

Vladimir Lavrač

**I. MAKROEKONOMSKA TVEGANJA OB IN PO VSTOPU V ERM2 IN EMU  
TER IMPLIKACIJE ZA EKONOMSKO POLITIKO**

## MAKROEKONOMSKA TVEGANJA OB IN PO VSTOPU V ERM2 IN EMU TER IMPLIKACIJE ZA EKONOMSKO POLITIKO

### *Povzetek*

Pri makroekonomskih tveganjih mislimo na tista tveganja, ki lahko prizadanejo gospodarstvo v celoti in ki imajo agregatni vpliv, ne pa vpliv na položaj posameznega sektorja, regije ali podjetja. V mislih imamo predvsem tveganja, ki so neposredno povezana z monetarno integracijo, torej vstopom Slovenije v ERM2 in EMU, in so njena neposredna posledica. Ne ukvarjamo se s tistimi tveganji, ki so posledica vstopa v EU, ali pa se bodo dogajala po vstopu v ERM2 in EMU, vendar niso neposredno pogojena z vstopanjem v ti dve obliki monetarne integracije, četudi bodo prav tako vplivala na vodenje makroekonomskih politik. Poizkušamo se torej omejevati na tista tveganja, ki so posledica vstopa Slovenije v ERM2 in EMU, čeprav se zavedamo, da med temi in ostalimi sočasnimi tveganji prihaja do prepletanja, kar otežkoča »čisti« pristop k analizi tveganj. Analiza tveganj po vstopu v ERM2 in v EMU naj bi kazala kje prežijo nevarnosti nastanka asimetričnih šokov in kako je mogoče na njih reagirati s ciljem preprečiti njihove negativne učinke.

Slovenija se je odločila za razmeroma hiter vstop v ERM2 in EMU. Iz tega sledi, da predpostavlja, da ne bo posebej izpostavljena asimetričnim šokom in da bo z makroekonomskimi politikami njihove eventualne negativne posledice lahko učinkovito odpravljala. Z drugimi besedami, odločitev za hiter prevzem evra pomeni, da se predpostavlja, da bodo tveganja po vstopu v ERM2 in v EMU obvladljiva.

Tveganja v zvezi z vključevanjem v monetarno integracijo Slovenije lahko razdelimo na tveganja v zvezi z njeno vključitvijo v ERM2 in tveganja v zvezi z njeno vključitvijo v EMU. V tem prispevku analitično poizkušamo ločevati med obema vrstama tveganj, čeprav so precej povezana in prepletena. V veliki meri sta si obe skupini tveganj podobni, le da so tveganja v zvezi z vstopom v EMU dolgoročnejša in usodnejša. ERM2 je le prehodna stopnja in vmesni režim, kjer predaja monetarne in tečajne politike še ni dokončna. Napake pri koordiniranju in kombiniranju makroekonomskih politik v ERM2 imajo lahko resne posledice, v najslabšem primeru tudi neizpolnjevanje maastrichtskih konvergenčnih kriterijev in nezmožnost vstopa v EMU.

Vsa tveganja, ki jim je članica izpostavljena v EMU, so v določeni meri prisotna že v fazi ERM2, po drugi strani pa so nekatera tveganja specifična prav za ERM2. Tak primer so tveganja špekulativnih napadov kratkoročnega kapitala na devizni tečaj v ERM2, ki v EMU izginejo, saj se država odpove lastni valuti in s tem izgubi svoj devizni tečaj. Podobno velja za tveganja neizpolnitve maastrichtskih konvergenčnih kriterijev. V tem smislu je EMU mnogo varnejše okolje kot ERM2, saj tveganja specifična za ERM2 v EMU odpadejo.

Nekatera tveganja povezana z ERM2 in EMU nastopijo le enkrat ob vstopu v ti dve obliki monetarne integracije. Druga pa so prisotna dalj časa, lahko nastopijo kadarkoli po vstopu v ti dve obliki monetarne integracije. Primer prvih so tveganja, ki so povezana z izbiro centralnega tečaja in pasu dovoljenih nihanj tečaja okrog centralnega tečaja v ERM2 in tveganja, povezana z izbiro konverzijskega tečaja ob vstopu v EMU (prevzemu evra). Napake ob vstopu v ERM2 in EMU že v izhodišču lahko za dolgo časa obremenijo makroekonomske politike in otežkočijo doseganje makroekonomske stabilnosti.

Zaradi značilnosti, pravil in omejitev ERM2 in EMU po vstopu v ti dve obliki monetarne integracije pride do redefiniranja nacionalnih makroekonomskih politik, saj spremenijo svojo vlogo, domet, in značilnosti, pri čemer med njimi pride do medsebojnega prenašanja nalog in bremen. Morajo delovati usklajeno in se kombinirati v optimalni »mix«, ki je v ERM2 zaradi večjega števila makroekonomskih politik, ki so še na razpolago, bolj zahteven kot v EMU.

Idealno bi bilo, ko bi lahko posameznemu tveganju pripisali eno samo makroekonomsko politiko, ki naj prepreči ali popravi posledice posameznega asimetričnega šoka. V stvarnosti ob asimetričnih šokih mora delovati več makroekonomskih politik ali kar vse hkrati, vendar z različno intenzivnostjo in odgovornostjo. Tveganja glede določanja vhodnih pogojev za vključevanje v ERM2 in EMU so bolj institucionalno-tehničnega značaja, vendar pa so v pristopnosti predvsem monetarne in tečajne politike. Tveganja v zvezi z Balassa-Samuelson efektom, kapitalskimi prilivi in izpolnjevanjem maastrichtskih monetarnih konvergenčnih kriterijev naj bi bila v času bivanja v ERM2 v pretežni pristopnosti monetarne in tečajne politike. Tveganja v zvezi z ekspanzijo domačega povpraševanja v EMU naj bi bila predvsem v pristopnosti fiskalne politike, tveganja kreditne ekspanzije pa predvsem v pristopnosti bančne regulative in nadzora. Tveganja vzdrževanja konkurenčnosti in zaposlenosti v EMU naj bi bila v največji meri zadeva dohodkovne politike. V celoti gledano pa v EMU ključna ostaja fiskalna politika. Mogoče jo je uporabiti zoper vse vrste tveganj, nosi glavno breme makroekonomske stabilizacije po vstopu v EMU in glavno odgovornost za uspešno članstvo v EMU. Lahko bi rekli, da s fiskalno politiko stoji ali pade vstop v EMU in uspešnost sodelovanja v njej. Plačni politiki pa ostaja pomembna vloga rezidualnega mehanizma za vzdrževanje mednarodne konkurenčnosti po vstopu v EMU, saj naj bi končno prevzela tisto prilagajanje po asimetričnih šokih, ki ga fleksibilnost trgov in ostale makroekonomske politike niso mogle zagotoviti.

Pomembno je ustvariti predpogoje za učinkovito delovanje teh mehanizmov prilagajanja, predvsem zagotoviti večjo fleksibilnost trgov, zlasti trga dela, in z reformami na fiskalnem področju fiskalni politiki zagotoviti večjo prožnost in manevrski prostor, da lahko deluje kot glavni makroekonomski stabilizator v primeru asimetričnih šokov. Pri tem lahko določeno podporo makroekonomskim politikam dajo tudi strukturne politike.

Slovenija po teoriji OCA ne bo posebej izpostavljena asimetričnim šokom po vstopu v EMU. V skladu z novejšimi pogledi znotraj teorije OCA je mogoče pričakovati endogenizacijo kriterijev OCA, kar pomeni, da bo po vstopu v EMU (in prav zaradi tega) slovensko gospodarstvo po strukturi in ciklični usklajenosti postalo še bolj podobno evropskemu. S tem pa naj bi bila tveganja asimetričnih šokov še manjša kot morda izgledajo zdaj.

## **MACROECONOMIC RISKS OF ENTRY AND PARTICIPATION IN ERM2 AND EMU AND IMPLICATIONS FOR ECONOMIC POLICY**

### *Summary*

Macroeconomic risks are those risks which affect economy as a whole and do not have an impact on the position of just individual sectors, regions or firms. Here we focus on those macroeconomic risks which directly result from monetary integration, entry of Slovenia in ERM2 and EMU. We do not cover the risks which are the consequence of EU accession, or will happen after joining ERM2 and EMU, but are not directly related to the inclusion in these two forms of monetary integration. The analysis is limited to ERM2 and EMU specific risks, although such a “clear” approach may be difficult in the presence of other simultaneous risks. Analysis of risks after joining ERM2 and EMU should show where the dangers of asymmetric shocks to the economy can be expected and how economic policies should react to control their negative effects.

Slovenia has decided for a relatively quick entry in ERM2 and EMU. It is assumed that Slovenia will not be specifically exposed to asymmetric shocks and that macroeconomic policies will be able to deal with their negative impact efficiently. In other words, decision for a quick adoption of the euro assumes that risks after joining ERM2 and EMU are expected to be controllable.

Risks related to inclusion in monetary integration can be divided into risks of joining ERM2 and risks of joining EMU. Although both groups of risks are related, we try to separate them analytically. To a large extent they are in fact similar, but risks related to EMU are more crucial and long term. ERM2 is just a transitory regime, in which giving up the national monetary and exchange rate policy is not definitive yet. However, mistakes at coordinating and combining macroeconomic policies in ERM2 can have serious consequences, in the worst case even non-compliance with the Maastricht convergence criteria and inability to adopt the euro.

All risks related to EMU are to a certain extent present already in the ERM2 phase. On the other hand there are some risks which are ERM2 specific. Risks of the speculative attacks of the short term capital on the exchange rate in ERM2 will disappear in EMU, as the national monetary policy and the exchange rate are given up. The same is true with the risks of non-compliance with the convergence criteria. In this sense, EMU is a much safer environment than ERM2, as in EMU all ERM2 specific risks will disappear.

Some ERM2 and EMU related risks appear only once, at the time of entry in these forms of monetary integration. Other risks are present longer, they can persist and realize anytime after the inclusion in these forms of monetary integration. Entry-specific risks are the following: The choice of the central exchange rate and of the margins of permissible fluctuations around it in ERM2, and the choice of conversion rate at the time of the euro adoption. Mistakes at the time of entry in ERM2 and in EMU can burden macroeconomic policies later and complicate maintaining macroeconomic stability.

Due to the characteristics, rules and limitations of ERM2 and EMU, macroeconomic policies will have to be redefined, as they change in their role, scope and nature. In the process they redistribute their tasks and responsibilities. They have to operate consistently and combine

into an optimal mix which in the case of ERM2 is even more demanding than in EMU, as there are more macroeconomic policies still available.

Ideally, to each individual risk just one macroeconomic policy should be assigned to prevent or correct the consequences of an asymmetric shock. In reality more or even all macroeconomic policies should be in action, although with varying degree of intensity and responsibility. Risks related to entry conditions in ERM2 and EMU are of a somewhat institutional and technical nature, however, they should be the domain of the monetary and exchange rate policy. Risks related to Balassa-Samuelson effect, capital inflows and fulfillment of the convergence criteria should at the time of participation in ERM2 be dealt with monetary and exchange rate policy. Risks of expansion of domestic demand and overheating of the economy in the EMU should primarily be under control of the fiscal policy, while related risks of credit expansion should mostly be the responsibility of banking sector's prudential regulation and supervision. Risks of sustaining competitiveness and employment should be the main responsibility of incomes policy. Overall, there seems to be a general consensus that the fiscal policy will be the crucial macroeconomic policy in the EMU. It can be used against all types of risks, it bears the main burden of macroeconomic stabilization and the primary responsibility for the successful membership in the EMU. Income policy remains with an important role of securing the residual mechanism for sustaining international competitiveness of the domestic economy after the inclusion in the EMU. It must take care of the ultimate adjustment after asymmetric shocks which flexibility of the markets and other macroeconomic policies could not provide. It is decisive to create conditions for the efficient functioning of the adjustment mechanisms. In the first place flexibility of the markets, particularly of the labor market, should be enhanced. In the fiscal area fiscal policy should be provided with more flexibility and room for operating, so that it can function as the main macroeconomic stabilizer in the case of asymmetric shocks in the EMU. Certain support to macroeconomic policies can come also from the structural policies.

According to OCA (optimum currency area) theory Slovenia should not be specifically exposed to asymmetric shocks once in the EMU. In line with the newer development of this theory (endogeneity view) the OCA criteria can be expected to change after the inclusion in the EMU. After joining the EMU (and in fact just because of this) Slovenian economy should become more similar - in terms of structural and cyclical harmonization - to the EU economy. Risks of asymmetric shocks should therefore then be lower than they perhaps seem now.

## 1. UVOD: Makroekonomska tveganja in reakcije ekonomske politike

Pri makroekonomskih tveganjih mislimo na tista tveganja, ki lahko prizadanejo gospodarstvo v celoti in ki imajo agregatni vpliv, ne pa vpliv na položaj posameznega sektorja, regije ali podjetja. V mislih imamo predvsem tveganja, ki so neposredno povezana z monetarno integracijo, torej vstopom Slovenije v ERM2 in EMU, in so njena neposredna posledica. Ne ukvarjamo se s tistimi tveganji, ki so posledica vstopa v EU, ali pa se bodo dogajala po vstopu v ERM2 in EMU, vendar niso neposredno pogojena z vstopanjem v ti dve obliki monetarne integracije, četudi bodo prav tako vplivala na vodenje makroekonomskih politik. Poizkušamo se torej omejevati na tista tveganja, ki so posledica vstopa Slovenije v ERM2 in EMU, čeprav se zavedamo, da med temi in ostalimi sočasnimi tveganji prihaja do prepletanja, kar otežkoča »čisti« pristop k analizi tveganj.

Motnje makroekonomskega ravnovesja so lahko posledica delovanja simetričnih ali pa asimetričnih šokov. Simetrični šoki so tisti, ki prizadanejo celotno EMU. Na njih lahko reagira skupna makroekonomska politika na ravni EMU, vključno s skupno monetarno politiko (in po potrebi, čeprav doslej to ni bilo praksa, tudi s skupno tečajno politiko). Asimetrični šoki so tisti, ki prizadanejo le posamezno članico, ne pa EMU kot celoto. Zato na ravni EMU ni niti interesa niti možnosti, da bi prizadeti državi pomagali s skupnimi makroekonomskimi politikami na ravni EMU. Država je prepuščena sama sebi, da z lastnimi makroekonomskimi politikami poskrbi za odpravo negativnih posledic asimetričnega šoka, odpravi neravnotežje in obnovi makroekonomsko stabilnost. Ko govorimo o makroekonomskih tveganjih po vstopu v ERM2 in v EMU, mislimo pravzaprav na nevarnosti nastanka asimetričnih šokov. Teorija optimalnega denarnega območja (optimum currency area ali OCA) govori o tem, kakšna je verjetnost, da glede na značilnosti gospodarske strukture nastopijo asimetrični šoki in se država s tem izpostavi makroekonomskim tveganjem, če vstopi v monetarno unijo. Prav tako na podlagi istih strukturnih značilnosti gospodarstva razpravlja o tem, ali se država lahko uspešno zoperstavi možnim asimetričnim šokom z ustreznimi mehanizmi prilagajanja, tako da z različnimi makroekonomskimi politikami nevtralizira negativne učinke asimetričnih šokov.

Asimetrični šoki se delijo na zunanje in notranje, kratkoročne in dolgoročne, nominalne in realne, tiste, ki delujejo prek ponudbe in tiste, ki delujejo prek povpraševanja. Pokažejo se lahko kot motnja zunanjega ravnotežja (plačilnobilančna motnja), ki vpliva na notranje ravnotežje (rast, zaposlenost, inflacijo), ali pa obratno. Motnje makroekonomske stabilnosti zahtevajo odgovor ekonomskih politik, da bi ublažili njihove negativne posledice v gospodarstvu. V končni fazi, če makroekonomske politike ne morejo ustrezno reagirati, se motnje lahko odrazijo na upadanju ekonomske rasti in zaposlenosti, ali pa povečanju njune variabilnosti. Kriterij uspešnega sodelovanja države članice v EMU je, da lahko vzdržuje dolgoročno makroekonomsko stabilnost, vzdržne visoke in stabilne stopnje ekonomske rasti in zaposlenosti. Analiza tveganj po vstopu v ERM2 in v EMU naj bi pokazala kje prežijo nevarnosti nastanka asimetričnih šokov in kako je mogoče na njih reagirati s ciljem preprečiti

njihove negativne učinke. Uspešno sodelovanje v EMU je mogoče, če država lahko kontrolira ta tveganja. To pomeni, prvič, da vsaj vnaprej ne pričakuje posebne izpostavljenosti asimetričnim šokom in, drugič, da bo na nastale asimetrične šoke mogoče učinkovito reagirati z makroekonomskimi politikami, ki so še na razpolago. V obratnem primeru se članica EMU izpostavlja tveganju, da bo neuspešna članica EMU, nekakšna »depresivna regija« znotraj EU. V takem primeru bi bila na mestu razmišljanja, da bi taka država raje obdržala monetarno suverenost in se ne vključila v EMU, oziroma ker to glede na pravila glede vstopa v EMU ni mogoče, vsaj poskušala z vstopom v EMU zavlačevati, vse dotlej, dokler se ji tveganja, ki jih prinaša članstvo v EMU, ne bi bistveno zmanjšala.

Slovenija se je odločila za razmeroma hiter vstop v ERM2 in EMU. Iz tega sledi, da predpostavlja, da ne bo posebej izpostavljena asimetričnim šokom in da bo z makroekonomskimi politikami njihove eventualne negativne posledice lahko učinkovito odpravljala. Z drugimi besedami, odločitev za hiter prevzem evra pomeni, da se predpostavlja, da bodo tveganja po vstopu v ERM2 in v EMU obvladljiva. V naslednjih dveh delih razpravljamo o specifičnih tveganjih ob in po vstopu Slovenije v ERM2 in v EMU, verjetnosti njihove realizacije in možnostih njihovega obvladovanja.

Tveganja v zvezi z vključevanjem v monetarno integracijo Slovenije lahko razdelimo na tveganja v zvezi z njeno vključitvijo v ERM2 in tveganja v zvezi z njeno vključitvijo v EMU. V tem prispevku analitično poizkušamo ločevati med obema vrstama tveganj, čeprav so precej povezana in prepletena. V veliki meri sta si obe skupini tveganj podobni, le da so tveganja v zvezi z vstopom v EMU dolgoročnejša in usodnejša. ERM2 je le prehodna stopnja in vmesni režim, kjer predaja monetarne in tečajne politike še ni dokončna. Zato ERM2 v primerjavi z EMU omogoča članici več maneverskega prostora, kar po eni strani zaradi možnosti večje izbire olajšuje vodenje makroekonomskih politik, po drugi pa ga ravno nasprotno otežuje, ker zahteva precizno kombiniranje med različnimi makroekonomskimi politikami. Napake pri koordiniranju in kombiniranju makroekonomskih politik v ERM2 imajo lahko resne posledice, v najslabšem primeru tudi neizpolnjevanje maastrichtskih konvergenčnih kriterijev in nezmožnost vstopa v EMU.

Vsa tveganja, ki jim je članica izpostavljena v EMU, so v določeni meri prisotna že v fazi ERM2, po drugi strani pa so nekatera tveganja specifična prav za ERM2. Tak primer so tveganja špekulativnih napadov kratkoročnega kapitala na devizni tečaj v ERM2, ki v EMU izginejo, saj se država odpove lastni valuti in s tem izgubi svoj devizni tečaj. Podobno velja za tveganja neizpolnitve maastrichtskih konvergenčnih kriterijev. V tem smislu je EMU mnogo varnejše okolje kot ERM2, saj tveganja specifična za ERM2 v EMU odpadejo. Iz tega sledi, da je slovenska strategija čim hitrejšega prehoda skozi ERM2 in čim hitrejšega vstopa v EMU upravičena. V EMU res nastopijo nova tveganja, povezana s prehodom iz nacionalne v (vsaj s stališča monetarne politike) regionalno ekonomijo. Ta tveganja naj bi bila drugačna in za Slovenijo manj nevarna.

Nekatera tveganja povezana z ERM2 in EMU nastopijo le enkrat, ob vstopu v ti dve obliki monetarne integracije. Druga pa so prisotna dalj časa, lahko nastopijo kadarkoli po vstopu v ti dve obliki monetarne integracije. Primer prvih so tveganja, ki so povezana z izbiro centralnega tečaja in pasu dovoljenih nihanj tečaja okrog centralnega tečaja v ERM2 in tveganja, povezana z izbiro konverzijskega tečaja ob vstopu v EMU (prevzemu evra). Napake ob vstopu v ERM2 in EMU že v izhodišču lahko za dolgo časa obremenijo makroekonomske politike in otežkočijo doseganje makroekonomske stabilnosti. Možne motnje po vstopu v ti dve obliki monetarne integracije pa zahtevajo ukrepanje makroekonomskih politik, da bi preprečile njihov nastanek ali odpravile njihove negativne posledice. Odziv makroekonomskih politik je torej lahko preventiven, z namenom preprečiti realizacijo vnaprej pričakovanih tveganj, ali pa korektiven, z namenom nevtralizirati posledice asimetričnih šokov, ki jih ni mogoče vnaprej predvideti. Pri tem je odziv ekonomskih politik lahko avtomatski, na temelju nekih vnaprej postavljenih pravil, ali pa diskrecijski, na podlagi presoje in aktivnega ukrepanja.

Zaradi značilnosti, pravil in omejitev ERM2 in EMU po vstopu v ti dve obliki monetarne integracije pride do redefiniranja nacionalnih makroekonomskih politik. Te spremenijo svojo vlogo, domet, in značilnosti, pri čemer med njimi pride do medsebojnega prenašanja nalog in bremen. Morajo delovati usklajeno in se kombinirati v optimalni »mix«, ki je v ERM2 zaradi večjega števila makroekonomskih politik, ki so še na razpolago, bolj zahteven kot v EMU. Taka optimalna sestava makroekonomskih politik ni dana enkrat za vselej, odvisna je od ciljev in preferenc ekonomske politike in se v času spreminja glede na nastajanje motenj v času bivanja v ERM2 in v EMU. V ERM2, ki bo najprej aktualen, se tako postavlja kot osnovni cilj paralelno doseganje nominalne in realne konvergence, izpolnitev maastrichtskih konvergenčnih kriterijev v razmerah stabilnega makroekonomskega okolja in razvojnega dohitevanja, brez nepotrebnih izgub v ekonomski rasti in zaposlenosti.

## **2. MAKROEKONOMSKA TVEGANJA OB IN PO VSTOPU V ERM2**

### **Tveganja zaradi izbire centralnega tečaja v ERM2**

Izbira centralnega tečaja v ERM2 je ena od najpomembnejših odločitev oziroma morda kar najpomembnejša odločitev ob vstopu v ta tečajni mehanizem. Centralni tečaj bo določen na podlagi pogajanj med Slovenijo in Evropsko centralno banko (in drugimi vpletenimi institucijami s strani EU; v nadaljevanju govorimo le o ECB) in bo objavljen neposredno pred vstopom Slovenije v ERM2. Predhodna objava centralnega tečaja bi vplivala na zavzemanje odprte devizne pozicije ali druge špekulativne dejavnosti pred vstopom v ERM2. V načelu bi določitev vstopnega centralnega tečaja v ERM2 morala odražati ravnotežni realni tečaj ob času vstopa Slovenije v ERM2, vendar pa so metode za določanje tega nepopolne, tako da ravnotežnega realnega tečaja in na tej osnovi nominalnega centralnega tečaja ni mogoče precizno določiti. Govorimo lahko bolj o pasu, v katerem bi se moral nahajati oziroma o smeri, v kateri bi se moral trenutni tržni devizni tečaj premakniti, če je valuta glede na



ravnotežni realni tečaj precenjena ali podcenjena. Glede na to, da centralnega tečaja z analitskimi metodami ni mogoče objektivno natančno določiti, je nekaj prostora za uveljavljanje interesov obeh strani, Slovenije in ECB, glede vstopnega centralnega deviznega tečaja v ERM2.

Centralni tečaj, ki bi pomenil precenjeno domačo valuto, bi nakazoval, da se bo tržni devizni tečaj tolarja v obdobju sodelovanja v ERM2 gibal pretežno pod centralnim tečajem (depreciacija tolarja) ali pa da bo centralni tečaj tolarja kmalu potrebno popraviti navzdol (devalvacija tolarja). Oboje pomeni tveganje zaradi možnega neizpolnjevanja maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja. Devalvacija domače valute, vsaj na lastno iniciativo, bi odložila izstop iz ERM2 in prevzem evra, saj bi se obdobje dveh let stabilnosti deviznega tečaja moralo začeti šteti od devalvacije na novo. Depreciacija valute, prek meja ozkega pasu  $\pm 2,25\%$  okrog centralnega tečaja, četudi v okviru dovoljenih širših meja nihanja ERM2 v višini  $\pm 15\%$ , pa je že močno vprašljiva. Velja namreč asimetrija glede apreciacije in depreciacije valute, saj je prva s stališča izpolnjevanja maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja precej bolj sprejemljiva kot druga. Tu je treba omeniti, da pravila ERM2 in interpretacija izpolnjevanja tega konvergenčnega kriterija niso povsem jasno in enolično definirana, tako da ostaja evropskim institucijam veliko prostora za razlago pravil v praksi. Previsok centralni tečaj tolarja bi pomenil ekonomsko gledano manjšo konkurenčnost, možnost težav v tekočem računu plačilne bilance, vplival bi na nižjo ekonomsko rast in zaposlenost, vendar pa tudi na nižjo inflacijo.

Centralni tečaj, ki bi pomenil podcenjeno domačo valuto, bi nakazoval, da se bo tržni tečaj tolarja v obdobju sodelovanja v ERM2 gibal pretežno nad centralnim tečajem (apreciacija tolarja) ali pa da bo centralni tečaj tolarja kmalu potrebno popraviti navzgor (revalvacija tolarja). Oboje pomeni manjše tveganje možnega neizpolnjevanja maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja v primerjavi z prejšnjim (obratnim) primerom. Zaradi omenjene asimetrije je apreciacija valute bolj sprejemljiva kot depreciacija, čeprav bi jo bilo treba verjetno utemeljevati (velikost odmika od centralnega tečaja, trajanje odmika, vzrok odmika - zunanje okoliščine izven kontrole ali domači vzroki – in primernost reakcije ekonomskih politik). Revalvacija valute sama po sebi ni v nasprotju s konvergenčnim kriterijem glede stabilnosti tečaja, vendar pa se postavlja vprašanje, kako pogoste spremembe centralnega tečaja so še lahko konsistentne s pojmom stabilnosti deviznega tečaja, ki jo ta konvergenčni kriterij zahteva. Z drugimi besedami, ali je valuta, ki bi morda nekajkrat revalvirala v obdobju sodelovanja v ERM2, dokazala odsotnost tržnih pritiskov in zadostno stabilnost deviznega tečaja, da bi se lahko kvalificirala za prevzem evra? Prenizek centralni tečaj tolarja bi ekonomsko gledano prispeval k večji konkurenčnosti slovenskega gospodarstva, k izboljšanju tekočega računa plačilne bilance, vplival bi na višjo ekonomsko rasti in zaposlenost, vendar pa bi vplival tudi na višjo inflacijo.

Idealno bi bilo, da bi bil vstopni centralni tečaj ob vstopu Slovenije v ERM2 blizu tedanjemu tržnemu, da bi v vsem obdobju sodelovanja v ERM2 ostal nespremenjen in da bi bil to tudi

izstopni centralni tečaj iz ERM2, ki je hkrati konverzijski tečaj med tolarjem in evrom ob prevzemu evra. Vendar pa je to manj verjetni scenarij. V času razvojnega dohitevanja prihaja do spreminjanja ravnotežnega realnega tečaja, kar vpliva na vzdržnost centralnega tečaja, toliko bolj, čim dlje traja sodelovanja v ERM2. Če država poskuša skrajšati bivanje v ERM2 na minimalno nujno obdobje dveh let, s tem povečuje možnosti, da ostaja centralni tečaj nespremenjen, kar je lahko prednost pri ocenjevanju dosežene stabilnosti deviznega tečaja. Pogosto spreminjanje centralnega tečaja (in/ali močne in pogoste intervencije centralne banke, ki to lahko »umetno« nadomestijo) deluje v drugo smer.

Glede na to, da optimalnega centralnega tečaja ob vstopu v ERM2 ni mogoče povsem natančno objektivno določiti, je smiselno pretehtati tveganja napake v eno ali drugo smer. Če pričakujemo v obdobju sodelovanja v ERM2 predvsem probleme z nominalno konvergenco (konkretno predvsem z izpolnjevanjem inflacijskega maastrichtskega konvergenčnega kriterija), je bolje nekoliko preceniti kot pa podceniti domačo valuto. Če po drugi strani pričakujemo v obdobju sodelovanja v ERM2 predvsem probleme z realno konvergenco (konkretno z razvojnimi dohitevanjem ali kar z ekonomsko rastjo in zaposlenostjo) je domačo valuto bolje nekoliko podceniti, raje kot pa preceniti. Gre za vprašanje kje, na vrhu ali na dnu pasu možne izbire centralnega tečaja je tega bolje nastaviti glede na ohlapno informacijo, ki jo lahko da ocenjevanje realnega ravnotežnega tečaja.

Tu gre upoštevati še dva momenta. Prvič, evropska stran bo verjetno prej podprla centralni tečaj, ki bo rahlo precenil valuto države, ki vstopa v ERM2, kot pa centralni tečaj, ki bi valuto podcenil. To izvira iz vkoreninjenega strahu pred konkurenčnimi prednostmi na podlagi podcenjenega tečaja, vendar pa je vprašanje, koliko je to relevantno za majhno državo kot je Slovenija. Drugič, centralni tečaj je smiselno nastaviti tudi v odvisnosti od tega, v katero smer se pričakuje gibanje tržnega deviznega tečaja oziroma odvisno od tega kakšno trendno gibanje tržnega tečaja si morda želimo. Če bi želeli nadaljevati z dosedanja politiko uravnavanega drsenja in še nadalje postopno marginalno depreciirati domačo valuto v podporo izvoznikom tudi v okviru ERM2 (za hip predpostavimo, da je to možno, čeprav to glede na pravila ERM2 in konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja praktično ni mogoče), bi bilo smiselno nastaviti vstopni centralni tečaj tako, da bi precenil domačo valuto. In obratno, če pričakujemo, da bo zaradi priliva kapitala iz tujine ali pa zaradi delovanja Balassa-Samuelson efekta nominalni tečaj domače valute v času appreciiral, bi bilo smiselno nastaviti vstopni centralni tečaj tako, da bi podcenil domačo valuto. S tem bi si odprli možnost, da v času appreciira, ne da bi to prehitro trčilo ob najprej ožje in nato morda tudi širše meje dovoljenega tečajnega pasu okrog centralnega tečaja in/ali da ne bi bilo treba prehitro oziroma prepogosto revalvirati centralni tečaj.

S tem smo nakazali glavna tveganja povezana z izbiro centralnega tečaja in njegovimi spremembami v času sodelovanja v ERM2. Prikazali smo nekatere dileme in smeri delovanja ekonomske politike, ki naj glede na izbrane cilje minimizirajo ta tveganja in nevtralizirajo njihove vplive. Pri tem ugotavljamo, da nedefiniranost in netransparentnost pravil ERM2 in

predvsem nejasnosti in možnost diskrecije pri ocenjevanju izpolnjevanja maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja preprečujejo natančnejšo opredelitev tveganj povezanih v ERM2, kontrolo nad njimi in odpravo njihovih negativnih posledic z reakcijami ekonomskih politik.

### **Tveganja zaradi izbire širine pasu dopustnih nihanj okrog centralnega tečaja v ERM2**

Za nove članice EU je predvideno, da se bodo vključile v ERM2 s širšim pasom dopustnega nihanja tržnega tečaja okrog centralnega tečaja, ki je 15% na vsako stran okrog centralnega tečaja. V ERM2 tržni devizni tečaj mora ostati v tem 30% pasu, na mejah tega pasu je namreč obvezna intervencija, tako s strani države članice kot s strani ECB, ki je v načelu neomejena in ki poskrbi, da tržni devizni tečaj res ostane znotraj tega pasu. Širši pas nihanja tečajev naj bi bil primeren za nove članice EU zaradi njihovih strukturnih specifičnosti in še nezadostne realne konvergence, pa tudi ker bodo po vstopu v EU izpostavljene različnim šokom, ki še zahtevajo določeno stopnjo fleksibilnosti deviznega tečaja. To naj bi jim omogočale predvsem širše meje pasu nihanj tečaja, pa tudi možnost korekcije samega centralnega tečaja. Ozke meje nihanja tečaja naj bi jih preveč in prehitro utesnjevale in jim jemale potrebno fleksibilnost deviznega tečaja. V načelu je mogoča tudi odločitev za ozke meje dopustnega nihanja,  $\pm 2,25\%$  na vsako stran centralnega tečaja. Izbira ožjih meja je mogoča le v dogovoru z ECB in država jo mora dobro utemeljiti. To naj bi bila le izjema, za države, ki so že doslej dosegle visoko stopnjo konvergence.

Iz tega sledi, da je za Slovenijo najbolj verjetno, da se bo odločila za široke meje nihanja tečaja v okviru ERM2. Tudi če bi si želeli odločiti za ožje meje, je malo verjetno, da bi tako odločitev lahko dovolj argumentirali in še manj, da bi jo ECB sprejela. Slovenija s svojim režimom uravnavanega drsenja in blago trendno depreciacijo nominalnega deviznega tečaja tolara ne bi bila ravno prepričljiv kandidat za izbiro ožjih meja nihanja tečaja v okviru ERM2, vsaj v primerjavi z drugimi državami novimi članicami EU. Drugače je s tistimi novimi članicami EU, ki so že doslej uporabljale režim fiksnega tečaja in dejansko držale devizni tečaj skozi daljše obdobje nespremenjen. Zlasti za države s popolnoma fiksnim tečajem, kot je valutni odbor (currency board) v načelu velja, da ne bodo rabile fleksibilnosti deviznega tečaja, tako da ne potrebujejo niti širših in celo niti ožjih meja nihanja tržnega deviznega tečaja okrog centralnega tečaja. Formalno sicer v režimu ERM2 lahko prevzamejo ožje meje nihanja (širše bi bile nesmiselne in bi le begale devizne trge), dejansko pa bi te bile brezpredmetne, saj bi prevzele enostransko strožjo zavezo vzdrževati popolnoma fiksni tečaj v okviru valutnega odbora, brez kakršnihkoli meja nihanja okrog centralnega tečaja. Gre za to, da so državam, ki uspešno uporabljajo valutni odbor, omogočili, da s tem kot enostransko strožjo zavezo vstopijo v ERM2 in s tem izpolnijo pogoje bivanja v evro čakalnici, ne da bi morali dva krat spremeniti svoj deviznotečajni režim. Za ostale nove članice EU, enako kot za Slovenijo, velja, da jim bodo priporočili (ali pa vsilili) širše meje nihanja tečaja, tudi če bi same izbrale drugače.

Maastrichtski konvergenčni kriterij glede stabilnosti deviznega tečaja govori o »upoštevanju normalnih meja nihanja deviznega tečaja v ERM2«. Pri tem je najprej potekala razprava o tem, kaj so »normalne« meje nihanja tečaja, 2,25% ali 15% na vsako stran okrog centralnega tečaja. V originalnem ERM so bile namreč prvotno določene meje  $\pm 2,25\%$ , ki so jih šele po krizi ERM leta 1993 povečali na  $\pm 15\%$ . Ker so te širše meje ostale, tudi ko so se razmere pomirile, naj bi te veljale za »normalne«, kar je verjetno osnova za normalno širino pasu dopustnih nihanj tudi v ERM2, ki jo predvidevajo za nove članice EU. Problem pa je v tem, da zlasti Evropska komisija v zadnjem času poudarja, da se bo stabilnost deviznega tečaja pri ocenjevanju izpolnjevanja maastrichtskih konvergenčnih kriterijev merila strožje, tako da se bo zahtevalo, da se tržni tečaj giblje v bližini centralnega tečaja, kar naj bi pomenilo v okviru ožjega pasu nihanj deviznega tečaja  $\pm 2,25\%$  okrog centralnega tečaja. To utemeljujejo tudi z dosedanja prakso v preteklih konvergenčnih poročilih, ko se je stabilnost deviznega tečaja merila upoštevaje ožje meje nihanja tečaja. Tržni devizni tečaj naj bi smel le izjemoma (na kratek rok, zaradi zunanjih okoliščin izven kontrole države, v smeri apreciacije, ne pa depreciacije, pri tem, da bi se naj korekcija izvršila z ustreznimi ukrepi ekonomske politike) presegati ožje meje, ne da bi s tem porušil oceno o stabilnosti deviznega tečaja in s tem izpolnjevanje tega maastrichtskega konvergenčnega kriterija. S tem se bodo nove članice EU znašle v določenem protislovju. Formalno se bodo v okviru pravil mehanizma ERM2 zavezale k upoštevanju širših meja nihanja, vendar pa bodo morale praktično upoštevati ožje meje, če bodo hotele izpolniti maastrichtske konvergenčne kriterije, izstopiti iz ERM2 in prevzeti evro. S tem se zmanjšuje domnevna prednost ERM2, češ da omogoča novim članicam EU poleg stabilnosti tečaja še njegovo zadostno fleksibilnost. Povečuje se tveganje, da ne bodo mogle izpolniti maastrichtskih konvergenčnih kriterijev in da bodo obtičale v ERM2 daljše obdobje, ne da bi lahko vstopile v območje evra, daljše obdobje sodelovanja v ERM2 pa prinaša dodatna tveganja. In končno, mogoče je trditi, da s tem večje breme odgovornosti in financiranja intervencij pade na te države same in manj na ECB. Če so formalne meje nihanja v ERM2  $\pm 15\%$ , dejanske meje pa  $\pm 2,25\%$ , je očitno, da je obveza ECB, da s svojo intervencijo podpira stabilnost valut novih članic EU le bolj ali manj formalna, saj morajo te že same poskrbeti, da bo tržni devizni tečaj ostajal v ožjih mejah okrog centralnega tečaja.

Poglejmo, kakšne so domnevne prednosti in slabosti širših meja nihanja tečaja v primerjavi z ožjimi oziroma katere nosijo večja tveganja. Širše meje nihanja omogočajo večjo fleksibilnost deviznega tečaja, celo vodenje določene politike deviznega tečaja (tipa uravnavanega drsenja) v okviru teh meja, omogočajo večjo intervencijo znotraj teh meja, manjša je potreba po intervenciji na mejah pasu in manjša je potreba po korekciji centralnega tečaja. Širše meje nihanja deviznega tečaja omogočajo lažje absorbirati pritiske prilivov tujega kapitala ali Balassa-Samuelson učinka ter so vsaj v načelu učinkovitejše zoper špekulativne napade na valuto, saj dajejo centralni banki več manevrskega prostora, špekulantom pa manj nedvoumne signale glede tega kdaj in do kam bo centralna banka branila obstoječi centralni tečaj. Po drugi strani pa ožje meje pomenijo strožjo zavezo centralne banke k stabilnosti deviznega tečaja. Sporočajo, da ima tečajni cilj prednost pred možnimi alternativnimi cilji

ekonomske politike, npr. pred inflacijskim ciljem. Sporočajo, da se je taka država že v veliki meri pripravljena odreči fleksibilnosti oziroma uporabi deviznega tečaja in da drugi, alternativni mehanizmi prilagajanja že delujejo in prevzemajo vlogo deviznega tečaja. Ožje meje nakazujejo večjo stabilnost deviznega tečaja, s tem vodijo tržna pričakovanja in povečujejo kredibilnost centralne banke na poti do evra.

Našteli smo prednosti ene in druge izbire, ki so seveda tudi slabosti obratne izbire. Iz tega razberemo osnovna tveganja: Ožje meje ne omogočajo zadostne fleksibilnosti tečaja, ne omogočajo rezidualne uporabe samostojne monetarne in deviznotečajne politike, težje se upirajo pritiskom B-S učinka ali neto kapitalskih prilivov, lahko privabijo špekulativne napade, se jim težje ubranijo, če do njih pride, zahtevajo več intervencije in/ali korekcij centralnega tečaja in s tem ogrožajo doseganje maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja. Širše meje pomenijo manjšo zavezanost k stabilnosti tečaja in večjo izbiro med alternativnimi cilji ekonomske politike, s tem pa tudi možnost nekonsistentnosti med ekonomskimi politikami, manjšo kredibilnost centralne banke in manj izrazito usmerjanje tržnih pričakovanj.

### **Tveganja zaradi možne spremembe centralnega tečaja v okviru ERM2**

Centralni tečaj v ERM2 naj bi odražal ravnotežni realni tečaj ob vstopu v ERM2. Po eni strani naj bi bil ta v obdobju sodelovanja v ERM2 čim bolj stabilen, kar pomeni, da bi naj ostal po možnosti nespremenjen ves čas sodelovanja v ERM2 in da bi naj to bil tudi izstopni tečaj iz ERM2, ki je dokončni konverzijski tečaj v evro ob prevzemu evra. Taka idealna rešitev bi nedvomno odražala visoko stopnjo stabilnosti deviznega tečaja. Vendar pa v času prihaja do sprememb ravnotežnega realnega tečaja, že zaradi samega procesa razvojnega dohitevanja, kar se lahko pokaže prek delovanja Balassa-Samuelson (B-S) efekta ali pa neto kapitalskih prilivov iz tujine. Koliko je mogoče te spremembe absorbirati na drugačen način (z intervencijo znotraj ali na mejah dopustnega pasu nihanj tržnega deviznega tečaja okrog centralnega tečaja ali pa z nastavitvijo začetnega precenjenega ali podcenjenega centralnega tečaja), koliko pa z korekcijo centralnega tečaja je odvisno od: a) širine pasu dopustnih nihanj tečaja, b) sprejemljivosti intenzivnosti intervencije na deviznem trgu, ne da bi to rušilo koncept »stabilnega tržnega deviznega tečaja, brez pritiskov na deviznem trgu« ki je vsebovan v maastrichtskem konvergenčnem kriteriju glede stabilnosti deviznega tečaja, in c) dolžine bivanja v ERM2.

V zvezi z omenjenimi nejasnostmi okoli interpretacije pravil ERM2 in zlasti okoli izpolnjevanja maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja bo za Slovenijo enako kot za ostale nove članice EU pomembno vprašanje a) kako pogoste in/ali obsežne spremembe centralnega tečaja se bodo zahtevale oziroma tolerirale, b) ali se bodo tolerirale le navzgor, v smeri revalorizacije valute, ne pa navzdol, v smeri devalorizacije valute, in c) koliko intervencije znotraj meja in na mejah dopustnega pasu nihanj tečaja se bo dopuščalo. Gre za vprašanje, kako se bodo sproščali in reševali pritiski na deviznem trgu, če bodo ti

obsežnejši, dolgotrajnejši in predvsem enostranski. Sprememba centralne paritete, čeprav morda zaradi »lepote« dokazavovanja stabilnosti deviznega tečaja sama po sebi ni zaželena, je v mehanizmu ERM2 predvidena, raje kot da bi pritiski postali nevzdržni in povzročali perverzne reakcije ekonomskih politik. Do spremembe centralnega tečaja v ERM2 lahko pride na iniciativo obeh strani, same države in ECB. Sprememba mora biti pravočasna, saj predolgo vztrajanje na nepravem centralnem tečaju direktno vabi špekulativne napade na valuto. V načelu so glede na pravila ERM2 možne korekcije centralnega tečaja tako navzgor kot navzdol, vendar pa so v praksi možne le revalvacije valut. Devalvacije valute so onemogočene s tem, da v tem primeru država ne izpolni maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti tečaja in mora začeti šteti minimalno potrebno dveletno obdobje za dokazovanje stabilnosti deviznega tečaja na novo. S tem je torej devalvacija valute praktično izključena, vsaj za tiste članice ERM2, ki imajo ambicijo kratkega bivanja v ERM2 in hitrega prevzema evra. Pri tem pa ostaja nejasno, kako bi se interpretirala devalvacija valute, če bi se korekcija centralnega tečaja opravila na zahtevo ECB, saj konvergenčni kriterij glede stabilnosti deviznega tečaja eksplicitno preprečuje le devalvacijo na lastno iniciativo. Ker že depreciacija valute preko meja ožjega pasu ni zaželena in ogroža izpolnjevanje tečajnega konvergenčnega kriterija, je mogoče sklepati, da tudi devalvacija valute, ki ne bi bila izvedena na lastno iniciativo, s stališča izpolnjevanja tega konvergenčnega kriterija ne bi bila sprejemljiva.

Tveganja povezana z možno spremembo centralnega tečaja so naslednja: Že možnost spremembe centralnega tečaja je povabilo špekulativnemu kapitalu, da preizkusi odločnost in zmožnosti centralne banke, da ohrani centralni tečaj, če trgi ocenijo, da centralni tečaj ni več vzdržen. Sprememba centralnega tečaja lahko ogrozi doseganje maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti tečaja, odvisno od intenzivnosti, pogostosti in smeri korekcije centralnega tečaja. Sprememba centralnega tečaja ima tudi ekonomske učinke, saj se s tem tudi pas dovoljenih nihanj tržnega tečaja ustrezno premakne navzgor ali navzdol. Višji tečaj domače valute pomeni tveganje za ekonomsko rast in zaposlenost, nižji pa prispeva k višji inflaciji.

### **Tveganja povezana s smerjo, pogostostjo in intenzivnostjo tečajnih intervencij v ERM2**

Najprej gre za vprašanje koliko intervencije centralne banke na deviznem trgu zaradi vpliva na tržni devizni tečaj je zaželeno ali dopustno glede na pravila ERM2 in maastrichtski konvergenčni kriterij glede stabilnosti tečaja, nato kakšna je pri tem vloga druge strani (ECB) in končno kakšna so s tem povezana tveganja. Pravila ERM2 predpisujejo obvezno intervencijo na zgornji in spodnji meji pasu dopustnih nihanj okrog centralnega tečaja. Glede na to, da se za nove članice (vsaj nekatere, med njimi Slovenijo) predvideva uporaba širših meja nihanja  $\pm 15\%$  okrog centralnega tečaja, to pomeni, da mora obvezna in neomejena intervencija vzdrževati tržni tečaj v širokem pasu  $30\%$  okrog centralnega tečaja. Iz tega bi sledilo, da se uporaba intervencije na širših mejah predvideva le izjemoma, v primeru večjih nenadnih šokov na deviznem trgu. To velja še toliko bolj, ker je predvidena tudi korekcija

centralnega tečaja, če bi tržni tečaj imel tendenco dalj časa vztrajati na zgornjem ali spodnjem robu tečajnega koridorja. Toda ker maastrichtski konvergenčni kriterij glede stabilnosti deviznega tečaja pravzaprav implicira uporabo neformalnih ožjih meja nihanja tržnega deviznega tečaja okrog centralnega v pasu  $\pm 2,25\%$ , je očitno potrebna intervencija tudi na teh mejah, ki mora biti skorajda avtomatična in neomejena, če naj tečaj vsaj praviloma ostane znotraj teh meja. Tako zdaj lahko govorimo pravzaprav o štirih nivojih intervencije centralne banke na deviznem trgu. Imamo a) intervencijo znotraj ožjih meja, b) intervencijo na ožjih mejah, c) intervencijo znotraj širših meja (vendar preko ožjih meja), in d) intervencijo na širših mejah pasu dopustnih nihanj okrog centralnega tečaja. Za državo članico ERM2 je formalno obvezna intervencija tipa d), dejansko pa tudi pod b), če želi izpolniti maastrichtske konvergenčne kriterije. Intervencija tipa a) in c) nista obvezni, vendar si država z njima lahko pomaga, da prepreči (ali odloži) potrebo po intervenciji tipa b) in d). Pri tem si lahko pomaga ne le z neposredno intervencijo na deviznem trgu, temveč tudi s politiko obrestnih mer. Breme vseh omenjenih tipov intervencije pade na državo članico ERM2 samo, ECB mora sodelovati le pri intervenciji tipa d), pa še tu se lahko umakne, če oceni, da to ne bi bilo v skladu z njenim osnovnim ciljem varovati stabilnost evra (stabilnost cen na evroobmočju). Zneski, ki jih je ECB rezervirala za intervencijsko podporo valutam novih članic EU v ERM2 so le simbolični, vsekakor nezadostni zoper resnejše špekulativne napade in kažejo, da bodo te država bolj ali manj prepuščene same sebi. Pri intervenciji so na eni strani omejene z velikostjo svojih mednarodnih monetarnih rezerv, če morajo podpirati svojo valuto, na drugi strani pa z možnostjo sterilizirati vplive presežkov deviz na deviznem trgu, če žele preprečevati apreciacijo svojih valut.

Vsebinsko se postavlja vprašanje, kakšen je domet intervencije na deviznem trgu. V prvem ekstremu je možno gledati, da so intervencije lahko le marginalni korektiv sicer tržnemu gibanju tečaja, ki mora že sam po sebi biti dovolj stabilen. Intervencije tedaj preprečujejo le nepotrebna nihanja, so kratke, obojestranske, zmerne obsega, in aktivirane le v primeru večjih šokov izven kontrole države. V drugem ekstremu je v okviru dopustnega pasu nihanja tečaja okrog centralnega tečaja mogoče intenzivno in diskrecijsko uporabljati intervencijo, tudi enostransko, in trendno vplivati na višino in smer gibanja tržnega tečaja. Skratka, tudi v okviru ERM2 naj bi morda bilo mogoče voditi nekakšno politiko uravnavanega drsenja deviznega tečaja. Čeprav pravila in njihova interpretacija res niso dovolj precizno definirana, je iz vsebine ERM2 in maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja mogoče sklepati, da bo prvo razumevanje vsebine in tehnike intervencije v okviru ERM2 bolj pravilno kot drugo. Iz tega sledi, da bi se Slovenija, če bi se zanašala na možnost določene kontinuitete dosedanjega režima (uravnavanega drsenja tolarja) in politike deviznega tečaja (postopno upadajoče stopnje nominalne depreciacije tolarja) lahko izpostavila določenemu tveganju. Lahko bi se izkazalo, da so možnosti intervencije mnogo manjše, kot se je predpostavljalo, s tem pa bi bilo treba ustrezno korigirati ostale ekonomske politike.

Tveganja z zvezi s tečajnimi intervencijami v okviru ERM2 vidimo torej predvsem v naslednjem: a) možnost napačne ocene dometa in možnosti intervencije in ustrezen učinek na prilagoditev ekonomskih politik, b) možnost neizpolnjevanja maastrichtskega konvergenčnega kriterija v primeru prekomerne uporabe intervencije.

### **Tveganja zaradi prezgodnjega ali prepoznega vstopa v ERM2**

Slovenija je sprejela program vstopa v območje evra, v katerem je opredelila, da namerava do konca leta 2004 vstopiti v ERM2. Glede na to, da za vstop v ERM2 niso predpisani posebej določeni pogoji (kot so maastrichtski konvergenčni kriteriji predpisani kot pogoj za prevzem evra), da naj bi kandidatko načelno sprejeli, če zaprosi za članstvo in če pride do dogovora z ECB glede centralnega tečaja in pasu nihanja tečaja okrog centralnega tečaja (in da s tem ne pričakujemo kakih zapletov) je mogoče predpostaviti, da bo Slovenija res vstopila v ERM2 koncem leta 2004. Ker v ERM2 ni bilo mogoče vstopiti pred članstvom v EU, pa tudi ne takoj po vključitvi v EU, za zdaj tudi druge nove članice EU še niso vstopile v ERM2, najhitreje med njimi se bodo verjetno uspele vključiti v ERM2 nekje poleti ali jeseni 2004, zato bo časovni zamik slovenskega vstopa v ERM2 minimalen in zanemarljiv. Lahko bomo smatrali, da je Slovenija v skupini prvih držav, ki so vstopile v ERM2. Iz tega sledi, da bo tveganje prepoznega vstopa v ERM2 za Slovenijo praktično odpadlo. O tveganju prepoznega vstopa zato lahko razpravljamo le načelno, je pa aktualno za tisto skupino novih članic EU, ki so v zadnjem času preložile nameravani datum prevzema evra in s tem tudi vstopa v ERM2.

Prepozni vstop v ERM2 bi lahko prinesel naslednja tveganja: Odlaganje vstopa v ERM2 pomeni po definiciji tudi odlaganje prevzema evra, saj mora država s svojim vsaj dveletnim članstvom v ERM2 dokazovati stabilnost svojega deviznega tečaja pred prevzemom evra. Ob predpostavki, da prevzem skupne valute za državo prinaša neto prednosti (koristi večje kot stroške), in da si država želi hitrega vstopa v območje evra, da bi čim prej realizirala te neto prednosti, odlaganje vstopa v ERM2 prinaša dodatna tveganja, povezana z odlaganjem prevzema evra. Smatra se, da članstvo v ERM2 prinaša večja tveganja kot članstvo v evro območju. Če nič drugega, s prevzemom evra odpadejo problemi nestabilnosti deviznega tečaja in možnosti špekulativnih napadov na valuto. Z drugimi besedami, s prehodom iz ERM2 v območje evra država vstopa v varnejše in stabilnejše okolje, res pa se ob tem izpostavi novim, drugačnim tveganjem (o čemer razpravljamo v naslednjem delu). V primeru prepoznega vstopa v ERM2 se država izpostavlja tudi možnosti, da izgubi določene konkurenčne prednosti glede na ostale nove članice ERM2, ki so prej vstopile v ERM2 (o tem bomo razpravljali posebej). Tveganje povezano s prepoznim vstopom v ERM2 je lahko tudi v tem, da lahko v vmesnem obdobju pride do poslabšanja izpolnjevanja maastrichtskih konvergenčnih kriterijev, npr. do ponovnega neizpolnjevanja prej že izpolnjenih konvergenčnih kriterijev, saj nikjer ni rečeno, da mora v času prihajati do vse boljšega izpolnjevanja konvergenčnih kriterijev. Možna je tudi obratna smer, oddaljevanje od maastrichtskih referenčnih vrednosti, kar je že zdaj videti pri kriteriju javnofinančnega deficita nekaterih večjih novih članic EU.



Glede na to, da se je Slovenija odločila za razmeroma hiter vstop v ERM2, si je potrebno ogledati še tveganja, povezana z eventualnim prezgodnjim vstopom v ERM2. Osnovno tveganje povezano s prezgodnjim vstopom v ERM2 je, da država tvega, da ne bo mogla dovolj hitro izpolniti maastrichtskih kriterijev, tako da bi po minimalno potrebnem obdobju dveh let lahko prestopila iz ERM2 v območje evra. V tem primeru se izpostavlja nevarnosti, da obični v ERM2 dalj časa in s tem nepotrebno dolgo nosi tveganja, ki jih s seboj nosi sodelovanje v ERM2. Iz tega sledi, da je smiselno vstopiti v ERM2 šele tedaj, ko se ocenjuje, da bo država pravočasno lahko izpolnila maastrichtske konvergenčne kriterije, tako da bo po minimalnem obveznem obdobju članstva v ERM2 lahko iz tega izstopila in prevzela evro. V tem oziru je program slovenskega vstopa v območje evra konsistenten, saj je razmeroma hitri vstop v ERM2 povezan tudi z razmeroma hitrim prevzemom evra. Večina držav razmišlja in načrtuje podobno, izjema je le Madžarska, ki namerava ostati v ERM2 dlje kot je nujno potrebno. Naslednje tveganje povezano s hitrim vstopom v ERM2 je, da se ni mogoče učiti na izkušnjah in napakah drugih novih članic EU (izkušnje iz sodelovanja Grčije in Danske v ERM2 so le delno uporabne za nove članice EU) in da ni mogoče počakati da bodo pravila delovanja ERM2 in interpretacije izpolnjevanja maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja precizneje opredeljene in po potrebi morda tudi redefinirane. Država, ki bi dovolj dolgo zavlačevala z vstopom v ERM2, kot npr. zdaj Švedska, teoretično gledano lahko celo dočaka, da ERM2 kot prehodna faza pred prevzemom evra sploh ne bi bil več potreben (ker bi to lahko npr. sprožil vstop VB v evro območje), vendar pa verjetnost tega ni zelo visoka.

### **Tveganja zaradi predolgega bivanja v ERM2**

Zaradi makroekonomskih tveganj, ki jih sodelovanje v ERM2 prinaša članicam (izpostavljenost kapitalskim tokovom in njihovi volatilitosti, možnosti absorbiranja B-S efekta oziroma možna konfliktnost med nominalno in realno konvergenco, možnost nekonsistentnosti med posameznimi ekonomskimi politikami, možnost neizpolnitve maastrichtskih konvergenčnih kriterijev) tako v akademski literaturi kot v strategijah držav novih članic EU prevladuje stališče, da je koristno omejiti bivanje v ERM2 na minimum, na obvezni dve leti sodelovanja. Pri tem zaradi natančnosti omenimo, da gre pravzaprav za več kot dve leti. Po dveh letih sodelovanja v ERM2 je namreč šele mogoče oceniti izpolnjevanje maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja in s tem tudi izpolnjevanje vseh konvergenčnih kriterijev. Med to oceno in dejanskim vstopom v EMU tečejo administrativne in logistične aktivnosti, ki lahko zahtevajo od nekaj mesecev do skoraj enega leta, odvisno tudi od tega, kdaj znotraj leta je ta ocena podana. Dosedanja praksa kaže, da je – verjetno zaradi statističnih, fiskalnih ali drugih razlogov – prevzem evra bil vedno izveden na začetku leta. S tega vidika je slovenski program prevzema evra konsistenten le, če bi se vstop v ERM2 zgodil vsaj nekaj mesecev pred koncem leta 2004. V nasprotnem primeru bi težko ujeli uvedbo evra že na začetku 2007, ter bi morali počakati verjetno do začetka leta 2008.

Tveganje predolgega bivanja v ERM2 je v tem, da se država nepotrebno dolgo izpostavlja sistemskim slabostim ERM2, omejitvam ekonomske politike, ki jih ta prinaša in ustreznim nevarnostim, ne da bi bila nagrajena s hitrim vstopom v območje evra, kjer se tveganja predrugačijo in v bistvu zmanjšajo. Tako tveganje je mogoče kontrolirati s tem, da mora država, ki vstopi v ERM2 čim bolj zanesljivo vedeti, da bo po (dobrih) dveh letih lahko iz ERM2 izstopila in prevzela evro. To pomeni, da bo lahko pravočasno izpolnila maastrichtske konvergenčne kriterije, in da evropska stran ne bo postavljala dodatnih nepričakovanih ovir vstopu v območje evra. V kolikor bi glede enega ali drugega obstajali resni dvomi, je verjetno boljša strategija nekoliko počakati z vključitvijo v ERM2. Na splošno pa velja, da daljše bivanje v ERM2 ne prinaša dodatnih tveganj poleg tistih, ki jih nosi s seboj tudi že minimalno dvoletno bivanje v ERM2. Toda državo tem tveganjem izpostavlja dalj časa in s tem omogoča, da se dejansko realizirajo in da se njihovi negativni učinki lahko kumulirajo.

### **Tveganja zaradi odstopanja od dinamike vključevanja glede na druge nove članice EU**

S tem, ko so nove članice EU že izrazile svoje načelne preference in objavile vsaj približne časovne načrte vključevanja v ERM2 je del tega tveganja pravzaprav že postal neaktualen. Zdaj je nekaj stvari že dorečenih. Ve se, da bo presojanje o primernosti vstopa v ERM2 za te države individualno, od primera do primera. Vstop v ERM2 ne bo skupinski (kot je to bilo pri vstopu v EU), temveč bo posamezna kandidatka morala dokazati svojo zrelost in se pogoditi o osnovnih pogojih sodelovanja v ERM2 (določitev centralnega tečaja in pasu dovoljenih nihanj tečaja). Prav tako je že jasno, da glede tempa vključevanja v ERM2 lahko govorimo o dveh skupinah držav, hitrih in nekoliko počasnejših, pri čemer Slovenija spada v skupino prvih.

Domnevamo lahko, da bodo trgi (in tudi bonitetne agencije) bolje ocenili tiste nove članice EU, ki bodo prej vstopile v ERM2. Četudi se s tem prej kot druge izpostavljajo dodatnim tveganjem, ki izvirajo iz članstva v ERM2, pa je po drugi strani res, da s tem dokazujejo odločenost za večjo makroekonomsko stabilnost in temu ustrezno vodenje ekonomskih politik in namen hitrega prevzema evra. Trgi naj bi to nagradili z znižanjem rizične premije obrestnih mer, večjimi tujimi vlaganji in trgovinskimi tokovi s takimi državami. Druga skupina bo, (tudi glede na vzrok odlaganja, ki je pravzaprav izsiljeno zaradi nezmožnosti pravočasne izpolnitve maastrichtskih konvergenčnih kriterijev, ne pa prostovoljna izbira) prej ocenjena kot problematična in sumljiva kot pa previdna in pričakujemo lahko, da se bo to poznalo pri obrestnih merah, prilivih tujega kapitala in trgovinskih tokovih.

Ko govorimo o dveh skupinah, bolj in manj hitrih držav, je tveganje zaradi različne dinamike vključevanja v ERM2 manj očitno kot bi bilo v hipotetičnem primeru, da bi le nekaj držav, ali celo ena sama, odstopala od ostalih novih članic EU. V tem primeru bi trgi prav verjetno ocenili, da je s tako državo nekaj narobe in jo ustrezno obravnavali (kaznovali). Taka možnost je danes neaktualna, vendar je še pred kakim letom izgledala povsem realna, saj te države med seboj niso usklajevale strategij glede dinamike vstopa v ERM2 in v območje evra. Za

Slovenijo lahko sklenemo, da se je tovrstnemu tveganju pravzaprav bolj ali manj izognila, saj se je priključila skupini držav, ki nameravajo hitro vstopiti v ERM2. Morda bo nekaj konkurenčne prednosti izgubila glede na tiste države, ki bodo vstopile v ERM2 kak mesec prej, vendar pa to tveganje lahko ocenimo kot zanemarljivo, še zlasti, če bo ob vstopu prvih novih članic EU v ERM2 datum vstopa Slovenije že natančno poznan.

### **Tveganja zaradi neizpolnjevanja maastrichtskih konvergenčnih kriterijev**

Morda najpomembnejše tveganje po vstopu v ERM2 je povezano z vprašanjem ali bo Slovenija sposobna pravočasno izpolniti maastrichtske konvergenčne kriterije. Če bi smatrali, da je ERM2 varen tečajni mehanizem, v katerem je udobno bivati dalj časa in če bi smatrali, da se nam v prevzemom evra ne mudi, vprašanje pravočasne izpolnitve konvergenčnih kriterijev pač ne bi bilo kritično. Ker pa je ravno obratno, Slovenija si želi hitrega prevzema evra, ERM2 pa ocenjujemo kot potencialno nestabilen in nevaren tečajni mehanizem, v katerem je smiselno ostati čim krajši čas, torej le predpisani minimalni dve leti, je vprašanje pravočasne izpolnitve maastrichtskih konvergenčnih kriterijev kritično in ključno pri vodenju ekonomskih politik. Po vstopu v ERM2 in do vstopa v območje evra bodo ekonomske politike prioriteto usmerjene v zagotavljanje pogojev za izpolnitev maastrichtskih konvergenčnih kriterijev, tako da bodo alternativni cilji (ekonomska rast, zaposlenost,) temu morali biti podrejeni. Najpomembnejše bo po dveh letih sodelovanja v ERM2 dobiti oceno, da so konvergenčni kriteriji izpolnjeni, s tem pa se odpre pot v območje evra.

Potrebno je izpolniti vseh pet konvergenčnih kriterijev. Slovenija za zdaj izpolnjuje tri konvergenčne kriterije (glede obrestnih mer, javnofinančnega deficita in javnega dolga), dveh pa še ne (glede inflacije in stabilnosti deviznega tečaja). Pozornost bo morala biti usmerjena v dva še neizpolnjena konvergenčna kriterija, inflacijo in stabilnost tečaja, vendar pa tudi v tretjega, ki ga za zdaj sicer izpolnjujemo – javnofinančni deficit. Glede na dodatna bremena fiskalne politike po vstopu v EU in v ERM2, kjer mora prevzeti največji del bremena makroekonomske stabilizacije in glede na dejstvo, da razlika do maastrichtske referenčne vrednosti le ni tako velika, bo v času bivanja v ERM2 nenehno treba paziti, da javnofinančni deficit ostane v zdravih mejah. Glede izpolnjevanja inflacijskega konvergenčnega kriterija je kot del programa prevzema evra zastavljen protiinflacijski načrt ukrepov ekonomske politike, ki naj pravočasno zagotovi izpolnitev tega konvergenčnega kriterija.

Na tem mestu želimo posebej opozoriti na tveganja pri izpolnjevanju maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti tečaja. Ta tveganja smatramo za posebno pomembna in morda najmanj obvladljiva, saj v največji meri izvirajo iz nedefiniranosti pravil in njihove interpretacije. Gre za to, da vsaj za zdaj ni mogoče reči, kakšen režim deviznega tečaja in kakšna politika deviznega tečaja je v okviru ERM2 še sprejemljiva, ne da bi država po dveh letih sodelovanja v ERM2 tvegala oceno, da ni izpolnila kriterija stabilnosti deviznega tečaja in da zato ne more prevzeti skupne valute, ter da mora zato na novo začeti meriti svoje dvoletno bivanje v ERM2. Pri tem gre za vrsto zahtevnih vsebinskih in tehničnih

vprašanj povezanih s pravili ERM2 in konvergenčnim kriterijem glede stabilnosti deviznega tečaja. Nedorečena so med drugimi zlasti naslednja vprašanja: Koliko intervencije (po obsegu in pogostosti) je dopustno znotraj dovoljenih meja nihanja tečaja? Kako pogoste in kako intenzivne spremembe centralnega tečaja so sprejemljive? Kako je z domnevno asimetričnostjo med apreciacijo in depreciacijo tečaja? Kaj se šteje kot pritisk na deviznem trgu? Ali je v mejah dopustnih nihanj mogoče de facto voditi politiko uravnavanega drsenja tečaja?

Ker smernice o tem, kakšna je še sprejemljiva politika deviznega tečaja (in sama gibanja tečaja) niso dovolj natančno opredeljene, se država v ERM2 izpostavlja tveganju, da vodi preveč fleksibilno politiko deviznega tečaja in s tem ne dokaže predpisane stabilnosti tečaja. Po drugi strani pa se lahko odloči za preveč konzervativen pristop in s tem prevzame tveganje, da ni izrabila prednosti rezidualne fleksibilnosti deviznega tečaja, ki jo članstvo v ERM2 dopušča. S tem se odreka možnosti uporabe deviznega tečaja zoper absorpcijo šokov in za pospeševanje procesov konvergence z EU.

Če povzamemo, ob vstopu v ERM2 se bo Slovenija izpostavila tveganju, da ne bo mogla pravočasno izpolniti maastrichtskih konvergenčnih kriterijev in po dobrih dveh letih prevzeti evro. Medtem ko je večina konvergenčnih kriterijev pod domačo kontrolo, in je doslej neizpolnjene s konsistentnimi ekonomskimi politikami mogoče izpolniti, pa se še zlasti pri konvergenčnem kriteriju glede stabilnosti deviznega tečaja Slovenija, enako kot druge nove članice EU, izpostavlja tveganju, da bo kljub najboljšemu namenu na koncu deležna ocene, da ni dokazala zadostno stabilnost deviznega tečaja, zgolj zato, ker pravila in njihova interpretacija vsaj za zdaj niso dovolj jasno opredeljena.

### **Tveganja zaradi močnih kapitalskih tokov in njihove volatilnosti**

Novo članice EU so bile že doslej v obdobju tranzicije izpostavljene precejšnjim kapitalskim tokovom s tujino in so beležile znaten neto kapitalski priliv iz tujine. Ta jim je pomagal financirati razliko med domačimi investicijami in prihranki oziroma deficit tekočega računa plačilne bilance (ali če tega ni bilo, povečanje mednarodnih monetarnih rezerv). Z vidika makroekonomske stabilnosti in tveganj ni vseeno, ali so kapitalski prilivi v obliki neposrednih tujih investicij, zadolževanja v tujini, ali portfeljskih naložb. S tem, ko so v procesu sprejemanja *acquisa morale* popolnoma odpraviti vse preostale kapitalske omejitve (razen redkih izpogajanih izjem), so se te države popolnoma odprle prostim tokovom kapitala s tujino. Mogoče je domnevati, da se bodo z njihovim vstopom v EU, ERM2 in EMU kapitalski prilivi še povečevali. Za to govorijo še vedno višje obrestne mere v teh državah in še vedno nižje razmerje med kapitalom in delom v teh državah, svoje pa bodo odigrala tudi pričakovanja konvergence (*convergence play*), ko bodo postale pred prevzemom evra kredibilne bodoče članice območja evra.

Kapitalski prilivi povečujejo pritiske na deviznem trgu. Vodijo v apreciacijo domače valute. Devizni tečaj domače valute potiskajo proti zgornjemu robu dopustnih nihanj tržnega tečaja okrog centralnega tečaja. Če zaradi obsežnejših in trajnejših prilivov tujega kapitala tečaj dalj časa vztraja na zgornji meji tečajnega koridorja, to lahko izzove spremembo centralnega tečaja, korekcijo v smeri revalorizacije domače valute. Če država poizkuša ohranjati stabilnost deviznega tečaja z intervencijo znotraj dovoljenega pasu nihanj, se s tem izpostavlja nevarnosti monetarne ekspanzije ali pa se mora opreti na sterilizirano intervencijo, katere učinkovitost v daljšem obdobju pa je vprašljiva in povezana z znatnimi stroški. Kapitalski prilivi iz tujine se lahko prelijejo tudi prek bančnega sektorja v kreditno ekspanzijo in morda tudi v poslabšanje kvalitete danih kreditov, kar pomeni tveganje finančne krize.

Če se tržna ocena obrne, lahko nastopi tudi obratni proces, odliv tujega kapitala (ki mu sledi tudi beg domačega kapitala). Do spremembe tržne ocene lahko pride, če se ugotovi nastanek nekaterih osnovnih makroekonomskih neravnotežij (npr. pretiran deficit tekočega računa plačilne bilance) ali pa preprosto zaradi vplivov od zunaj, ki nimajo zveze z makroekonomsko stabilnostjo v državi, npr. ker problemi nastopijo v kaki primerljivi državi. V tem primeru pride do naglega in velikega odliva kapitala (zlasti kratkoročnega, predvsem portfeljskega), nastopijo veliki pritiski na deviznem trgu, devizni tečaj domače valute deprecira, potisnjen je na spodnji rob koridorja dopustnega pasu nihanj. Če tečaj vztraja kljub intervenciji na spodnjem robu tečajnega koridorja, lahko izzove potrebo po devalvaciji valute. Možnosti intervencije s strani države so namreč omejene z obsegom njenih mednarodnih monetarnih rezerv.

Zaradi možnosti kapitalskih prilivov in odlivov, pri čemer se nima več možnosti braniti s pomočjo kapitalskih omejitev, je država lahko podvržena špekulativnim napadom na valuto (oziroma na njen tečaj). Če špekulativni kapital oceni, da država ne bo mogla ubraniti centralni tečaj, temveč bo moralo kmalu priti do njegove korekcije, lahko napade tako valuto, zavzame ustrezno odprto devizno pozicijo in z velikimi obsegom angažiranega kapitala dejansko izsili korekcijo centralnega tečaja. Ob tem nosi le omejeno enostransko tveganje, doseže pa lahko velike profite v kratkem času.

ERM2 je sistem mehke vezave tečaja (fiksne tečaja, ki je prilagodljiv) in je kot vmesni tečajni režim med (popolnoma) fiksnim in (prosto) drsečim deviznim tečajem posebej podvržen možnosti špekulativnega napada na valuto. Če špekulativni kapital oceni, da se valuto da napasti, jo bo tudi napadel. Tudi majhne države tu niso izvzete. Možnosti za lastno obrambo so omejene, pomoč s strani ECB pa je vprašljiva. Možnosti za preprečitev špekulativnih napadov na valuto v ERM2 so večje, če država uporablja širše meje dopustnega pasu, če pride do nujne korekcije centralnega tečaja predno se pritiski akumulirajo in če je nasploh kredibilnost ekonomskih politik države čim večja. Kakorkoli že, v ERM2 se država po definiciji izpostavlja tveganju špekulativnih napadov na devizni tečaj, zato je dobro obdobje bivanja v ERM2 omejiti na minimum in nakazati transparentno in časovno opredeljeno strategijo izstopa iz ERM2 in prevzema evra. S prevzemom evra se sicer

kapitalski tokovi lahko celo povečajo, vendar pa tveganje špekulativnih napadov na valuto oziroma na njen devizni tečaj seveda odpade, saj članica monetarne unije nima več svoje valute in deviznega tečaja.

### **Tveganja zaradi Balassa-Samuelson učinka**

Balassa-Samuelson (B-S) učinek pomeni tendenco realne apreciacije domače valute (povečevanje realnega deviznega tečaja domače valute), ki je posledica razvojnega dohitevanja v procesu realne konvergence novih članic EU, ki lovijo ekonomsko razvitost EU. Njegov izvor je strukturne narave, izvira iz različne dinamike povečevanja produktivnosti med menjalnim in nemenjalnim sektorjem. Produktivnost hitreje raste v menjalnem sektorju gospodarstva, kar temu omogoča rast plač, nemenjalni sektor pa poskuša kljub nižji produktivnosti slediti dinamiki plač menjalnega sektorja, kar se doseže z zviševanjem cen v nemenjalnem sektorju. To povzroči višjo rast cen, torej višjo inflacijo, ki je posledica nižje stopnje ekonomske razvitosti in razvojnega dohitevanja. Če je devizni tečaj fiksiran, se B-S učinek realne apreciacije valute namreč odrazi kot višja stopnja inflacije, če pa je tečaj fleksibilen, pa se lahko odrazi tudi kot apreciacija domače valute. Če za zdaj predpostavimo, da bo v ERM2 tečaj bolj ali manj fiksni ali vsaj stabilen, se bo B-S učinek pokazal predvsem v nekaj višji inflaciji. Del inflacije v novih državah članicah EU, ocenjuje se na 1-2 odstotni točki, je mogoče pripisati razvojnemu dohitevanju teh držav, to je posledici delovanja B-S učinka v procesu realne konvergence teh gospodarstev. Tu gre za normalni proces realne apreciacije domače valute, prilagajanja ravnotežnega realnega tečaja v procesu razvojnega dohitevanja. Ta del inflacije torej ni neposredno pod kontrolo monetarne politike, čeprav je res, da ga agresivno restriktivna monetarna politika lahko nevtralizira, vendar z znatnimi posledicami na ekonomsko rast in zaposlenost. Zato se postavlja vprašanje, ali maastrichtski konvergenčni kriterij glede inflacije dovolj upošteva B-S učinek in ustrezne inflacijske specifičnosti novih držav članic EU, ali pa na drugi strani te države sili v prehitro zniževanje inflacije, če ne upošteva razvojno pogojene tendence realne apreciacije v teh državah. Dovoljeni pribitek 1.5% nad povprečjem najnižjih treh inflacijskih stopenj v EU bi utegnili razumeti kot popust, ki omogoča absorbiranje B-S učinka višje inflacije, vendar se tedaj postavlja vprašanje, zakaj bi nove članice EU silili primerjati se z najnižjimi stopnjami inflacije v EU, še zlasti če te celo niso v neposredni zvezi z inflacijsko stopnjo evroobmočja.

Ker ERM2 vendarle dopušča določeno fleksibilnost deviznega tečaja, se lahko B-S učinek pokaže kot trendna nominalna apreciacija domače valute, inflacija pa bo tako lahko ustrezno nekaj nižja. V tem primeru bodo inflacijski pritiski sicer nekaj manjši, vendar pa se bodo problemi lahko pokazali drugje, najprej pri stabilnosti deviznega tečaja in nato v mednarodni konkurenčnosti, plačilni bilanci, gospodarski rasti in zaposlenosti. Vidimo, da gre zaradi B-S učinka za določen »trade-off« med inflacijo in nominalno apreciacijo deviznega tečaja domače valute, ki si morata med sabo razdeliti absorbiranje B-S učinka.

Glede na to, da bo Slovenija v obdobju sodelovanja v ERM2 morala loviti tako inflacijski konvergenčni kriterij kot konvergenčni kriterij glede stabilnosti deviznega tečaja, se po vstopu v ERM2 izpostavlja tveganju, da bo zaradi delovanja B-S učinka težje izpolnila maastrichtske konvergenčne kriterije in prevzela evro. B-S učinek ogroža izpolnjevanje enega ali drugega konvergenčnega kriterija, v ekstremu pa kar obeh hkrati. Od tega, kateri od obeh konvergenčnih kriterijev se bo zdel v danem trenutku bolj kritičen ali pa od preferenc ekonomske politike nasploh bo odvisno, kateremu od obeh bodo dali prednost, stabilnejšemu deviznemu tečaju ali nekaj nižji inflaciji. Če bo poudarek na nižji inflaciji, se bo tečaj gibal proti zgornji meji dovoljenega pasu nihanj okrog centralnega tečaja in na njej dalj časa vztrajal, tako da bo treba centralni tečaj domače valute do evra morda tudi revalvirati. Vsekakor B-S učinek otežkoča vodenje tečajne politike v ERM2. Upoštevanje B-S učinka na realno apreciacijo domače valute bi govorilo za to, da se pri odločanju za centralni tečaj opredelimo raje za podcenjen centralni tečaj domače valute, in za izbiro širšega pasu dopustnih nihanj okrog centralnega tečaja. Tako bi namreč lažje absorbirali učinek B-S na devizni tečaj in s tem odvzeli nekaj pritiska na inflacijo. Sklenemo lahko, da B-S učinek povečuje tveganja po vstopu Slovenije v ERM2, otežuje vodenje ekonomskih politik in zahteva spretno krmarjenje med njenimi alternativnimi nalogami (posameznimi konvergenčnimi kriteriji), s tem pa ogroža izpolnjevanje maastrichtskih konvergenčnih kriterijev in pravočasni prevzem evra.

### **Tveganje zaradi izgube dela samostojne monetarne, tečajne in fiskalne politike**

Z vključitvijo v ERM2 država sicer formalno obdrži monetarno suverenost, vendar pa ima glede vodenja samostojne monetarne politike že močno vezane roke. Monetarna politika mora biti skoraj v celoti usmerjena k vzdrževanju režima fiksnega (oziroma stabilnega) deviznega tečaja, ki ga pravila ERM2 in maastrichtski konvergenčni kriterij glede stabilnosti deviznega tečaja zahtevajo. Osnovni cilj vsake neodvisne centralne banke, stabilnost cen, mora zasledovati prek vmesnega cilja targetiranja deviznega tečaja. Za ostale vmesne cilje ostane zelo malo prostora, odvisno od tega, koliko fleksibilnosti deviznega tečaja si v ERM2 lahko privoščijo. Stabilnost deviznega tečaja deluje kot nominalno sidro pri vodenju monetarne politike, ko zasleduje osnovni cilj stabilnosti cen. Fiksnost deviznega tečaja pomeni, da ni prostora za vodenje neodvisne monetarne politike, ta mora biti popolnoma podrejena monetarni politiki ECB. Višina obrestne mere mora biti popolnoma usklajena z obrestno mero ECB in spremljati njeno dinamiko. Vsako odstopanje obrestnih mer (razen za rizično premijo države) v razmerah prostega pretoka kapitala in ko z gibanjem tečaja več ni mogoče kontrolirati razlike v obrestnih merah, bi povzročilo arbitražo glede obrestne mere in neobvladljive tokove tujega kapitala, ki bi pomenili nevarnost za stabilnost tečaja in/ali za količno denarja v obtoku.

Določen manevrski prostor za vodenje monetarne politike v ERM2 vendarle obstaja zaradi dejstva, da v ERM2 tečaj vendarle ni popolnoma fiksni. Lahko se giblje znotraj dovoljenih meja okrog centralnega tečaja in tudi sam centralni tečaj je mogoče korigirati. To sicer daje

monetarni politiki nekaj prostora za vodenje samostojne politike obrestne mere, vendar pa so možnosti neodvisne monetarne politike zelo omejene, če se država ne želi igrati s kapitalskimi tokovi in stabilnostjo deviznega tečaja. Manevrski prostor se monetarni politiki povečuje, če izbere širši pas nihanj ali centralni tečaj, ki odstopa od ravnotežnega. Slednje omogoča nekaj trendnega enosmernega gibanja deviznega tečaja, vendar pa je vprašljivo, v koliki meri bi bilo tako gibanje tečaja sprejemljivo glede na zahteve maastrichtskega inflacijskega konvergenčnega kriterija. Precenjen centralni tečaj bi sicer omogočal kontinuiteto postopne nominalne depreciacije valute v podporo konkurenčnosti in plačilni bilanci, podcenjen centralni tečaj pa bi prek kasnejše nominalne apreciacije omogočal absorbirati del pritiskov realne apreciacije valute kot posledice B-S učinka ali prilivov tujega kapitala. Glede na vsebino maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja je po našem mnenju kaj malo prostora za tako manevriranje monetarne in deviznotečajne politike, še zlasti, če si želimo hitrega prevzema evra.

Nacionalna fiskalna politika je v obdobju sodelovanja v ERM2 omejena s pravili glede pretiranega deficita, željo po izpolnitvi maastrichtskega fiskalnega konvergenčnega kriterija in nekaterimi obveznostmi Pakta stabilnosti in rasti. Prioritete fiskalne politike bodo nedvomno usmerjene v izpolnjevanje maastrichtskega fiskalnega kriterija, pri čemer bo kritičen javnofinančni deficit, saj je javni dolg z zadostno rezervo pod maastrichtsko referenčno vrednostjo. Fiskalna politika ima poleg rednih nalog še dodatne obveznosti povezane s članstvom v EU, hkrati pa na njo pade breme, da mora pravzaprav že v ERM2 – in še toliko bolj v EMU – nositi glavno breme vzdrževanja makroekonomske stabilnosti gospodarstva v primeru različnih motenj, ki jim je država lahko izpostavljena v obdobju sodelovanja v ERM2. V razmerah, ko so možnosti za stabilizacijsko delovanje nacionalne fiskalne politike omejene navzven s pravili EU, si mora prostor za stabilizacijsko delovanje odpreti navznoter. To zahteva zniževanje in večjo fleksibilnost na strani izdatkov, prestrukturiranje in reformo na strani dohodkov in zmanjšanje strukturnega dela proračunskega deficita. Slednje pomeni povečanje njegovega cikličnega dela, kar omogoča proticiklično delovanje fiskalne politike prek avtomatskih fiskalnih stabilizatorjev. Previdnost pri vodenju fiskalne politike zahteva tudi, da pri javnofinančnem deficitu ne hodimo po robu, temveč je potrebno oblikovati še posebno fiskalno rezervo za primer nepričakovanih močnih šokov. Sklenemo lahko, da omejitve in zahteve, ki se postavljajo pred fiskalno politiko, to postavljajo v središče pozornosti makroekonomske politike že v času ERM2 in pomenijo pomembno tveganje, saj je fiskalna politika lahko ključni faktor uspeha vključitve v ERM2 in kasneje v EMU.



### 3. MAKROEKONOMSKA TVEGANJA OB IN PO VSTOPU V EMU

#### Tveganja asimetričnih šokov

Najpomembnejša tveganja po vstopu v EMU so možnosti nastanka različnih asimetričnih šokov. Asimetrični šoki so tisti, ki prizadanejo le eno, ne pa ostalih članic EMU. Simetrični šoki pa so tisti, ki prizadanejo bolj ali manj enako vse članice EMU, torej EMU kot celoto. Pri simetričnem šoku ima EMU možnost uporabiti vse mehanizme prilagajanja, vključno s skupno monetarno in tečajno politiko. Pri asimetričnem šoku pa je prizadeta članica prepuščena sama sebi, in nima možnosti uporabiti monetarno ali tečajno politiko.

Teorija OCA govori o tem, da so za vstop v monetarno unijo primerne predvsem tiste države, ki so glede na svoje značilnosti, prvič, manj izpostavljene asimetričnim šokom, in drugič, kjer delujejo učinkoviti mehanizmi prilagajanja, ki odpravijo učinke takih motenj. Tu se bomo omejili le na vprašanje izpostavljenosti asimetričnim šokom.

Tveganje asimetričnih šokov je odvisno od strukturnih značilnosti gospodarstva, kot je njegova velikost in odprtost, diverzifikacija njegove proizvodne in izvozne strukture, trgovinska in finančna povezanost z gospodarstvi EMU, stopnja usklajenosti gospodarskih ciklov, podobnost strukture izvoza z izvozno strukturo držav EMU, delež znotrajpanožne menjave, itd. Po teh značilnostih je Slovenija tip države, ki naj bi bila manj izpostavljena asimetričnim šokom v EMU, in je kot taka bolj primerna za vstop v EMU kot države z drugačnimi strukturnimi značilnostmi (npr. Poljska).

Možnost nastanka asimetričnih šokov je lahko pogojena s faktorji, ki so izven kontrole države (npr. naftni šok, preusmeritev zunanjega povpraševanja), ali pa jih pridela država sama z neustreznimi ekonomskimi politikami ali z odsotnostjo teh (npr. previsoke plače, zaostajanje v konkurenčnosti). Asimetrični šoki so lahko zunanjega izvora ali notranjega izvora, delujejo na strani povpraševanja ali na strani ponudbe, lahko so kratkoročni ali dolgoročnejši, nominalni ali realni. Od narave šoka je odvisno, ali ga je bolje financirati ali odpraviti, in s katerimi ekonomskimi politikami je bolje nanj odgovoriti (makroekonomske politike ali strukturnimi politikami, in znotraj makroekonomske politike izbrati najbolj primerno med razpoložljivimi). Med najverjetnejšimi asimetričnimi šoki je mogoče identificirati naslednja dva: Na strani povpraševanja pretirano ekspanzijo domačega povpraševanja in ustrezno pregrevanje domačega gospodarstva, povezano z nevarnostjo kreditne ekspanzije, in na strani ponudbe nezadostno mednarodno konkurenčnost domačega gospodarstva in ustrezne posledice na nezaposlenost.

Morda je tveganja v zvezi z nastankom asimetričnih šokov smiselno ločiti na pričakovana, tista, ki bolj ali manj verjetno lahko nastopijo v EMU, in nepričakovana, kot tiste motnje, ki jih ni mogoče vnaprej predvideti. Na prve je z ekonomskimi politikami mogoče delovati preventivno, na druge pa le korektivno, odpravljati njihove negativne učinke, ko že nastopijo.

Država, ki je bolj izpostavljena asimetričnim šokom, bolj boleče čuti izgubo samostojne monetarne in tečajne politike po vključitvi v EMU, bolj izčrpava preostale ekonomske politike, pri čemer lahko naleti na meje socialne in politične vzdržljivosti, lahko doživlja večje oscilacije v ekonomski rasti in zaposlenosti, pri reševanju teh problemov pa je pravzaprav prepuščena sama sebi.

### **Tveganja simetričnih šokov**

Simetrični šoki so tiste motnje, ki v načelu prizadanejo celo EMU. Na njih naj bi reagirala EU s skupnimi ekonomskimi politikami, vključno z monetarno in tečajno. Problem je v tem, da simetrični šok, ki ga občuti cela EMU (bolje rečeno povprečje ali pa glavnina, najpomembnejši del EMU), ni nujno enak za prav vsako članico. Če je posamezna članica izven prevladujočega cikličnega razvoja, tako da je njeno gospodarstvo bodisi pregreto bodisi podhlajeno glede na povprečje EMU, ji odgovor skupnih politik EU na simetrični šok v EMU ne bo pomagal. Nasprotno, lahko bo deloval prav v nasprotno smer kot bi glede na svoj ciklični razvoj potrebovala. V tem primeru tveganje izvira tudi iz simetričnih šokov, ki se za posamezno državo kažejo kot asimetrični šoki.

Vzemimo naftni šok, povečanje cene nafte, ki naj bi bil primer simetričnega šoka, saj prizadane vse članice EMU. Toda če pogledamo malo podrobneje, je očitno da ne prizadane vseh članic enako intenzivno. Od njihove energetske odvisnosti in vloge nafte pri tem, lastne proizvodnje in razvoja substitutov in še česa je odvisno kako intenzivna bo motnja v posamezni državi članici.

Čim bolj so si gospodarstva posameznih članic EMU med seboj podobna, manjša je verjetnost asimetričnih efektov simetričnih šokov. Novejše teorije OCA govorijo o endogenosti njenih kriterijev. To pomeni, da zaradi vstopa v EMU članice začno bolj ustrezati kriterijem OCA. S tem ko gospodarstva posameznih držav članic EMU postajajo vse bolj podobna, usklajena in sinhronizirana, čedalje več prej asimetričnih šokov postaja simetričnih.

Simetrični šoki lahko sprožijo odgovor skupne monetarne (in tečajne) politike. Zaradi različnosti finančne strukture so značilnosti transmissijskega mehanizma – vpliva monetarne politike na realno gospodarstvo – med članicami različne. Skupna monetarna politika tako lahko ima različne učinke po posameznih državah. To pomeni, da sicer simetrični šok lahko vendarle povzroči v posamezni državi določeno asimetrično motnjo in zahteva asimetrično reakcijo ekonomske politike, saj jo mora odpraviti ta država sama.

### **Tveganja zaradi popolne izgube samostojnosti monetarne in tečajne politike**

Doslej smo razpravljali o možnosti nastanka šokov v gospodarstvu po vključitvi v EMU, zdaj pa si moramo ogledati še potrebne reakcije makroekonomskih politik nanje. Razpravljamo

torej o mehanizmi prilagajanja, ki morajo odpraviti posledice motenj zaradi asimetričnih šokov in vrniti gospodarstvo v ravnotežno stanje. Osnovno tveganje povezano z makroekonomskimi politikami po vstopu v EMU izvira iz dejstva, da država članica EMU izgubi možnost vodenja samostojne monetarne in tečajne politike, s katerima bi sicer lahko reagirali na asimetrične šoke in odpravljali njihove negativne posledice. Koliko se s tem povečujejo tveganja članstva v EMU je odvisno tudi od tega, koliko neodvisnosti monetarne in tečajne politike smo pred tem imeli. Po vstopu v EU je monetarna politika sicer formalno neodvisna, vendar pa dejansko že močno omejena z dejstvom, da se je Slovenija, enako kot ostale nove članice EU, morala popolnoma odpreti mednarodnim kapitalskim tokovom. S tem je že določeno, da mora nacionalna politika slediti skupni monetarni politiki EMU (prilagajati obrestno mero obrestni meri ECB), sicer se izpostavlja neobvladljivim tokovom kapitala. Določeno neodvisnost nacionalni monetarni politiki daje fleksibilnost deviznega tečaja, ki lahko kompenzira razliko v obrestnih merah. Gre za znani trikotnik nekonsistentnosti med neodvisno monetarno politiko, prostimi tokovi kapitala in fiksnim deviznim tečajem. V EU je nacionalna monetarna politika omejena tudi z dejstvom, da je, tako kot vse ekonomske politike nasploh, predmet koordinacije in nadzora na ravni EU.

Po vstopu v ERM2 je monetarna politika sicer formalno še vedno neodvisna, vendar pa je v skoraj izključni funkciji podpiranja stabilnosti deviznega tečaja, kot jo zahtevajo pravila sodelovanja v ERM2 in obveznost izpolnitve maastrichtskega konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja. Izguba monetarne politike je torej le relativna, saj ta že prej ni bila povsem neodvisna.

Pri deviznem tečaj velja podobno. Izguba samostojnosti pri vodenju politike deviznega tečaja in po vstopu v EMU izguba deviznega tečaja sploh je tembolj boleča, čim bolj se je prej politika deviznega tečaja lahko uporabljala kot mehanizem prilagajanja in čim bolj učinkovita je pri tem lahko bila. Za Slovenijo velja, da je politiko deviznega tečaja (in fleksibilnost deviznega tečaja nasploh) uporabljala bolj kot druge nove članice EU, vendar ne toliko za odpravljanje posledic asimetričnih šokov, pač pa bolj kot instrument vzdrževanja konkurenčnosti izvoznega dela gospodarstva. Z vstopom v EU politika deviznega tečaja postane zadeva skupnega pomena, torej ni več v izključni nacionalni pristojnosti. Z vstopom v ERM2 so glede na njegova pravila in zahteve konvergenčnega kriterija glede stabilnosti tečaja možnosti vodenja neodvisne politike deviznega tečaja zelo omejene, vendar pa nekaj rezidualne fleksibilnosti deviznega tečaja le preostane, kar je mogoče izkoristiti v primeru asimetričnih šokov.

Tveganja zaradi izgube samostojne nacionalne monetarne in tečajne politike po vstopu v EMU so tem večja, čim bolj je država izpostavljena asimetričnim šokom, čim manj ju kot mehanizem prilagajanja lahko nadomestijo druge makroekonomske politike in čim bolj bi ju sicer država uporabljala, na kar lahko sklepamo iz intenzivnosti in učinkovitosti njune uporabe v preteklosti.

## **Tveganje zaradi omejenosti samostojnosti fiskalne politike po vstopu v EMU**

Nacionalna fiskalna politika je omejena že po vstopu v EU, saj je podvržena pravilom glede pretiranih javnofinančnih deficitov, obveznosti izpolnitve fiskalnih maastrichtskih konvergenčnih kriterijev in nekaterim določilom Pakta stabilnosti in rasti (Stability and Growth Pact ali SGP). V obdobju sodelovanja v ERM2 mora biti odločno usmerjena v pravočasno izpolnitev fiskalnih konvergenčnih kriterijev, hkrati pa že prevzema večino bremena makroekonomske stabilizacije. Po vstopu v EMU postane nacionalna fiskalna politika še bolj omejena, saj je podvržena strožjim pravilom SGP, vključno s sankcijami, ki sledijo njihovim kršitvam. Iz tega izvirajo pomembna tveganja članstva v EMU. Gre za to, ali država lahko izpolnjuje številne zahteve do fiskalne politike, ne da bi presegala dovoljenih meja, ki so ji postavljene od zunaj. V ekstremnem primeru neizpolnjevanja obveznosti SGP pride celo do kazenskih plačil, kar je zelo boleče za državo, katere gospodarstvo je že tako ali tako v fiskalnih težavah. Če pustimo ob strani razpravo o smiselnosti SGP in učinkovitosti njegovih sankcij, o čemer je v zadnjem času veliko razprave, je očitno, da preseganje predpisanih fiskalnih okvirov povzroči dodatne težave najprej na samem javnofinančnem področju, vodi k poslabšanju gospodarskega položaja nasploh in dodatno obremeni druge ekonomske politike.

V Sloveniji se do vstopa v EMU kot kritično kaže vprašanje javnofinančnega deficita, ne pa javnega dolga. Javni dolg je z zadostno rezervo pod maastrichtsko referenčno vrednostjo. Javnofinančni deficit je sicer za zdaj znotraj maastrichtske referenčne vrednosti, vendar pa ostajajo še odprta metodološka vprašanja njegovega izračuna, ter mnoge obveznosti, ki jih bo fiskalna politika morala nositi pred in po vstopu v EMU.

Določeno protislovje izvira iz tega, ker bi po vstopu v EMU fiskalna politika morala prevzeti del bremen monetarne in tečajne politike. Skratka, morala bi postati bolj fleksibilna, da bi nosila večja bremena, predvsem odgovornost za makroekonomsko stabilizacijo (reagiranje na asimetrične šoke), pa tudi druge naloge, ki se fiskalni politiki postavljajo v razmerah članstva v EU in EMU. Toda zaradi omenjenih pravil je njena samostojnost in s tem fleksibilnost pomembno zmanjšana. Po drugi strani neke centralizirane fiskalne politike na ravni EU glede na nizki obseg proračuna praktično ni, fiskalna politika ostaja nacionalna odgovornost. Nizki obseg proračuna EU, njegova namenska predeterminiranost in nefleksibilnost tega delajo neprimerne kot mehanizem za stabilizacijo gospodarstva, skratka za vodenje skupne fiskalne politike na ravni EU.

Pri razpravi o fleksibilnosti nacionalne fiskalne politike je pomembno razlikovati med strukturnim in cikličnim delom javnofinančnega deficita. Čim nižji je strukturni del, ki je manj fleksibilen, več je prostora za proticiklično delovanje fiskalne politike prek avtomatskih fiskalnih stabilizatorjev. Diskrecijska (aktivistična) fiskalna politika je namreč neučinkovita, ker je med njenim aktiviranjem in učinki potrebno daljše obdobje, vmes pa se položaj v gospodarstvu lahko že spremeni, poleg tega pa je politično in proceduralno zahtevna. Večjo

učinkovitost fiskalne politike pri makroekonomski stabilizaciji je torej mogoče doseči z odpiranjem prostora za proticiklično delovanje avtomatskih fiskalnih stabilizatorjev.

Tveganja povezana z omejeno samostojnostjo fiskalne politike pomenijo, da lahko v primeru asimetričnih šokov preveliko breme pade na druge mehanizme prilagajanja (fleksibilnost cen in plač, mobilnost delovne sile). Preostale ekonomske politike lahko naletijo na meje socialne in politične vzdržnosti. V končni fazi se lahko motnja sploh ne odpravi, temveč se novo ravnotežje doseže pri nižji ekonomski rasti in zaposlenosti, s čemer postane taka država podobna depresivni regiji znotraj nacionalnega gospodarstva, kar ni ravno primer uspešnega članstva v EMU.

### **Tveganja zaradi smeri in obsega neto finančnih tokov z EU**

Manj razvite članice EU so deležne razvojne pomoči, finančnih sredstev iz proračuna EU, prek strukturnih in kohezijskih skladov EU. To lahko smatramo za element skupne fiskalne oziroma regionalne politike EU, s ciljem, da zagotovi večjo razvojno izenačenost in skladnost med članicami EU, s tem pa olajša delovanje skupnega trga EU. Za sedanje obdobje je bilo dogovorjeno, da tudi najrazvitejše nove članice EU še ne bodo neto plačnice v proračun EU. Za novo obdobje so dogovori še v pripravi. Problem je, da Slovenija dosega prag razvitosti, pri katerem naj bi se iz neto prejemnice spremenila v neto plačnico, in nerešeno vprašanje načina regionalizacije Slovenije, ki lahko vpliva na način in obseg črpanja teh sredstev v naslednjem obdobju. Problem je tudi v tem, da so plačila v proračun EU fiksne narave, medtem ko so prihodki odvisni tudi od nas samih, zmožnosti sofinanciranja in priprave primernih razvojnih projektov.

Za zdaj ni mogoče napovedati smeri in velikosti bodočih neto finančnih tokov Slovenije z EU. S stališča tveganj po vstopu v EMU lahko ugotovimo, da bo to najprej vplivalo na samo fiskalno politiko, prek nje pa na razmere v gospodarstvu. Spremenilo se bo razmerje med fiskalnimi izdatki in dohodki in s tem javnofinančni saldo. S tem se bo fiskalni politiki spremenil manevrski prostor za izvajanje njenih nalog v EMU.

Tveganja so v tem, da Slovenija lahko pridobi manj neto finančnih sredstev iz EU kot prej oziroma kot je pri fiskalnem načrtovanju bilo predvideno, da ne bo usposobljena pridobiti razvojno pomoč, ki je na razpolago, ali da celo lahko postane neto plačnica. Ta tveganja vplivajo na domet, možnosti in učinkovitost fiskalne politike pri izvajanju njenih nalog po vstopu v EMU.

### **Tveganja glede fleksibilnosti alternativnih mehanizmov prilagajanja**

Če v monetarni uniji državo članico prizadane asimetrični šok, se morajo sprožiti mehanizmi prilagajanja, odprave motnje oziroma njenih negativnih posledic. To se lahko zgodi samodejno, ko se v procesu spontano vzpostavi novo ravnotežje, ali pa prek korekcijskih

sprememb ekonomskih politik, ki poskrbijo za obnovo ravnotežja. Teorija OCA govori o tem, kakšna je glede na strukturne značilnosti gospodarstva verjetnost, da pride do asimetričnih šokov, in o tem, kakšne so spet glede na strukturne značilnosti gospodarstva možnosti za učinkovito delovanje mehanizmov prilagajanja po asimetričnih šokih. Slednje je odvisno od tega, kakšna je fleksibilnost trgov in fleksibilnost pri delovanju ekonomskih politik. Fleksibilnost tu pomeni možnost, da se določen mehanizem prilagajanja uporabi, in da je pri tem učinkovit. Pri fleksibilnosti trgov – in to tako trgov produkcijskih faktorjev kot trgov proizvodov – mislimo v prvi vrsti na fleksibilnost cen, možnost da prilagajanje poteka prek sprememb cen. Prilagajanje namreč lahko poteka prek sprememb cen ali prek sprememb količin. Pri spremembah relativnih cen je pomembna predvsem fleksibilnost cen navzdol, ki pa jo v praksi ni vedno mogoče pričakovati. Odprava neugodnega asimetričnega šoka praviloma zahteva korekcijo cen navzdol, kar je iz vrste razlogov pogosto težko doseči. Pogoj za fleksibilnost cen je tržna konkurenca, odprava raznih lokalnih ali regionalnih monopolov.

Posebno pomembni kot mehanizem prilagajanja so trgi produkcijskih faktorjev, predvsem trg delovne sile. Tu mislimo zlasti na fleksibilnost plač, predvsem navzdol. Spremembe plač ostanejo rezidualni mehanizem prilagajanja, če drugi ne morejo delovati. Poskrbijo za znižanje stroškov dela, s tem popravijo konkurenčnost in plačilnobilančni položaj in odpravijo negativni vpliv na ekonomsko rast in zaposlenost v primeru neugodnega asimetričnega šoka. Z vidika uspešnosti delovanja v EMU je torej potrebno vzpostaviti pogoje za večjo fleksibilnost plač, čeprav to ima svojo politično in socialno ceno. Fleksibilnost trga dela je odvisna tudi od sindikalne organiziranosti in moči sindikatov, načina pogajanj o plačah in delovne zakonodaje. Država lahko neposredno vpliva le na plače v javnem sektorju, prek teh pa daje le posredno vzgled za oblikovanje plač v privatnem sektorju. Pomembno je, da rast plač ne presega rasti produktivnosti. Če za njo v določeni meri zaostaja s tem izboljšuje konkurenčno sposobnost gospodarstva. Pomembno je tudi razmerje med povečevanjem plač v menjalnem in nemenjalnem sektorju, saj je to v obdobju razvojnega dohitevanja prek delovanja Balassa–Samuelson učinka lahko pomemben vir inflacijskih pritiskov v gospodarstvu.

Če prilagajanje na trgu dela zaradi nefleksibilnosti plač navzdol ne more potekati prek cen, poteka prek količin, najprej prek mobilnosti oziroma migracij delovne sile. Gre za selitev delovne sile iz depresivnih v propulzivne regije, v tem primeru med državami. Vprašanje je najprej, koliko je taka mobilnost delovne sile, ki sicer lahko obnovi ravnotežje po asimetričnem šoku, sploh možna. V sedanji fazi po vstopu novih članic EU namreč prost pretok delovne sile ni zagotovljen, stare članice EU se za zdaj lahko branijo pred prilivom delovne sile iz novih članic EU, s tem pa se možnosti delovanja tega kanala prilagajanja bistveno zmanjšajo. V Sloveniji je mobilnost delovne sile iz vrste razlogov (relativno visoke plače in življenjski standard, jezikovne ovire, stanovanjska specifika) nasploh nizka, kar kažejo tudi razlike v regionalnih stopnjah nezaposlenosti.

Novejše teorije OCA omenjajo dodaten mehanizem prilagajanja, ki deluje prek trga kapitala. Država se lahko v nekem smislu »zavaruje« pred učinki asimetričnih šokov s tem, da njeni ekonomski subjekti držijo tuje finančne naložbe. Te so nakopičili v dobrih časih (plačilnobilančnih presežkov) in se lahko kot rezerva uporabijo v slabših časih (plačilnobilančnih deficitov). S tem »zavarovanjem« preprečujejo negativne učinke neugodnih asimetričnih šokov na padanje ekonomske rasti in zaposlenosti v gospodarstvu. Čim večje so take naložbe privatnega kapitala v tuje finančne oblike, bolj je država sposobna spopadati se z asimetričnimi šoki.

Sklenemo lahko, da bo članstvo Slovenije v EMU prineslo makroekonomska tveganja, ki bodo rezultat nezadostne fleksibilnosti trgov in ekonomskih politik, zaradi katere jih ne bo mogoče učinkovito uporabiti kot mehanizem prilagajanja, če bo prišlo do asimetričnih šokov, zaradi česar bi bile posledice teh motenj bolj boleče. Država se proti temu tveganju lahko bori tako, da s strukturnimi reformami in z ukrepi ekonomske politike poskrbi za to, da bodo ti mehanizmi prilagajanja v EMU lahko delovali bolj fleksibilno.

### **Tveganja glede vzdrževanja mednarodne konkurenčnosti znotraj EMU**

Tveganja v zvezi s konkurenčnostjo slovenskega gospodarstva v razmerah EMU delujejo prek ponudbene strani. V EMU mora država članica dolgoročno ohranjati konkurenčnost svojega gospodarstva, tako na mednarodnem trgu, predvsem notranjem trgu EU, kot na domačem gospodarstvu glede na tujo konkurenco. Z vstopom v EMU se vprašanje konkurenčnosti zelo zaostri, saj so v razmerah enotnega trga in skupne valute razlike v cenah in stroških neposredno razvidne. Vzdrževanje konkurenčnosti zahteva ustrezno razmerje med rastjo plač in produktivnosti. Rast plač naj bi zaostajale za rastjo produktivnosti, tako da stroški po enoti proizvoda lahko znižujejo, kar izboljšuje konkurenčni položaj. Konkurenčnost ima sicer več dimenzij, ne le makroekonomske, je predvsem mikroekonomske vprašanje, in je tudi rezultat strukturnih in kvalitativnih dejavnikov. Zato se na konkurenčnost lahko deluje tudi s pospeševanjem gospodarskimi reformami in vodenjem različnih strukturnih politik.

Če začne neko gospodarstvo zaostajati v konkurenčnosti, ker stroški proizvodnje po enoti naraščajo, pride do zmanjšanja prodaj, plačilnobilančnih težav, padca stopnje ekonomske rasti in zaposlenosti v gospodarstvu. Sprememba konkurenčnosti se pokaže v spreminjanju realnega tečaja, kot posledica naraščanja stroškov oziroma cen na eni strani, ali spremembe nominalnega deviznega tečaja. Ker je v EMU možnost spreminjanja nominalnega deviznega tečaja izgubljena, do sprememb realnega tečaja prihaja zaradi sprememb stroškov in cen. Za vzdrževanje konkurenčnosti tako ostaja ključno nadzorovanje dinamike stroškov, v tem okviru pa je bistvena politika dohodkov. Vzdrževanje konkurenčnosti zahteva fleksibilnost plač tudi navzdol. Zaradi vrste institucionalnih, političnih in socialnih razlogov je vprašljivo, ali je tako fleksibilnost plač navzdol dejansko mogoče zagotoviti.

Tveganje v zvezi s konkurenčnostjo po vstopu v EMU tako lahko opredelimo najprej kot možnost, da na ponudbeni strani iz različnih razlogov, predvsem nezadostne produktivnosti in previsokih stroškov dela pride do upadanja konkurenčnosti slovenskega gospodarstva pri soočanju s tujo konkurenco tako na tujem kot na domačem trgu. Konkurenčnost lahko postane tudi sama izvor motnje, vzrok asimetričnega šoka, ki zahteva aktiviranje ostalih mehanizmov prilagajanja, predvsem korektivne ukrepe ekonomskih politik. Po drugi strani je v zvezi s konkurenčnostjo lahko tveganje tudi v tem, da v primeru drugih asimetričnih šokov, npr. tistih na strani povpraševanja, zaradi rigidnosti trga dela politika dohodkov kot rezidualni mehanizem prilagajanja ne more delovati na ponovno vzpostavljanje konkurenčnosti. V tem primeru večje breme pade na preostale mehanizme, predvsem fiskalno politiko, ali pa se motnja sploh ne odpravi, temveč se njene škodljive posledice odrazijo na upadanju ekonomske rasti in večji brezposelnosti. Nezadostna konkurenčnost gospodarstva, ki so z ukrepi ekonomske politike ne bi bilo mogoče popraviti, vodi v najslabši scenarij vključevanja v EMU – nevarnost, da država članica postane depresivna regija monetarne unije in razvojno zaostaja.

### **Tveganja glede izbire (določitve) konverzijskega tečaja do evra**

Tveganja v zvezi z določitvijo dokončnega konverzijskega tečaja ob prevzemu evra so v mnogočem podobna tveganjem v zvezi z izbiro centralnega tečaja ob vstopu v ERM2, le da so usodnejša, ker so posledice dolgoročne in nepopravljive. Zato veljajo podobne ugotovitve in opozorila, seveda upošteva potrebne razlike. Konverzijski tečaj bo določen na podlagi pogajanj med Slovenijo in ECB neposredno pred slovenskim prevzemom evra. Vprašanje kdaj objaviti dokončni tečaj je pomembno, ker vpliva na pričakovanja, stabilnost trga, špekulativne načrte, dinamiko padanja rizične premije obrestne mere in podobno. Konverzijski tečaj bo lahko enak tedaj obstoječemu centralnemu tečaju v ERM2, ali pa bo prav ta priložnost izrabljena za korekcijo centralnega tečaja, če bo prevladalo mnenje, da je obstoječi centralni tečaj v ERM2 precenjen ali podcenjen glede na dolgoročni ravnovesni realni tečaj. Po delovanju v ERM2, še zlasti če bo to potekalo gladko in brez potrebe po spreminjanju centralnega tečaja, bo lažje soditi o primernem dokončnem konverzijskem tečaju. Če odstopanje ocenjenega primernega konverzijskega tečaja od zaključnega centralnega tečaja v ERM2 ne bo veliko, bo imel obstoječi centralni tečaj v ERM2 določeno prednost, namreč v tem, da bi bila le mala sprememba neproduktivna. Učinek razlike bi bil majhen, trgi pa bi se morali na novo prilagoditi in preračunati na nov konverzijski tečaj.

S stališča Slovenije bi bilo tveganje, da bi ob določanju konverzijskega tečaja tolar nekoliko podcenili, manjše, kot če bi ga precenili. Lažje vzdrževanje dolgoročne konkurenčnosti slovenskega gospodarstva bo namreč tedaj pomembnejši cilj kot zmanjševanje inflacijskih pritiskov, saj bo test glede izpolnjevanja maastrichtskih konvergenčnih kriterijev že opravljen. Nekaj višja stopnja inflacije kot posledica Balassa-Samuelson učinka v procesu razvojnega dohitevanja je v EMU dopustna in če je posledica povečevanja produktivnosti ne vpliva nujno



na poslabšanje konkurenčnosti. S stališča ECB je gledanje prav obratno, torej bo končni izid verjetno rezultat interesov obeh strani in njune pogajalske moči.

V zvezi s konverzijskim tečajem lahko omenimo tudi tveganje povečanja inflacije zaradi zaokroževanja cen navzgor, podobno kot se je to zgodilo v državah članicah EMU. To učinek je le enkrat in po obsegu vendarle majhen. Centralna banka je napovedala, da bo poizkušala ta efekt zmanjšati ali časovno enakomerneje prerazporediti s tem, da bo v obdobju leta dni pred prevzemom evra zahtevala objavljanje dvojnih cen, tako v tolarjih kot v evru. Tu je po našem mnenju še nekaj odprtih vprašanj, od tehnične rešitve glede teh pa je odvisno, v koliki meri se bomo temu tveganju uspeli izogniti.

#### **4. SKLEP: Prilagoditve ekonomskih politik ob in po vstopu v ERM2 in EMU**

Idealno bi bilo, ko bi lahko posameznemu tveganju pripisali eno samo makroekonomsko politiko, ki naj prepreči ali popravi posledice posameznega asimetričnega šoka. V stvarnosti po asimetričnih šokih mora delovati več makroekonomskih politik ali kar vse hkrati, vendar z različno intenzivnostjo in odgovornostjo. Tveganja glede določanja vhodnih pogojev za vključevanje v ERM2 in EMU so bolj institucionalno-tehničnega značaja, vendar pa so v pristopnosti predvsem monetarne in tečajne politike. Tveganja v zvezi z Balassa-Samuelson efektom, kapitalskimi prilivi in izpolnjevanjem maastrichtskih monetarnih konvergenčnih kriterijev naj bi bila v času bivanja v ERM2 v pretežni pristopnosti monetarne in tečajne politike. Tveganja v zvezi z ekspanzijo domačega povpraševanja v EMU naj bi bila predvsem v pristopnosti fiskalne politike, tveganja kreditne ekspanzije pa predvsem v pristopnosti bančne regulative in nadzora. Tveganja vzdrževanja konkurenčnosti in zaposlenosti v EMU naj bi bila v največji meri zadeva dohodkovne politike. V celoti gledano pa v EMU ključna ostaja fiskalna politika. Mogoče jo je uporabiti zoper vse vrste tveganj, nosi glavno breme makroekonomske stabilizacije po vstopu v EMU in glavno odgovornost za uspešno članstvo v EMU. Lahko bi rekli, da s fiskalno politiko stoji ali pade vstop v EMU in uspešnost sodelovanja v njej. Že doslej, še pred vstopom novih kandidatov v ERM2 je videti, da bo fiskalna politika ključna pri določanju tempa vključevanja teh držav v EMU. Plačni politiki pa ostaja pomembna vloga rezidualnega mehanizma za vzdrževanje mednarodne konkurenčnosti po vstopu v EMU, saj naj bi prevzela tisto dokončno prilagajanje po asimetričnih šokih, ki ga fleksibilnost trgov in ostale makroekonomske politike niso mogle zagotoviti.

V EMU prihaja do redifiniranja posameznih makroekonomskih politik in do njihove nove kombinacije. Posamezne nacionalne makroekonomske politike se prenesejo na skupni nivo EU, druge ostanejo sicer nacionalne, vendar z drugačno vlogo, značilnostmi in nalogami, tretje delujejo bolj podobno regionalnim politikam znotraj države. Razlika med vodenjem ekonomskih politik na nacionalnem in regionalnem nivoju je predvsem v tem, da na nivoju držav ostajajo centralizirani fiskalni mehanizmi za regionalno stabilizacijo in redistribucijo. Po vstopu v EMU tega na nivoju EU praktično ni. Ker država kot »monetarna regija« znotraj

EMU ne more biti deležna pomembnejše pomoči s strani EU, je pri vodenju makroekonomskih politik v razmerah EMU prepuščena sama sebi.

Poleg makroekonomskih politik morajo svojo vlogo odigrati tudi strukturne politike, tako da med obojimi pride do določene delitve dela. Čeprav so strukturne politike bolj usmerjene v posamezne sektorje ali regije, imajo tudi agregatne makroekonomske učinke. Z gospodarskimi reformami na ključnih točkah morajo na strani ponudbe poskrbeti za odpravo ozkih grl, povečanje proizvodnih kapacitet in potencialnega outputa, poskrbeti za kvalitativne dejavnike razvoja, konkurenčnost gospodarstva in podobno.

Koordinacija med posameznimi makroekonomskimi politikami mora poskrbeti za konsistentnost med njimi. Morajo biti usmerjene v isti cilj in delovati v isti smeri. Konsistentnost med makroekonomskimi politikami je posebno pomembna v delikatni fazi sodelovanja v ERM2, ko ekonomski subjekti posebno pozorno spremljajo napovedi glede vodenja ekonomskih politik (strategije, cilje, načela vodenja ekonomskih politik, časovne mejnike, itd.) in ustrezno formirajo svoja pričakovanja in tržna ravnanja, ki lahko stabilizirajoče ali pa destabilizirajoče delujejo na gospodarstvo.

Optimalna kombinacija makroekonomskih politik v razmerah EMU mora izhajati iz tega, da je država članica izgubila lastno monetarno in deviznotečajno politiko. Sodeluje v skupni evropski monetarni politiki, vendar s tako majhnim deležem, da dejansko ne more vplivati na njeno vodenje. Ključna postane zlasti vloga fiskalne politike in v določeni meri tudi dohodkovne politike. Pomembno je ustvariti predpogoje za učinkovito delovanje teh mehanizmov prilagajanja, predvsem zagotoviti večjo fleksibilnost trgov, zlasti trga dela, in z reformami na fiskalnem področju fiskalni politiki zagotoviti večjo prožnost in manevrski prostor, da lahko deluje kot glavni makroekonomski stabilizator v primeru asimetričnih šokov. Pri tem lahko določeno podporo makroekonomskim politikam dajo tudi strukturne politike.

Slovenija po teoriji OCA ne bo posebej izpostavljena asimetričnim šokom po vstopu v EMU. V skladu z novejšimi pogledi znotraj teorije OCA je mogoče pričakovati endogenizacijo kriterijev OCA, kar pomeni, da bo po vstopu v EMU (in prav zaradi tega) slovensko gospodarstvo po strukturi in ciklični usklajenosti postalo še bolj podobno evropskemu. S tem pa naj bi bila tveganja asimetričnih šokov še manjša kot izgledajo zdaj.

## Literatura

Backe P., Thimann C. et al., 2004: The Acceding Countries' Strategies towards ERM II and the Adoption of the Euro – An Analytical Review, European Central Bank, Frankfurt

Banka Slovenije in Vlada Republike Slovenije, 2003: Program vstopa v ERM II in prevzema evra, Ljubljana

Begg D., et al., 2002: Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries, CEPR Policy Paper, No. 10, London

Bolle M. (Ed.), 2003: Eurozone Enlargement - Reshaping Policies and Social Conflicts, Berliner Wissenschafts Verlag, Berlin

Bole V., 2004: Vstop v EU – Tveganja in usmeritve ekonomske politike, Gospodarska gibanja, št. 357, Marec 2004, EIPF, Ljubljana

Center for European Policy Studies, 2002: The Euro at 25 – Special Report of the CEPS Macroeconomic Policy Group, Brussels

European Commission, 1997: Economic Policy in EMU, European Economy, Economic papers No.124, and 125

IMF, 2004: Adopting the Euro in Central Europe – Challenges of the Next Step in European Integration, Washington, D.C.

Lavrač V., 2000: Položaj Slovenije v skupni evropski monetarni politiki po vstopu Slovenije v EMU, IB revija, 2000/1, Ljubljana

Lavrač V., 2003: Dynamics of Inclusion of Accession Countries in the EMU: Some Institutional Aspects, Conference: Institutions in Transition, Kranjska gora, 19-21 June 2003, IMAD

Lavrač V., 2004: Izpolnjevanje maastrichtskih konvergenčnih kriterijev in Slovenija, Bančni vestnik 2004/5, Posebna številka: Slovenija ob vstopu v EU: Stanje, problemi in izzivi

Gonzalo Capriolo

**II. POLICY MIX AND RISK SCENARIO ON THE PATH  
TO MONETARY INTEGRATION**

Opinions in this text are those of the author and do not necessarily represent position of the affiliated institution.

## **POLICY MIX AND RISK SCENARIO ON THE PATH TO MONETARY INTEGRATION**

### *Summary*

The paper looks at the factors underlying the risk scenario on the path to monetary integration. It is argued that the main risk the economy faces on the path to monetary union is the risk of not achieving and sustaining nominal convergence. This risk can result from overheating and from a boom-boost cycle associated with the chosen exchange rate based disinflation strategy or/and from a credit boom related to the income effect resulting from interest rate convergence and permanent reduction of the exchange rate depreciation. The policy mix is assessed in light of the underlying determinants of the risk scenario: credibility, inflation inertia and the welfare effect associated to monetary integration. The presently announced policy mix for the period leading to adoption of the euro seems quite robust. The fundamental anchor of the process is the gradually declining pace of exchange rate depreciation. Evidence indicates that the undergoing nominal convergence process is sustainable due to the credibility gained by public commitment of the authorities to a fast monetary integration.

The risk of not meeting all Maastricht criteria during the timeframe envisaged by the authorities seems relatively low. However, the policy mix could be enhanced in different areas to further reduce the risk of not meeting Maastricht criteria and to sustain the nominal convergence process: First, interest rates should be reduced cautiously following a wait-and-see attitude with respect to eventual capital inflows. Second, fiscal policy should adhere to the envisaged structural deficit targets and a public commitment to save revenue over performance. A more ambitious fiscal retrenchment is difficult to implement and has uncertain effect on demand due to implementation lags. Fiscal adjustment should continue based on performance indicators to ensure sustainability of policy. Third, the authorities should made explicit the exit strategy of the current regulated price policy by announcing a program of gradual liberalization of regulated prices in light of the policy commitments concerning EU membership and structural reforms. Fourth, wage indexation has to be phased out and an exit strategy of the current wage policy (“constant real wage policy”) in line with the process of catching up of income to euro area income level should be agreed. Fifth, financial regulation and supervision has to be strengthened continuously in light of relatively low financial deepening and the developments in the capital market and feedback effect on credit. Discretionary changes in regulatory and supervisory framework to counteract building of imbalances should be very carefully assessed due to their highly uncertain impact and potential effect on dislocating away the Slovenian financial sector from the euro area and potentially interfering the transmission of monetary policy.

The strongest hedge against shocks on the path to euro adoption is strict adherence to the exchange rate strategy and maintenance of its stability. It is similarly important to meet the schedule of monetary integration: joining ERM II at the end of 2004 at the latest and adopting the euro in 2007. Careful distinction of country specific from- symmetric shocks should be made to assure appropriate response. In particular, an over determination of policy when offsetting shocks in the short run can only postpone shocks in time. Distinction between permanent and transitory shocks is important –in particular in light of budgeted oil and derivatives excise tax revenue.

The paper ends with policy suggestions to minimize policy risk once Slovenia will adopt the euro, in particular with regard to policy aimed at minimizing the occurrence of adverse shocks and to reduce nominal rigidities to improve the capacity of the economy to return to equilibrium path after an eventual country specific shock would take place.

## Policy mix and risk scenario on the path to monetary integration

To assess the risks imbedded in the process leading to monetary integration (ERM II participation and euro adoption) it is required to understand the undergoing policy process of nominal convergence and the conditions that have to be improved to ensure a successful coexistence within the euro area.

The undergoing policy process leading to ERM2 participation and euro adoption, in the case of Slovenia, is underpinned by a gradual phasing out of a de facto crawling exchange rate regime. This process should first result in setting and maintaining exchange rate stability within the ERM II exchange rate bands for at least two years after which, provided inflation and other convergence criteria is met, it should result in the adoption of the euro.

The main risks the country faces in the process leading to euro adoption can be broadly framed in terms of the observed dynamics of main macroeconomic variables during well documented exchange rate base stabilization (ERBS) policies in various countries with chronic inflation, including some current euro area members.<sup>1</sup> These policies were implemented with different degree of success.<sup>2</sup> The stylized dynamics of macroeconomic variables during ERBS indicate that in the first stage of the ERBS inflation falls regardless of the accompanying policies, the economy expands on the back of a consumer boom and to a lesser extent increase in investment. Later on, slow convergence of inflation to exchange rate movements results in real exchange rate appreciation that together with over borrowing leads to current account deficits, devaluation and resurgence of inflation and later on recession. In the process nominal interest rate fall. The direction of the change of real interest rate is ambiguous as is well documented on the experience of Latin America. In some cases real rates fall like in the “tablitas” while in others, such as the stabilizations in the 1980s, the real rates increased.<sup>3</sup>

Provided that such a risk scenario does not materialize and, once after achieving nominal convergence (i.e. Maastricht compatible inflation rate and stability of the exchange rate), Slovenia becomes an euro area member, the main risks that Slovenia will face will come from: i) not assuring the conditions for sustained productivity growth; ii) relatively high exposure to idiosyncratic shocks; and iii) low capacity of response to shocks including high degree of nominal rigidity of wages and prices that prolong adjustment to economic disturbances.

---

<sup>1</sup> *Kiguel and Liviatan (1992); Vegh (1992); Calvo and Vegh (1994b); Reinhart and Vegh (1995); De Gregorio, Guidotti and Vegh (1998); Calvo and Vegh (1999); and Uribe (2000).*

<sup>2</sup> *For euro area members experience with ERBS see Detragiache and Hamann (1997).*

<sup>3</sup> *In the 1970s, Argentina, Chile, and Uruguay aimed at reducing inflation by adopting a “tablita” scheme. It consisted of a pre-announced schedule of declining rates of domestic currency depreciation against the U.S. dollar – some sort of crawling peg regime. Similarly, in the European Union Italy (1987-92), Greece (1994-99), Portugal and Ireland resorted to ERBS.*

To assess the main risks the economy faces in the period leading to euro adoption and beyond, next sections look first at the period before the adoption of the euro to assess the potential of occurrence of the ERBS syndrome in Slovenia: the well defined pattern that ERBS policy tends to generate including an appreciation of the real exchange rate, a boom-bust output cycle driven by private consumption, and a current account deterioration-”to carry the seeds of their own destruction” (Reinhart and Vegh 1995). The assessment of the risk of the ERBS syndrome is done by weighing the relative robustness of the policy mix as lay down by the government and Bank of Slovenia (BS). Then, we look at medium to long-term perspective to point out key policies needed to reduce the risks associated with euro area membership.

### **The policy mix**

The relative exposure of the economy to the risks associated with ERBS syndrome in the run to euro adoption can be assessed by looking at the robustness of the policy mix applied. In particular, it is important to determine whether the policy mix will deliver a sustained reduction in inflation, which is one of the two of the Maastricht criteria that Slovenia still does not fulfill, and whether the undergoing real exchange rate appreciation will be kept on a sustainable level compatible with the closing of the Slovenian productivity differential with respect to euro area members.

A key variable underpinning the policy mix is the exchange rate policy. Regardless of whether the exchange rate is officially recognized as an explicit anchor in the process of nominal convergence or not, as the BS claims that the exchange rate is used to close interest rate differential, following Vegh and Reinhart (1995), we consider that such a characterization, slightly qualified (implicit anchor), best describes the role played by the exchange rate in the undergoing process of nominal convergence. This role will be even clearer once Slovenia will join ERM II.<sup>4</sup> According to these authors policies that rely on the exchange rate as the main nominal anchor are those where the policy makers set the level or the rate of change of the exchange rate. In the case of Slovenia the BS clearly tightly manages the rate of change of the exchange rate in a similar fashion as in the so-called Latin America’s “tablitas” or in the crawling exchange regimes (crawling pegs and bands) in Europe (Hungary (1995-2000), Poland (1991-1999), Slovakia (1996-1997) Czech R. (1996) and Greece (1994-1999)).<sup>5</sup> The difference, in the case of Slovenia is that the predetermined path of the exchange rate depreciation is not publicly announced and as officially argued is the result of closing the interest rate differential (Figure 1). The policy of sustained linear and gradually declining rate of depreciation of the Tolar, in force since 2001, underpins the observed decline in average inflation in the last three years. The lower depreciation rate, given a relatively high exchange rate pass-through on prices (Coricelli 2002), leads to lower inflation. The key importance of

---

<sup>4</sup> *To some extent the implicit exchange rate strategy followed by Slovenia resembles the so-called Greek “hard drachma” policy by which the currency was allowed to depreciate relatively to the ECU by less than the full inflation differential.*

<sup>5</sup> *See Gunther Schnabl 2004 and Papaspyrou 2004.*



the exchange rate in the current process of disinflation is also captured by the relative tightness of the monetary conditions index (MCI) since 2001, which is explained primarily by the contribution of the real exchange rate (Figure 2).<sup>6</sup> Thus, the evidence suggests that the exchange rate is the anchor in the process leading to nominal convergence. Once the exchange rate level will be set within the boundaries of the exchange rate central parity of the ERM II, its contribution will be further enhanced not only because its pass-through on prices will cease, but because if needed, it could also contribute to enhance the nominal convergence by engineering a nominal appreciation.

Given the role played by the exchange rate as the main anchor in the nominal convergence process, the relevant issue is to look at other policies and indicators to determine whether the features of the ERBS syndrome leading to a boom-recession cycle are present and whether the policy mix will prevent the negative features of ERBS syndrome to materialize.

The central bank's key interest rate (60-day BS-bill) is the next important policy variable whose dynamic is central to the policy mix to contain demand pressures and signal the policy stance. As shown in Figure 3 the Slovenian-euro area short-term interest rate differential, after increasing in 2001, has declined following the decrease in the inflation differential vis-a-vis the euro area.<sup>7</sup> Although the ex-post BS key real interest rate has remained on average about 1,4% in the last three years (Figure 4) the monetary authority so far has led the markets in lowering interest rates. To some extent the monetary stance seems relatively relaxed if compared with the monetary stance in Greece before joining the ERM II in 1998 (Figure 3) or with other euro area members interest rates before adopting the euro (Figure 5). The monetary stance as captured by the interest rate policy reflects the preferred exchange rate strategy towards ERM II participation (Bank of Slovenia 2004 and IMF 2004). The potential drawback of such a strategy is that it amplifies the risk of the EBRS syndrome by adding to it the risk of credit-demand boom which can reinforce the possibility of overheating and boom-and-bust cycle in the run to monetary integration.

The chosen policy mix, as laid down in the Programme for ERM II Entry and Adoption of the Euro (PEAE 2003) and reflected in the exchange rate and interest rate policies, places the burden of containing demand and of absorbing shocks on fiscal and wage policy already in the period before euro adoption. In the fiscal policy area, the Programme envisages a gradual reduction of the structural deficit in the medium term. The policy seems realistic given the relatively high share of fixed commitments in the budget, additional commitments related to EU membership and the composition of the deficit which is mostly structural (around 75%). A more ambitious and sustainable reduction of the deficit is not realistic: in addition to reduce expenditure to meet medium term fiscal targets, funding must be provided for co-financing of

---

<sup>6</sup> *There is also some, yet inconclusive evidence, pointing out to a change in the behavior of the inflation series after 2001 (the series become stationary) which might also capture the change in the way the rate of depreciation of the currency is set.*

<sup>7</sup> *For the Greece-euro area interest differential the monthly average of 3-month money market interest rate differential is used. For Slovenia-euro area interest differential the BS-60 day bill interest rate is used.*

programs and projects to be able to draw EU funding for growth enhancing priorities. This is possible either through allowing additional budgetary expenditures or through further cutting of existing budget outflows. Thus a sustained consolidation effort can only be conceived in the medium term. Nevertheless, given the relatively conservative estimates of the government revenue for 2004-2005 which envisage a loss in VAT and custom duties, to enhance the policy mix the government should stick to or reduce the deficit trajectory, in case of a faster economic recovery or a higher tax revenue outturn than anticipated. Thus, automatic fiscal stabilizers can play a role in the smoothening the adjustment process derived from what seems to be a relatively loose monetary policy and eventual aggregate demand pressures. This should lead to enhancing credibility to avoid the ERBS syndrome.

Due to the relative inflexibility of the budget, besides the gradual reduction of the structural deficit and the full operation of automatic stabilizers in the upswing of economic activity, it is difficult to expect a more active role of fiscal policy to contain aggregate demand pressures. Even if a larger reduction of structural deficit could be enacted, policy lags are difficult to overcome. Furthermore, policy action aiming at reducing the pace of economic recovery and at substantially reducing the size of transfers is most likely to be very controversial and difficult to implement swiftly. In particular, the time lag between the recognition of the need for action and the actual effect of policy measures on output and inflation can be large. This time lag seems to be even larger than usual in the case of overheating (EU Commission 2004). Nevertheless, the newly elected government in November 2004 elections could early in its mandate engage in a process of rationalization of the system of social transfers.

Overall the envisaged degree of fiscal restraint seems appropriate in light of the EU accession related commitments and in view of the experience of previous countries when joining the euro area. In particular, as foreseen in the PEAE, the size of the overall general government deficit in Slovenia in the period of monetary accession (2004-2007) should not be different from the size of the structural deficits experienced by the current euro area members before adopting the euro (Figure 6). Thus, it seems difficult to foresee a tighter fiscal policy than the one envisaged in the policy mix. Nevertheless, the reduction of personal income tax across all categories of contributors and particularly of those with income lower than the average wage (which is the bulk of active labor force) will become effective in 2005, can have a potential expansionary effect on aggregate demand.

Wage policy is another important component of the policy mix, but even more important for the medium term might be the full phasing out of wage indexation. Any form of price-indexation tends to perpetuate inflation inertia and once Slovenia will be a member of the monetary union it can slow the speed of adjustment to asymmetric cyclical developments. So far, the government has managed a wage negotiation process that resulted in a virtually zero or negative real wage increase for the period 2004-2005, if promotions are not taken into account. Such a policy will contribute to restrain the monetary impulse resulting from lowering interest rates and from the ERBS syndrome. The beneficial effects of the wage

policy will depend very much on its sustainability in the medium term. This has to be considered in the context of the real convergence towards euro area members (catching up process) characterized by increase in real income and relative prices.

Considerable progress has been made in shifting indexation from backward-looking to forward-looking indexation, reduction of wage adjustment to once per year and primarily by reaching a wage agreement in the private sector based on a lump sum wage increase. Pursuing full de-indexation of wages will result in a more sensible policy that will tighten the link between wages and productivity gains. The importance of the progress made in the de-indexation of wages, as well as the de-indexation of interest rates that preceded it, lies in its contribution to reduction of inflation inertia imbedded in inflationary expectations and thus it can contribute to restrain the potential negative consequences of the undergoing ERBS policy. Similarly, the alignment of wages with future inflation instead with past inflation, in an environment of declining inflation, will not result in higher real wages and squeeze off profits.

Like in the so-called heterodox stabilization programs (Blejer 1989, Kiguel and Liviatan 1992), besides relying on the exchange rate and wage restraint, the policy mix in Slovenia includes price control policy as additional anchor (PEAE). Although controlled price policy fastens the convergence of inflation to the rate of exchange rate depreciation, it does not per se assure the avoidance of the business cycle associated with ERBS (Calvo and Vegh 1999). Controlled price policy entails fiscal risks as public sector's enterprises subject to price regulation, of which currently some show positive financial results, engage in borrowing to finance investment which have to eventually to repay. The fact that borrowing is accounted in budgets below the line does not limit the risk exposure of the government.

Price regulation can also introduce distortion in the structure and adjustment of relative prices. Price adjustments result in shock to the consumer price index. The structure of relative prices in Slovenia is relatively less disperse than in the new EU members, but within the Slovenian price structure prices of rent, fuel, energy and communication are relatively lower than the Slovenian GDP price (Cihak and Holub 2004).

While the use of controlled prices can contribute to break inflation inertia, it can have the drawback of being perceived as of one-off measure that cosmetically reduces inflation. Such a perception entails two important risks associated with the credibility of the policy (internal and external risks): first it can be perceived by private agents as a temporary device that will not last long, thus eroding credibility in the process and fueling the ERBS syndrome and second, if perceived as contributing to the reduction in inflation in a unsustainable manner by those assessing Slovenia's readiness to monetary integration, it can complicate the envisaged time schedule for euro adoption. Delays in meeting the proposed monetary integration timetable can erode credibility in the sustainability of the disinflation process and fuel into ERBS syndrome. In particular, the perception of the reduction of inflation as temporary and eventual abandonment of the current exchange rate strategy can induce a shift of a part of

future consumption to the present, leading to a boom-bust cycle. Thus at the heart of the monetary integration process lies the issue of credibility. This leads us to consider the role of managing expectations as part of the policy mix.

Despite the lack of explicit commitment to the undergoing sustained decline of the rate of exchange rate depreciation, which became clearer to many observers of the process of nominal convergence only in 2003, there is currently no doubt that the exchange rate movement (due to its visibility) shows the monetary stance and is the facto anchoring the process of nominal convergence. This is the case not only because the speed of depreciation has clearly declined since 2001 (Figure 7), and the exchange rate policy contributed to the relative tightness of the MCI (Figure 2) in the last three years, but because of its instrumentalization by means of a verifiable decline in the rate of depreciation (Figure 1). Thus the underlying exchange rate policy is the clearly identifiable proof of the monetary authorities' commitment to nominal convergence.

Abandoning the current exchange rate convergence strategy or postponing ERM II entry now, when the fixed depreciation path is relatively low, can compromise overall convergence process. Such a risk could materialize for example, if due to the high oil prices in the international market and its their pass-through on Slovenian prices, the resolution of authorities would diminish leading to the accommodation of this symmetric shock by means of increasing the rate of depreciation, thus abandoning the implicit exchange rate commitment.<sup>8</sup> Similarly, the risk of postponing nominal convergence can materialize, if the process of entering ERM II is delayed and becomes politicized in light of the November 2004 parliamentary elections.

Although the exchange rate de facto anchors the nominal convergence progress, the publication of the PEAE by the government and BS in November 2003 provided a formal anchor and commitment to the nominal convergence process as well as enhancing the quality of the policy mix. The result of such an important step decisively influenced inflationary expectations downwards and broke inflation inertia. The largest fall in the inflation rate in a relatively short period of time took place after the publication of the PEAE. The inflation rate dropped from 5,1 percent in November 2003 to 3,6 percent in February 2004.<sup>9</sup> In view of the authorities' commitment to reduce inflation to Maastricht compatible level and its critical importance for preserving credibility to avert the negative features of ERBS, strict adherence to euro adoption time-frame and to the existing exchange rate strategy is essential.

---

<sup>8</sup> *Given the multiplicity of anchors an over biased restrictive policy to offset the effect of oil price by excluding it from the wage indexation can suppress unnecessarily demand and erode confidence or lead to questioning the wage policy.*

<sup>9</sup> *According to Svensson (2003), central banks control inflation and output gap mostly through the private-sector expectations they give rise to.*

## **The relative exposure to ERBS syndrome and a credit boom**

The main risk the economy faces on the path to monetary union is the risk of not achieving and sustaining nominal convergence. This risk can result from overheating and from a boom-bust cycle associated with the chosen ERBS strategy or/and from a credit boom related to the income effect resulting from interest rate convergence and permanent reduction of the exchange rate depreciation.<sup>10</sup> A fast economic recovery leading to a boom in the period of monetary integration can put policy under strain to meet inflation and exchange rate criteria thus endangering monetary integration. Such a scenario needs to be assessed in light of the expected theoretical developments underpinning nominal convergence and taking into account current developments of key variables including the position of the economy in the business cycle.

Given the fact that two policy processes (the chosen ERBS strategy and interest rate convergence) can fuel a demand boom and overheating, it is important to isolate the effects of inflation inertia and credibility associated with the EBRs stabilization and the income effect resulting from reduction of real interest rates, the phasing out of the exchange rate depreciation and eventual complete elimination of the nominal interest rate differential. This distinction is also meaningful given that theories explaining EBRs syndrome can explain the boom-bust cycle while the theories explaining income and wealth effect particularly on the supply side (investment and labor supply) can explain the boom but not the later recession (Calvo and Vegh 1999).

According to the economic literature, the ERBS leads to an initial decline in inflation accompanied by a boom in real GDP, private consumption and durable goods consumption. Afterwards, current account imbalances appear on the back of exchange rate appreciation leading to contraction associated with the need of disinflation. Such a behavior is explained primarily by inflation persistence (Rodriguez 1982) and lack of credibility (Calvo and Vegh 1995). In the first case, a decline in the rate of depreciation, through the interest parity condition, lowers domestic nominal interest rates. Under scenario of inflation inertia, this leads to a fall in real interest rates and increases in aggregate demand in the short-run. As inflation inertia persists, the process results in a sustained real exchange rate appreciation. In the second case, lack of credibility, the decline in the rate of depreciation is perceived only as temporary and, as the interest parity holds, the resulting interest rate decline it is also perceived as transitory. This leads to an intertemporal consumption substitution in favor of traded goods and appreciation of the real exchange rate.

---

<sup>10</sup> *Although there are some discrete events that can feed into the aggregate demand expansion driven by the stability of the exchange rate and low nominal interest rates such as the realized in the first housing program, the key risks are associated with the effect on consumers' perception of their relative wealth and its relatively permanency.*

The dynamics of a credit boom on the other hand can be explained differently. The process heading to adoption of the euro in the case of Slovenia implies a gradual phasing out the exchange rate depreciation, leading to a permanent convergence of nominal interest rates with the relatively low level of interest rates in the euro area. This process could lead to a revision of private agents' expectations with respect to their income as their financial capacity expands and liquidity constraint ease, as it was the case in Portugal (EU Commission 2004). Similarly, revision of expectations about the real cost of capital downward takes place. However, the impact of investors' perception of the cost of capital on overall consumption is difficult to determine because it depends on the increase in labor demand and the relative change in the price of capital and labor.

Neither the literature nor revision of the current experience of existing euro area members explain the mechanics on how the correction of expectations regarding permanent income takes place when joining a currency area and how it results in a credit boom and an increase in aggregate demand. This can be tentatively explained, for a given level of current income, by the wealth effect associated with the elimination of the currency risk and permanent decline in interest rate that increases the present discounted value of lifetime earnings. As a result of upward revision in permanent income expectations, consumption will increase throughout the lifespan of private agents, but this will not necessarily result in intertemporal consumption substitution or in a consumption driven credit boom. This will depend to a large extent on the accompanying policy mix.

Provided that the adoption of the euro is an optimal exit strategy from the EBRIS or that the decline of inflation is perceived as sustainable, the revision of income expectations should lead to a permanent adjustment in consumption, more efficient long-term allocation of resources and a dynamic adjustment of key variables resembling those of successful permanent stabilization programs (Uribe 2000). In those programs, consumption of non-tradable goods follows a proportional increase in consumption of tradable goods and the real exchange rate convergence to a new steady state of slightly depreciated real exchange rate.

Besides the theoretical considerations underpinning the dynamics of the risk scenario of monetary integration, consideration should be given to the current position of the economy in the business cycle, which is influenced significantly by the external environment and the behavior of other key variables such as the financial deepening trend. Such considerations contribute to qualify the risk scenario. In particular, the economy, while undergoing a recovery process, is perceived to be growing below potential and a positive output gap, although closing, should last until 2008 (MF 2004). This scenario, as starting point, reduces the risk of overheating particularly due to the uncertainty surrounding the strength of external demand recovery.

## **Nominal convergence profile**

A look at the behavior of main macroeconomic variables in Slovenia in light of the empirical regularities of EBRS (Calvo and Vegh 1999) can help to elucidate the extent to which the undergoing nominal convergence process is subject to risk and the extent to which a credit boom might emerge.

In the case of Slovenia, in line with other ERBS, the pace of exchange rate depreciation has slowed since 2001. The depreciation rate is also below the inflation rate consistent with the disinflation process. This pattern is being consistently observed in the last three years and has resulted in a gradual decline in the inflation-exchange rate depreciation differential. The exchange rate depreciation path should not exhibit the signs of the U-shaped profile observed for example in 1999 and characteristic of the EBRS syndrome. The nominal convergence rests on the stability of the exchange rate.

As mentioned before, two main factors underlie the emergence of the EBRS syndrome, the lack of credibility and inflation persistence. A review of the current developments can provide an insight in to what extent such issues are imbedded in the process of nominal convergence. Inflation on average has declined in the last three years from 8,9 percent in 2000 to 5,6 percent in 2003. Similarly, the exchange rate policy, as captured in the behavior of the MCI, has underlined the monetary stance and the disinflation process since 2001.

Despite the undergoing disinflation and de facto use of the exchange rate as anchor, due to the lack of explicit commitment to this use, lack of policy anchor and diagnosis of the cause of inflation, many perceived the process of disinflation as unsustainable. This led to the government decision to add a formal anchor to disinflation process by introduction of controls on dynamics of regulated prices and use of excise tax to offset the variability of oil prices in early 2003. The impact of the policy was successful in enhancing the trend disinflation. This was particularly the case in the second and third quarters of 2003 when, as a result of price regulation, the core inflation was higher than the headline inflation. Inflation fell from 6,3 percent in March 2003 to 5,1 percent in November 2003. In absence of the regulated price policy inflation would also have fallen but more slowly, to 5,7 percent if the effect of controlled price were added to core inflation.

The disinflation process clearly got credibility with the publication of the PEAE in November 2003. The programme set the inflation target for the year 2005 at a level compatible with Maastricht inflation criterion. The commitment to the policy resulted in a fast disinflation after the publication of the PEAE. Inflation dropped in a period of only three months, from 5,1 percent in November 2003 to 3,6 percent in February 2004.

Given the significant drop in inflation after the announcement of the PEAE it can be said that the EBRS in Slovenia gained credibility. To a large extent the credibility earned, responds not

only to the policy commitment, but also primarily to the envisaged exit strategy of adopting the euro. This might be the case because credibility is a learning process and it is achieved by a good policy track record of meeting targets. Thus, as reflected in the drop in inflation, the publication of the PEAE gave a formal anchor to the process and as such it should contribute to minimize the risk exposure to the ERBS syndrome.

Although the inflation developments after the publication of the PEAE are reassuring with regard to the disinflation process, the policy of regulated prices can raise questions as to the sustainability of the disinflation. It can be expected that prices will have to be deregulated at a point in time which can undermine the credibility or make the formal process of monetary integration more complicated. In order to cope with this risk, the policy mix should be enhanced (see below).

The other critical factor explaining the ERBS syndrome is inflation inertia. In particular, slower convergence of the inflation rate than that of the depreciation rate leads to appreciation of the real exchange rate. In Slovenia, the inflation-exchange rate differential has started to decline after the first quarter of 2002 which is mainly explained by the convergence of the tradable goods inflation to the pace of exchange rate depreciation.<sup>11</sup> In the case of tradable goods, the convergence of the inflation rate to the rate of exchange rate depreciation has been accomplished. The differential has been eliminated in the first three months of 2004 (Figure 8). Interestingly enough, the differential was eliminated in the three-month period following the publication of the PEAE. This development underlines the importance of the programme in breaking inflation inertia, at least with respect to inflation in goods.

Furthermore, if we take the inflation in goods as a proxy of the tradable inflation (2,3 percent in May 2004) and the law of one price, the elimination of the differential between goods' inflation and the rate of exchange rate depreciation will imply that the exchange pass-through effect on inflation has diminished significantly. In the case of tradable goods it seems to have been practically eliminated. This means that additional gains in terms of reducing inflation as a result of fixing the exchange rate within the ERM II bands might not be possible.<sup>12</sup> The burden of reducing inflation to Maastricht comparative levels will have to come from inertial convergence to the still low tradable goods' inflation in euro area, from adjustment in relative tradable prices and eventually from nominal appreciation of the exchange rate. Holding the current relatively low level of real interest rates to the maximum extent possible within ERM II, like in the case of Greece before adopting the euro, could also contribute to contain demand pressures.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> *This is in line with some evidence concerning price convergence developments observed in other ERBS (Calvo and Vegh 1999).*

<sup>12</sup> *Notice that a temporary positive differential between inflation and nominal exchange rate depreciation can re-emerge in the run to ERM II participation in the case of price shocks such as increase in oil prices.*

<sup>13</sup> *Notice that this scenario does not take into account the interpretation of Maastricht inflation criteria nor the application of similar treatment when assessing inflation criteria (e.g. Greece).*



In the case of services' inflation a relative degree of stickiness still remains (Figure 8). Services' price convergence started relatively late on August 2002, but significant progress in reducing the differential with respect to the depreciation rate was made until November 2003, when again the inflation became sticky. The slow convergence of this type of inflation to the rate of exchange rate depreciation is consistent with the experience of non-tradable inflation dynamics in other ERBS. However, given the achieved convergence of goods' inflation to the depreciation rate the slow convergence of services' inflation to the depreciation rate and also to the goods' inflation seems to reflect the working of the Balassa-Samuelson effect.

Despite the fact that the level of CPI inflation will not converge to the pace of the rate of depreciation of the Tolar due to the reasons mentioned, it is clear from the convergence of goods' inflation to the rate of depreciation, that inflation inertia has been to a large extent already eliminated. The leveling out of inflation in the first half of 2004 at around 3,5 percent might also already reflect structural factors and the difference in productivity levels with respect to core euro area members. This suggests that further disinflation gains on account of the slower depreciation rate might be difficult to achieve.

The other key variable driving the boom-bust dynamics in an unsustainable EBRS is the real exchange rate. As observed before, the disinflation process seems to enjoy credibility and inflation inertia appears to have been broken. Despite this, the real exchange rate exhibits appreciation (Figure 9) and the current account position is moving to the negative territory.

The appreciation of the real exchange rate that started in the second half of 2001 has contributed to tightening monetary conditions as captured by the MCI. However, the key question to answer is whether the undergoing real exchange appreciation is sustainable or not. Preliminary evidence suggests a sustainable appreciation. The appreciation is consistent with current broad macroeconomic balances in the economy. Nevertheless, the comparison between the rate of real exchange rate appreciation and the estimated sustained level of real exchange rate appreciation (Cihak and Holub 2004) seems to indicate certain overshooting. The current rate of real exchange rate appreciation since 2001 is around 3 percent per year, which compares slightly higher to the estimated long-term real exchange rate appreciation of 1,2 percent but is similar to the rate of real exchange rate appreciation in the new EU members. The observed discrepancy in the short-term might reflect overshooting, but it seems to be broadly in line with catching up in productivity with respect to the core euro area members and the working of the Balassa-Samuelson effect. This is suggested by the observed convergence of tradable goods' inflation to the depreciation rate and thus complying with the law of one price. It is also worth noting that the pace of appreciation of the real exchange rate seems to be diminishing, which points out to the elimination of the overshooting. Thus, the behavior of the real exchange rate also indicates that the features of the ERBS syndrome are not likely to be repeated in the case of Slovenia. This is primarily the case because the disinflation process seems sustainable, given the progress made in braking inflation inertia,

the commitment of the authorities to an inflation target, and under the consideration that the monetary authorities stick uncompromisingly to the chosen exchange rate strategy.

The next issue to address is the potential risk of consumption and credit boom associated with private agents revising upwards their permanent income expectations due to the elimination of the exchange rate risk. Provided that the disinflation is perceived as sustainable, which seems to be the case given the behavior of prices, and the adoption of the euro is a credible exit strategy of the ERBS, the consumption profile should increase permanently across lifetime in line with upward revision of expectations concerning permanent income but not lead to an emergence of credit boom putting at risk nominal convergence. Furthermore, following the stylized facts of successful ERBS (Uribe 2000) we should also expect an increase in investment as well as a shift in the steady state of the level of the real exchange rate, which also seems to be taking place.

Data on aggregate demand by type of expenditure indicate that domestic demand started to recover in 2003 after three years of sluggish performance following the VAT shock. Although domestic demand gradually started to expand from 2002 on and picked up in 2003 in line with other ERBS, the recovery seems to be of cyclical nature rather than a short-lived response to the change in the nominal environment. This perception is also reflected in the medium term macroeconomic forecasts of UMAR (2004), BS (2004) and IMF (2004), although the views on the intensity of the recovery differ.

Despite of rising aggregate demand components (private consumption and investment) they were still below historical average in 2003, particularly investment. In 2004 the recovery is also continuing in line with expectations (Q1). The growth rates of credit are accompanying the recovery (Figure 10). Total credit growth rate started to pick up at the beginning of 2003, which is explained by recovery of credit to enterprises. Credit to consumers also started to recover slowly in 2003, but then it accelerated at the end of the year. Overall annual growth of credit is still below the rate of growth observed in recent past 1997-2001. In the case of the relative indebtedness of consumers it can be said also that it is quite low compared to that prevailing during the shock caused by the VAT introduction (Figure 11).

The behavior of the credit variable does not indicate that a demand boom will be undergoing. The growth rate of credit to consumers is still low (13,8 percent in April 2004) and is lower to the one experienced before the VAT introduction (26,7% in January 1999). It is also worth noticing that in the case of Slovenia the rate of loans to GDP is relatively lower compared to the level of income per capita (Figure 12). Furthermore, is to be expected that the share of loans to GDP should increase in the foreseeable future given the relatively low degree of financial deepening compared with Slovenia's overall economic development (IMF (2004), Cotarelli (2003) and Coricelli (2004)). A simple projection concerning credit expansion based on historical trend indicates that the share of loans in GDP should increase from the level of 66 percent in GDP in 2003 to about 96 percent at the end of the decade. The pace of financing

deepening might accelerate because of financial integration but it should not result in a credit boom due to the permanent change in the inflationary environment.

The possibility of a domestic and credit demand boom on the path to euro adoption should be also considered in light of the envisaged development of wages in the period 2004-2005, according to which the real wage growth without promotions will decline or remain constant. As it was the case of some current euro area members (e.g. Greece, Finland, Ireland, Italy and Spain) the wage policy should help to contain demand pressures and contribute to meeting the inflation criterion.

### **Enhancing policy mix**

The sustainability of the nominal convergence is underpinned by the credibility gained after the adoption of the PEAE and by the undergoing economic recovery process that should not result in a consumption boom given the policy mix (wage policy and eventual deepening of the capital-labor ratio). Thus, the risk of not meeting all Maastricht criteria seems relatively low. Nevertheless, to minimize such a risk and to entrench nominal convergence the policy mix could be further enhanced.

First, real interest rate should not go further down and should be kept around current level of 1,7% until Slovenia's permanency in ERM II is well advanced. Interest rates should not be reduced prematurely. Remember the case of Greece in which interest rate converged only before euro adoption (Figure 3). Keeping exchange rate constant and at the same time maintaining current level of real interest rates or reducing it very cautiously may trigger capital inflows. The monetary authority should not preempt them but it should have a wait-and-see attitude towards seeing whether capital inflows materialize in the period leading to assessment of Maastrich criteria. It is also important to have in mind that the government securities debt market in Slovenia is relatively small and illiquid and thus does not offer an easy exit to speculators. Similarly, the capital market, whose index has ballooned in last three years on the back of lowering interest rates and expectations of EU membership, might not give space to merely speculative investments but rather to large take over operations. Notice also that the IMF (2004) has given a similar recommendation on the importance of not forcing down real interest rates prematurely. As long as monetary policy will not officially disappear with the euro adoption, all available policy instruments have to contribute to assure a successful and short permanency in ERM II.

Second, given the relatively rigid structure of government expenditure as mandated by law, fiscal policy should adhere to the envisaged reduction of structural balance and proceed to restructure expenditure according to performance indicators in all expenditure programs to ensure sustainability of policy. The policy mix in the short run could be enhanced by a public commitment preferring to save any revenue over performance. Thus, allowing the full operation of stabilizers in the upturn of the cycle. Given the turbulence in oil markets and the

difficulty to offset prolonged volatility, the government should give priority to the excise revenue budget target. This can contribute to curb aggregate demand.

Third, to eliminate remaining concerns about the sustainability of the disinflation process, the authorities should publicly announce a program of gradual liberalization of regulated prices in light with the policy commitments concerning EU membership and sectoral structural policy (i.e. introducing competition and demonopolization). Such a program could constitute an exit strategy of the current policy and will further enhance credibility. The program could incorporate dates and policies that will affect the setting of regulated prices. For example, it can indicate that by 2007 the retail price of electricity will be determined by the market or that public procurement procedures for hiring communal services will be mandatory as of certain date.

Fourth, as in the case of the exchange rate and controlled price policy, the current wage policy has to have an exit strategy. The reduction of real wages or maintaining the real wage unchanged is unsustainable in the medium term and is contrary to the process of catching up to the EU income levels that it is expected from EU membership and euro adoption. Failing to have a clear wage strategy that will align wages with the income catching up process can lead to wage shocks. The key issue concerning wage policy is to finally dispense with indexation but not to freeze real wages indefinitely. Wage formation should be made contingent to performance. Such a policy will not be only consistent with the process of income catching up but will allow for nominal flexibility which is critical to deal with shocks and for fast transmission of monetary policy in the euro area context.

Fifth, so far the relatively loose credit conditions accompanying the convergence of interest rate had not resulted in a credit boom and such an event should not per se materialize, given the present income policy. In any case, enhancing prudential regulation and supervision of the financial sector should be pursued. In particular, the developments in asset prices and use of assets as a collateral have to be closely watched because the fast development of the stock exchange index compared to market capitalization and because the interactions between higher valued collateral and credit can be mutually reinforcing.

### **Attitude toward shocks**

Another important issue to consider is what should be the reaction to shocks and their consequences. The PEAE discusses potential shocks and risks in the way to EMU. The recent BS Monetary Policy Implementation Report (2004) quantifies the effects associated with what the BS considers the biggest risks on the path to euro adoption: aggregate demand pressure and wage increases. The BS models two large shocks in consumption and wage increases. Despite the magnitude of the shocks, their outcome in term of inflation is not significant. This underscores the power of the effect of keeping the exchange rate constant in order not to accommodate shocks. Such a result should be regarded also in the context of the largest

demand shock experienced by Slovenia in the second quarter of 1999 connected to the VAT supply shock. Thus, given the critical importance of the exchange rate in maintaining price stability, the weight in the policy mix should be placed to preserve the stability of the exchange rate and to meet the time schedule for euro adoption. To avoid potential wage shocks in the medium term, as mentioned before, the government should figure out an exit strategy from the current real wage policy.

Despite the current level of oil prices and their volatility, given that this development is symmetrical to all euro area members, any consideration of postponing ERM II entry should be avoided. Similarly, exclusion of oil prices from wage indexation could result in over-determination of the policy mix and in early triggering of wage shocks and as such should be also avoided.

What could contribute to reinforcing the policy mix might be the eventual ECB increase in interest rates. However, in order to avoid a surge in credit demand, BS should refrain from further lowering the interest rate in line with the wait-and-see policy and should also refrain from lowering rates at first and then rise them again creating expectations that can trigger increase in credit demand.

### **Medium term risks and policy issues after euro adoption**

Up until 2001 the real exchange rate as measured by the CPI and ULC remained fairly constant around the 1995 level, reflecting broadly the relative degree of competitiveness of the economy and the policy mix.<sup>14</sup> On the path to monetary integration, the real exchange rate has started to appreciate in line with the dynamics of the chosen nominal convergence path. It also seems to exhibit in the short run a certain degree of overshooting consistent with closing the productivity differential vis-a-vis euro area members and the adjustment of real interest rate differential. Nevertheless, the trajectory of the nominal exchange rate seems consistent with the equilibrium real exchange rate as reflected in macroeconomic balances (see also IMF 2004). In absence of shocks and in the long run, the real exchange rate should move according to the improvements in productivity. However, once Slovenia will be a member of the euro area the economy will not be exempted from idiosyncratic shocks (both positive and negative). It will not be possible to use the exchange rate or interest rate to adjust to shocks or preempt them. The burden of the adjustment will be placed on changes in relative prices, wages and real adjustment in the economy.

Fiscal policy, according to the Stability and Growth Pact, should assure a structural balance within the cycle, given the extended time lag between the recognition of the need for action

---

<sup>14</sup> *The IMF (2004) considers the degree of Slovenia's external competitiveness as satisfactory. On the other hand the IMD annual World Competitiveness Scoreboard (WCS) and WEF, which compiles a Growth Competitiveness Index (GCI) consider that the competitiveness of Slovenia has deteriorated in the last year due primarily to worsening of the institutional environment.*

and the actual effect of policy measures on output and inflation. On the other hand, the supervisory and regulatory financial policy framework should be improved permanently, to respond to problems created by financial cycle aspects of overheating and overcooling and to the underdevelopment of the financial system. However, discretionary changes in regulatory and supervisory framework to counteract building of imbalances should be assessed very carefully due to their highly uncertain impact and potential effect on dislocating the Slovenian financial sector away from the euro area and potentially interfering the transmission of monetary policy.

To cope with the challenges of the absence of exchange rate and monetary policy, the policy aimed at sustained productivity growth and improving the functioning of markets of labour, goods and capital markets (IMAD (2001), EPC (2004), EU Commission (2004)), should be complemented by policy effort aimed at minimizing the occurrence of adverse shocks and improving the capacity of the economy to return back to an equilibrium path after a country specific shock takes place. To minimize occurrence of adverse shocks, effort should be placed on implementation of sustainable policy. For example, in the case of wage policy the policy of zero real wage increase, although helping in short-term, is clearly not sustainable and is likely to result in wage shocks if there is not an appropriate exit strategy. Revision of wage composition emphasizing performance bonuses (variable component of wage) and decentralization of wage bargaining might be considered. Similarly, flexible labor arrangements could be pursued. Another important area is to foster further economic integration with the EU and foreign direct investment.

To improve the capacity of the economy to return back to equilibrium after idiosyncratic disturbances, and to limit the amplitude of interaction between real exchange rate adjustment and real interest rate developments which reflect the catching up effect, policy effort should be targeted to complete the phasing out of wage indexation. Similarly, an assessment of the labour market regulation and its interaction with the social security system might contribute to determine to what extent the existing institutional framework contributes to wage rigidity.

## References

Bank of Slovenia and Government of Slovenia, 2003: Programme for ERM2 Entry and Adoption of the Euro, Ljubljana

Banka Slovenije, 2004: Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike, Ljubljana

Blejer M. and Cheasty A., 1989: High Inflation, Heterodox Stabilization and Fiscal Policy, in Blejer M. and Chou K (edit.): Fiscal policy, Stabilization and Growth in Developing Countries, IMF, Washington. D.C.

Calvo G.A., and Vegh C.A., 1995: Fighting Inflation with High Interest Rates: The Small Open Economy Case Under Flexible Prices, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1995/27

Calvo G.A. and Vegh C.A., 1994: Inflation Stabilization and Nominal Anchors, *Contemporary Economic Policy*, 1994/12

Cihak M. and Holub T., 2004: Price Convergence in EU Accession Countries: Evidence from the International Comparison,

Corricelli F., Jazbec B., and Masten I., 2002: Exchange Rate Pass-Through in Candidate Countries, Conference: Exchange Rate Strategies During the EU Enlargement, ICEG, Budapest

Corricelli F., and Masten I., 2004: Growth and Volatility in Transition Countries: The Role of Credit

Cottarelli F. et al., 2003: Early Birds, Late Risers and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and the Balkans, IMF WP 3/213

De Gregorio J., Guidotti P.E., and Vegh C.A., 1998: Inflation Stabilization and the Consumption of Durable Goods, *Economic Journal*

Deroose S., Langedijk S., and Roeger W., 2004: Reviewing Adjustment Dynamics in EMU: From Overheating to Overcooling

Detragiache E., and Hamann A., 1997: Exchange Rate Based Stabilization in Western Europe: Greece, Ireland, Italy and Portugal, IMF WP 97/75

Economic Policy Committee, 2004: Annual Report on Structural Reforms 2004 – Reinforcing Implementation, Brussels

European Commission, 2004: Commission Recommendation on the “004 Update of the Broad Guidelines of the Economic Policies of the Member States and the Community (for the 2003-2005 Period), Brussels

European Commission, 2004: The Portuguese Economy after the Boom, *European Economy, Economic Papers*, 2004/8

IMF, 2004: Republic of Slovenia – Staff report for the 2004 Article IV Consultation, SM/04/138

Kiguel M.A., and Liviatan N., 1992: When Do Heterodox Stabilization Programs Work? Lessons from Experience

Kiguel M., and Liviatan N., 1992: The Business Cycle Associated with Exchange Rate Based Stabilization, The World Bank Economic Review, 1992/6

Papaspyrou T.S., 2004: EMU Strategies: Lessons from Past Experience in view of EMU Enlargement

Reinhart C.M. and Vegh C.A., 1995: Do Exchange Rate Based Stabilizations Carry the Seeds of their Own Destruction? Mimeo, IMF

Rodriguez C.A., 1982: The Argentine Stabilization Plan of December 20<sup>th</sup>, World Development, 1982/10

Schnabl G, 2004: De Jure versus de Facto Exchange Rate Stabilization in Central and Eastern Europe

Svensson L.E.O., 2003: How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?

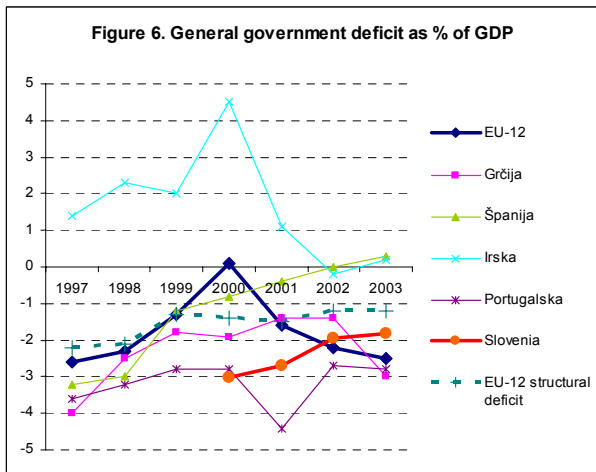
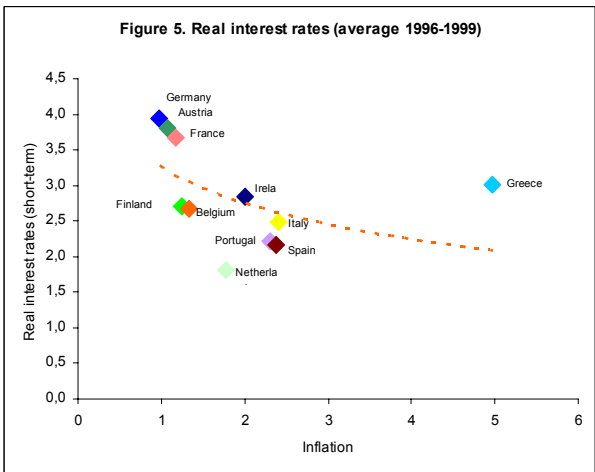
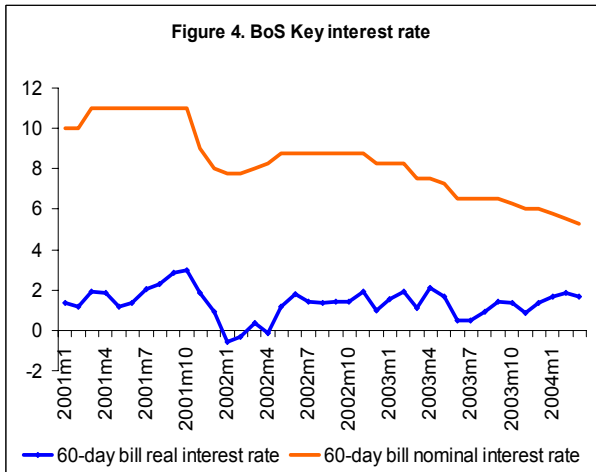
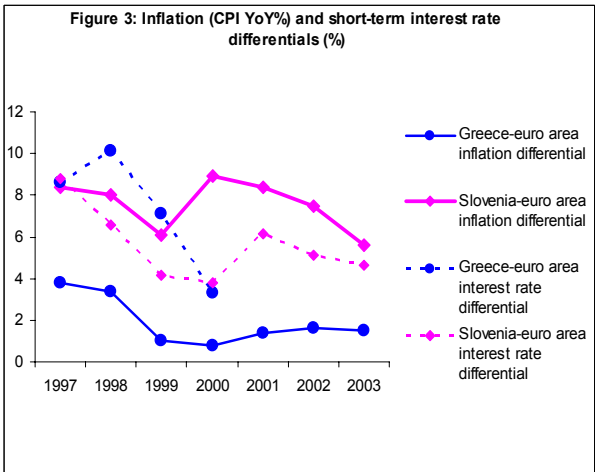
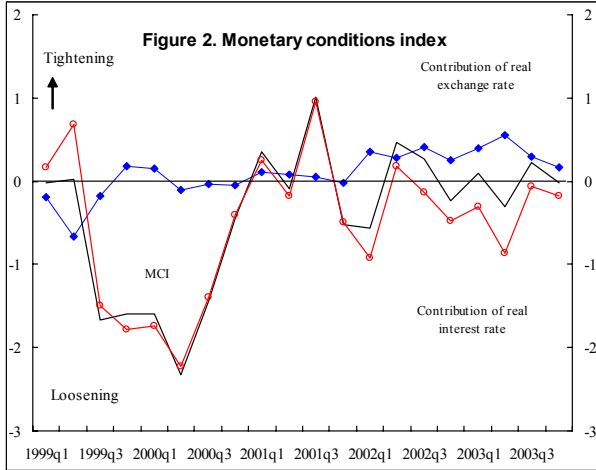
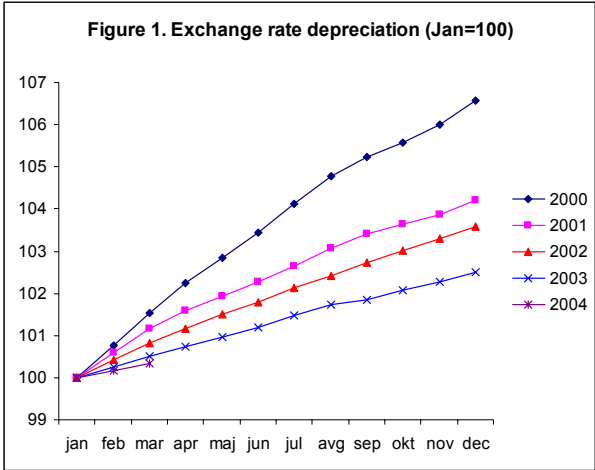
UMAR, 2004: Slovenija – Pomladansko poročilo, Ljubljana

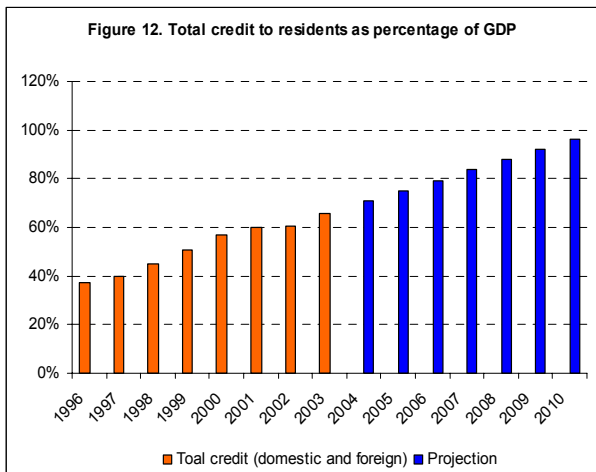
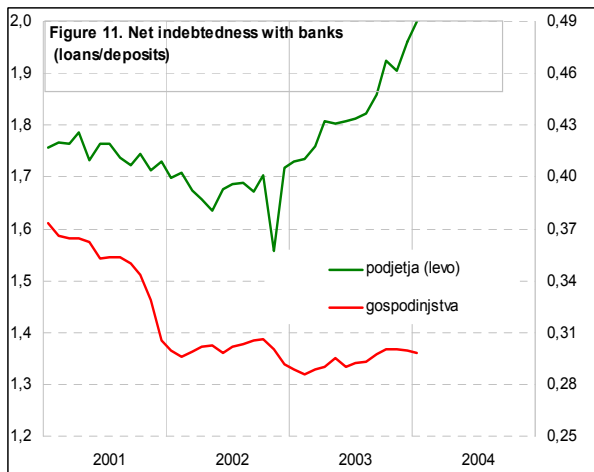
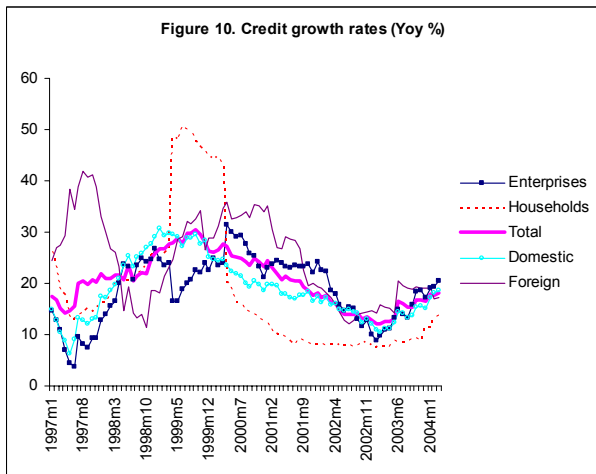
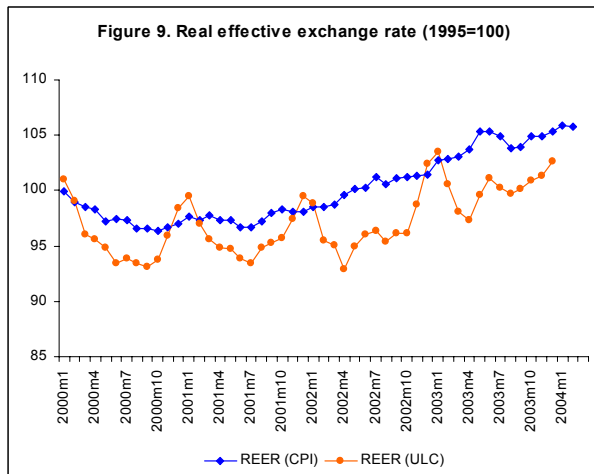
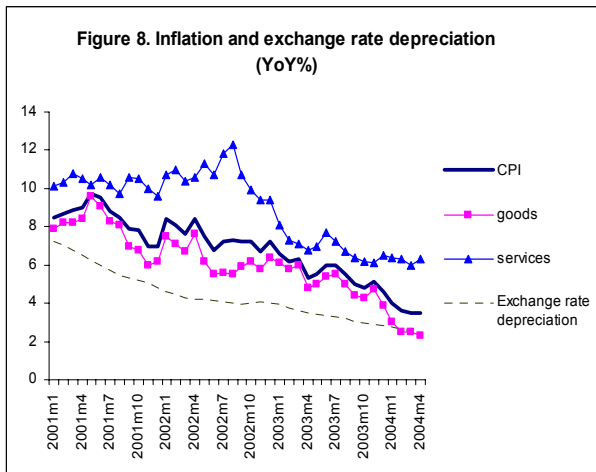
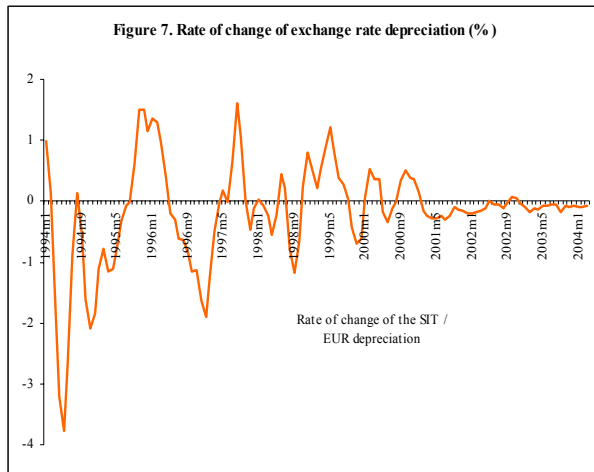
UMAR, 2001: Strategija gospodarskega razvoja Slovenije, 2001-2006

Uribe M., 2000: The Analytics of Credible Exchange-Rate Based Disinflation When Money Facilitates Firms' Transactions

Vegh C.A., 1992: Stopping Inflation: An Analytical Overview, IMF Staff Papers, 1992/39







Sources: Bank of Slovenia, Monthly Bulletin various issues, Eurostat.