite za nakup uvoženega blaga v tujini. Poleg tega pa ukrep nima vpliva zgolj na špekulativne naložbe, saj povzroča negotovost za vsako izposojanje v tuji valuti oziroma za vsa tuja vlaganja.

Izkušnje kažejo, da je ukrep vsaj delno učinkovit. Primeren je kot premostitveni instrument začasne pritoke kapitala oziroma za čas, da se pripravi ustreznejše instrumente za sterilizacijo pritokov kapitala.

4.4.4.5 Davek na izenačevanje obrestnih mer

Davek na izenačevanje obrestnih mer vpliva tako na pritoke kapitala kot na odtoke kapitala. V principu se je davek nanašal na naložbe v tuje vrednostne papirje s strani domačih investitorjev. Glavni namen tega davka je, da se izenači donosnost domačih in tujih vrednostnih papirjev oziroma, da se zniža privlačnost tujih dolžniških papirjev. V primeru, ko je davek uveden zaradi kapitalskih pritokov, ga imenujemo davek na uvoz kapitala. V tem primeru imajo zunanji investitorji zaradi uvedbe davka manjši donos na sredstva, ki so jih naložili pri nas, za domače rezidente pa velja, da so stroški kapitala na tujem dražji, podobni tistim na domačem trgu. V tem primeru je ta ukrep zelo podoben variabilnim depozitnim zahtevam, le da se davka ne dobi nazaj tako kot depozit pri navedenem ukrepu. Glavna prednost tega instrumenta je, da vpliva na devizni tečaj, ne da bi vplivala na spremembo obrestne mere in brez intervenciji na deviznem trgu.

ZDA in Brazilija sta med redkimi državami, ki so uvedle davek za izenačevanje obrestnih mer na trgovanje s finančnimi sredstvi med rezidenti in nerezidenti. V ZDA so uvedli ta davek, da bi zavrla odtok USD, ki je bil stimuliran z večjimi donosnostmi tujih delnic in obveznic. Prvič so ga uvedli leta 1964 kot začasen instrument in ga nato podaljševali in dopolnjevali naslednjih deset let. Ukrep se ni izkazal kot najbolj učinkovit, ker so investitorji našli vedno nove poti za izognitev davku. Drugačna je bila situacija v Braziliji, kjer je bil problem prevelik pritok kapitala zaradi zadolževanja z izdajanjem obveznic na mednarodnih trgih s strani domačih podjetji in finančnih institucij. Ukrep, ki je bil uveden leta 1993 in prek katerega so bile obdavčene vse finančne transakcije, ki so pomenile pritok kapitala v državo, je že v samem začetku pokazal ugodne rezultate.

Davek za izenačevanje obrestnih mer se je izkazal kot učinkovit vendar kratkoročen, saj investitorji hitro najdejo poti kako se mu izogniti. Poleg tega predstavlja uvedba davka tudi določen administrativni strošek za centralno banko in kot vsak ukrep ima tudi slednji za posledico nepravilno alokacijo resursov.

4.5 Razmere v Sloveniji

Slovenija se je srečala s povečanimi pritoki deviz in njihovo presežno ponudbo leta 1991, takoj po razglasitvi monetarne neodvisnosti. Banka Slovenije je bila prisiljena uvesti instrumente sterilizacijske politike. Ukrepi so bili izbrani glede na izkušnje drugih držav v razvoju. Glavna težava je bila nerazvit domač trg vrednostnih papirjev (Bole, 1997, str. 22-23).

Bole je sterilizacijsko politiko v Sloveniji od osamosvojitve pa do konca leta 1996 razdelil v štiri obdobja:

1. Obdobje 1992-1993. Značilna nizka mobilnost kapitala, velik presežek v tekočem delu plačilne bilance in zaradi tega velika ponudba deviz. Banka Slovenije ni izvajala direktne monetizacije zaradi antiinflacijskih ciljev, ampak je intervenirala z različnimi instrumenti, kjer so imeli dominantno vlogo blagajniški zapisi v tujem denarju. Prednost tega papirja je bila tudi v tistem času še toliko večja zaradi visokega tečajnega tveganja. V letu 1993 je bila najpomembnejša uporaba dvodelnih blagajniških zapisov in intervencije s ponodbami lombardnih posojil. Banka Slovenije je določala tečaje, po katerih so banke morale odkupovati devize od podjetji, na drugi strani pa količino odkupljenih oziroma prodanih deviz. Namen pogojevanja tečajev ter obsega nakupov in prodaj je bil vplivati na oblikovanje tečajev na deviznem trgu in s tem ohranjanje konkurenčnih sposobnosti izvoznikov (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1993, 1994). Banka Slovenije je naznanila povečanje kapitalske ustreznosti za banke. Stroški sterilizacije so bili nepomembni.

2. Obdobje 1994-1995/I⁵. Blagajniški zapis v tujem denarju je ostajal najbolj razširjen instrument, čeprav še vedno dokaj nepriljubljen za tuje investitorje. V letu 1994 je bila izdana prva serija blagajniških zapisov z nakupnim bonom. Pomembno vlogo so imele banke pri začasnem odkupovanju deviz. Banka Slovenije je tistim bankam, ki so bile najbolj aktivne pri odkupu in so imele visoke devizne presežke namenila kratkoročna posojila (poleg likvidnostnega in lombardnega posojila, ki so bila uvedena že v prejšnjem obdobju). Velikost posojila je bila odvisno od zastavljenih blagajniških zapisov (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1994, 1995). Stroški sterilizacije so se v tem obdobju znatno povečali.
3. Obdobje 1995/II-1996/II. Mobilnost tujega kapitala se je znatno povečala kar je zmanjšalo učinkovitost sterilizacijske politike. Povečalo se je povpraševanje po cenejših kreditih iz tujine. V Slovenijo je začel pritekati kapital iz naslova porfeljskih investiciji. Blagajniški zapisi v tujem denarju niso več zadostovali znatnemu povečanju tujega kapitala v tem obdobju. Banka Slovenije intervenirala z omejevanjem zadolževanja v tujini. Domače osebe, ki se zadolžujejo v tujini v obliki finančnih depozitov in posojil, najetih za obdobje krajše od 5 let, ki se ne porabijo za plačila v tujino, morajo vložiti Banki Slovenije brezobrestni tolarški depozit v višini 40%. Za depozite in posojila z ročnostjo daljšo od 7-ih let pa 10% depozit (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1995, 1996).
4. Obdobje po 1996/III. Močno so se povečali pritoki, tako tisti iz naslova dolgoročnih naložb, kot portfeljske investicije. Boniteta investiranja v Slovenijo je bila ocenjena z A, kar je pozitivno vplivalo na odločitve tujih investitorjev. Julija 1996 je BS predpisala bankam obveznost, da morajo ob povečanju obveznosti do tujih oseb (devizne in tolarске ter obveznosti iz naslova tujih finančnih posojil) povečati za enak znesek tudi terjatve do tujih oseb. Brezobrestni tolarški depozit v višini 40% je bil obvezen za posojila in depozite v tujini najeta za obdobje krajše 7 let in 10% depozit na finančne kredite in depozite nad 7 let (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1996, 1997).

V Sloveniji se agregatno povpraševanje veliko bolj nagiba k potrošnji kot varčevanju, zaradi česar je pritisk na apreciacijo tolarja še večji. Visoka realna apreciacija v začetku 1992 (v prvih 6 mesecih je kljub posegom BS tolar apreciral za 29 %) ni imela hudih posledic, saj je bila v tistem obdobju potrošnja usmerjena predvsem v netrgovance. V obdobju med leti 1992-1996 je tolar realno apreciral za manj kot 3%, kar pomeni, da je bila sterilizacija v Sloveniji uspešna (Bole, 1997, str. 23).

V letu 1997 so se povečala neposredna tuja vlaganja, medtem ko so se portfolio investicije zaradi uvedbe skrbniških računov zmanjšale. Zmanjšanje valutnega in tečajnega tveganja je še dodatno okrepilo finančne prilive. Stroški sterilizacije so bili visoki. Količina primarnega

⁵ 1995/I pomeni prvo četrtletje v letu 1995.

denarja se je skoraj v celoti večala z nakupi tujega denarja od bank, medtem ko so posojila, vključno z začasnim odkupom blagajniških zapisov v tujem denarju zgolj nihala okrog izhodiščnega stanja (terjatve do domačih bank). Blagajniški zapisi v tujem denarju so bili še vedno najpomembnejši instrument s katerim je BS posegala na trg, spreminjali so se le pogoji, ki so se prilagajali glede na cilje denarne politike in gibanje obrestnih mer na tujem in domačem denarnem trgu (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1997, 1998).

V letu 1998 so se zmanjšale neposredne tuje investicije, portfolio investicije in zadolževanje v tujini. Zmanjšanju so botrovale Ruska in Azijska kriza, pa tudi znižanje domačih obrestnih mer. Kljub padcu domačih obrestnih mer je tolarsko varčevanje poraslo in tolarski depoziti v domačih bankah so prvič presegli devizno varčevanje. BS je količino primarnega denarja še vedno povečevala predvsem na račun deviznih transakciji. Instrumenti sterilizacije se bistveno ne spremenijo (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1998, 1999).

V letu 1999 je bil sklenjen pridružiteni sporazum z Evropsko unijo, ki Slovenijo zavezuje k prostemu pretoku kapitala na področju neposrednih naložb ter komercialnih in finančnih posojil. Skupaj z novim deviznim zakonom, ki omogoči devizne račune pravnih in fizičnih oseb, rezidentov in nerezidentov, pri domačih bankah in izvoz kapitala, sta reformi povečali dinamiko deviznih tokov doma in s tujino. Večja kapitalska mobilnost pa pomeni tudi manjšo učinkovitost sterilizacijske politike. Prvič po osamosvojitvi je prišlo do presežnega povpraševanja tujega denarja (primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance, ki ni bil v celoti financiran s kapitalskimi tokovi iz tujine). V nasprotju s prejšnjimi leti je v letu 1999 povečanje primarnega denarja potekalo prek tolarskih transakcij in zmanjšanje primarnega denarja iz obtoka preko prodaje deviz (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1999, 2000).

V letu 2000 so se močno povečala tuja posojila podjetjem. BS je racionalizirala svoj instrumentarij; odpravila je blagajniške zapise z nakupnim bonom, dvodelne blagajniške zapise in tolarske blagajniške zapise z ročnostjo 7, 14 in 30 dni. S tem je odpravila tudi likvidnostno posojilo na podlagi 30-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov. V prvi polovici leta se je primarni denar izdajalo s tolarskimi transakcijami, v drugi polovici pa z deviznimi transakcijami. Za prvo obdobje je bilo značilno presežno povpraševanje po devizah, za drugo obdobje pa presežna ponudba deviz (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2000, 2001).

V letu 2001 so se močno povečali finančni pritoki, predvsem zaradi zamenjave valut držav članic EMU ob uvedbi evrogotovine in neposrednih naložb nerezidentov v Sloveniji. V vsem letu je ponudba deviz presegla njihovo povpraševanje. Denarna politika je bila pod vplivom naraščajoče potrebe po sterilizaciji. Začasna prodaja deviz (za 7 dni) je bila najpomembnejši vir likvidnosti bančnega sistema. Posojila in začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju pa niso imeli večje vloge. Denarna politika je bila pod bremenom veliko začasno kupljenih deviz in izdanih tolarskih blagajniških zapisov. S temi posegi je BS nevtralizirala vplive finančnih pritokov na devizni tečaj. BS je nadaljevala racionalizacijo instrumentarija in sicer je ukinila nekatere blagajniške zapise v tujem denarju z ročnostmi 180, 270 in 360 dni in odpravila 2-dnevne in 12-dnevne tolarske blagajniške zapise in 3-dnevno likvidnostno

posojilo, ki so ga banke lahko črpale ob zastavi teh blagajniških zapisov (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2001, 2002).

V letu 2002 je bilo vodenje denarne politike oteženo zaradi znatnih kapitalskih pritokov iz privatizacije in prevzemov nekaterih podjetij. Stroški sterilizacije so bili visoki. BS je večino primarnega denarja izdala z deviznimi transakcijami, prek instrumenta začasnega odkupa deviz z obveznim povratnim odkupom. Z izdajanjem tolarskih blagajniških zapisov pa je večino tega denarja sterilizirala. BS je nadaljevala racionalizacijo instrumentov tako, da je ukinila likvidnostno posojilo čez noč in likvidnostno posojilo v skrajni sili, ter prilagodila lombardno posojilo tako, da le to opravlja funkcijo prej navedenih likvidnostnih posojil. Uvedla je tudi posojilo čez dan za premostitev likvidnostnih potreb bank znotraj dneva. (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2002, 2003).

5 SKLEP

Do mednarodnih gibanj kapitala pride zaradi presežkov v tekočih računih nekaterih držav in primanjkljajev v drugih državah. Pritoki kapitala so lahko različnih oblik; lahko so neposredne naložbe, tuje portfeljske naložbe ali druge oblike zadolževanja v tujini. Ko gre za neposredne tuje naložbe, je njihov vpliv ugoden za narodno gospodarstvo, saj prinašajo tehnologijo in znanja iz različnih področij, medtem ko so portfeljske naložbe bolj špekulativne narave in zato tudi manj priljubljene. Globalno gledano povzročajo prilivi kapitala pozitivne posledice, ki se kažejo v višji rasti in blaginji tako držav uvoznic kot tudi izvoznic kapitala.

Prilivi kapitala povzročajo tudi negativne posledice, ki se kažejo v povečanju inflacije, apreciacije domače valute, slabše konkurenčnosti domačega gospodarstva, država je izpostavljena posledicam zunanjih šokov. Velik del negativnih vplivov se pripisuje kratkoročnim prilivom kapitala, kot so kratkoročni krediti in portfeljske naložbe. Negativne posledice želijo države preprečiti.

Najpogosteje uporabljen ukrep je sterilizacija. Država lahko sterilizira prilive s politiko odprtega trga, eskontno politiko, s povišanjem odstotka obveznih rezerv in s prenosom depozitov javnega sektorja. S sterilizacijo je torej možno zmanjšati pritisk na nominalni tečaj in obenem preprečiti inflacijo, ki bi jo lahko sprožila monetarna ekspanzija. Vendar pa prinaša ukrep tudi negativne posledice za domačo ekonomijo. Glavni posledici sterilizacije sta dvig domačih obrestnih mer, kar lahko stimulira dodatne kratkoročne tokove, in fiskalni stroški zaradi razlike v obrestnih merah na mednarodnih trgih, na katere centralna banke plasira svoje depozite, in med domačimi obrestnimi merami.

Sterilizacija je predvsem ukrep, ki naj bi se ga uporabljalo v kratkem roku. Čas, ki bi ga država pridobila na ta način, pa naj bi izrabila za preoblikovanje svoje lastne politike. Država se lahko odloči, da bo vplivala na pritok kapitala z dolgoročnimi ukrepi, kot so omejitvena fiskalna politika, prilagajanje deviznega tečaja ali sprejetje kapitalskih kontrol.

LITERATURA

1. ARISTOVNIK Aleksander: Fiskalna politika in tekoči račun plačilne bilance Slovenije. Plačilna bilanca Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 2002, str. 77-104.
2. BOLE Velimir: Financial Flows in a Small and Open Economy: The Case of Slovenia. Ekonomski pravni inštitut. Ljubljana, 1997. 42 str..
3. BOLE Velimir: Kapitalski in tekoči račun. Gospodarska gibanja. Ljubljana, 314(2000), 3, str. 37-46.
4. CORKER Robert et al.: Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies – Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession. IMF Working Paper PDP/00/3, 2000, str. 25.
5. DIMOVSKI Vlado: Temelji bančništva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. str. 181.
6. DOLENC Primož: Upravljanje likvidnosti pri enotnem računu državne zakladnice. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 120 str.
7. DOLES Jernej: Devizna zamenjava. Bančni vestnik, 47(1998), 11, str. 22-23.
8. FERJANČIČ Cilka: Denarni trg v državah članicah Evropske unije. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 6, str. 23-27.
9. FRANKEL A. Jeffrey: Sterilization of Money Inflows: Difficult (Calvo) or Easy (Reisen)? IMF Working Paper WP/94/159, 1994, str. 25.
10. JANČAR Gorazd: Portfeljske investicije, vroč denar in beg kapitala: primer Cefte. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1997), 7-8, str. 24-31.
11. JANČAR Gorazd: Makroekonomski ukrepi ob nenadnih in obsežnih prilivih kapitala iz tujine. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 7-8, str. 36-41.
12. KOŠAK Tomaž: Politika odprtega trga. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 11, str. 39-42.
13. KRANJEC Samo: Kletka bo odprta, prehod bo dražji. Finance, Ljubljana, 1997, 15, str. 7.
14. LAMOVŠEK Zvezdana: Repo posli Banke Slovenije. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 54 str.
15. LAVRAČ Vladimir: Sistem in politika deviznega tečaja v Sloveniji in Evropi. Bančni vestnik, Ljubljana, 44(1995), 3, str. 13-15.
16. LEE Jang-Yung: Implications of a surge in Capital Inflows: Available Tools and Consequences for the Conduct of Monetary Policy. IMF Working Paper WP/96/53, 1996, str. 58.
17. LOZEJ Matija: Obvezne rezerve bank. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 11, str. 47-52.
18. MARKIČ Jože: Ekonometrični model tekočega računa plačilne bilance Slovenije. Plačilna bilanca Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 2002, str. 47-76.
19. MENCINGER Jože: Oblikovanje tečaja tolarja. Gospodarska gibanja, Ljubljana, 1992, 10, str. 23-29.

20. MENCINGER Jože: Konec plačilnobilančnega ravnotežja. Plačilna bilanca Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 2002, str. 185-196.
21. MRAC Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: GV Založba, 2002. 682 str.
22. Nadeem Ul Haque, Donald Mathieson, Sunil Ssharma: Causes of Capital Inflows and Policy Responses to Them. Finance & Development, marec 1997.
23. OPLOTNIK Žan Jan: Kapitalski tokovi in tekoči račun plačilne bilance. Naše gospodarstvo, Ljubljana, 45(1999)1/2, str. 89-97.
24. OVIN Rasto: Ali je omejevanje kapitalskega računa najboljši izbor tranzicijske države? Plačilna bilanca Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 2002, str. 335-352.
25. POLANEC Sašo, FABJANČIČ Zarjan: Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 312 str.
26. RIBNIKAR Ivan: Skrbniški bančni računi tujcev. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 9, str. 2-6.
27. RIBNIKAR Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
28. RIBNIKAR Ivan: Monetarna ekonomija II. Mednarodni denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999a. 169 str.
29. RIBNIKAR Ivan: Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999b), 5, str. 46-49.
30. RIBNIKAR Ivan: Strukturni položaj denarnega trga v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999c), 6, str. 47-49.
31. ROJEC Matija: Tuje investicije v slovenski razvoj. Ljubljana: Znanstveno in publicistično središče, 1994. 284 str.
32. SENJUR Marjan: Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 502 str.
33. SIKLOS Pierre: Capital flows in A Transitional Economy and the Sterilization. Dilema: The Hungarian Case. IMF Working Paper WP/96/86, 1996. 26 str.
34. STROJAN-KASTELEC Andreja: Ocena konkurenčnosti slovenskega gospodarstva. Plačilna bilanca Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 2002, str. 269-284.
35. STRAŠEK Sebastjan: Dejavniki plačilnobilančnih kriz. Plačilna bilanca Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 2002, str. 185-196.

VIRI

1. The main instruments of monetary policy. <http://cnb.cz>, 14.3.2003.
2. Analitsko raziskovalni center.
3. Pravila delovanja na enotnem trgu.
[URL: <http://evropa.gov.si/evropomocnik/question/10-154/>], 21.11.2000.
4. RANT Andrej: Plačilnobilančni primanjkljaj – da ali ne in kako ga financirati. Povzetek iz seminarja 12.-13.4.2000. Interno gradivo Banke Slovenije.

5. RIBNIKAR Ivan: Aktualni problemi denarne politike in bank v Sloveniji v letu 2000. Povzetek iz seminarja 12.-13.4.2000. Interno gradivo Banke Slovenije.
6. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1993. Ljubljana: Banka Slovenije, 1994, 98 str.
7. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1994. Ljubljana: Banka Slovenije, 1995, 51 str.
8. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1995. Ljubljana: Banka Slovenije, 1996, 64 str.
9. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1996. Ljubljana: Banka Slovenije, 1997, 60 str.
10. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1997. Ljubljana: Banka Slovenije, 1998, 74 str.
11. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1998. Ljubljana: Banka Slovenije, 1999, 95 str.
12. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 1999. Ljubljana: Banka Slovenije, 2000, 101 str.
13. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2000. Ljubljana: Banka Slovenije, 2001, 96 str.
14. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2001. Ljubljana: Banka Slovenije, 2002, 105 str.
15. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2002. Ljubljana: Banka Slovenije, 2003, 104 str.

