

Mojmir MRAK*

VKLJUČEVANJE SLOVENIJE V EVROPSKO UNIJO NA PODROČJU MONETARNE POLITIKE IN PROSTEGA PRETOKA KAPITALA

Uvod

Prilagajanje Slovenije pogojem poslovanja v Evropski uniji (EU) pomeni v prvi vrsti sprejem pravil o "štirih svobodah", to je o svobodnem pretoku blaga, oseb, storitev in kapitala. S stališča slovenske monetarne politike so zlasti pomembna pravila o prostem pretoku kapitala, ki so med članicami EU že v veliki meri uveljavljena, ter uvedba enotne valute in evropskega denarnega sistema, ki naj bi se začela uresničevati z začetkom leta 1999.

Osnovni namen prispevka je analizirati slovensko monetarno politiko v luči približevanja naše države EU in Evropski monetarni uniji (EMU), v tem okviru pa še zlasti dejavnike, ki bodo neposredno ali posredno vplivali na te procese. Prispevek se omejuje na (i) analizo prilagajanja monetarne politike vključevanju Slovenije v Evropsko monetarno unijo in na (ii) analizo problematike liberalizacije kapitalskih pretokov v Sloveniji.

Po ratifikaciji Asociacijskega sporazuma (junij 1997) in odločitvi EU o začetku pogajanj za polnopravno članstvo s šestimi pridruženimi članicami, med njimi tudi Slovenijo (december 1997), postaja uresničevanje obveznosti iz tega sporazuma ter izpolnjevanje pogojev za vključevanje kandidatke v EU, ki jih je Evropski svet sprejel junija 1993 v Københavnu, zelo operativna naloga ne le za slovensko državo, temveč tudi za vse njene subjekte. Z gospodarsko-finančnega stališča sta pomembna predvsem naslednja dva pogoja: (i) kandidatka mora zagotoviti vzpostavitev delujoče tržne ekonomije in sposobnost soočanja s konkurenčnim pritiskom in tržnimi silami znotraj EU ter (ii) kandidatka mora zagotoviti prevzem obveznosti, ki izhajajo iz članstva, vključno s prizadevanji za doseganje ciljev politične, ekonomske in monetarne unije.

V cilju priprave operativnega programa za prilagajanje EU je bila pripravljena Strategija za vključevanje Republike Slovenije v EU, ki jo je sprejela vlada in obravnaval parlament. Strategija opredeljuje potrebne korake ekonomske politike (in njihovo dinamiko), ki jih mora Slovenija sprejeti in uresničiti v obdobju 1998 - 2001, če želi postati polnopravna članica EU v letu 2002. Prispevek temelji na relevantnih delih Strategije, ki jih je pripravil avtor.

* Dr. Mojmir Mrak, Ekonomska fakulteta in Fakulteta za družbene vede.

Prilaganje monetarne politike

SedANJI položaj in problemi monetarne politike v Sloveniji

Temeljni kamen gospodarske neodvisnosti Slovenije je bila uvedba lastne valute oktobra 1991. leta. Takrat se je Banka Slovenije soočila s številnimi institucionalnimi in makroekonomskimi težavami, vključno z (i) dvoštevlično mesečno inflacijo, (ii) razširjeno indeksacijo v poslovanju gospodarskih in drugih subjektov, (iii) minimalnimi deviznimi rezervami, (iv) šibkim zaupanjem v novo valuto, (v) zapuščino slabih dolgov v dveh velikih poslovnih bankah in (vi) nezadostno kreditibilnostjo novo ustanovljene centralne banke.

Glavni cilj monetarnih oblasti ob uvedbi lastne valute je bilo hitro znižanje visoke stopnje inflacije, poleg tega pa si je Banka Slovenije prizadevala tudi ustvariti določen nivo deviznih rezerv, s katerimi bi zagotavljala nemoteno menjavo s tujino in si odpirala možnost za intervencijo na deviznem trgu.

Za dosego teh ciljev je Banka Slovenije uporabila kombinacijo ukrepov monetarne in tečajne politike. Tako se je Banka odločila za denarno maso kot osnovno sidro svoje monetarne politike in za primarni denar kot njen operativni cilj. Takšni monetarni politiki je bila prilagojena tudi tečajna politika, to je režim nadzorovanega drsečega deviznega tečaja.

Potem ko je med oktobrom 1991 in januarjem 1992 izgubil 3/4 svoje začetne vrednosti, se je menjalni tečaj tolarja ustalil in na ta način ustvaril pogoje za nižjo stopnjo inflacije. Kombinacija restriktivne monetarne politike in prostega drsenja tolarja se je izkazala kot zelo koristna za hitro zniževanje inflacije v tistem obdobju. Stopnja inflacije se je tako znižala z več kot 20 odstotkov v oktobru 1991 na 2,5 odstotka mesečno do sredine 1992, sočasno pa se je stabiliziral tudi plačilnobilančni položaj države.

Od sredine 1992. leta nepraj napredovanje na poti zniževanja inflacije ni bilo tako stalno in dosledno. To je vsaj delno mogoče razložiti s trendi v deviznih tečajih, na katere so močno vplivala gibanja v plačilni bilanci. Soočena z močnimi deviznimi prilivi in s ciljem zavarovanja deviznega tečaja, je Banka Slovenije leta 1993 začela s obširnimi programom sterilizacije teh prilivov. Ker pa je sterilizacija deviznih prilivov postajala vse dražja (sočasno je tudi dohodkovna politika postala bolj restriktivna), je v kasnejšem obdobju, zlasti od 1995. leta dalje, Banka Slovenije začela uporabljati še druge instrumente za preprečevanje pritiskov na rast deviznega tečaja tolarja.

V zadnjih šestih letih je bilo veliko doseženega na področju monetarne in tečajne politike Banke Slovenije, še zlasti ob upoštevanju težav, s katerimi se je srečevala v trenutku vzpostavitve monetarne neodvisnosti. Banka Slovenije se je v tem času uveljavila kot verodostojna ustanova, vodenje monetarne politike pa je skupaj s fiskalno politiko pripeljalo do precejšnega napredka pri doseganju makroekonomske stabilnosti. Do srede 1995. je bila inflacija znižana na enomestno letno raven, okrepljen pa je bil tudi plačilnobilančni položaj države. Ta proces je spemljala močna rast tolarskih bančnih vlog, kar kaže na povečano zaupanje v domačo valuto. Tudi nižja inflacija in spremembe indeksacijskih določb, ki veljajo za vloge, so pripeljale do nižjih in stabilnejših domačih obrestnih mer. Devizne rezerve

(Banke Slovenije in poslovnih bank) so se praktično z ničle povečale na vrednost, ki je ekvivalentna vrednosti približno štirimesečnega uvoza. Poleg tega je septembra 1995 Slovenija sprejela obveznost iz VIII. člena Mednarodnega denarnega sklada. S sprejetjem te obveznosti je tolar postal formalno konvertibilna valuta za transakcije na tekočem računu plačilne bilance.

Kljub pomembnim dosežkom v preteklih letih, se monetarna in tečajna politika danes soočata tudi z vrsto izzivov. Eden od njih je stopnja inflacije, ki se je v zadnjem triletnem obdobju ustalila na letni ravni nekaj pod 10 odstotkov. Njeno vztrajanje na tej neprijetno visoki ravni, če jo merimo z vidika razvitih držav, kaže, da sta obe politiki verjetno dosegli svoje inflacijske meje v sedanjem kontekstu. Če je, kot kažejo nekateri dokazi, glavni del preostale inflacije predvsem strukturen ter odvisen od prekomernih plač in oligopolnih cenovnih politik, še zlasti v nemejnjalnih sektorjih, potem kontrola denarnih agregatov skupaj s tečajno politiko ne more biti učinkovita pri nadaljnjem nižanju inflacije.

Čeprav so se obrestne mere v času od razglasitve monetarne neodvisnosti znižale, so le-te še vedno visoke v primerjavi z državami EU. To je mogoče razložiti z več dejavniki, vključno z restriktivno monetarno politiko, zlasti v obdobju 1992 - 1994, s tečajnimi pričakovanji ter s strukturo bančnega sektorja. V skladu z medbančnim dogovorom o najvišjih pasivnih obrestnih merah so bile le-te v zadnjih dveh letih večkrat znižane. Ker morajo banke na osnovi tega dogovora prenašati pozitivne učinke nižjih pasivnih obrestnih mer tudi na svojo aktivno stran, je to pomenilo tudi znatno znižanje obrestnih mer za bančna posojila, še zlasti za najboljše komitente.

S problemom visokih obrestnih mer je tesno povezano vprašanje indeksacije. Čeprav je Banka Slovenije od sredine 1995 postopoma uvajala in širila uporabo nominalnih obrestnih mer za instrumente monetarne politike, so drugi gospodarski agenti sprejemali proces dezindeksacije zelo počasi, tako da nominalizacija gospodarstva, tako znotraj kot zunaj finančnega sektorja, še ni splošno zaživela. Večina obrestnih mer za prebivalstvo in podjetja je še vedno navedenih v realni obliki, to je z revalorizacijsko klavzulo za uskladitev z inflacijo.

Visok delež deviznih vlog v strukturi bančnih vlog je poleg indeksacije še en pokazatelj, da zaupanje v valuto, kljub pomembnemu povečanju od časa vzpostavitve monetarne neodvisnosti, še vedno ni na zadovoljivi ravni in ostaja dokaj krhko. Konec leta 1996 so devizne vloge še vedno znašale približno 40 odstotkov skupnih bančnih vlog, kar je delež, ki se je od leta 1992 znižal za približno 10 odstotnih točk. Varčevanje prebivalstva je še posebej občutljivo na arbitražne priložnosti, ki so na voljo zaradi sprememb gibanj deviznega tečaja glede na revalorizacijo tolarja.

Druga težava, s katero se v zadnjih petih letih sooča Banka Slovenije, je priliv kapitala. V obdobju 1992 - 1994 je le-ta bil predvsem posledica presežkov tekočega računa plačilne bilance, od leta 1995 pa predvsem njenega kapitalskega računa. V prvem obdobju se je Banka Slovenije pritiskom za dvig deviznega tečaja upirala s sterilizacijo deviznih prilivov, predvsem s prodajo lastnih vrednostnih papirjev, kasneje, ko so stroški sterilizacije postali nesprejemljivo visoki, pa je Banka začela uporabljati še druge instrumente, zlasti administrativne omejitve za priliv kapitala

(glej poglavje III). S sprejetjem teh ukrepov je Banka želela omejiti njihov negativen vpliv na monetarno stabilnost v državi in preprečiti pojave, kakršnim smo v zadnjem času bili priča v Aziji in na Češkem.

Sedanji položaj monetarne politike v EU: prehod v EMU

Takrat, ko bo Slovenija postala članica EU, bo uresničevanje EMU, ki je končna ciljna točka Slovenije na monetarnem področju, že v fazi polne realizacije. Čeprav maastrichtska konvergenčna merila veljajo samo za članice EU, ki se pridružijo EMU in se formalno ne zahtevajo od držav, ki želijo postati članice EU, pa je zavezanost ciljem EMU nedvoumna zahteva za pridruženost (glej poglavje I).

Trenutno Slovenija izpolnjuje oba maastrichtska fiskalna kriterija (proračunski primanjkljaj kot delež BDP in javni dolg kot delež BDP), obenem pa je še vedno oddaljena od izpolnitve obeh monetarnih in tečajnega kriterija (stopnja inflacije, višina obrestnih mer, vključenost v evropski sistem deviznih tečajev).

Ne glede na to, ali se bo Slovenija pridružila EMU sočasno, ko bo postala članica EU, ali kasneje, pomeni proces pridruževanja EU vzpostavitev tesnejšega sodelovanja z EU tudi na področju monetarne in tečajne politike. Tako kot vse druge države, ki sodelujejo v procesu evropskega monetarnega povezovanja, bo tudi Slovenija morala spoštovati "Sporazum o stabilnosti in rasti" (glej poglavje 5.5.2), se odreči kakršnemukoli financiranju primanjkljaja javnega sektorja s strani centralne banke (to se v Sloveniji tudi do sedaj ni dogajalo), dokončati proces liberalizacije kapitalskih tokov ter uskladiti svojo tečajno politiko s politikami partnerskih držav v EU. Te ključne referenčne točke monetarne in devizne politike je potrebno doseči s pomočjo neodvisne centralne banke, katere glavni cilj je stabilnost cen.

Cilji slovenske monetarne politike

V Strategiji za vključevanje Republike Slovenije v EU je kot glavni cilj na področju monetarne politike opredeljena včlanitev v EMU do leta 2005, to je nekaj let po tem, ko naj bi se Slovenija pridružila EU. V tem smislu so kot natančnejši cilji monetarne in tečajne politike definirani naslednji: (i) znižati inflacijo na 3 - 5 odstotno letno raven do leta 2001 in na raven, določeno z Maastrichtskim sporazumom, do leta 2004, (ii) do leta 2001 znižati obrestne mere na tedanjo raven v glavnih državah članicah EU in (iii) stabilizirati tečaj tolarja v okviru sedanjega režima nadzorovanega drsečega tečaja.

Usmeritve in ukrepi monetarne politike

Da bi dosegli prvi cilj, t.j. znižali inflacijo na letno raven 3 - 5 odstotkov do leta 2001 in na raven, določeno z Maastrichtskim sporazumom, do leta 2004, je na prvem mestu potrebna verodostojna zavezanost Banke Slovenije temu cilju. Prvi korak v tej smeri je bil narejen z objavo inflacijskega cilja (M3) v maju 1997. Objava tega cilja je pomembna iz vsaj dveh razlogov. Prvič, na ta način je zavezanost Banke Slovenije k nadaljnjemu zniževanju inflacije postala še bolj eksplicitna kot poprej. Drugič, zaradi javne objave inflacijskega cilja Banke Slovenije je le-ta postal transparenten, kar se ni dogajalo v preteklosti. Objava inflacijskega cilja po eni strani

zmanjšuje manevrski prostor Banke Slovenije, ki se je v preteklosti zahteval za doseganje včasih nasprotujočih si ciljev, sočasno pa od nje tudi zahteva, da postane še bolj odgovorna pri vodenju svoje monetarne politike, saj bi eventualna neizpolnitev javno objavljenega cilja imela za posledico zmanjšanje zaupanja v institucijo. Po drugi strani pa objava inflacijskega cilja, skupaj s predpogoji, pod katerimi ga je mogoče doseči, pomeni tudi jasen poziv drugim makroekonomskim politikam k usklajenemu delovanju.

Slovenija ne bo ustanovni član EMU in se bo torej priključila evropskemu monetarnemu sistemu, ko bo ta že deloval. Da bi v času tranzicije država imela dovolj velik manevrski prostor za prilagoditev zunanjim šokom ter da bi v tem času ohranila svojo monetarno suverenost v okolju majhnega monetarnega prostora, bo Banke Slovenije predvidoma nadaljevala s sedanjim režimom nadzorovanega drsečega tečaja vse do tedaj, ko se bo Slovenija vključila v EMU.

Kar se tiče obrestnih mer je pričakovati, da se bo trend njihovega zniževanja nadaljeval v naslednjih letih kot posledica okrepljene konkurence med bankami kakor tudi zaradi intenzivnejšega procesa dezindeksacije, katere cilj je popolna nominalizacija gospodarstva. Od znižanja obrestnih mer se ne pričakuje le močnejša gospodarska rast, temveč bo proces prispeval tudi k zmanjšanju razlik med obrestnimi merami v Sloveniji in tujini. To je predpogoj za znižanje kapital-skih prilivov in torej tudi za ustvarjanje pogojev, ki so potrebni za popolno konvertibilnost tolarja in za celotno liberalizacijo pretoka kapitala, ki sta oba pogoj za polnopravno članstvo Slovenije v EU.

Za uspešno zniževanje inflacije brez povzročanja visokih realnih stroškov dezinflacije, ki bi jih povzročila apreciacija tolarja, bosta morali biti monetarna in devizna politika usklajeni in podprti z ustreznimi makroekonomskimi in strukturnimi politikami. Do leta 1996 je fiskalna politika, z bolj ali manj uravnoteženim državnim proračunom, pomagala monetarni politiki pri krotitvi pritiskov na obrestne mere. V letu 1997 in 1998 je bil ta trend prekinjen in to predvsem kot posledica odlaganja strukturnih reform, kar je povzročilo povečanje izdatkov za pokojninske in socialne transfere. Reforme na teh področjih so v ospredju reform fiskalne politike in potemtakem tudi močno vplivajo tako na monetarno kot na devizno politiko. Če bistveno manj podpore je monetarna politika v preteklih letih imela v dohodkovni politiki in v politiki trga delovne sile. Zaradi tesne povezave med gibanjem plač in inflacijskimi pritiski so absolutno nujni ukrepi, ki bodo učinkovito ločili bolj ali manj indeksirano prilagajanje plač.

Drugi ključ do uspešne monetarne in devizne politike so strukturne reforme, katerih cilj je pospešiti konkurenco in povečati učinkovitost v podjetniškem in bančnem sektorju. Bistveni element teh reform je postopna liberalizacija nadzorovanih cen v nemenjalnih sektorjih gospodarstva, še zlasti v sektorju gospodarske infrastrukture. Čeprav bo kratkoročni učinek liberalizacije teh cen na inflacijo negativen, bo sočasno zmanjšal inflacijske pritiske v daljšem časovnem obdobju. To bi še bolj veljalo, če bi liberalizacijo cen spremljala povečana učinkovitost, ki bi se dosegla z večjo konkurenco in izboljšanim upravljanjem v podjetjih.

Kapitalski pretoki

Sedanji položaj in problemi povezani s kapitalskimi pretoki

Slovenija ima zelo odprto gospodarstvo z razmerjem zunanje trgovine v BDP (izvoz plus uvoz), ki v povprečju presega 110 odstotkov. V obdobju od 1992. leta dalje je bil za plačilno bilanco države značilen presežek, ki je po eni strani povzročal velike kapitalske prilive, po drugi pa je imel za posledico veliko akumulacijo deviznih rezerv. Narava teh kapitalskih prilivov se je sčasoma spreminjala.

V obdobju 1992 - 1994 so bili kapitalski prilivi predvsem posledica presežka tekočega računa plačilne bilance. Ta se je s 7,4 odstotka BDP v letu 1992 znižal na 3,8 odstotka BDP leta 1994. Glede na tradicionalen presežek Slovenije v trgovinski bilanci (izjema je bilo leto 1992), je presežek tekočega računa plačilne bilance izviral izključno iz velikih presežkov v bilanci storitev, predvsem na račun turizma in transporta. Kar zadeva kapitalski račun (brez deviznih rezerv), je zanj bilo značilno, da v tem obdobju ni prispeval k neto kapitalskim prilivom. Ravno nasprotno, država je imela primanjkljaj v kapitalskem delu plačilne bilance, ki je znašal 2,4 odstotka BDP leta 1992 in 0,6 odstotka BDP leta 1993, v naslednjem letu pa se je primanjkljaj že spreobrnil v presežek v višini 0,7 odstotka BDP leta 1994. Do preobrata v kapitalskem računu plačilne bilance je prišlo predvsem zaradi ponovno pridobljenega dostopa slovenskih gospodarskih subjektov do tujih komercialnih kreditov v letu 1993 (ti krediti so bili bistveno cenejši kot krediti na domačem finančnem trgu).

V drugem obdobju, t.j. od leta 1995 dalje, je bil vir priliva kapitala popolnoma drugačen. Medtem ko je presežek tekočega računa izginil (v teh letih je bil tekoči račun praktično uravnovešen), se je presežek kapitalskega računa močno povečeval. Medtem ko je še leta 1995 znašal 1,4 odstotka BDP, se je leta 1996 povečal že na 2,9 odstotka BDP. Visoke prilive kapitalskega računa je povzročala predvsem kombinacija dveh dejavnikov: (i) razlike med obrestnimi merami v Sloveniji in v tujini, ki so spodbujale zadolževanje v tujini in (ii) Slovenija je postala privlačna za portfeljske naložbe tujih investitorjev na ljubljanski borzi. Tako so nerezidenti leta 1996 kupili vrednostne papirje v skupnem znesku 79 milijonov \$, od tega za 68 milijonov \$ samo v zadnjih štirih mesecih tega leta.

Veliki kapitalski prilivi so pomenili velike težave pri vodenju monetarne in devizne politike. To še bolj velja za državo kot je Slovenija, ki ima zelo majhno monetarno področje. Kot je že bilo povedano v poglavju 2.1, je v začetnem obdobju (med leti 1992 in 1994), Banka Slovenije na pritiske za zvišanje deviznega tečaja reagirala predvsem s sterilizacijo deviznih prilivov, kasneje, ko pa so stroški sterilizacije postali previsoki, pa je začela uporabljati tudi druge ukrepe. V tem okviru velja zlasti omeniti omejitve za finančna posojila iz tujine in omejitve za priliv portfeljskih naložb.

Aprila 1995. je Banka Slovenije uvedla 40 odstotni tolarski depozit (leta se ne obrestuje) za vse tuje finančne kredite z rokom odplačila do 5 let. Decembra 1996 je bil ta ukrep zaostren na dva načina: (i) 40 odstotni depozit je bil potreben za vse finančne kredite z rokom odplačila do 7 let in (ii) domači posojilojemalec je moral plačati 10 odstotni depozit tudi za posojila, ki so imela daljši rok odplačila. V zvezi

s predpisom o portfeljskih naložbah, ki ga je Banka Slovenije sprejela februarja 1997, pa morajo tuji vlagatelji pri pooblaščenih domačih bankah odpreti takoimenovane skrbniške račune.

Kot reakcija na krizo likvidnosti, ki je imela za posledico stečaj ene od manjših slovenskih bank, je Banka Slovenije julija 1996. sprejela vrsto nadzornih ukrepov. Ti ukrepi med drugim omejujejo (i) transformacijo kreditov, ki so jih banke najele v tujine, v tolarske naložbe (zamrznitev neto povečanja zadolževanja bank v tujini) in (ii) transformacijo kratkoročnih obveznosti bank v dolgoročne naložbe (likvidnostna lestvica). Njihov osnovni namen je zagotoviti večjo stabilnost bančnega sektorja.

Kar zadeva zakonodajni okvir transakcij kapitalskega računa, jih le-ta ureja ali zelo striktno ali pa jih sploh ne ureja. V zvezi s tistimi pomembnejšimi transakcijami, ki so zakonodajno urejene, je sedanji položaj naslednji:

- *neposredna tuja vlaganja*: Ta oblika finančnih tokov je z manjšimi izjemami praktično popolnoma liberalizirana. Izjema so obramba, določeni segmenti transporta in komunikacij, zavarovanje in sredstva za množično obveščanje, kjer podjetja v popolnoma tuji lasti sploh niso dovoljena. Na nekaterih drugih področjih je tuje lastništvo omejeno na določen manjšinski delež sodelovanja. V revizijskih podjetjih je ta delež 49 odstotkov, v borznih družbah 24 odstotkov, v investicijskih skladih 20 odstotkov itd.;

- *pridobivanje domačih vrednostnih papirjev s strani nerezidentov*: Kot je že bilo razloženo, je to dovoljeno le prek skrbniških računov;

- *finančna posojila in krediti*: Kot je že bilo razloženo, za njih velja tolarski depozit pri banki Slovenije;

- *poslovanje tekočega in depozitnega računa pri finančnih ustanovah*: Računi nerezidentov so dovoljeni bodisi v tolarjih bodisi v tuji valuti, vendar so tolarski gotovinski dvigi omejeni na 250.000 tolarjev mesečno.

Kapitalske transakcije, ki niso zakonodajno opredeljene, vključujejo vlaganja rezidentov v nepremičnine v tujini, kakor tudi tudi celoten segment transakcij povezanih s kupovanjem tujih vrednostnih papirjev s strani rezidentov, vstopom domačih vrednostnih papirjev na tuje kapitalske trge in poslovanjem z vrednostnimi papirji ter drugimi instrumenti, ki se normalno uporabljajo na denarnem trgu.

EU in prost pretok kapitala

Prost pretok kapitala je ena od "štirih svobod" enotnega trga EU in torej pomeni enega od njegovih temeljnih kamnov. Čeprav je bila vključena že v Rimski sporazum, se je liberalizacija kapitalskih transakcij znotraj EU začela počasneje kot v primeru drugih svobod in je šele nedavno dosegla razvitejšo stopnjo.

Zakonodajna dejavnost EU na tem področju temelji na spoštovanju naslednjih splošnih načel: (i) učinkovita ukinitvev nadzora nad kapitalskimi transakcijami in odprava vseh vrst diskriminacije kapitalskih tokov, (ii) pravice za svoboden pretok kapitala se dodeljujejo na principu rezidentstva in ne državljanstva in (iii) v veljavi še vedno ostanejo nekatere izjeme glede svobodnega pretoka kapitala, predvsem gre za izjeme povezane z državno varnostjo. Bela knjiga poudarja povezavo med

svobodnim pretokom kapitala in svobodnim gibanjem finančnih storitev ter daje usmeritve glede zaporedja ukrepov ekonomske politike na področju liberalizacije kapitala. V tem dokumentu se predlaga, da naj države najprej liberalizirajo dolgoročne tokove kapitala in tiste finančne tokove, ki so povezani s poslovnimi transakcijami (ukrepi I. faze), temu pa naj kasneje sledi liberalizacija kratkoročnih kapitalskih transakcij (ukrepi II. faze).

Trenutno je slovenska zakonodaja o kapitalskih transakcijah še vedno precej neuskkljena z zahtevami EU o svobodnem gibanju kapitala. Vendar pa Asociacijski sporazum določa načela postopne liberalizacije kapitalskih tokov med Slovenijo in EU. Vsebuje na primer določbo, da bodo vse omejitve glede dolgoročnih komercialnih in finančnih kreditov odpravljene do ratifikacije sporazuma (ta proces bo predvidoma zaključen do konca leta 1998), in tudi določilo, da bodo vse omejitve portfeljskih naložb veljale za prehodno obdobje, ki ne bo daljše od štirih let. To torej pomeni, da bo Slovenija morala v celoti liberalizirati svoj kapitalski račun najkasneje štiri leta po ratifikaciji Asociacijskega sporazuma in to ne glede na to, ali bo tedaj že članica EU ali ne.

Cilji na področju prostega pretoka kapitala

V Strategiji za vključevanje Republike Slovenije v EU je kot osnovni cilj na tem področju opredeljeno nadaljevanje procesa postopne liberalizacije kapitalskih transakcij in vzpostavitve polne konvertibilnosti kapitalskega računa do leta 2001. Na zakonodajnem področju to pomeni takšno prilagoditev slovenske zakonodaje, da bo le-ta pravno sankcionirala prost pretok kapitala.

Usmeritve in ukrepi politike na področju prostega pretoka kapitala

Da bi rešili problem sivih področij zakonodaje, ki se večinoma nanašajo na poslovanje z vrednostnimi papirji in na začetek postopne liberalizacije transakcij kapitalskega računa, je bil pripravljen osnutek novega Zakona o deviznem poslovanju. Zakon je že bil predložen parlamentu in pričakuje se, da bo sprejet do konca leta 1998 oziroma do ratifikacije Asociacijskega sporazuma.

Temeljni pristop zakonskega osnutka je oblikovati jasno zakonodajo, ki bo v celoti ustrezala zahtevam Asociacijskega sporazuma, po drugi strani pa bo zagotovila osnovo za polno liberalizacijo kapitalskih transakcij do včlanitve Slovenije v EU. V skladu s I. fazo ukrepov EU na tem področju bo zakon popolnoma liberaliziral dolgoročne kapitalске tokove, t.j. tokove, katerih rok zapadlosti presega eno leto. Dolgoročni kapitalski tokovi med drugim vključujejo neposredna vlaganja tako vhodna kot izhodna, komercialne in finančne kredite kakor tudi izdajanje vrednostnih papirjev v tujini ter kupovanje vrednostnih papirjev v tujini s strani bank in rezidentov. Na področju neposrednih tujih vlaganj bo splošna prepoved ostala le še za proizvodnjo in prevoz orožja in druge vojaške opreme ter za obvezno pokojninsko in zdravstveno varstvo, če se financira iz proračuna.

Kar se tiče kratkoročnih kapitalskih tokov bo proces liberalizacije postopnejši. To je potrebno, da se preprečijo potencialni problemi, s katerimi bi se lahko soočila monetarna politika. Prehitra liberalizacija kratkoročnih kapitalskih tokov bi namreč lahko bila povezana z destabilizacijo deviznega trga v državi, to pa bi po-

sledično lahko ogrozila monetarno stabilnost v državi. Na področju portfeljskih vlaganj za tujce bodo omejitve zniževane postopoma, popolnoma pa bodo odpravljene do konca leta 2001 (pod predpostavko učlanitve v EU leta 2002) oziroma neposredno pred samo učlanitvijo v EU.

Zaključek

Glede na svojo tesno gospodarsko povezanost z zahodnoevropskimi državami, Slovenija praktično nima druge alternative kot je vključitev v EU, za kar pa je eden od predpogojev popolna sprostitev kapitalskih tokov. V primeru, da bo Slovenija prišla do polnopravnega članstva v tej organizaciji že v prvih letih naslednjega desetletja, to je v letih 2002 oziroma 2003, potem naša država ne more računati na sočasen pristop k EMU. Nerealno je namreč pričakovati, da bi do tega leta Slovenija bila sposobna izpolnjevati vsa maastrichtska merila, še zlasti tista o stopnji inflacije, višini obrestnih mer, pa tudi vezava tečaja v tako kratkem časovnem obdobju se ne zdi realna. Če pa bo Slovenija postala članica EU nekje sredi naslednjega desetletja, kar se zdi bolj verjetno, potem pa ni mogoče izključevati sočasne vključitve Slovenije v EMU in s tem izgubo monetarne suverenosti.

LITERATURA

- Strategija za vključevanje Republike Slovenije v Evropsko unijo. Ljubljana: UMAR 1997
Slovenija: OECD Report. Paris: OECD 1997
Letna poročila Banke Slovenije
Bilten Banke Slovenije (različne številke)