

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

JOŽE MARKIČ

**ANALIZA IN UPORABA PLAČILNE BILANCE PRI VODENJU
EKONOMSKE POLITIKE**

DOKTORSKA DISERTACIJA

Ljubljana, 2009

IZJAVA

Študent JOŽE MARKIČ izjavljam, da sem avtor te doktorske disertacije, ki sem jo napisal pod mentorstvom prof. dr. ANDREJA KUMARJA in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo doktorske disertacije na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne_____

Podpis:_____

ANALIZA IN UPORABA PLAČILNE BILANCE PRI VODENJU EKONOMSKE POLITIKE

Povzetek

Plačilna bilanca je pomemben kazalec razvoja ekonomskih odnosov s tujino, saj predstavlja sistematičen zapis transakcij med rezidenti (nacionalno gospodarstvo) in nerezidenti (tujina). Preko blagovne in storitvene menjave ter finančnih tokov povezuje mednarodno okolje z domačo ekonomsko aktivnostjo. Na področju analize plačilne bilance obstajajo različni teoretični pogledi (mekantilizem, mehanizem zlate veljave, vidik elastičnosti, absorbcije, monetarni vidik, Mundell-Flemingov model in sodobne teorije kaptalskih tokov povezane z varčevalno-investicijsko vrzeljo), ki so se razvijali z razvojem domačega gospodarstva in mednarodnih ekonomskih odnosov. Od leta 1973 plačilnobilančna neravnotežja niso bila odsev vzrokov, ki jih je navajal monetarni pristop, ampak so odražala strukturna neskladja, tako na tekočem kot tudi kapitalnem delu plačilne bilance.

Med vprašanji vzdržnosti tokov in stanj tekočega računa je aktualen medčasovni pristop, ki je nastal kot sinteza pristopa elastičnosti in pristopa absorbcije. Omenjeni pristop vsebinsko celovito prikazuje sodobno dinamiko plačilnobilančnih tokov v luči kazalnikov likvidnosti in solventnosti ter dolgoročnih odločitev varčevalcev in investorjev. Umestitev medčasovnega modela v slovensko gospodarstvo je primerna za poglobljeno analizo in razumevanje povezanosti plačilnobilančnih tokov s stanjem neto finančne pozicije. Gre predvsem za razvojno-narodnogospodarski vidik plačilne bilance, ki se kaže preko varčevalno-investicijske vrzeli in njenega vpliva na gospodarsko rast. V obdobju 1995–2007 domače varčevanje ni zadoščalo za financiranje domačih investicij, saj je saldo tekočega računa v povprečju izkazoval rahel primanjkljaj. Po liberalizaciji kapitalsko finančnega računa, vstopu Slovenije v EU in po prevzemu evra se primanjkljaj na tekočem računu povečuje. Slovenija se vse bolj vključuje v mednarodne kapitalske tokove. Poleg skupnih finančnih obveznosti do tujine se povečujejo tudi skupne finančne terjatve, tako da je neto finančna pozicija Slovenije v primerjavi z drugimi državami evroobmočja še razmeroma ugodna. Čeprav so se v preteklih letih povečala neto plačila obresti na posojila domačih poslovnih bank, najeta v tujini, in transfer kapitala v tujino, je bilo neto varčevanje slovenskega gospodarstva vedno na dovolj visoki ravni, da je pokrilo primanjkljaj v saldu faktorskih dohodkov s tujino. Slovenija na ta način ohranja primerno solventnost in likvidnost do tujine. Nihanja v saldu tekočega računa večinoma nastajajo zaradi pričakovnih sprememb v neto dohodku kot posledica spreminjanja relativne produktivnosti in deloma zaradi pričakovanih sprememb v relativnih cenah zaradi sprememb obrestne mere in višine realnega deviznega tečaja.

Za ohranitev likvidnosti in solventnosti slovenskega gospodarstva bo pri nadaljnjem zadolževanju v tujini potrebna previdnost. Ker v valutni strukturi zunanjega dolga močno prevladuje evro, ne pričakujemo dodatnega tveganja zaradi tečajnih nihanj. Morebitno tveganje lahko nastane zaradi šokov pri ponudbi, zaradi katerih se lahko upočasni gospodarska rast, višjih obrestnih mer, upočasnitvi rasti tujega povpraševanja in v primeru nadaljnje visoke rasti najemanja posojil v tujini.

Ključne besede: plačilnobilančne teorije, neto finančna pozicija, kazalniki vzdržnosti, likvidnosti in solventnosti, varčevalno-investicijska vrzel, medčasovni vidik plačilne bilance, analiza občutljivosti zunanjega dolga

ANALYSIS AND USE OF THE BALANCE OF PAYMENTS IN CONDUCTING ECONOMIC POLICY

Summary

The balance of payments is an important indicator of the development of international economic relations, providing a systematic record of economic transactions between residents (the national economy) and non-residents (the rest of the world). Over the merchandise trade, trade in services and financial flows, the balance of payments represents a link between the international environment and domestic economic activity. In the area of the balance-of-payment analysis, there are various theoretical views (mercantilism, gold standard mechanism, elasticity and absorption approaches, monetary aspect, Mundell-Fleming model and contemporary theories of capital flows related to the saving-investment gap), which evolved with the development of the domestic economy and international economic relations. From 1973 onward, the imbalances in the balance of payments have reflected structural imbalances in both the current account and in the capital account of the balance of payments, rather than arising from reasons defined by the monetary approach.

One of the tools to determine the sustainability of flows and current account positions is the inter-temporal approach, a modern model which developed as a synthesis of the elasticity and absorption approaches. It gives a comprehensive picture of the current dynamics of balance of payment flows in the light of liquidity and solvency indicators and long-term decisions of savers and investors. The application of the inter-temporal model to the Slovenian economy is appropriate for an in-debt analysis and understanding of the correlation between balance of payment flows and the net financial position. It mainly involves the balance of payments from the development aspect and from the aspect of the national economy reflected by the saving-investment gap and its impact on economic growth. In 1995–2007, domestic savings were insufficient to finance domestic investment, given that the current account balance, on average, recorded a slight deficit. After the liberalisation of the capital and financial accounts, Slovenia's accession to the EU and the adoption of the euro, the current account deficit is widening. Slovenia is increasingly integrated in international capital flows. In addition to total financial liabilities to the rest of the world, total financial assets are rising as well, so that Slovenia's net financial position is still relatively favourable compared with other countries from the euro area. Even though net payments of interest on domestic commercial bank loans abroad and capital transfers to the rest of the world have increased over the past few years, net savings of Slovenia's economy have always sufficed to cover the deficit in the factor income balance with the rest of the world. Slovenia thus maintains adequate levels of international solvency and liquidity. Fluctuations in the current account balance are mainly attributable to the expected net income changes as a consequence of changing relative productivity, and partly to the expected changes in relative prices on account of changes in interest and real exchange rates.

To retain liquidity and solvency of Slovenia's economy, caution will be called for in further borrowing abroad. Given that the currency structure of external debt is strongly dominated by the euro, exchange rate volatility is not expected to constitute any additional risk. Possible risks are associated with supply shocks, which may contribute to slower economic growth, higher interest rates, decelerated growth in foreign demand and further strong growth in borrowing abroad.

Key words: balance of payment theories, net financial position, indicators of sustainability, liquidity and solvency, saving-investment gap, inter-temporal approach of the balance of payments, sensitivity analysis of external debt

KAZALO VSEBINE

UVOD	1
1 OPREDELITEV NALOGE IN CILJI.....	4
1.1 Osnovne hipoteze.....	6
1.2 Metodološki pristop	10
2 RAZVOJ EKONOMSKE TEORIJE NA PODROČJU PLAČILNE BILANCE.....	12
2.1 Merkantilizem in trgovinska bilanca	13
2.1.1 Merkantilistično pojmovanje državnega bogastva in ravnotežje plačilne bilance.....	13
2.2 Hume in mehanizem zlatega prilagajanja	14
2.2.1 Povezava med količino denarja in plačilno bilanco: realni in finančni tokovi	14
2.2.2 Bimetalizem in zlati standard	17
2.3 Pristop elastičnosti pri uravnoteženju plačilne bilance	19
2.3.1 Marshall-Lernerjev teorem in učinek krivulje J	19
2.4 Pristop absorpcije pri uravnoteženju plačilne bilance	23
2.5 Mundell-Flemingov model	27
2.5.1 Prilagajanje v sistemu fiksnih deviznih tečajev – po sistemu IMF	29
2.5.2 Prilagajanje v sistemu prilagodljivih deviznih tečajev	29
2.5.3 Monetarna dinamika in uravnavanje plačilnobilančnih tokov	30
2.6 Monetarni pristop	30
2.7 Medčasovni pristop plačilne bilance	31
3 PLAČILNOBILANČNI TOKOVI IN NETO FINANČNA POZICIJA	35
3.1 Razvoj zunanjih neravnotežij in mednarodnih kapitalskih tokov.....	35
3.2 Dinamika plačilnobilančnih tokov Slovenije v obdobju 1995–2007	42
3.2.1 Tekoči račun plačilne bilance.....	42
3.2.2 Kapitalski tokovi s tujino	46
3.2.2.1 Zadolževanje v tujini	48
3.2.2.2 Drugi kapitalski tokovi.....	52
3.2.3 Stanje mednarodnih naložb Slovenije	55
3.2.3.1 Analiza značilnosti sprememb v strukturi mednarodnih naložb Slovenije	61
3.2.4 Denarna politika in politika deviznega tečaja	65
4 KAZALNIKI VZDRŽNOSTI, LIKVIDNOSTI IN SOLVENTNOSTI	72
4.1 Makroekonomski kazalniki	75
4.2 Finančni kazalniki.....	76
4.3 Kazalniki bruto zunanjega dolga po merilu Svetovne banke	80
4.4 Kazalniki bruto zunanjega dolga po merilih Mednarodnega denarnega sklada	81

4.5 Dinamični kazalnik solventnosti v luči medčasovnega vidika plačilne bilance	84
5 VARČEVALNO-INVESTICIJSKA VRZEL	92
5.1 Globalna plačilnobilančna neravnotežja z vidika varčevalno-investicijske vrzeli	92
5.2 Varčevalno-investicijska vrzel v Sloveniji	98
6 MEDČASOVNI VIDIK PLAČILNE BILANCE SLOVENIJE	110
6.1 Varčevalno-investicijska vrzel in mobilnost kapitalskih tokov	110
6.2 Vpliv pogojev menjave na tekoči račun plačilne bilance in realni dohodek	116
6.2.1 Vpliv pogojev menjave na tekoči račun plačilne bilance.....	116
6.2.1.1 Harberger-Laursen-Metzler učinek	118
6.2.1.2 Obstfeld-Razin-Svensson učinek	119
6.2.2 Vpliv pogojev menjave na rast realnega bruto domačega dohodka.....	125
6.3 Dolgoročna dinamika tekočega računa plačilne bilance.....	129
6.3.1 Oris dinamike posameznih komponent medčasovnega modela.....	129
6.3.2 Osnovni model medčasovno uravnavane potrošnje	132
6.3.2.1 Empirična analiza in rezultati	135
6.3.3 Medčasovni model plačilne bilance v pogojih variabilne obrestne mere	141
7 SCENARIJI ZUNANJEGA ZADOLŽEVANJA V OBDOBJU 2007–2011	146
SKLEP	150
LITERATURA.....	154
VIRI	165

KAZALO TABEL

Tabela 1: Izvozne in uvozne elastičnosti v nekaterih industrijsko razvitih državah	22
Tabela 2: Izvozne in uvozne elastičnosti v nekaterih razvijajočih se državah	22
Tabela 3: Absorpcijski vidik plačilne bilance Slovenije, v % BDP	24
Tabela 4: Osnovne enačbe Mundell-Flemingovega modela	27
Tabela 5: Vpliv zunanjih šokov na povečanje zadolženosti držav v razvoju, v mlrd USD	33
Tabela 6: Koeficienti diverzifikacije mednarodnih kapitalskih trgov	38
Tabela 7: Pomembnejši makroekonomski indikatorji v nekaterih državah Latinske Amerike	40
Tabela 8: Spremembe strukture izvoza kapitala na globalni ravni, v %	41
Tabela 9: Povprečni saldo tekočega računa plačilne bilance v nekaterih razvitih držav OECD, v % BDP	42
Tabela 10: Ocena Rotterdam-Antwerp učinka na rast slovenske blagovne menjave	45
Tabela 11: Stanje bruto zunanjega dolga Slovenije glede na zapadlost in povezanost oseb, v mio EUR	49
Tabela 12: Stanja in tokovi neto finančne pozicije Slovenije, v mio EUR	56
Tabela 13: Stanje mednarodnih naložb Slovenije, v % BDP	57
Tabela 14: Struktura sprememb neto finančne pozicije Slovenije, v % BDP	62
Tabela 15: Oblikovanje mednarodnih denarnih rezerv Banke Slovenije, tokovi v mio EUR	66
Tabela 16: Uporaba instrumentov denarne politike in politike deviznega tečaja, stanja v mrd SIT	67
Tabela 17: Izvozna funkcija Slovenije	71
Tabela 18: Uvozna funkcija Slovenije	71
Tabela 19: Makroekonomski kazalniki zunanjega neravnotežja Slovenije, v %, v % BDP in verižnih indeksi	76
Tabela 20: Finančni kazalniki zunanjega neravnotežja Slovenije, v % BDP	78
Tabela 21: Kazalniki vzdržnosti neto zunanje finančne pozicije, v % izvoza in v % BDP	78
Tabela 22: Temeljni agregati nacionalnih računov Slovenije, v % BDP	79
Tabela 23: Razvrstitev držav po dohodkovnem merilu Svetovne banke, v USD na prebivalca	80
Tabela 24: Kazalniki zadolženosti Slovenije po merilih Svetovne banke, v %	81
Tabela 25: Kazalniki zadostnosti deviznih rezerv (likvidnosti), stanja konec obdobja, v mio EUR	82
Tabela 26: Kazalniki zunanjega dolga Slovenije po merilih IMF, stanja konec obdobja, v mio EUR	83
Tabela 27: Testi stacionarnosti izvozno-uvoznih tokov in tekočega računa plačilne bilance	85
Tabela 28: Test kointegracije izvoza in uvoza blaga in storitev	86
Tabela 29: Ocena elastičnosti izvozno-uvoznih tokov z modelom popravljanja napak (ECM)	86
Tabela 30: Testiranje solventnosti z vektorskim modelom popravljanja napak (VECM)	87
Tabela 31: Struktura blagovnega izvoza po primarnem proizvodnem dejavniku v Sloveniji in EU v obdobju 2000-2006	89
Tabela 32: Povprečni delež menjave s tujino (izvoz in uvoz) v BDP v Sloveniji in v EU, v %	91
Tabela 33: Finančne transakcije (brez mednarodnih denarnih rezerv) v izbranih državah evroobmočja, v % BDP	97
Tabela 34: Varčevanje in investicije v izbranih državah evroobmočja, v obdobju 1995-2000 in v obdobju 2001-2006, v % BDP	97

Tabela 35: Bruto varčevanje v državah evroobmočja, v % BDP	99
Tabela 36: Bruto investicije v državah evroobmočja, v % BDP).....	102
Tabela 37: Starostna struktura prebivalstva v Sloveniji, v %.....	104
Tabela 38: Prihodki, izdatki in primanjkljaj sektorja država ter podsektorjev v letih 2000–2006 po metodologiji ESA-1995, v % BDP.....	109
Tabela 39: Izbrane države skupine OECD glede na delež varčevanja in investicij, v % BDP	111
Tabela 40: Ocena Feldstein-Horioka enačbe za Slovenijo.....	112
Tabela 41: Matrika korelacijskih koeficientov deležev salda tekočega računa, varčevanja in investicij v BDP	112
Tabela 42: KPSS testi stacionarnosti bruto varčevanja, bruto investicij in salda tekočega računa plačilne bilance.....	113
Tabela 43: Test kointegracije varčevanja in investicij	113
Tabela 44: Dinamika salda tekočega računa in kapitalska mobilnost	114
Tabela 45: Koeficienti mobilnosti kapitalskih tokov	115
Tabela 46: Ocena varčevalno-investicijske vrzeli z modelom VECM	115
Tabela 47: Pogoji menjave in poslovni cikel	118
Tabela 48: Pogoji menjave in saldo tekočega računa Slovenije, nekatere opisne statistike.....	120
Tabela 49: KPSS testi stacionarnosti pogojev menjave, salda tekočega računa in BDP	121
Tabela 50: Vztrajnost terms of trade šoka.....	121
Tabela 51: Struktura variance pogojev menjave, salda tekočega računa in realnega BDP	123
Tabela 52: Vektorska avtoregresija – dekompozicija variance, v %.....	125
Tabela 53: Mednarodna menjava, pogoji menjave in gospodarska rast, v mio. SIT in v %	126
Tabela 54: Rast bruto plač na zaposlenega in produktivnosti v Slovenije, v %	128
Tabela 55: Nekatero opisne statistike modela glajenja potrošnje.....	135
Tabela 56: Test stacionarnosti zasebne potrošnje in neto dohodka.....	136
Tabela 57: Ocena nagiba k potrošnji.....	136
Tabela 58: Izbira odloga v VAR	139
Tabela 59: VAR koeficienti difference neto dohodka in salda tekočega računa plačilne bilance ..	140
Tabela 60: Grangerjev test vzročnosti salda tekočega računa in difference neto dohodka	140
Tabela 61: VAR koeficienti difference neto dohodka, salda tekočega računa in realne variabilne obrestne mere	143
Tabela 62: Ocenjeni saldo tekočega računa, volatilitet in dekompozicija.....	145
Tabela 63: Srednjeročni osnovni scenarij vzdržnosti bruto zunanjega dolga Slovenije, v % BDP	148
Tabela 64: Nekatero osnovne opisne statistike v preteklem desetletju (1997–2007)	150
Tabela 65: Vpliv posameznih šokov na stanje bruto zunanjega dolga, v % BDP.....	150

KAZALO SLIK

Slika 1: Učinek depreciacije na saldo menjave s tujino in J-krivulja	21
Slika 2: Internacionalizacija trgovinskih tokov ter imetja in obveznosti Slovenije, v % BDP	39
Slika 3: Saldo tekočega računa plačilne bilance Slovenije, v % BDP	43
Slika 4: Saldo tekočega računa plačilne bilance v državah EU v letu 2007, v % BDP	45
Slika 5: Kapitalski in finančni račun plačilne bilance Slovenije, v % BDP	48
Slika 6: Struktura zadolževanja po sektorjih, v % BDP	50
Slika 7: Neto zunanji dolg Slovenije po sektorjih, v % BDP	51
Slika 8: Stanje bruto zunanjega dolga v državah evrskega območja, konec leta 2007, v % BDP ...	51
Slika 9: Tokovi neposrednih naložb, v mio EUR	52
Slika 10: Tokovi portfeljskih naložb v tujino, v mio EUR	53
Slika 11: Terjatve do tujine iz naslova gotovine in vlog, tokovi v mio EUR	54
Slika 12: Obveznosti do tujine iz naslova vlog, tokovi v mio EUR	54
Slika 13: Tokovi posojil in portfeljskih naložb, v mio EUR	55
Slika 14: Kratkoročni komercialni krediti, v mio EUR in realna rast blagovnega izvoza, v %	55
Slika 15: Povezave med plačilnobilančnimi tokovi in stanjem mednarodnih naložb	56
Slika 16: Spremembe neto finančne pozicije Slovenije, v mio EUR	57
Slika 17: Struktura neto finančne pozicije po instrumentih finančnega računa, v % BDP	58
Slika 18: Stanje mednarodnih naložb Slovenije, v % BDP	58
Slika 19: Neto finančna pozicija in neto dohodki od kapitala, v mio EUR	59
Slika 20: Gibanje dolgoročnih obrestnih mer Evroobmočja in implicitne stopnje donosa na obveznosti državnega sektorja in Banke Slovenije	59
Slika 21: Saldo dohodkov od kapitala po posameznih sektorjih, v mio EUR	61
Slika 22: Vpliv plačilnobilančnih tokov na spremembo neto finančne pozicije Slovenije, v % BDP	63
Slika 23: Skupna stopnja donosa in implicitna obrestna mera na imetja, v %	64
Slika 24: Skupna stopnja donosa in implicitna obrestna mera na obveznosti, v %	64
Slika 25: Stanje neto finančne pozicije v novih članicah EU konec leta 2006, v % BDP	65
Slika 26: Stanje swap poslov in tolarskih blagajniških zapisov, v mio SIT	68
Slika 27: Portfeljske naložbe slovenskih poslovnih bank pred vstopom v evroobmočje in po njem, tokovi v mio EUR	70
Slika 28: Dejanski saldo tekočega računa plačilne bilance Slovenije in ocena maksimalnega primanjkljaja, v % BDP	79
Slika 29: Dejanski in maksimalni primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance ZDA, v % BDP	80
Slika 30: Izvoz z neto plačili obresti in uvoz, sezonsirano po stalnih cenah 1995, v mio SIT	86
Slika 31: Naravni logaritem kointegracijskega reziduala (saldo menjave s tujino)	88
Slika 32: Koeficient primerjalnih prednosti slovenskega izvoza glede na faktorsko strukturo	90
Slika 33: Struktura blagovnega izvoza po dejavnostih SKD, razvrščenih glede na tehnološko zahtevnost	92
Slika 34: Investicije v razvitih gospodarstvih in deželah v razvoju, v % BDP	93
Slika 35: Varčevanje v razvitih gospodarstvih in deželah v razvoju, v % BDP	94

Slika 36: Saldo tekočega računa plačilne bilance v ZDA, Japonski in deželah v razvoju, v % BDP	95
Slika 37: Saldo tekočega računa v ZDA, Japonski in Evroobmočju, v % BDP	95
Slika 38: Slovenija in ostale države evroobmočja z največjimi presežki in primanjkljaji tekočega računa, v % BDP	96
Slika 39: Varčevalno-investicijska vrzel v državah evroobmočja, v % BDP	98
Slika 40: Dinamika bruto nacionalnega razpoložljivega dohodka (desna os) in končne potrošnje (leva os), v % BDP	98
Slika 41: Sektorska struktura bruto varčevanja Slovenije, v % BDP	100
Slika 42: Realna rast investicij, v %	100
Slika 43: Struktura bruto investicij Slovenije v osnovna sredstva, v %	101
Slika 44: Sektorska struktura bruto investicij Slovenije, v % BDP	102
Slika 45: Sektorska struktura salda tekočega računa plačilne bilance Slovenije, v % BDP	103
Slika 46: Delež varčevanja gospodinjstev v BDP (desna os), stopnja odvisnosti starih in stopnja odvisnosti otrok od delovno sposobnega prebivalstva (leva os), v %	104
Slika 47: Delež investicij gospodinjstev v BDP (desna os), stopnja odvisnosti starih in stopnja odvisnosti od delovno sposobnega prebivalstva (leva os), v %	105
Slika 48: Fiskalna bilanca in saldo tekočega računa plačilne bilance, v % BDP	107
Slika 49: Delež državnih izdatkov (leva os) in realna rast BDP (desna os), v %	108
Slika 50: Saldo sektorja države za države EU v letih 2000 in 2006, v % BDP	110
Slika 51: Saldo tekočega računa države in celotni saldo tekočega računa plačilne bilance, v mio SIT	110
Slika 52: Bruto varčevanje in investicije, v % BDP	113
Slika 53: Varčevanje, investicije in saldo tekočega računa (leva os), v % BDP ter realna rast BDP v Sloveniji (desna os), v %	116
Slika 54: Homotetične preference potrošnikov	120
Slika 55: Dinamika pogojev menjave, verižni indeksi	122
Slika 56: Pogoji menjave (leva os) in saldo tekočega računa (desna os), indeks (1995=100) in v % BDP	122
Slika 57: Funkcija impulznih odzivov sprememb pogojev menjave, gospodarske rasti in salda tekočega računa	124
Slika 58: Dinamika pogojev menjave in realnega bruto domačega dohodka, v %	127
Slika 59: Produktijska faktorja delo in kapital ter bruto investicije, v % BDP	128
Slika 60: Rast realnih stroškov dela in realnih stroškov dela, popravljenih za učinek pogojev menjave, v %	129
Slika 61: Prispevki posameznih komponent povpraševanja h gospodarski rasti, v o.t.	130
Slika 62: Povprečna gospodarska rast v Sloveniji, EMU in EU, v različnih obdobjih	131
Slika 63: Izdatki gospodinjstev za končno potrošnjo, v mio SIT	137
Slika 64: Dejanski saldo tekočega računa, razdeljen na saldo tekočega računa z nagibom potrošnje in saldo tekočega računa z glajenjem potrošnje, v mio stalnih SIT na prebivalca	137
Slika 65: Razlike med tekočo in permanentno ravniyo posameznih komponent neto dohodka in njihov vpliv na dinamiko tekočega računa	138
Slika 66: Desezonirani dejanski in optimalni saldo tekočega računa, v mio stalnih SIT	141
Slika 67: Razmerje med pričakovanim permanentnim dohodkom in tekočim dohodkom	144
Slika 68: Dekompozicija optimalnega salda tekočega računa: neto dohodek in relativne cene	144

Slika 69: Funkcija impulznih odzivov salda tekočega računa, difference neto dohodka in variabilne obrestne mere	145
--	-----

UVOD

Predlagana disertacija se uvršča med sodobne plačilnobilančne teorije kapitalskih tokov in finančnih kriz v osemdesetih in devetdesetih letih 20. stoletja, povezanih z medčasovnim modelom tekočega računa plačilne bilance (varčevalno-investicijsko vrzeljo in vzdržnostjo primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance).

Že od sedemdesetih let 20. stoletja snovalci ekonomske politike uporabljajo različna nova spoznanja o spremenljivkah tekočih transakcij in njihovih povezav z gibanji v deviznem tečaju, z gospodarsko rastjo doma in v tujini in različnim usmerjanjem monetarne, fiskalne in drugih ekonomskih politik. Prehod iz fiksnih na drseče devizne tečaje v sedemdesetih letih, strukturne spremembe gospodarstev Srednje in Vzhodne Evrope v zgodnjih devetdesetih letih 20. stoletja in sedanji trendi globalizacije, so temeljito preoblikovali mednarodno gospodarsko okolje. Zato postaja napovedovanje plačilnobilančnih tokov bolj kompleksno, zunanja neravnotežja pa se obravnavajo v okviru srednjeročnih makroekonomskih projekcij.

Na področju analize plačilne bilance obstajajo različni teoretični pogledi (od klasične paradigme, Mundell-Flemingovega modela, do sodobnega medčasovnega vidika tekočega računa), ki so se razvijali z razvojem domačega gospodarstva in mednarodnih ekonomskih odnosov. Moderna ekonomska teorija ne obravnava plačilnobilančna neravnotežja le kot odsev razvoja blagovnih trgov, ampak predvsem v luči medčasovne potrošnje in investicij, povezanih s kapitalskimi trgi.

Klasična paradigma je v ekonomski misli prevladovala do I. svetovne vojne kot samoreglativna globalna ekonomija. V stabilnem dinamičnem sistemu je prilagajanje nacionalne ravni cen in svobodnega toka denarja (zlatih in srebrnih kovancev) teoretsko hitro vzpostavilo polno zaposlenost in ravnotežje v nacionalni plačilni bilanci. Klasična paradigma je bila od dobe Gervaisa in Huma kot koristen teoretičen okvir umeščena v središče mednarodne makroekonomije. V obdobju med obema vojnama so se ekonomske vezi med posameznimi državami zrahljale predvsem zaradi ukrepov kot so bili trgovinske omejitve, neplačevanje zunanjega dolga, tečajni nadzor. Klasična paradigma ni mogla razložiti zunanjeekonomske neravnotežja, ekonomsko kataklizmo in njene zakonitosti.

a) Keynesianski vidik: od Metzlerja in Machlupa do Mundella

Osnovo keynesianskega vidika plačilne bilance sta postavila Metzler in Machlup (1948). Novi modeli so uporabljali statično pojmovanje ekonomskih zakonitosti z rigidnostjo plač in cen, nezaposlenost in omejene finančne tokove med državami. Ključni prispevek tega teoretičnega pogleda je pojasnitev zunanjetrgovinskega (izvoznega) multiplikatorja, učinkov devalvacije in pogojev menjave v potrošni funkciji ter določitev plavajočih deviznih tečajev. Vloga monetarnih dejavnikov, ki so bili bistveni za klasični pogled, je bila večinoma ignorirana. Toda tudi novi vidik ni podal smernic, ki bi pojasnila obstoj morebitnih daljših zunanjih neravnotežij. Keynesianski vidik, s širšim analitičnim okvirjem, ki vsebuje tudi denarne dejavnike, je s svojim delom *The Balance of Payments* (1951) razširil Meade. Meade je predstavil sistematičen račun ekonomskih problemov in njihovih rešitev v odprti ekonomiji, s paletto predpostavk o cenovni fleksibilnosti in mednarodnih plačilnih sporazumov. Zunanje neravnotežje nacionalne ekonomije pomeni,

da stog domačega premoženja (denarja in drugih oblik) ni stacionaren. Zaradi tega se mora začasno ravnotežje vedno spreminjati, pa čeprav v odsotnosti eksogenih šokov. Pri tem se postavlja vprašanje, ali bo ta dinamičen proces stabilen in v kolikšni meri bo nanj vplivala ekonomska politika. V zgodnjih 60. letih dvajsetega stoletja je Mundell ponovno predstavil zamisel o samoreglativnem gospodarstvu, vendar s tem, da je v središče svoje dinamične analize postavil mednarodne kapitalske tokove. Fleming (1962) je razvil model, podoben Mundellovemu modelu kratkoročnega ravnotežja, analiziral pa je tudi dolgoročno odzivnost kapitalskega in finančnega računa.

Mundell-Flemingov model je umestil IS-LM model v odprto gospodarstvo. Za ekonomsko politiko je pomemben, ker omogoča analizo učinkov monetarne in fiskalne politike pri različni mobilnosti kapitala in različnih sistemih oblikovanja deviznega tečaja. Mundell-Flemingov model predpostavlja hkratno doseganje notranjega ravnotežja (visoka zaposlenost) in zunanjega ravnotežja (ravnotežje v plačilni bilanci). Pri tem se določi tista kombinacija dohodka in obrestne mere, pri kateri so vsi trije trgi v ravnotežju. Vpliv devalvacije na izboljšanje tekočega računa plačilne bilance je negotov, veljati pa mora Marshall-Lernerjev teorem (Krugman in Obstfeld, 1994, str. 420–433). Vključitev trga premoženja (assets market) pa poudarja, da je denar oblika imetja in da je njegova relativna cena (nominalni devizni tečaj) določena s količino denarja v obtoku. Pomembno je tudi gibanje obrestnih mer, saj investitorji pri tem upoštevajo realne donose kapitala. Če se ob danem realnem deviznem tečaju in dani mobilnosti kapitala realni dohodek poveča, se bo zaradi večje mejne nagnjenosti k uvozu, povečal primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance. Celotna plačilna bilanca (vsota tekočega ter kapitalskega in finančnega računa) se bo uravnotežila, ko bo zaradi višjih domačih obrestnih mer od tujih obrestnih mer ali pričakovane apreciacije začel pritekati kapital. Pritoki tujega kapitala bodo preko kapitalskega in finančnega računa pokrili primanjkljaj v tekočih transakcijah. Mundell-Flemingov model se je izkazal za koristnega pri sklepanju o učinkih ekonomske politike na realni dohodek, obrestne mere in o procesu prilagajanja plačilne bilance v različnih sistemih določanja deviznega tečaja. Ker loči med tekočimi in kapitalskimi transakcijami, ga lahko uporabimo tudi pri ugotavljanju vpliva, ki ga bodo imele spremembe v ekonomski politiki na tekoči račun plačilne bilance (Knight in Scacciavillani, 1998, str.7). Slabost modela je v njegovi statičnosti in osredotočenosti na kratek rok. Tako zanemarljiv vpliv neto investicij na obseg kapitala in tekočega neravnotežja v plačilni bilanci na neto zunanjo zadolženost. S pomočjo modela lahko opišemo le kratkoročne učinke ekonomske politike na tekoči račun plačilne bilance, ne pa dolgoročnega razvoja, ki izhaja iz medsebojnih povezav med stanji in tokovi. Mundell-Flemingov model je preveč poenostavljen približek realnosti, da bi lahko pojasnil dolgoročni razvoj tekočega računa in z njim povezane spremembe v stanju mednarodnih imetij in obveznosti.

b) Usihanje klasicizma: monetarni in portfolio vidika plačilne bilance

V sredini 60. let dvajsetega stoletja je Mundell razvil takoimenovani monetarni vidik plačilne bilance. Ta vidik je bil povezan z Johnsonom (1976) in Pollakom (1977), pojasnil pa je razliko med stanji in tokovi v dinamični mednarodni makroekonomski analizi. Plačilna bilanca, obravnavana z denarnega vidika je denarni fenomen in se mora analizirati v pogojih prilagajanja obsegu denarnja v obtoku. Plačilnobilančno neravnotežje se odraža preko presežne ponudbe ali presežnega povpraševanja po denarju na denarnem trgu. Pri tem velja omeniti, da slednje velja le za države z nacionalno valuto, ki je hkrati tudi

mednarodni denar. Denarni vidik plačilne bilance se pri fiksnih tečajih zrcali preko spremembe deviznih rezerv, pri drsečih tečajih pa se obravnava preko kvantitativne teorije denarja. Denarni vidik torej določa mehanizem Humovega mednarodnega prilagajanja, tako da nazorno pokaže dolgoročno povezavo med gospodarsko rastjo in plačilno bilanco. Glede na hiter razvoj mednarodnih finančnih trgov pa postaja tudi kapitalski in finančni račun plačilne bilance (portfolio vidik) eden od pomembnih kazalcev zunanjega ravnotežja, zlasti za industrijske države, ki imajo hiter dostop do kapitalskih trgov (McKinnon in Oates, 1966; Tobin, 1969; Foley in Sidrauski, 1971). Sinteza denarnega in portfolio vidika plačilne bilance je sredi 70. let dvajsetega stoletja postala pomemben okvir za deskriptivne modele dolgoročnega prilagajanja monetarnih tokov, tekočega računa, zunanjetrgovinskih blagovnih cen in drsečih deviznih tečajev (Dornbusch in Mussa, 1976).

c) Medčasovni (dolgoročni) vidik tekočega računa plačilne bilance

Medčasovni vidik odraža medčasovne odločitve domačih in tujih rezidentov o varčevanju, investiranju, fiskalnem položaju in demografskih dejavnikih. Zato želijo tisti, ki odločajo o ekonomski politiki poznati razloge gibanja, oceniti vzdržnost stanja in vplivati na saldo prek različnih ukrepov ekonomske politike. Model varčevalno-investicijske vrzeli so razvili v zgodnjih 80. letih dvajsetega stoletja (Buiter in Sachs, 1981; Obstfeld, 1982; Svensson in Razin, 1983) in sicer na osnovi aplikacije optimalne teorije rasti. Omenjeni vidik je v nasprotju s keynesianskim vidikom, v katerem je neto izvoz večinoma določen z ravniyo tekočega nacionalnega dohodka, neto plačila obresti tujini pa niso vključena v analizo. Medčasovni model analizira tudi dinamične učinke začasnih in trajnih terms of trade šokov, proračunske omejitve, ukrepe ekonomske politike glede zunanjega neravnotežja in vzdržnosti primanjkljaja v tekočih transakcijah ter ravnatežnega realnega efektivnega tečaja (Montiel, 1999). Razlog za sodoben razvoj medčasovnega modela so bili dogodki na svetovnem kapitalskem trgu, zlasti ob naftnih krizah v letih 1973–1974, 1979–1980 in leta 2000. Zaradi visokih cen nafte so se povečali trgovinski primanjkljaji in posledično tudi primanjkljaji v tekočih transakcijah zlasti v državah uvoznicah nafte. Različno prilagajanje oziroma odpravljanje zunanjega neravnotežja pri industrijsko razvitih državah in državah v razvoju postavlja vprašanje o optimalnem dinamičnem odzivu gospodarstev na zunanje šoke. Tako klasični monetarni modeli kot tudi keynesianski modeli niso uspeli odgovoriti na to vprašanje.

Zaradi tolmačenja tekočega računa le kot vrednost neto izvoza je nastal vidik elastičnosti, pri katerem raven dohodka ostaja fiksna, medtem ko statična cenovna elastičnost ponudbe in povpraševanja determinirata neto mednarodne tokove kapitala. Ko domače varčevanje ne zadošča za financiranje domače investicijske aktivnosti, se omenjena vrzel zapolni s tujo akumulacijo (vidik absorpcije). Odločitve o privatnem varčevanju in investicijah, odločitve vlade o proračunskih izdatkih so predvsem posledica napovedi, ki temeljijo na pričakovani gospodarski rasti, državnih potrošnji, realnih obrestnih merah in podobno. Medčasovni model tekočega računa plačilne bilance predstavlja v bistvu sintezo vidika absorpcije in elastičnosti, upošteva analizo učinkov tekočih in prihodnjih cen na varčevanje in investicije (Obstfeld in Rogoff, 1994, str. 4).

Večina finančnih kriz v 90. letih dvajsetega stoletja (Mehika 1994, Azija 1997, Rusija 1998), je bilo povezanih z velikimi in naraščajočimi primanjkljaji tekočega dela plačilne bilance in nenadnim zasukom v kapitalskih tokovih. Primanjkljaj na tekočem računu

plačilne bilance, upošteva je Lawsonovo doktrino se kaže kot razlika med privatnim varčevanjem in privatnimi investicijami, pri uravnoteženih javnih financah. V tem smislu odraža različne kombinacije varčevanja in večjih investicij privatnega sektorja, pri čemer se investicijsko varčevalna vrzel pokriva z uvozom tujega (privatnega) kapitala brez državne regulacije. Države, ki so imele omenjeni način pokrivanja primanjkljaja na tekočem računu, so bile: Čile (v začetku 80. let), Velika Britanija in Skandinavske države (konec 80. let), Mehika in Argentina (v sredini 90. let) in več azijskih držav (1997). Raziskave so pokazale, da nenadnemu obratu tokov kapitala sledi valutna kriza, le tej pa presežek v tekočem računu plačilne bilance, zaradi izgube vrednosti domače valute in preko tega povečanega izvoza (Reisen, 1998, str. 12). V omenjenih ekonomijah je v času krize primanjkljaj presegel 5% BDP, kar je poleg ostalih signalov finančne krize, značilno tudi v državah na prehodu. V gospodarstvih na prehodu (tranziciji) so v kasnejši fazi preoblikovanja gospodarstva presežki na tekočem računu plačilne bilance usahnili in se celo spremenili v primanjkljaje. Zunanjetrgovinski primanjkljaji so postali močno negativni. Poslabševanje salda tekočega računa in še zlasti salda blagovne menjave je v gospodarstvih na prehodu pričakovano, saj omenjena gospodarstva za gospodarsko rast in razvoj potrebujejo kapitalne dobrine kot so stroji, oprema in repromateriali, ki preko uvoza učinkujejo tudi na izvozno rast. Medtem ko so države Južne Amerike tujo akumulacijo (kapital) namenile za povpraševanje po domačih proizvodih in storitvah, pa so t.i. azijski tigri tuji kapital uporabili za domače investicije in izvozno rast.

1 OPREDELITEV NALOGE IN CILJI

Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance se je v letu 1999 prvič po osamosvojitvi precej poslabšal (3,9% BDP), kar je postavilo v ospredje vprašanje njegove dolgoročne vzdržnosti. Po ocenah nekaterih tujih institucij (IMF in Evropska banka za obnovo in razvoj, 2000) je primanjkljaj na tekočem računu dolgoročno vzdržen, če se giblje v intervalu med 2 % in 3% BDP. Medtem ko so empirične raziskave drugih pokazale, da je 5% BDP že zgornja meja, še posebno če se primanjkljaj financira s kratkoročnim zadolževanjem. Po mnenju omenjenih avtorjev mora biti ta meja konsistentna s solventnostjo države, kar pomeni, da mora obstajati stabilno razmerje med zunanjim dolgom in BDP. Velja seveda splošno mnenje, da se ta meja giblje različno pri industrijsko razvitih državah in državah v razvoju, pri čemer je potrebno upoštevati dostop do mednarodnih kapitalskih trgov (Milesi-Ferretti in Razin, 1996, str. 3).

Leta 2000 so se mednarodni pogoji poslovanja z vidika tujega povpraševanja bistveno izboljšali, umirjena rast domače potrošnje pa je vplivala na umirjeno dinamiko uvoznih tokov. Na visoko rast izvoza je vplivala tudi povečana prodaja blaga v države nekdanje Jugoslavije, ki jo je omogočila stabilizacija vojaško-političnih razmer na tem ozemlju. Kljub visoki izvozni rasti in bolj umirjeni rasti uvoza pa se je primanjkljaj tekočega računa v letu 2000 ohranil na relativno visoki ravni (3,4 % BDP). Razlog za to je bilo poslabšanje pogojev menjave (za 5 odstotnih točk) kot posledica naraščajočih cen nafte in drugih surovin na mednarodnih trgih ter višjih uvoznih cen zaradi povišane inflacije pri najpomembnejših dobaviteljicah. Učinek delovanja dohodkovnega učinka (merjenega z rastjo izvoznih trgov) je bil oslavljen zaradi delovanja zunanjetrgovinskega cenovnega učinka (merjenega s pogoji menjave).

Kako sta se na omenjeni razvoj plačilnobilančnih gibanj odzivali monetarna in fiskalna

politika? BS je vpliv monetizacije nevtralizirala s sterilizacijo in na ta način preprečevala večjo apreciacijo nacionalne valute. Monetizacija je obravnavana tudi kot reakcijska funkcija denarne in tečajne politike (Bole, 2000, str. 174). Restriktivna monetarna politika je problematična, če želimo izboljšati saldo tekočih transakcij. To na eni strani povečuje obrestne mere, na drugi strani pa so s ciljanjem deviznega tečaja povezana inflacijska pričakovanja in tudi povečevanje zunanjega dolga. V okviru našega empiričnega raziskovanja bo z vsebinskega vidika pomembno ugotoviti ali je ciljanje realnega efektivnega tečaja s strani BS vplivalo na izvoz ali je bilo nevtravno.

Fiskalna politika ima pomembno stabilizacijsko vlogo zlasti v mali odprti ekonomiji. Slovenija je do leta 1996 imela uravnotežene javne finance. Fiskalna politika je bila nevtralna in ni ustvarjala dodatnih pritiskov na obresti in tečaj z zadolževanjem v tujini. Od leta 1997 javnofinanci primanjkljaj narašča in tudi postavlja omejitve dolgoročni gospodarski rasti. Tudi v slovenskem gospodarstvu lahko Lawsonova dokrina velja kot izhodišče razmisleka o primanjkljaju v tekočih transakcijah (Zbašnik, 2000, str. 31). Država namreč ne more odpraviti primanjkljaja na tekočem računu le z odpravo proračunskega deficita, saj nekatere obveznosti zasebnega sektorja v kriznih obdobjih tako ali drugače postanejo obveznosti javnega sektorja: razreševanje težav bančnega sektorja, zmanjševanje davčnih prihodkov, direktni prevzem dolga. Tudi prevelik deficit zaradi velike zasebne potrošnje prinaša veliko tveganje za javni sektor.

Razne empirične študije pojasnjujejo vire zunanjih neravnotežij v povezavi tekočega računa in temeljnih makroekonomskih spremenljivk kot so: zasebna in državna potrošnja, investicije, BDP, neto izvoz (Sachs, 1981; Ahmed, 1987; Razin, 1995; Elliott in Fatas, 1996). Druge raziskave pa dokazujejo, da so številne države, s kombinacijo monetarne in fiskalne politike ter kontrolo kapitalskih tokov, uspele znižati plačilnobilančne primanjkljaje (Artis in Bayoumi, 1989; Bahmani-Oskooee in Rhee, 1997). Ostale študije pa trdijo, da so zunanja neravnotežja posledica "slabe ekonomske politike", kar zlasti zadeva ZDA v osemdesetih letih 20. stoletja (Summers, 1988; Husted, 1992). Slednje je zanimivo, vendar velja omeniti, da je uspešnost ekonomske politike pogosto težko presojati preko plačilnobilančnega salda. Delovanje ekonomske politike države je deloma kompenzirano z aktivnostjo privatnega sektorja (Barro, 1988). To je združljivo z Ricardijansko nevtralnostjo, kjer so nihanja plačilnobilančnih tokov posledica investicij in začasnih ali trajnih proizvodnih šokov (Leiderman in Razin, 1991; Glick in Rogoff, 1995). V kontekstu našega empiričnega raziskovanja bodo predmet analize plačilnobilančni tokovi in temeljni agregati ponudbe in povpraševanja, skratka medčasovni dolgoročni vidik plačilne bilance v povezavi z ekonomsko politiko.

Po vstopu Slovenije v EU se primanjkljaj na tekočem računu ciklično povečuje, kar je predvsem posledica porasta menjave znotraj trga držav EU z močno uvozno komponento v izvozu. Ob naraščajočih cenah nafte in ostalih primarnih surovin pa se poslabšujejo tudi pogoji menjave. V preteklih dveh letih se je okrepilo tudi domače investicijsko povpraševanje, predvsem zaradi visoke rasti investicij v gradbeništvo, deloma pa tudi zaradi rasti investicij v opremo in stroje. Primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance se krepi tudi v letu 2008, tako da postaja vse bolj aktualen, in za nekatere institucije tudi zaskrbljujoč. Zlasti v tem kontekstu je potrebno raziskati globlje vzroke primanjkljaja.

Namen predlagane disertacije je, da na osnovi statistično značilnih rezultatov analize medčasovnega modela plačilne bilance ugotovim, ali obstajajo dolgoročne

(kointegracijske) povezave med posameznimi kazalniki makroekonomske stabilnosti. Slednje bodo osnova pri vodenju ekonomske politike. Za snovalce ekonomske politike je namreč pomembno, da odsotnost kointegracije lahko pomeni trade-off med gospodarsko rastjo in povečanjem zunanjega dolga. V primeru proizvodnih šokov namreč rast investicij spodbuja gospodarsko rast, vendar poslabša saldo tekočih transakcij. Hkrati pa se s povečano produktivnostjo poveča domače premoženje. Po vključitvi v EU se je morala Slovenija odpovedati konkurenčnim nominalnim deprecijam in neodvisni monetarni politiki, tako da postajata prevladujoči fiskalna politika in dohodkovna politika.

Cilj predlagane disertacije je umestitev medčasovnega modela plačilne bilance v slovensko gospodarstvo. Gre predvsem za razvojno-narodnogospodarski vidik plačilne bilance, ki se kaže preko varčevalno-investicijske vrzeli (salda tekočega računa plačilne bilance) in njenega vpliva na gospodarsko rast. Gospodarsko rast večine tranzicijskih držav spremlja tudi uvoz tujega kapitala (akumulacije) in povečani primanjkljaji na tekočem računu plačilne bilance. V gospodarstvih na prehodu so v kasnejši fazi preoblikovanja gospodarstva presežki na tekočem računu plačilne bilance usahnili in se celo spremenili v primanjkljaje. Poslabševanje salda tekočega računa in še zlasti salda blagovne menjave je v gospodarstvih na prehodu pričakovano, saj omenjena gospodarstva za gospodarsko rast in razvoj potrebujejo kapitalne dobrine kot so stroji, oprema in repromateriali, ki preko uvoza učinkujejo tudi na izvozno rast. Skozi povečan uvoz investicijskih dobrin, ki povečuje blagovni primanjkljaj se namreč kaže razvojni deficit na tekočem računu plačilne bilance. Ob tem se postavlja vprašanje dolgoročne vzdržnosti primanjkljaja in plačilnobilančne omejitve gospodarske rasti. Plačilnobilančna stopnja gospodarske rasti je določena z razmerjem med realno rastjo izvoza blaga in storitev ter dohodkovno elastičnostjo uvoza, ob tem pa je pomembno tudi gibanje izvoznega multiplikatorja. Na hitrost gospodarske rasti pa imajo vedno večji vpliv tudi gibanja tokov na kapitalnem in finančnem računu. V kontekstu kapitalsko-finančnega računa plačilne bilance bo poudarek na analizi neto finančnega toka.

Zunanje neravnotežje v letu 1999, 2000, po vstopu Slovenije v EU in prevzemu evra je pokazalo občutljivost naše ekonomije na spremenjene pogoje doma in v tujini. Zato bo eden od ciljev disertacije ugotoviti povezavo med plačilnobilančnim saldonom in ekonomsko politiko. Financiranje stabilnega primanjkljaja bo odvisno tudi od sproščanja kapitalskih tokov, naložb v vrednostne papirje, še zlasti pa od pritokov tujih neposrednih investicij. Ker se primanjkljaj v tekočih transakcijah financira z najemanjem tujih kreditov s strani zasebnega sektorja (podjetij in bank) in tudi državnega sektorja, lahko tudi v prihodnjih letih pričakujemo presežek na kapitalnem in finančnem računu. K zniževanju primanjkljaja na tekočem računu pa država lahko tudi prispeva preko manjšega proračunskega primanjkljaja.

1.1 Osnovne hipoteze

Medčasovni model tekočega računa plačilne bilance vpostavlja primeren okvir za analizo ekonomskih problemov. Brez medčasovnega modela ne bi bilo mogoče pojasniti vplive naftnih kriz na gibanje tekočega računa in dolžniških kriz držav v razvoju. Trajni primanjkljaji na tekočem računu plačilne bilance imajo neposreden in posreden vpliv na domače obrestne mere, investicije, output in zaposlenost. V tem kontekstu lahko govorimo o plačilnobilančni barieri gospodarske rasti. Osnovni model dolgoročne vzdržne rasti je

razvil Thirlwall (Thirlwall, 1979, str. 45–53). Ideja modela je v tem, da je gospodarska rast med posameznimi državami različna zato, ker povpraševanje narašča različno hitro. V odprti ekonomiji je zato dinamika plačilne bilance med temeljnimi razlogi za uvajanje omejitev rasti povpraševanja, in sicer ne glede na vzroke (notranji monetarni, zunaji finančni). Hitrejša rast domačega povpraševanja namreč pripelje gospodarstvo v plačilnobilančne težave, in to še preden je dosežena kratkoročna rast ponudbenih kapacitet. Slednje pomeni nižjo ponudbo, padec investicij in upočasnitev tehnološkega razvoja. V ozadju za Thirlwalovo tezo je keynesianska teza o izvozu kot elementu agregatnega povpraševanja. Prednost spodbujanja gospodarske rasti z izvozom je v tem, da je le z ekspanzijo izvoza mogoče dvigniti stopnjo rasti BDP brez poslabšanja tekočega računa plačilne bilance. Empirične raziskave (Thirlwall in McCombie, 1997; McCombie, 1998) za več držav iz ekonomske skupine OECD potrjujejo to podmeno.

V obdobju od leta 1970 pa do leta 1982 je v Singapurju delež primanjkljaja na tekočem računu predstavljal v povprečju 12,1 % BDP; v začetku 70. let je omenjeni delež dosegel celo 20 % BDP. Skoraj polovica neto kapitalnih tokov so znašale tuje neposredne investicije, realni BDP pa je v povprečju rasel po 8,6-odstotni letni stopnji in stopnja varčevanja se je podvojila in sicer od 21 % BDP v 1970-ih na več kot 40 % v letu 1982, pa vendar plačilnobilančna kriza ni nastala. V kontekstu vzdržnosti primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance se pogosto obravnavajo tudi tuje neposredne naložbe). Mednarodna mobilnost kapitala odpira možnosti izbire (trade off) med sedanjo ravniyo absorpcije in ravniyo absorpcije v prihodnosti. Če so domači prihranki nižji od željenih domačih investicij, to vrzel zapolni uvoz tujega kapitala, kar poveča (neto) zunanjo zadolženost do tujine, bodisi posameznih ali pa vseh sektorjev. Dinamične odločitve med varčevalci in investitorji poganjajo pričakovanja o bodoči rasti produktivnosti, dinamiki obrestnih mer in drugih dejavnikov (Reisen, 1998, str. 17).

Sodobni razvoj mednarodnih kapitalskih trgov je pokazal, da Mundell-Flemingov model ne zadošča več za pojasnitev dejanskih gibanj. Prosta kapitalaska gibanja, fiksni tečaj in neodvisna monetarna politika ne gredo skupaj. Mednarodni kapitalski trgi so daleč od koncepta popolnokonkurenčnega trga in popolnih informacij, saj vsebujejo probleme moralnega hazarda, omejene življenjske dobe ekonomskih agentov, demografskih šokov, kulturne in institucionalne razlike. Mundell-Flemingov model ne upošteva dolgoročne proračunske omejitve, zato se ne more uporabiti za analizo povezave med tekočim računom plačilne bilance in državnim dolgom. V nasprotju z Mundell-Flemingovim modelom pa medčasovni model ocenjuje okoliščine kot so npr. tranzitoren padec gospodarske rasti ali povečanje domačih investicij, ki vplivajo na gibanje tekočega računa. V tem kontekstu je medčasovni model primernejši za ocenjevanje makroekonomske politike in pripravo srednje ter dolgoročnih makroekonomskih projekcij.

Na osnovi gornjih teoretičnih izhodišč in sodobnega razvoja mednarodne ekonomike želim za slovensko gospodarsko postaviti in preveriti sledeči tezi:

Prva teza

Predpostavljamo, da je mogoče določiti mejo skupne zunanje zadolženosti, ki še ne ogroža likvidnosti in solventnosti države. To tezo bomo preverili na primeru Slovenije.

Osnovno, najbolj konvencionalno merilo za globalno oceno zadolženosti države – pri nas jo uporablja tudi Banka Slovenije – bom dopolnili z bolj dinamičnim merilom. Gre za solventnost gospodarstva, upošteva tudi rast BDP, gibanje realnega deviznega tečaja, željeno raven deviznih rezerv, stabilnost deleža zunanjega dolga v BDP in usklajeno delovanje makroekonomskih politik. Vzdržnost primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance (long-term current account sustainability) torej pomeni, da je primanjkljaj še vedno v mejah, ko niso potrebni ukrepi, ki delujejo na kratki rok. Izračuni za Slovenijo bodo narejeni na osnovi sodobnih raziskav navedenega področja (Milesi-Ferretti in Razin 1996; Edwards, Steiner, Losada 1996 in Reisen 1998). Z medčasovnega vidika pa vzdržnost primanjkljaja na tekočem računu kaže na kointegriranost (med obravnavanimi spremenljivkami obstaja dolgoročno ravnotežje) izvoza in uvoza ter kointegriranost varčevanja in investicij, kar kaže na primerno delovanje ekonomske politike.

V ravnotežju, ko je razmerje med celotnim zunanjim dolgom in *BDP* (*d*) konstantno, gospodarstvo akumulira neto obveznosti, ki so enake vsoti primanjkljaja na tekočem računu (*CAD*) in neto akumulaciji deviznih rezerv (*FX*), oboje merjeno kot delež v *BDP* (Reisen, 1998, str. 15). Pri tem se upošteva še dolgoročna rast *BDP* (γ):

$$CAD + \Delta FX = \gamma d \quad (1)$$

Dolgoročna rast BDP je povezana z dvema posrednima učinkoma na stabilen tekoči račun, ki je konsistenten s stabilnim razmerjem zunanji dolg/BDP:

a) V gospodarskem razcvetu (konjunkturi) narašča tudi, z vidika vzdržnosti salda tekočega računa, potrebna raven deviznih rezerv. Teorija povpraševanja po mednarodnih rezervah empirično razlikuje dve pomembni determinanti: raven blagovnega uvoza in spremenljivost plačilnobilančnih tokov, ki povečujejo povpraševanje po deviznih rezervah. Če označimo letno realno rast uvoza z η , spremembo željene ravni deviznih rezerv (*FX*), merjene kot delež v BDP (%), zapišemo s sledečo identiteto:

$$\Delta FX = \left[\frac{(1+\eta)}{(1+\gamma)} \right] FX - FX . \quad (2)$$

b) Drugi učinek, preko katerega rast BDP posredno vpliva na dinamiko zunanjega zadolževanja, se imenuje Balassa-Samuelsonov efekt. Na dolgi rok gospodarska rast lahko povzroči apreciacijo domače valute, ki je večinoma poganjana z razliko v menjalnem in nemenjalnem sektorju blaga v domačem gospodarstvu in v tujini. Realna apreciacija na enoto realne rasti BDP (ε) lahko znižuje tako devizne rezerve kot tudi zunanji dolg (v % *BDP*). Po drugi strani pa ob gospodarski rasti in apreciaciji obseg deviznih rezerv lahko ostane tudi stalen:

$$(\gamma + \varepsilon)d = CAD + \left[\frac{(\eta + \varepsilon - \gamma)}{(1 + \gamma)} \right] FX \quad (3)$$

ali

$$CAD = (\gamma + \varepsilon)d - \left[\frac{(\eta + \varepsilon - \gamma)}{(1 + \gamma)} \right] FX . \quad (4)$$

V tem kontekstu nameravam ugotoviti, ali sta saldo tekočega računa in zunanji dolg v vzdržnih mejah, upoštevaje sledeče dejavnike domačega in mednarodnega ekonomskega okolja:

- Makroekonomske spremenljivke kot so stopnja nacionalne gospodarske rasti, domača potrošnja, investicijska stopnja, fiskalna bilanca, BDP per capita.
- Spremenljivke zunanjega sektorja kot so saldo tekočega računa plačilne bilance, realni devizni tečaj, pogoji menjave, stopnja odprtosti gospodarstva (menjava blaga in storitev v primerjavi z BDP). Za slovensko gospodarstvo je značilno, da pri podobni valutni strukturi izvozno-uvoznih tokov, spremembe realnega deviznega tečaja neznatno vplivajo na vrednost pogojev menjave.
- Spremenljivke terjatev in obveznosti (zadolževanja) do tujine, kamor spadajo delež celotnega zunanjega dolga v BDP, obremenitev izvoza blaga in storitev z zunanjim dolgom, delež tujih neposrednih naložb v BDP, raven deviznih rezerv za pokritje uvoza blaga in storitev, delež deviznih rezerv v BDP, delež deviznih rezerv v denarnem agregatu M2.

Spremenljivki svetovnega gospodarstva kot sta raven obrestnih mer v ZDA (kot proksi spremenljivka za svetovno obrestno mero) in stopnja gospodarske rasti v državah OECD.

Ob tem bo več prostora namenjena analizi outputa in izvozne performance. Gre predsem za povezanost stopnje gospodarske rasti in stopnje rasti realnega izvoza blaga in storitev. Predhodne analize so pokazale, da imajo pri zniževanju primanjkljaja v tekočih transakcijah glavno vlogo od domačih dejavnikov stopnja odprtosti gospodarstva in raven deviznih rezerv, od mednarodnih dejavnikov pa pogoji menjave in gospodarska rast v industrijsko razvitih državah.

Druga teza

Zaradi pričakovanih nihanj gospodarske rasti države oblikujejo raven potrošnje, tako da povečujejo ali znižujejo raven varčevanja. Kakšni so učinki omenjenih nihanj na varčevanje, domače investicije in na tekoči račun plačilne bilance?

Ko so trajna nihanja (realnih) deviznih tečajev v povezavi s primanjkljaji ali presežki tekočih računov postala značilnost post Bretton Woods sistema drsečih tečajev, so ekonomisti začeli iskati nove razlage razvoja dinamike tekočega računa. V ozadju gibanja tekočega računa so zaznali dinamiko nacionalnega varčevanja in investicij. Prvi osnutke dinamičnega razvoja tekočega računa sta pripravila že Metzler (1950) in Mundell (1963), osrednje mesto v ekonomski teoriji pa je dobil v 80. in 90. letih dvajsetega stoletja. Takrat je postalo evidentno, da je fiskalna politika industrijsko najbolj razvitih držav (fiskalna ekspanzija v ZDA in konsolidacija v Nemčiji ter na Japonskem) povzročila večje srednjeročne premike v deviznem tečaju in saldihi tekočega računa v omenjenih državah. Nacionalno ekonomijo lahko prizadenejo različni šoki kot so spremembe v pogojih menjave, nihanja industrijske proizvodnje, gospodarske in politične reforme, naravne katastrofe in druge. Nekateri avtorji (Feldstein in Horioka, 1980; Kraay in Ventura 2001, 2002) empirično ugotavljajo, da države dolgoročno vsako dodatno enoto varčevanja

investirajo v domače investicije in tuje imetje v enakem razmerju kot je njihovo začetni portfolio, medtem ko kratkoročno pa večinoma v tuje imetje. To pomeni, da države ne uravnavajo le potrošnje, ampak uravnavajo tudi investicije.

Na osnovi modelov, ki niso integrirali varčevanja, investicij, mednarodne menjave in gospodarske rasti, ekonomska politika ni dobila ustrezne razlage, zakaj so imele nekatera gospodarstva trajna neravnotežja na tekočem računu plačilne bilance. Kljub nihanjem deviznih tečajev so nekatere države (Kanada, Avstralija, Nova Zelandija) izkazovale trajne primanjkljaje, medtem ko je Japonska imela presežek na tekočem računu plačilne bilance. Številni raziskovalci (Leiderman, 1991; Glick in Rogoff, 1995; Razin, 1995) so medčasovni model analizirali z modelom »glajenja« potrošnje (consumption smoothing model) preko odzivnosti na različne začasne, trajne, specifične in globalne proizvodne šoke. Drugi (Ghosh in Ostry, 1995; Kim, Hall in Buckle, 2001) so z modelom vektorske avtoregresije ocenjevali potrošnjo kot negativno sedanjo diskontirano vrednost prihodnjih sprememb v neto outputu ($Y-I-G$).

1.2 Metodološki pristop

V predlagani disertaciji bodo najprej predstavljeni in analizirani osnovni teoretični pogledi na področju plačilne bilance, od klasične paradigme, Mundell-Flemingovega modela, do sodobnega medčasovnega modela plačilne bilance. Teoretični del bom analiziral s pomočjo opisne (deskriptivne) metode, in sicer na osnovi formalne matematične analize preučevane tematike, ki se uporablja v sodobni mednarodni ekonomiji. Poudarek bo na konceptualnem okviru, ki ga priporoča Mednarodni denarni sklad.

Empirično raziskovanje bo temeljilo na kvantitativni metodi raziskovanja. Pri analizi časovnih vrst bodo uporabljeni mesečni, četrtni in letni podatki (analiza tekočega in kapitalsko-finančnega računa, pogojev menjave, realnega efektivnega tečaja, izvoznih trgov, industrijske proizvodnje in temeljnih agregatov nacionalnih računov). Pri testiranju teze – delovanje medčasovnega modela v slovenskem gospodarstvu v kontekstu makroekonomskih politik – bom uporabil multiplo regresijsko analizo, ki bo nadgrajena z Johansenovo tehniko kointegracije, z modelom vektorske avtoregresije in vektorske korekcije napak (Ghosh in Ostry, 1995; Moreno-Brid in Perez 1999; Kim, Hall in Buckle, 2001).

Ekonometrični vidik ocenjevanja VECM vektorskega modela popravljanja napak (v nadaljevanju VECM) temelji na Johansenovi proceduri, v kateri je predstavljena metoda ocenjevanja kointegracijskega vektorja, njenega ranga in modelskih parametrov. Analiza kointegracije je praviloma sestavljena iz dveh korakov. V prvem koraku se ugotavlja integracijski red analiziranih časovnih serij. Identifikacija integracijskega reda logaritemskih vrednosti osnovnih podatkov bo opravljena s pomočjo Augmented Dickey-Fullerjevega testa (ADF) in Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin testa (KPSS). V drugem koraku pa po izboru časovnih serij s primerljivim (enakim) kointegracijskim redom poiščemo linearno kombinacijo med njimi, ki je stacionarna (kointegracija). Časovni odlogi so izbrani po načelu parsimonije (varčnosti), kar pomeni minimiziranje vrednosti Schwarzovega in Akaikevega informacijskega kriterija.

Model VECM je model vektorske avtoregresije, prilagojen za analizo časovnih serij, ki so

nestacionarne, vendar pa postanejo stacionarne s pretvorbo na diferenco enakega reda. Pomemben je koncept kointegracije, ki pomeni, da obstaja dolgoročna povezanost med $I(1)$ spremenljivkami, oziroma spremenljivkami, ki so integrirane reda ena. Kointegracija pomeni dolgoročno povezavo med skupnimi stohastičnimi trendi. Stacionarne napake regresije v enačbi dolgoročnega ravnotežja pa kažejo na kointegriranost obravnavanih spremenljivk (Johansen, 1991, str. 1551–1580).

Predpostavimo, da sta spremenljivki y in x integrirani istega reda, ki postaneta stacionarni z n -tim diferenciranjem. Če obstaja med njima taka linearna kombinacija $y_t - \delta x_t$; ($\delta \neq 0$), potem sta seriji kointegrirani s kointegracijskim vektorjem $(1-\delta)$. Med serijama torej obstaja dolgoročna povezava, medtem ko kratkoročno odstopata od ravnovesja. Dolgoročno se seriji (spremenljivki) povečujeta z isto stopnjo rasti, razlika med obema stopnjama pa se giblje okrog fiksne povprečne vrednosti. Prilagoditev dolgoročnemu ravnotežju prikazuje kointegracijski vektor. Število kointegracijskih vektorjev pa je odvisno od števila spremenljivk in dolžine upoštevanih odlogov. Model vektorske avtoregresije s korekcijo napak zapišemo v sledeči splošni obliki:

$$\Delta y_t = c + \Pi y_{t-1} + \Gamma_1 \Delta y_{t-1} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta y_{t-p+1} + \varepsilon_t, \quad (5)$$

pri čemer posamezne oznake pomenijo:

Δy_t – vektor endogenih spremenljivk na prvih diferencah,
 Π – kointegracijski vektor z rangom r , ($r < k$),
 Γ_k – matrike koeficientov kratkoročnih elastičnosti, dimenzij $k \times k$,
 c – vektor eksogenih dejavnikov,
 ε_t – vektor rezidualov.

Matrika kointegracijskih vektorjev Π ima reducirani rang ($r < k$), kar pomeni, da obstaja k -krat r matrik koeficientov prilagajanja in matrik kointegracijskih vektorjev. V primeru k endogenih spremenljivk, od katerih ima vsaka enotni koren, lahko obstaja od 0 do $k-1$ linearno neodvisnih kointegracijskih relacij. Če pa kointegracijska relacija ne obstaja, potem za analizo uporabljamo VAR na I. diferenci. V primeru k kointegracijskih relacij pa so že osnovne časovne serije stacionarne.

Metodološka osnova empiričnega preverjanja in ocenjevanja naj bi omogočila izdelavo medčasovnega modela plačilne bilance Slovenije kot podlago za pripravo ukrepov za vodenje makroekonomskih politik.

Prispevek doktorske disertacije k razumevanju ožjega znanstvenega področja je v izgradnji dinamičnega modela razvoja plačilne bilance Slovenije, saj bo posebej izpostavljen prav medčasovni vidik plačilne bilance tako po vsebinski kot tudi po metodološki strani.

Z vsebinskega vidika bo medčasovni model omogočil vpogled v ozadje gibanja blagovno-storitvenih tokov, faktorskih dohodkov in tekočih transferjev, torej podbilanc tekočega računa. To je pomembno, ker se tekoči račun ne pojmuje le kot razlika med izvoznimi in uvoznimi tokovi, ampak kaže tudi evolucijo stanja terjatev in obveznosti do tujine, skratka odseva medčasovne dolgoročne odločitve domačih in tujih rezidentov v luči varčevanja, investicij, fiskalne pozicije, gospodarske rasti in demografskih dejavnikov.

Z metodološkega vidika pa uporaba medčasovnega modela plačilne bilance pomeni nov koncept pri ocenjevanju in napovedovanju gibanja plačilnobilančnih tokov in temeljnih agregatov ponudbe in povpraševanja. Uporaba kointegracijske vektorske analize omogoča večjo izpovedno analitično vrednost medčasovnega modela tekočega računa plačilne bilance Slovenije, ki se kaže v tem, da nestacionarni plačilnobilančni tokovi lahko kointegrirajo, dokler ne nastanejo trajni proizvodni šoki ali dolgoročne distorzije v ekonomski politiki. V tem smislu tudi želim prispevati določene smernice pri vodenju in usmerjanju ekonomske politike.

2 RAZVOJ EKONOMSKE TEORIJE NA PODROČJU PLAČILNE BILANCE

Teoretični pogledi na področju plačilne bilance so se spreminjali v skladu z razvojem nacionalnega gospodarstva in ekonomskih odnosov s tujino. Gre za teorije, ki na različen način razlagajo, kako je treba odpraviti plačilnobilančno neravnotežje. Merkantilizem in Humov mehanizem zlatega prilagajanja veljata sta predhodnika kasnejših tradicionalnih pristopov. Pristop elastičnosti in pristop absorbcije sta bila predmet ekonomskega raziskovanja od srede tridesetih pa do konca šestdesetih let 20. stoletja. Med seboj sta se dopolnjevala, saj sta analizirala odzivnost tekočih transakcij na spremembe v deviznem tečaju in tekoči račun plačilne bilance (saldo blaga in storitev) v okviru realnega sektorja in nacionalnih računov. Mundell-Flemingov model nadgrajuje prejšnja pristopa v tem kontekstu, da obravnava sočasno doseganje notranjega in zunanjega ravnotežja. Model analizira kratkoročne učinke ekonomske politike, ne pojasni pa dolgoročnih plačilnobilančnih neravnotežij.

Medtem ko tradicionalni pristopi temeljijo na analizi tokov (flows), monetarni pristop pomeni prehod k modernim pristopom plačilnobilančnega prilagajanja in temelji na stanjih (stocks). Monetarni pristop plačilno bilanco obravnava izključno z vidika monetaristov, torej kot monetarni fenomen.

Moderni medčasovni pristop, ki pomeni sintezo elastičnostnega in absorpcijskega vidika uravnoteženja plačilne bilance, pa obravnava tako tekoči kot kapitalsko-finančni račun plačilne bilance (neto finančni tok) in pojasnjuje vzroke dolgoročnih plačilnobilančnih neravnotežij. Medčasovni pristop spada med sodobne plačilnobilančne teorije kapitalnih tokov in finančnih kriz, nastalih v osemdesetih in devetdesetih letih 20. stoletja, povezanih z vzdržnostjo neravnotežja na tekočem računu plačilne bilance, pogoji menjave, varčevalno-investicijsko vrzeljo, glajenjem potrošnje. Obstfeld (1982, 1983), Sachs (1981, 1982), Dornbush (1984), Greenwood (1984), Persson in Svensson (1985) so proučevali vpliv pogojev menjave na varčevanje in saldo tekočega računa plačilne bilance. Kent in Cashin (2003) sta raziskovala začasne in trajne »terms of trade« šoke in njihov vpliv na zasebno potrošnjo in investicije. Sheffrin in Woo (1990a), Otto (1992), Ghosh (1995), Obstfeld in Rogoff (1996), Mercereau in Miniane (2004), Nason in Rogers (2006) pa so ocenjevali saldo tekočega računa kot diskontirano sedanjo vrednost sprememb neto dohodka, in sicer za dežele v razvoju in industrijsko razvite države.

2.1 Merkantilizem in trgovinska bilanca

2.1.1 Merkantilistično pojmovanje državnega bogastva in ravnotežje plačilne bilance

Merkantilizem je bil ekonomskopolitični nauk v obdobju od 16. do 18. stoletja, ki je temeljil na premisi, da blaginjo in moč države najbolje odraža povečan izvoz (aktivna trgovinska bilanca), ki ga spremlja akumulacija žlahtnih kovih (zlata in srebra). Merkantilizem je nadomestil srednjeveške fevdalne organizacije v Zahodni Evropi. Na genezo merkantilizma sta vplivala dva poglobljena dejavnika: razvoj nacionalnih držav in trgovinska revolucija. Velike sile v dobi merkantilizma so bile Anglija, Francija, Španija in Portugalska, ki so tekmovala s takoimenovanimi komercialnimi državami (Nizozemska, Belgija, Hamburg in Benetke). Ker je bilo obdobje od 1500–1800 obdobje verskih in trgovinskih vojn, so države potrebovale visoke dohodke za vzdrževanje vojske in civilnega državnega aparata. Zaradi tega je bila ekonomija nujno podrejena centralni oblasti. Trgovinska revolucija je omogočila geografsko razpršenost in povečanje obsega zunanje trgovine, nastanek novih proizvodov in propad srednjeveške ekonomije.

Merkantilistično doktrino večinoma zaznamujejo sledeče značilnosti:

- Vir narodnega bogastva predstavlja akumulacija zlata in srebra.
- Dobljene koristi od trgovine se odražajo preko zunanjetrговinskega presežka.
- Trgovinski presežek je cilj ekonomske (zunanje in notranje) politike, ki promovira izvoz in zavira uvoz.

Zunanja trgovina se je obravnavala popolnoma anatagonistično, kot ničelna igra (angl. *zero-sum game*), v kateri je ena država od mednarodne menjave imela koristi, druga pa izgube. Ker je bila količina zlata in srebra omejena, so si države s trgovanjem prizdevale dobiti čim večjo količino monetarnega zlata, kar je bilo identično pojmu bogastvo. Neto povečanje bogastva – količine zlata v državi – je omogočal le zunanjetrговinski presežek (ob neobstoječi lastni proizvodnji zlata), ki so ga dosegale v menjavi s svojimi kolonijami, v katere so izvažale industrijske in tudi kmetijske proizvode, uvažale pa surovine in polizdelke. Z regulirano proizvodnjo za izvoz so države kolonialistke zagotavljale kvalitetno blago in nizke stroške, kar jim je omogočilo, da so ohranile tržne deleže. Na uvoz pa so uvedle uvozne carine kot vir proračunskih prihodkov.

S sklenitvijo državnih (trgovinskih) pogodb so si nekatere države zagotovile izključne tržne privilegije. Tako je Anglija z vrsto zakonov o plovbi (Navigation Acts) dokončno uničila konkurentko Nizozemsko, ki ji je prepovedala uvoz plantažnih surovin iz Azije, Afrike in Amerike, razen ladij, katerih lastniki so bili Angleži. Zakoni o plovbi so torej Angliji omogočili nadzor nad kolonijami, ki so blago morale uvažati le iz Anglije. V Franciji se je različica merkantilizma imenovala kolbertizem, po Colbertu, finančnem ministru kralja Ludvika XIV. Francija je s politiko državnega intervencionizma vzdrževala aktivno trgovinsko bilanco, s tem da je uvedla sledeče ukrepe in dejavnosti: carine in prepovedi, izvozne subvencije, gradnjo cest, kanalov, spodbujanje javnega izobraževanja ter ustanovila trgovinske zbornice.

Zgodnji merkantilisti, katerih doktrina se je imenovala bulionizem (vezava na zlate palice), so strogo nadzirali trgovinsko menjavo in trgovce. Zavzemali so se za prepoved izvoza zlata in srebra. Možnost »varčevanja« z monetarnim zlatom v smislu zmanjšane obsega

konverzijskih zahtevkov je pomenila, da je bil čas za samodejno uravnoteženje plačilne bilance daljši, še posebno pri prehodu na sistem zlatih deviz. V modelu zlate veljave je avtomatizem izvoza in uvoza zlata preko kvantitativnih učinkov povzročal širitev ali ožjenje količine denarja v obtoku in s tem spremembe v nivoju absolutnih nacionalnih cen. Preko slednjih se je spreminjal izvoz in uvoz in s tem saldo plačilne bilance. Pozni merkantilizem ni bil tako rigorozen, še vedno pa je spodbujal ugodno menjavo in razvoj trgovskega stanu. Osvojitev novih držav je prinesla obilje zlata in srebra, pa tudi novo filozofijo. Zato so se v začetku 18. stoletja nasproti merkantilizmu pojavili novi izzivi, ki so jih zagovarjali David Hume, Adam Smith in David Ricardo. Napačne sklepe merkantilistične doktrine o delovanju gospodarstva je prvi pojasnil Sir Dudley North, obsežno in prefinjeno pa je merkantilizem kritiziral David Hume (*Of the balance of trade*, 1752).

Vendar pa je bil v dobi merkantilizma, ko so bili kapitalski tokovi zelo šibki, presežek v trgovinski bilanci dejansko presežek v plačilni bilanci. Slednji je ustrezal neto pritoku zlata in srebra. Del tega pritoka je imel značaj "mrtvega kapitala" v obliki zlata in srebra, ostanek pa je bil skovan v denar. Zlati in srebrni kovanci so postali plačilno sredstvo, ki se je prelilo v večjo potrošnjo. Večja končna potrošnja je narekovala višje cene ali večji output, oboje, kar so merkantilisti smatrali kot dober gospodarski rezultat.

Temeljne značilnosti merkantilistične doktrine so predvsem:

- velika vloga države in njeno poseganje v gospodarstvo,
- korupcija,
- osnovna premisa: gre za istovetnost bogastva države z žlahtnimi kovinami,
- nekonsistentnost: zaradi akumuliranega zlata in srebra je država producirala presežno ponudbo denarja in s tem tudi naraščajočo inflacijo, kar dolgoročno pomeni slabitev konkurenčnosti gospodarstva.

2.2 Hume in mehanizem zatega prilagajanja

2.2.1 Povezava med količino denarja in plačilno bilanco: realni in finančni tokovi

David Hume je bil eden največjih filozofov v Zahodni zgodovini, zgodovinar in ekonomist. Trdno je zagovarjal, da se bogastvo države izraža v blagu in ne v količini denarja, in je v skladu s tem nazorno predstavil kvantitetno teorijo denarja. Obrestna mera je bila določena na osnovi gibanja povpraševanja po kreditih in ponudbe prihrankov. V nasprotju z merkantilisti je nizke obrestne mere povezoval s konjunkturo trgovine ne pa z velikimi količinami denarja. Nizke obrestne mere so bile torej zunanji znak komercialne ekonomije, v kateri prevladujeta varčnost in želja po koristi. Naraščajoča količina denarja je le kratkoročno ugodno vplivala na obseg industrije. Humov najbolj znameniti prispevek k ekonomski vedi je bil na področju mednarodne trgovine. Zavrnil je merkantilistično pojmovanje, da je zunanja trgovina le ničelna igra (angl. *zero sum game*), in dokazoval skupne koristi za vse subjekte mednarodne menjave. Skupni realni obseg mednarodne menjave je torej neposredno povezan z različnostjo in bogastvom vseh narodov. V tem kontekstu ni priznal merkantilistične zahteve, da mora mora država vedno imeti aktivno trgovinsko bilanco, ki zagotavlja pritok zlata v državo. Merkantilistični trgovinski presežki so torej nevzdržni in samoomejitveni. V dobi zlate veljave je namreč Anglija imela velik

presežek na tekočem računu plačilne bilance, medtem ko so druge države, kot npr. Združene države, izkazovale velik zunanjetrgovinski primanjkljaj (Of Money, 1752).

Hume je predstavil tudi mehanizem prilagajanja na temelju tokov zlatnikov (angl. *price-specie flow mehanism*) in načelo povratnega toka (angl. *reflux principle*), katerih predpostavke so sledeče:

- kvantitetna teorija denarja,
- zlati denar je edina valuta (vsi finančni tokovi potekajo v zlatu),
- trgovinska bilanca je enaka plačilni bilanci,
- output v vsaki državi je fiksni.

Tradicionalna kvantitetna teorija denarja navaja, da je celotni output blaga in storitev, proizveden v določenem obdobju (npr. v enem letu), izražen na dva ekvivalentna načina. Na blagovni strani je celotni nominalni output enak produktu med realnim obsegom transakcij outputom blaga in storitev (T) in splošno ravni cen (p). Na denarni strani pa je nominalni output enak produktu med količino denarja v obtoku (M) in obtočno hitrostjo denarja (V):

$$MV = pT, \quad (6)$$

pri čemer posamezne oznake pomenijo:

M – količina denarja v obtoku,

V – obtočna hitrost denarja,

p – splošna raven cen,

T – raven proizvodne aktivnosti (obseg realnih transakcij).

Kvantitetna enačba je transformirana v kvantitetno teorijo denarja. Ta predpostavlja, da je v popolnokonkurenčnih tržnih razmerah realni output dolgoročno vedno polnozaposlen, torej so kapacitete vedno polno izkoriščene. Kratkoročni odkloni od polne zaposlenosti se avtomatično uravnavajo preko tržnega mehanizma. Obtočna hitrost denarja je determinirana z institucijami finančnega sistema, je stanovitna in se spreminja v zelo dolgem obdobju. S hipotezo danega realnega outputa in obtočne hitrosti, povečanje denarne ponudbe povzroči proporcionalen porast splošne ravni cen.

Čeprav Hume avtomatični cenovni mehanizem prilagajanja poudarja “naravno ravnotežje” v mednarodni menjavi, pa Hume ni bil zagovornik “naravnega zakona” ali “socialnih pogodbenih” teorij. Bil je radikalen empirist tako v političnem kot filozofskem pogledu, saj je bila njegova hedonistična teorija morale osnova utilitarizma, s teorijo o razvoju etike, institucij in socialnih dogovorov pa je pomembno vplival tudi na Hayeka in kasnejše razvojne teorije.

Delovanje mehanizma zlate veljave, ki ga je nazorno opisal Hume, je torej temeljilo na dveh makroekonomskih načelih: kvantitetni teoriji denarja in učinka ponudbe denarja na obrestne mere. Po kvantitetni teoriji denarja je na dolgi rok stopnja rasti cen odvisna od stopnje rasti denarja. Pri čisti zlati veljavi je stog denarja predstavljala količina zlata, ki je bil v državni lasti. Ker Evropa ni imela nahajališč zlata, je morala zlato uvoziti. Nekaj zlata je bilo uvoženega za uporabo v draguljarnah ali proizvodnji; to je bilo zlato-blago, ki je

bilo evidentirano kot del transakcij tekočega računa plačilne bilance. Zlato-denar pa je pritekalo v državo na osnovi blagovnega izvoza, odtekalo pa zaradi uvoza. Pri odsotnosti kapitalskih tokovih, je bil pritok zlatega denarja v celoti posledica presežka na tekočem računu.

Mehanizem prilagajanja na temelju zlatnikov je predstavljen na osnovi plačilnobilančnih tokov med Anglijo in ZDA. V obdobju zlatega standarda je namreč Anglija imela velik presežek na tekočem računu, medtem ko so ZDA izkazovale plačilnobilančni primanjkljaj:

- Anglija: $CA > 0$, $CA + KA + FA > 0$, $CA + KA > -FA$. (7)
- ZDA: $CA < 0$, $CA + KA + FA < 0$, $CA + KA < -FA$. (8)

Pri čemer posamezne oznake pomenijo:

CA – tekoči račun,

KA – kapitalski in finančni račun,

FA – tuja aktiva (rezerve v zlatu).

Predpogoj: aktivna trgovinska (plačilna) bilanca, $X > M$:

1. iteracija: neto pritok zlata;
2. iteracija: povečanje denarne ponudbe;
3. iteracija: povečanje ravni cen in plač;
4. iteracija: okrepitev uvoznih in upočasnitev izvoznih tokov.

Pritok zlata zaradi presežka v trgovinski bilanci Anglije je povečal denarno ponudbo, kar je povzročilo dvig domačih cen in plač, tako da se je poslabšala izvozna konkurenčnost. Posledično se je znižalo uvozno povpraševanje iz ZDA, okrepilo pa se angleško povpraševanje po uvoženih dobrinah, zato je zlati denar začel odtekati iz države, presežek v trgovinski bilanci pa je postopoma usihal. Proces uravnavanja je trajal toliko časa, dokler se ni izravnala trgovinska bilanca in znižala raven domačih cen.

Po mnenju keynesiancev se trgovinska bilanca uporablja kot sredstvo ekspanzivne monetarne politike pri spodbujanju gospodarske rasti in zaposlenosti. Če gospodarstvo ni polno zaposleno, potem povečana denarna ponudba (zaradi trgovinskega presežka) zniža obrestne mere, poveča proizvodnjo in zaposlenost, ne poveča pa ravni cen.

Povezanost med denarnim stogom in plačilno bilanco je istočasna, medtem ko se raven cen počasi odziva na spremembe denarne ponudbe. Ob povečani ponudbi denarja (kapitala) se začne obrestne mere zniževati. Ko se domača obrestna mera zniža pod raven tuje obrestne mere, je smiselno kapital posojati tujini, zlato se izvaža v tujino, denarna ponudba pa se začne krčiti. Spremembe v denarni ponudbi torej istosmerno delujejo na obe komponenti plačilne bilance, na tekoči in kapitalski račun. Pri tem velik stog denarja pomeni primanjkljaj na tekočem računu in izvoz zlata (primanjkljaj na kapitalskem računu).

2.2.2 Bimetalizem in zlati standard

V dobi Davida Huma in tudi kasneje je bil zlati standard obvezen za države, ki so fiksirale ceno domače valute na enoto (unčo) zlata. Anglija je uvedla dvojni standard leta 1717, ko je bil predstojnik kovnice denarja, Sir Isaac Newton, formalno pa ga je sprejela leta 1819. Kontinentalne evropske države, zlasti Francija, so imele bimetalizem precej dalj časa, medtem ko so Nemčija, Nizozemska in Skandinavske države imele srebrni denar.

Odkritja zlata sredi 19. stoletja so povzročila, da je zlati denar postopoma izrinjal srebrnega. Da bi ohranile bimetalizem so leta 1865 Belgija, Francija, Grčija, Italija in Švica ustanovile "Evropsko monetarno unijo" takoimenovano predhodnico današnje evropske denarne unije. Po francosko-pruski vojni leta 1870–1871, je novo ustanovljena Nemčija prevzela zlato valuto. "Unija" naj bi preprečila zmanjševanje zlatih rezerv Francije, ki je morala Nemčiji povrniti vojno škodo. Poleg tega pa so odkritja in s tem večja ponudba srebra le-temu zniževala ceno. Kljub temu pa je zveza leta 1878 razpadla in vse evropske države so prevzele zlato valuto.

Ostale večje države so imele srebrni denar, Japonska in Indija pa sta prevzeli zlati standard leta 1897 oz. 1898. ZDA pa so se iz bimetalizma vključile v mehanizem zlatega standarda de facto leta 1834 de jure pa leta 1900; Kitajska pa je bila vezana na srebrni standard do I. svetovne vojne.

Zaradi novih odkritij zlata v Kaliforniji leta 1848 je v ZDA nastal monetarni šok. Večja produkcija zlata je povečala denarno ponudbo, posledično domače izdatke, nominalni dohodek in raven cen. Dvig cen je podražil ameriški izvoz, ki je postal manj konkurenčen, poleg tega pa je ob cenejšem uvozu trgovinska (plačilna) bilanca izkazovala primanjkljaj. Slednji je bil financiran z odtokom zlata, kar je reduciralo denarno ponudbo. V trgovinskih partnericah ZDA pa se je zaradi trgovinskega presežka denarna ponudba povečala in dolgoročno tudi raven cen. Čeprav se je z odkritjem nahajališč zlata realni output povečal (plače in cene niso takoj porasle), so se v končni instanci povečale cene.

Delovanje cenovnega mehanizma zlatega standarda so uravnavale centralne banke posameznih držav, tako da so uporabljale določena pravila igre (rules of the game). S povečanjem diskontirane obrestne mere (obrestna mera, pri kateri centralna banka posoja denar bankam članicam) so pospešile pritok, z znižanjem pa odtok zlata. Tako je Banka Anglije v obdobju 1870–1914 dosledno izvajala omenjeno monetarno politiko. Kadar koli je plačilna bilanca Velike Britanije izkazovala primanjkljaj, je ob večjem usihanju zlatih rezerv centralna banka povišala bančno obrestno mero (diskontirano obrestno mero). Pri tem je bistveno, da je spoštovala pravila igre, saj jo je v to silila zaveza o zamenljivosti denarja za zlato (konvertibilnost). Ob povišanju ostalih obrestnih mer so se znižali investicijski izdatki, posledično pa še drugi agregati domače potrošnje in raven cen. Hkrati pa je centralni banki ob povišanju diskontne obrestne mere uspelo zadržati kratkoročni odtok kapitala in privabiti tuji kapital.

Večina drugih držav, še posebno Francija in Belgija, pa niso upoštevale takoimenovana pravila igre. Nikoli niso dovolile tolikšno povišanje obrestnih mer, ki bi upočasnilo rast domačih cen. Nekatere države pa so domačo denarno ponudbo uravnavale z ukrepi sterilizacije in na ta način preprečevale zunanje neravnotežje.

Zlati standard je zagotavljal dolgoročno cenovno stabilnost. Tako je bila v obdobju 1880–1914 povprečna letna stopnja inflacije v ZDA le 0,1%, medtem ko je bila povprečna rast cen v obdobju 1946–1990 4,2-odstotna. Gospodarstva v obdobju zlatega standarda so bila ob kratkoročni cenovni nestabilnosti občutljiva na realne in denarne šoke. Koeficient variacije kot mera kratkoročne cenovne nestabilnosti je bil za ZDA v obdobju 1879–1913 precej visok, 17, medtem ko je v obdobju 1946–1990 znašal le 0,8. Zaradi šibke diskrecije pri vodenju monetarne politike, je bil realni output bolj variabilen (koeficient variacije v obdobju 1879–1913 je znašal 3,5, v obdobju 1946–1990 pa 1,5), večja pa je bila tudi stopnja nezaposlenosti (6,8-odstotna oziroma 5,6-odstotna).

V obdobju 1946–1971 so gospodarstva delovala v okviru Bretton Woods sistema deviznih tečajev. Pri tej modifikaciji zlatega standarda je večina držav svoja plačilnobilančna stanja izkazovala v ameriških dolarjih, ta imetja pa je ameriška centralna banka konvertiral na zahtevo tujih centralnih bank pri fiksni ceni USD 35/unčo. Ker so ZDA imele stalni primanjkljaj v tekočih transakcijah je le-ta zniževal njihove zlate devizne rezerve, zato je avgusta leta 1971 predsednik Nixon objavil, da ZDA ne bodo več odkupovale valut z zlatom. Samodejna vzpostavitev zunanjega ravnotežja je bila jedro delovanja zlatega standarda. Država, ki je imela zunanji primanjkljaj je izgubljala zlato, če je izpolnjevala svojo konverzijsko obveznost oziroma spoštovala pravila igre. Ko se je na kratek rok začela denarna ponudba zmanjševati, so se obrestne mere povečale, kar je privlačilo kapital, s katerim se je deloma financiral primanjkljaj v tekočih transakcijah. Ob krčenju denarne ponudbe se je preko manjšega domačega povpraševanja upočasnila gospodarska rast in povečala brezposelnost s pritiskom na cene in plače. Vsi trgi (blaga, dela in kapitala) so delovali v smeri plačilnobilančnega ravnotežja in pri vodenju denarne politike ni bilo treba državne intervencije, ker je bila denarna ponudba eksogeno določena (Bordo, 1981, str. 3).

Problemi, ki jih cenovni mehanizem zlatega prilagajanja ni mogel predvideti, pa so se odrazili preko ponudbenih šokov in vloge kapitalskih tokov. Mehanizem zlatega prilagajanja je avtomatično deloval pri prostih kapitalskih tokovih. V primeru, da prosti kapitalski tokovi ne bi obstajali, in bi država z aktivno trgovinsko bilanco uvedla uvozne carine, bi povečanje domačih cen delovalo v nasprotni smeri povečanja uvoznih carin. Brez prostih kapitalskih tokov pa država s pasivno trgovinsko bilanco ne bi mogla uvažati kapitala oz. oblikovati devizne rezerve in bi izkazovala trajen primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance.

Po tem ko se je zlati standard dejansko končal leta 1935, so se začela plačilnobilančna neravnotežja obravnavali v luči i) sprememb relativnih cen in nekonkurenčnosti, ii) presežnega domačega povpraševanja glede na dohodek in iii) presežne denarne ponudbe. Razvili so se tradicionalni pristopi kot so pristop elastičnosti, absorpcije in monetarni vidik plačilne bilance.

2.3 Pristop elastičnosti pri uravnoteženju plačilne bilance

2.3.1 Marshall-Lernerjev teorem in učinek krivulje J

Pristop elastičnosti obravnava spremembe povpraševanja in ponudbe deviz glede na gibanje menjalnega tečaja. Pri tem ostaja, po keynesianskih predpostavkah, raven inflacije nespremenjena. Spremembe v relativnih cenah pa so odvisne od gibanja deviznega tečaja, katerega ravnotežje se oblikuje v stičišču ponudbe in povpraševanja po devizah. V primeru, če vlada v sistemu fiksnih (administrativno) določenih deviznih tečajev devalvira nacionalno valuto, ni nujno, da omenjen ukrep izboljša trgovinsko bilanco. Povečanje izvoznih dohodkov in zmanjšanje vrednosti uvoza sta v glavnem odvisna od cenovnih elastičnosti izvozne ponudbe in uvoznega povpraševanja. Če je vsota obeh koeficientov elastičnosti večja od 1, devalvacija lahko izboljša trgovinsko bilanco. Omenjena ugotovitev je znana kot Marshall-Lernerjev teorem (Gandolfo, 1986, str. 81–85).

Devalvacija podraži celoten uvoz z zamikom. Porastejo stroški domače proizvodnje, ki se vračunajo v ceno izdelkov. Prav zaradi tega je učinkovitost ukrepa devalvacije nacionalne valute vprašljiva.

Pri pristopu elastičnosti upoštevamo različne predpostavke: gospodarstvo proizvaja in izvažata eno vrsto blaga, uvažata pa drugo vrsto blaga, domače in tuje blago sta torej substituta, cenovna elastičnost ponudbe izvoženega in uvoženega blaga je popolnoma elastični. Slednje pomeni, da so domače in tuje cene fiksirane, tako da so spremembe v relativnih cenah povzročene le s spremembo nominalne deviznega tečaja (Pitchford, 1995, str. 52):

$$NX = X(\pi) - \pi M(\pi, y), \quad (9)$$

pri čemer posamezne oznake pomenijo:

NX – saldo menjave s tujino (blaga in storitev),

X – izvoz,

M – uvoz,

π – realni devizni tečaj,

y – nacionalni dohodek.

Če enačbo (9) diferenciramo, upoštevaje še pripadajoči elastičnosti, dobimo:

$$dNX = (X_{\pi} - \pi M_{\pi} - M) d\pi - \pi M_y dy, \quad (10)$$

$$dNX = \frac{X}{\pi} \left(\eta^* - (\eta - 1) \frac{\pi M}{X} \right) d\pi - m^* dy, \quad (11)$$

pri čemer posamezne oznake pomenijo:

η^* – elastičnost povpraševanja po izvozu,

η – elastičnost povpraševanja po uvozu,

m^* – mejna nagnjenost k uvozu.

Za izboljšanje salda menjave s tujine mora velja pogoj:

$$\eta^* - (\eta - 1) \frac{\pi M}{X} > 0, \quad (12)$$

pri predpostavki izravnane salda menjave s tujino ($NX = 0$) je vsota absolutnih vrednosti elastičnosti večja od ena:

$$\eta^* + \eta > 1, \quad (13)$$

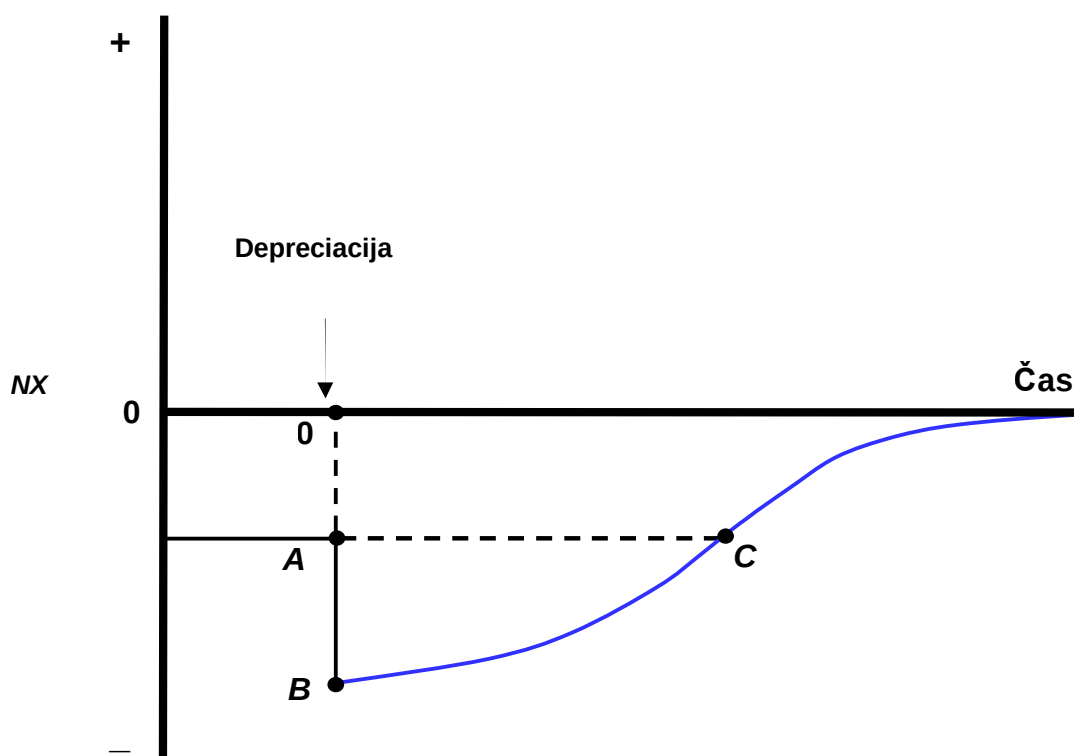
kar je takoimenovani Marshall-Lernerjev pogoj.

Plačilnobilančno prilagajanje je odvisno od učinka relativnih cen (terms of trade) na izvoz in uvoz, izraženih v domači valuti. Pogoji menjave lahko variirajo zaradi sprememb cen, izraženih v nacionalnih valutah in zaradi sprememb menjalnih tečajev. Razvrednotnje domače valute, pri nespremenjeni ravni domačih in tujih cen, poceni izvoženo blago v tujini in podraži uvoženo blago na domačem trgu. Obratno velja za revalvacijo (apreciacijo) domače valute. Pri pristopu elastičnosti menjalni tečaj uravnava saldo menjave s tujine preko količinskega in cenovnega učinka.

Pri količinskem učinku se zaradi večje cenovne konkurenčnosti (devalvacija) izvoza poveča količinski (realni) izvoz, medtem ko se zaradi poslabšane cenovne konkurenčnosti uvoza, količinski uvoz zniža. Količinski učinek prispeva k izboljšanju salda menjave s tujino. Obratno velja za cenovni učinek, pri katerem se izvoz, izražen v tuji valuti, nominalno zniža, medtem ko se uvoz, izražen v domači valuti, vrednostno poveča. Neto učinek je odvisen od delovanja obeh učinkov, še posebno to velja za države v razvoju, kjer je zaradi močne uvozne odvisnosti cenovna elastičnost uvoza nizka.

Pri plačilnobilančnem prilagajanju je pomembno prilagoditveno obdobje (adjustment period), v katerem se spremenijo količine in cene. Seveda pa se v realnem gospodarstvu količine ne prilagodijo tako hitro kot cene, in sicer zaradi frikcij in časovnega zamika pri odločitvah potrošnikov in producentov – investorjev. Zaradi tega dejstva se saldo menjave s tujino kratkoročno še poslabša, čeprav zadosti pogoju Marshall-Lernerjevega teorema. Na kratek rok torej cenovni učinek prevladuje nad količinskim učinkom, dolgoročno pa se neto izvoz izboljša (učinek krivulje J). Tradicionalna keynesianska teorija obravnava J-krivuljo kot funkcijo deviznega tečaja, domačega in tujega dohodka. Povečanje ravni domačega dohodka namreč, zaradi povečane mejne nagnjenosti k uvozu, poslabša trgovinsko bilanco.

Slika 1: Učinek deprecijacije na saldo menjave s tujino in J-krivulja



Vir: Gylfason, 1997, str .65.

Številni avtorji so pri interpretaciji Marshall-Lernerjevega teorema in učinka J-krivulje uporabljali različne modele, da bi ugotovili, kolikšne morajo biti izvozno-uvozne elastičnosti, ki omogočijo samodejno ali preko centralne banke spremembe deviznega tečaja (deprecijacije) za dejansko uravnoteženje salda menjave s tujino. Gylfason in Risager (1984, str 65–68), ki sta proučevala učinek devalvacije v 16 državah s plačilnobilančnimi problemi, sta ugotovila, da je bilo izboljšanje salda menjave s tujino odvisno od gibanja nacionalnega dohodka, premoženja, trgovinskih tokov in zadolževanja. Predvidevala sta takojšen padec nacionalnega dohodka in potrošnje ob sočasnem povečanju trgovinskega primanjkljaja. Simulacija je pokazala, da je 10-odstotna devalvacija posameznih nacionalnih valut izboljšala trgovinske bilance, razen v Argentini. Največji učinek devalvacije na trgovinsko bilanco je bil v Braziliji, kar 12 % BNP, v industrijsko razvitih državah v povprečju 2,2 %, najmanj pa v nerazvitih gospodarstvih, 1,2 %. Devalvacija je imela tudi pozitiven vpliv na gospodarsko rast v razvitih državah, medtem ko je bila korelacija v manj razvitih državah negativna. Nguyen (1993) je analiziral kratkoročne sestavine J-krivulje v malih odprtih gospodarstvih. Predpostavljal je primanjkljaj v saldu menjave s tujino ne pa ravnotežno pozicijo. Ugotovil je, da se mora poleg primanjkljaja upoštevati tudi višina zunanjega dolga, kar je pomembno za ocenjevanje vpliva devalvacije na zadolžena gospodarstva. Kratek rok je po njegovem mnenju odvisen od velikosti trgovinskih elastičnosti, naraščajočega zunanjega dolga, višine obrestnih mer in primanjkljaja v tekočih transakcijah. Nguyen je ocenil, da se trgovinska bilanca izboljša najmanj v osmih mesecih po ukrepu devalvacije. Kulkarni (1996) je teoretično dokazal, kako postopna devalvacija povečuje primanjkljaj v tekočih transakcijah, ki bi se financiral z akumulacijo zunanjega dolga. Bahmani-Oskooee (1985) je empirično analiziral različne devizne in trgovinske bilance držav kot so: Grčija, Indija, Koreja in Tajsko.

Tabela 1: Izvozne in uvozne elastičnosti v nekaterih industrijsko razvitih državah

	Elastičnosti izvoza	Elastičnosti uvoza
Avstrija	1,0	1,2
Belgija	1,1	1,3
Kanada	0,7	1,3
Francija	1,3	0,9
Nemčija	1,0	0,8
Italija	1,3	0,8
Japonska	1,4	1,0
Nizozemska	1,5	0,7
Švedska	1,6	0,9
Velika Britanija	1,0	1,3
ZDA	1,2	1,2
Povprečna vrednost	1,2	1,1

Vir: Gylfason, 1997.

Tabela 2: Izvozne in uvozne elastičnosti v nekaterih razvijajočih se državah

	Elastičnosti izvoza	Elastičnosti uvoza
Argentina	0,6	0,9
Braziliya	0,4	1,7
Indija	0,5	2,2
Kenija	1,0	0,8
Koreja	2,5	0,8
Maroko	0,7	1,0
Pakistan	1,8	0,8
Filipini	0,9	2,7
Turčija	1,4	2,7
Povprečna vrednost	1,1	1,5

Vir: Gylfason, 1997.

Glavna pomanjkljivost tradicionalnega pristopa elastičnosti je, da ne upošteva kapitalskih tokov, ki v sedanjem svetu predstavljajo kar 98% vseh mednarodnih ekonomskih transakcij, samo 2% pa predstavlja vrednost blaga in storitev. Sodobna gibanja kapitalskih tokov torej spreminjajo teorije o optimalnih deviznih rezervah in deviznih tečajev. Trgovinski tokovi ne pojasnijo kratkoročno realno (in tudi nominalno) nestabilnost deviznega tečaja. V tem kontekstu se postavlja vprašanje, kakšen naj bi bil dolgoročni realni devizni tečaj:

$$q : CA(q, Y, Y^*) = 0, \quad (14)$$

pri čemer posamezne oznake pomenijo:

CA – saldo tekočega računa,

q – realni devizni tečaj,

Y – domači output,

Y* – dohodek tujine.

Dolgoročno je potrebno upoštevati proračunske omejitve države glede zunanjega zadolževanja in posojanja (kreditiranja) tujine, dolgoročno morajo biti vse obveznosti poravnane. Z vidika financiranja je torej pri presežku v tekočih transakcijah kapitalski in finančni račun v primanjkljaju, kar pomeni izvoz kapitala v tujino:

$$CA = -KA \quad (15)$$

Ekvivalentno pomeni, da je saldo tekočega računa enak vsoti saldu menjave s tujine in plačilom obresti na zunanji dolg:

$$CA = TB + rB, \quad (16)$$

$$TB = TB(q, Y, Y^*) = 0. \quad (17)$$

V primeru (enačba 14), da domači (Y) in tuji output (Y^*) dolgoročno rasteta s približno enakimi stopnjami, potem je devizni tečaj edini dejavnik, ki dolgoročno izravna saldo menjave s tujino ($TB = 0$). Trajni primanjkljaji v menjavi s tujino (zadolževanje v tujini) sčasoma povzročijo devalvacijo, ki generira prihodnje trgovinske presežke za plačilo najetega zunanjega dolga. Vendar nam tudi omenjena enačba pokaže zgolj parcialni učinek devalvacije, zato moramo upoštevati še učinek domačega dohodka. Izvozni in uvozni tokovi imajo namreč še implikacije na druge sestavine nacionalnega dohodka, katerega povečanje ob nižji dolgoročni cenovni elastičnosti utegne poslabšati tekočo bilanco.

2.4 Pristop absorbcije pri uravnoteženju plačilne bilance

V zgodnjem obdobju Bretton Woods sistema deviznega tečaja, ko je bil razvit model absorbcije, so pri šibkih kapitalskih tokovih prevladovali trgovinski tokovi, ki so vplivali na saldo tekočih transakcij. Pristop absorbcije poudarja, kako spremembe v realnem dohodku določajo zunanjo pozicijo države in gibanje deviznega tečaja. Vidik absorbcije je razvil Alexander (Alexander, 1952), za makroekonomsko analizo pa je bil aktualen do začetka 60. let prejšnjega stoletja.

Z vidika absorbcije ($A = C + I + G$) pa je saldo tekočega računa enak razliki med bruto razpoložljivim nacionalnim dohodkom in absorbcijo - domačim povpraševanjem ($y - A = B$).

Nacionalni *izdatki* vsebujejo štiri sestavine: zasebno potrošnjo (C), investicije (I), državno potrošnjo (G) in uvoz (M). Tako domačo absorbcijo lahko zapišemo:

$$A = C + I + G + M, \quad (18)$$

nacionalni *realni dohodek* pa je ekvivalenten skupnim izdatkom outputa:

$$Y = C + I + G + X, \quad (19)$$

saldo menjave s tujino (tekočega računa) pa je zapisan s sledečo indenteto:

$$Y - A = (C + I + G + X) - (C + I + G + M) = X - M. \quad (20)$$

Izboljšanje salda tekočega računa z omenjenega vidika pomeni, ali povečanje bruto nacionalnega razpoložljivega dohodka nad raven agregatnega domačega povpraševanja ali pa znižanje domače absorbcije pod raven razpoložljivega dohodka. Saldo tekočega računa je lahko povezan z različnimi kombinacijami privatnega ali državnega varčevanja in investicij. Primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance lahko nastane zaradi prevelikega porasta privatne potrošnje, povečanja investicijske potrošnje ali poslabšanje fiskalne pozicije (povečanje proračunskega primanjkljaja). Vendar pa tudi v tem primeru enačba sama ne zagotavlja neke direktne informacije za analizo in obnašanje tekočega računa plačilne bilance, ker ne upošteva različne povezanosti posameznih ekonomskih agentov. Tako npr. spremembe v razpoložljivem dohodku vplivajo na absorbcijo, vendar pa nimajo neposrednega vpliva na plačilno bilanco. Zato je pri analizi in napovedovanju plačilnobilančnih tokov potrebno upoštevati dejavnike kot so: devizni tečaj, carine, izvozne in uvozne količine in cene, rast izvoznih trgov, regionalno menjavo itd.

Tabela 3: Absorpcijski vidik plačilne bilance Slovenije, v % BDP

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1 BRUTO DOMAČI PROIZVO (1=4+5)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2 IZVOZ PROIZVODOV IN STORITEV	50,5	54,7	56,2	56,1	54,8	58,9	63,0	67,4	71,4
3 UVOZ PROIZVODOV IN STORITEV	52,5	58,3	57,0	54,9	55,1	60,2	63,6	68,4	73,2
4 SALDO (izvoz-uvoz) (4=2-3)	-2,0	-3,5	-0,8	1,2	-0,2	-1,3	-0,6	-1,0	-1,8
5 DOMAČA POTROŠNJA (5=6+9)	102,0	103,5	100,8	98,8	100,2	101,3	100,6	101,0	101,8
6 KONČNA POTROŠNJA (6=7+8)	78,4	76,1	75,8	74,7	74,7	73,6	73,4	72,6	70,5
7 ZASEBNA POTROŠNJA	59,5	57,0	56,2	55,2	55,3	54,3	54,0	53,4	52,3
8 DRŽAVNA POTROŠNJA	18,8	19,1	19,7	19,5	19,4	19,2	19,4	19,2	18,2
9 BRUTO INVESTICIJE (9=10+11)	23,6	27,5	25,0	24,1	25,5	27,7	27,3	28,4	31,3
10 BRUTO INVESTICIJE V OSN. SR.	21,7	26,2	24,9	23,4	24,1	25,4	25,5	26,1	28,7
11 SPREMEMBE ZALOG IN VR. PR.	1,9	1,2	0,0	0,7	1,4	2,3	1,8	2,2	2,6

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURS), 2008.

Vidik absorbcije je zapisan s sledečo enačbo (Gandolfo, 1986, str. 150–152):

$$y = A + B, \quad (21)$$

ali

$$B = y - A. \quad (22)$$

Pri čemer so:

y – nacionalni dohodek (output),

A – domača absorbcija,

B – saldo tekočega računa plačilne bilance (blaga in storitev).

V odprtem gospodarstvu so v analizo vključeni še ekonomski odnosi s tujino. Zato razlikujemo agregatno povpraševanje (y) in absorbcijo (A). Absorbcija vsebuje izdatke rezidentov in nerezidentov za domače blago, kar predstavlja domače povpraševanje. Skupno agregatno povpraševanje pa poleg absorbcije vsebuje še saldo blaga in storitev

(B).

Kako devalvacija poveča presežek bruto nacionalnega dohodka nad absorbcijo (izdatki), ponazorimo z naslednjo enačbo:

$$\Delta B = \Delta y - \Delta A . \quad (23)$$

Enačba (20) kaže, da bo devalvacija izboljšala saldo plačilne bilance (blagovno storitvene menjave) v primeru, (i) da se zniža absorbcija pri nespremenjenem razpoložljivem dohodku, (ii) da se poveča razpoložljivi dohodek pri nespremenjeni absorbciji ali (iii) kombinacija obeh sprememb – oba, tako dohodek kot absorbcija porasteta, vendar je porast slednje manjši. Ponazoritev vpliva devalvacije na dohodek, spremembe dohodka na absorbcijo in vpliva devalvacije neposredno na absorbcijo (pri katerikoli ravni razpoložljivega dohodka) pokaže funkcija potrošnje in investicij:

$$\Delta A = c\Delta y - d \quad (24)$$

velja tudi

$$\Delta A = (1 - c)\Delta y - d , \quad (25)$$

pri čemer so:

ΔA - sprememba absorbcije,

c - vsota mejne nagnjenosti k potrošnji in mejne nagnjenosti k investicijam,

Δy - sprememba razpoložljivega dohodka,

d - neposredni učinek devalvacije na absorbcijo.

Za analizo vpliva devalvacije na saldo plačilne bilance je potrebno raziskati tako vpliv na razpoložljivi dohodek kot tudi neposreden vpliv na absorbcijo. Učinka devalvacije na razpoložljivi dohodek sta :

- Učinek alokacije resursov: če obstajajo nezaposleni resursi, lahko devalvacija, ki pospeši izvoz, izboljša alokativno učinkovitost in poveča realni dohodek.
- Učinek terms of trade (pogojev menjave): devalvacija povzroči poslabšanje pogojev menjave. Izvoz se poceni, medtem ko se svetovna uvozna cena ne spremeni. Realni dohodek se zniža, kar ob nespremenjeni absorbciji pomeni večji primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance. Celotni učinek devalvacije na razpoložljivi dohodek preko alokacije resursov (zaposlenost) in pogojev menjave je torej nejasen.

Pri neposrednem vplivu devalvacije na absorbcijo pa ločimo sledeče učinke:

- Premoženjski učinek: devalvacija povzroči dvig splošne ravni cen, kar pomeni zmanjšanje realne vrednosti premoženja v denarni obliki (cash balances). Zato bodo imetniki tega premoženja poskušali vzpostaviti realno vrednost svojega imetja, tako da

bodo zniževali absorbcijo in prodajali vrednostne papirje. Cena vrednostnih papirjev (obveznic) se bo znižala, obrestne mere pa porasle. To gibanje bi upočasnilo absorbcijo.

- Dohodkovno-prerazdelitveni učinek: dvig cen zaradi devalvacije sproži redistribucijski (prerazdelitveni) učinek kar zadeva razmerje med plačami in dobički in javnimi ter zasebnimi izdatki.
- Učinek denarne iluzije: rast cen zmanjšuje realni obseg izdatkov prebivalstva, kar je rezultat zapoznelega odziva potrošnikov na spremembe cen. Smer spremembe absorbcije je odvisna od vrste denarne iluzije.
- Ostali trije učinki vsebujejo pričakovanja o nadaljnjem porastu cen (potrošniki kupijo blago vnaprej, da se izognejo plačilu po višji ceni); znižanje uvoza investicijskih dobrin, zaradi njihovega porasta cen ali pa splošno zmanjšanje izdatkov za uvoženo blago.

Skupna ocena vseh učinkov pokaže, da ima devalvacija lahko nasprotujoče učinke na saldo tekočega računa.

Sinteza pristopa elastičnosti in pristopa absorbcije pokaže, da se oba omenjena pristopa dopolnjujeta. Pri pristopu elastičnosti gre za neposredni učinek devalvacije na saldo menjave s tujino. Pristop absorbcije je bolj celovit, saj se učinek devalvacije realizira skozi temeljne agregate nacionalnih računov. Oba pristopa vsebujeta koristne informacije za snovalce ekonomske politike:

- Devalvacija je uspešna, če so cenovne elastičnosti izvoznega in uvoznega povpraševanja visoke in če je spremljana z restriktivnimi ukrepi fiskalne in monetarne politike, ki bolj povečajo realni dohodek kot domačo absorbcijo.
- Vpliv devalvacije deluje po posameznih skupinah različno in je odvisen tudi od gospodarske razvitosti in stopnje nezaposlenosti.

Razlike med obema pristopoma pa so v tem, da pristop elastičnosti analizira le vpliv spremembe tečaja na saldo blaga in storitev in se torej osredotoča na zunanjetrgovinske odnose. Pristop absorbcije pa plačilno bilanco analizira s spremenljivkami kot sta domači dohodek in skupna domača potrošnja.

V nadaljevanju najprej še teoretično obravnavam Mundell-Flemingov model in medčasovni vidik plačilne bilance, v okviru katerega podrobno analiziram vzroke in dinamiko primanjkljaja v tekočih transakcijah. Vprašanje, ali je primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance Slovenije posledica dvojnega primanjkljaja (twin deficits) ali medčasovnih odločitev varčevalcev in investorjev zasebnega sektorja, postaja namreč zelo aktualno.

2.5 Mundell-Flemingov model

Mundell-Flemingov model spada med keynesianske modele, za katere je značilno, da agregatno povpraševanje determinira, poganja gospodarsko rast. V zgodnjih 60. letih dvajsetega stoletja je Mundell (1963) ponovno predstavil zamisel o samoreglativnem gospodarstvu, vendar s tem, da je v središče svoje dinamične analize postavil mednarodne kapitalske tokove. Fleming (1962) je razvil model, podoben Mundelovemu modelu kratkoročnega ravnotežja, analiziral pa je tudi dolgoročno odzivnost kapitalskega in finančnega računa. Mundell-Flemingov model je umestitev *IS-LM* modela v odprto gospodarstvo. Za ekonomsko politiko je pomemben, ker omogoča analizo učinkov monetarne in fiskalne politike pri različni mobilnosti kapitala in različnih sistemih oblikovanja deviznega tečaja.

Mundell-Flemingov model predpostavlja hkratno doseganje notranjega ravnotežja (visoka zaposlenost) in zunanjega ravnotežja (ravnotežje v plačilni bilanci). Pri tem se določi tista kombinacija dohodka in obrestne mere, pri kateri so vsi trije trgi v ravnotežju. Vpliv devalvacije na izboljšanje tekočega računa plačilne bilance je negotov, veljati pa mora Marshall-Lernerjev teorem. Vključitev trga premoženja (asset market) pa poudarja, da je denar oblika imetja in da je njegova relativna cena (nominalni devizni tečaj) določena s količino denarja v obtoku. Pomembno je tudi gibanje obrestnih mer, saj investitorji pri tem upoštevajo realne donose kapitala. Če se ob danem realnem deviznem tečaju in dani mobilnosti kapitala realni dohodek poveča, se bo zaradi večje mejne nagnjenosti k uvozu, povečal primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance. Celotna plačilna bilanca (vsota tekočega ter kapitalskega in finančnega računa) se bo uravnovežila, ko bo zaradi višjih domačih obrestnih mer od tujih obrestnih mer ali pričakovane apreciacije začel pritekati kapital. Pritoki tujega kapitala bodo preko kapitalskega in finančnega računa pokrili primanjkljaj v tekočih transakcijah. Mundell-Flemingov model je uporaben predvsem za kratkoročne analize razvoja plačilne bilance, ne pojasni pa vzroke dolgoročnega primanjkljaja v plačilni bilanci (Knight in Scacciavillani, 1998, str. 4).

Tabela 4: Osnovne enačbe Mundell-Flemingovega modela

Zasebna potrošnja	$C = c_o aY$, $a = 1 - s$: mejna nagnjenost k potrošnji.
Investicije	$I = i_o - bi$, b : občutljivost investicij na spremembo obrestne mere.
Saldo menjave s tujino (Tekoči račun)	$TB = TB(Y^*) - mY + \phi q$, ϕ : učinek devalvacije na trgovinsko bilanco, m : mejna nagnjenost k uvozu.
Denarno povpraševanje	$L_o + kY - hi$, k : transakcijsko povpraševanje po denarju, i : občutljivost povpraševanja po denarju na spremembe obrestne mere.
Kapitalski tokovi (Kapitalski račun)	$KB = K_o + \beta(i - i^*)$, β : občutljivost kapitalskih tokov na spremembo obrestne mere.

Vir: Hendrick, 2002.

Temeljne predpostavke (statičnega) Mundell-Flemingovega modela so sledeče:

- Agregatna ponudba temelji na fiksni ravni cen.

- Tekoči račun je določen neodvisno od gibanja kapitalsko-finančnega računa.
- Pariteta kupne moči menjalnih tečajev ne velja, velikost presežka v tekočih transakcijah je pozitivno korelirana z devalvacijo realnega efektivnega tečaja in negativno korelirana s spremembo realnega nacionalnega dohodka (predpostavlja se, da velja Marshall-Lernerjev teorem).
- Pričakovanja o gibanju deviznih tečajev so statična.
- Na kapitalsko-finančnem računu predpostavljamo popolno in nepopolno elastičnost kapitala. Pri popolni mobilnosti kapitala vedno velja paritetna obrestna mera (enakost domače in mednarodne obrestne mere). Pri nepopolni mobilnosti kapitala je velikost kapitalskih tokov odvisna od razlike med domačo in tujo obrestno mero.

Povpraševanje po domačem blagu določajo zasebna, investicijska in državna potrošnja. Domači izdatki so pozitivno korelirani z ravni nacionalnega domačega dohodka, saj se domače trošenje povečuje skozi kanal absorpcije, in negativno korelirani z obrestno mero (varčevalno-investicijski kanal). Ker je raven domačih cen fiksna, je nominalna obrestna mera enaka realni obrestni meri. Višje obrestne spodbudijo varčevanje in upočasnijo zasebno in investicijsko potrošnjo. Povpraševanje (tujine) po domačem blagu določa realni devizni tečaj ($q = s + p^* - p$), saj se ob devalvaciji poveča konkurenčna sposobnost domačega gospodarstva. Ob tem je pomemben učinek spremembe izdatkov (expenditure switching), ko se poveča tuje povpraševanje po domačih dobrinah (pocenitve domačega blaga), in poveča tudi domače povpraševanje po domačih dobrinah (podražitev uvoženega blaga). Ravnotežje na blagovnem trgu predstavlja funkcija *IS* odprtega gospodarstva, ki je zapisana (Nelson, 2000, str. 230):

$$y = \delta(s + p^* - p) + \gamma y - \sigma i + g, \quad (26)$$

pri čemer g pomeni eksogeno spremenljivko, ki jo predstavljajo spremembe v fiskalni politiki. Koeficienti δ , γ in σ so pozitivni ($0 < \gamma < 1$).

Kot v monetarnem modelu je log realnega povpraševanja po denarju (m^d pozitivno odvisen od log dohodka y in nominalne obrestne mere i , ki meri oportunitetne stroške držanja denarja. Pri fiksni ravni cen je nominalna obrestna mera enaka realni obrestni meri. V logaritmičnih ravnotežjih na denarnem trgu predstavlja krivulja *LM*:

$$m - p = \phi y - \lambda i. \quad (27)$$

Za malo odprto ekonomijo sta raven svetovnega outputa in obrestne mere določena eksogeno. Pri predpostavki fiksne ravni domačih cen ($p = 0$) in ravni tujih cen ($p^* = 0$) ter *popolne mobilnosti kapitala* je v ravnotežju raven domače obrestne mere i enaka ravni svetovne obrestne mere i^* (obrestna pariteta s statičnimi pričakovanju glede spremembe deviznega tečaja):

$$i = i^*. \quad (28)$$

Če vstavimo enačbo (28) v enačbi (26) in (27) s totalnim diferenciranjem in preureditvijo dobimo sledeči sistem dveh enačb:

$$dy = \left(\frac{\delta}{1-\gamma} \right) * ds - \left(\frac{\delta}{1-\gamma} \right) * di^* + \left(\frac{dg}{1-\gamma} \right), \quad (29)$$

$$dm = \left(\frac{\phi\delta}{1-\gamma} \right) * ds - \left(\lambda + \left(\frac{\delta}{1-\gamma} \right) \right) * di^* + \left(\frac{\phi}{1-\gamma} \right) * dg. \quad (30)$$

Enačbi (29) in (30) ponazarjata komparativno statiko Mundell-Flemingovega modela.

2.5.1 Prilagajanje v sistemu fiksnih deviznih tečajev – po sistemu IMF

V sistemu fiksnih deviznih tečajev mora centralna banka vzdrževati določeno raven deviznega tečaja ($ds = 0$), ki je eksogena spremenljivka. Output in denarna ponudba sta v tem primeru endogeni spremenljivki. Ker je monetarna baza sestavljena iz domačih kreditov in mednarodnih denarnih rezerv centralne banke, pa v odsotnosti kakršnegakoli drugega šoka ($di^* = 0$) in ($dg = 0$) v enačbah 29 in 30, ni mogoča dolgoročna sprememba outputa ($dy = 0$) in denarne ponudbe ($dm = 0$).

Ekspanzivna monetarna politika (domača kreditna ekspanzija) namreč povzroči padec domače obrestne mere. Ker je zajamčena le konvertibilnost za tekoče transakcije, vpliv na kapitalske tokove ni neposreden in takojšen. Ob zagotavljanju obrestne paritete in fiksnega tečaja, mora centralna banka prodajati devizne rezerve, kar posledično, pri sterilizaciji, reducira domačo likvidnost. Na ta način so spremembe v neto domači aktivih popolnoma kompenzirane s spremembami v deviznih rezervah. Monetarna politika je neučinkovita in vpliva le na sestavo premoženja centralne banke.

Ekspanzivna fiskalna politika (npr. povečanje državnih izdatkov) poveča raven domače aktivnosti in nacionalnega dohodka $dy = (1/\gamma) dg$ in $dm = (\theta/\gamma) dg$. Denarna ponudba v gospodarstvu se prilagaja spremembam povpraševanja po domači likvidnosti, medtem ko centralna banka intervenira na deviznem trgu (akumulira devizne rezerve), da stabiliza devizni tečaj. Fiskalna politika deluje podobno kot devalvacija domače valute in je učinkovito stabilizacijsko orodje v režimu fiksnega deviznega tečaja.

2.5.2 Prilagajanje v sistemu prilagodljivih deviznih tečajev

V sistemu variabilnih deviznih tečajev je devizni tečaj določen na deviznem trgu brez intervencij centralne banke, ki kontrolira ponudbo denarja, (m). Nominalni devizni tečaj (s) in output (y) sta endogeno določena v sistemu enačb (29 – 30). Ekspanzivna monetarna politika poveča ekonomsko aktivnost, saj je izvoz kapitala (zaradi nižje domače obrestne mere) kompenziran z deprecijacijo domače valute, ki spodbudi neto izvoz. Fiskalna politika je v tem sistemu neučinkovita, saj ob nespremenjeni denarni ponudbi povečanje državnih izdatkov zviša raven domačih obrestnih mer. Zaradi pritoka tujega kapitala bo domača valuta aprecirala. Kontrakcijski učinek inducirane apreciacije (znižanje neto izvoza v okviru izdatkovne strukture BDP) izrine začetni učinek državne potrošnje (international version of crowding out; $dy = 0$). Spremembe v državnih izdatkih vplivajo le na kompozicijo (sestavo) agregatnega povpraševanja.

Spremenljivi (plavajoči) devizni tečaji in visoka mobilnost kapitala so značilni za sodobne monetarne režime v več državah. Od poznih 40. let prejšnjega stoletja je bila večina držav vključenih v globalni sistem fiksnega deviznega tečaja (Bretton-Woods sporazum), mednarodni kapitalski tokovi pa so bili pod okriljem kapitalskih in deviznih kontrol. V 50. letih prejšnjega stoletja pa je Kanada (domovina Mundella) začela rahljati omenjene omejitve in postopoma uvajati sistem plavajočega deviznega tečaja lastne valute proti ameriškemu dolarju. Mundellov prispevek k ekonomski znanosti je bil zlasti pomemben v 60. in 70. letih prejšnjega stoletja, ko so se začeli razvijati kapitalski trgi in se je zlomil Bretton-Woods sistem fiksnega deviznega tečaja.

2.5.3 Monetarna dinamika in uravnavanje plačilnobilančnih tokov

Monetarna dinamika pojasnjuje hitrost prilagajanja na različnih trgih. Namesto Humeovega prilagajanja na temelju tokov zlatnikov, temelječega na monetarnih dejavnikih, je Mundell formuliral tudi dinamični model, ki opisuje, kako se zunanje neravnotežje še poslabša in kakšna ekonomska politika ga lahko odpravi. V številnih analizah je Mundell pojasnjeval, kako se bo v sistemu fiksnega tečaja nacionalna ekonomija odzivala (uravnavala) pri zunanjih neravnotežjih, ki so generirala spremembe v denarnem stogu. Pri počasnih kapitalskih tokovih bo npr. ekspanzivna monetarna politika znižala obrestne mere in spodbudila domače povpraševanje. Kasnejši primanjkljaj na tekočem računu bo povzročil denarne odlive, ki bodo upočasnili domače povpraševanje, s postopnim uravnoteženjem tekočega računa. Veliko je k temu prispeval Dornbush (1976), ki je pokazal, da devizni tečaj lahko začasno preseže svojo dolgoročno vrednost (exchange rate overshooting). O monetarni dinamiki so razpravljali tudi drugi raziskovalci; Frenkel in Johnson (1976) sta razvila monetarni pristop k plačilni bilanci, ki je predstavljal dolgoročni okvir za analizo stabilizacijske ekonomske politike v malem odprtem gospodarstvu.

Takratna teorija stabilizacijske politike, ki sta jo formulirala Tinbergen in Meade, je zagovarjala koordiniranost vseh ekonomskih politik od ene avtoritete. Nasprotno pa je Mundell uporabil preprost dinamičen model za predstavitev instrumentov ekonomske politike, državnega proračuna in obrestne mere, ki sta usmerjena za doseg notranjega in zunanjega ravnotežja. To je pomenilo, da je vsaka od centralnih oblasti, vlada in centralna banka, prevzela odgovornost za svoj stabilizacijski instrument. V modelu s fiksnim deviznim tečajem je monetarna politika določala zunanje ravnotežje, fiskalna politika pa notranje ravnotežje.

2.6 Monetarni pristop

Monetarni pristop je nastal v 50. in 60. letih 20. stoletja pod okriljem takratnih raziskovalcev Mednarodnega denarnega sklada kot so bili Polak, Johnson in Mundell. Korenine ima v 18. stoletju, ko je dominiral Humov cenovni mehanizem zlatega prilagajanja. V nasprotju s keynesianskima pristopoma absorpcije in elastičnosti, monetarni pristop obravnava plačilno bilanco kot celoto (tekoči in kapitalsko-finančni račun). Spremembe v mednarodnih denarnih rezervah, kot mera plačilnobilančnega neravnotežja, so funkcija neravnotežja med ponudbo in povpraševanjem po denarju. Zaradi presežne denarne ponudbe nastane plačilnobilančni primanjkljaj (zmanjšanje mednarodnih rezerv), povečanje povpraševanja po denarju pa vodi v plačilnobilančni presežek (Thirlwall, 2003,

str. 94) .

Uporabnost monetarnega pristopa v ekonomski politiki je vprašljiva predvsem zaradi dveh razlogov:

- Model predpostavlja fiksni devizni tečaj s spremembo ponudbe in povpraševanja po denarju, ki vplivata na raven mednarodnih denarnih rezerv; medtem ko se od leta 1972 uporablja sistem drsečih deviznih tečajev, kjer ponudba in povpraševanje po denarju določata devizni tečaj in ne plačilnobilančne tokove.
- Predpostavki, na katerih monetarni pristop temelji, sta, v luči sprememb in nestabilnih pogojev v zadnjih treh desetletjih, popolnoma nerealni: i) deficit se poveča, če obstaja neravnotežje na denarnem trgu. Omenjena predpostavka izhaja iz identitete Walrasovega zakona, v katerem imamo model le z dvema trgovama (trg denarja in blaga). V tem primeru seveda presežno povpraševanje po blagu (plačilnobilančni deficit) odraža presežno ponudbo denarja. Ne glede na razliko med planirano porabo in proizvodnjo ter dejansko porabo in proizvodnjo, postane model neučinkovit, če se ne upoštevajo kapitalski tokovi. Dejanski plačilnobilančni primanjkljaj bi odražal neravnotežje na denarnem trgu le v primeru polne zaposlenosti in stabilne funkcije povpraševanja po denarju, sicer se povpraševanje poveča sočasno (*pari passu*) povečanju denarne ponudbe. ii) šibka predpostavka je tudi, da ni sterilizacije s strani centralne banke z operacijami odprtega trga. V skladu s tem bi se torej povečanje mednarodnih deviznih rezerv v celoti prelilo v denarno ponudbo. Ker centralne banke izvajajo sterilizacijo, povečanje ponudbe denarja ni proporcionalno.

Mednarodni denarni sklad je monetarni pristop izbral za svojo teoretično osnovo pri ocenjevanju uspešnosti ekonomske stabilizacije v državah s trajnimi plačilnobilančnimi primanjkljaji. Monetarni pristop se osredotoča na plačilno bilanco kot celoto, zato zanemara strukturne spremembe, še posebna gibanja na tekočem računu plačilne bilance, ki vplivajo na realni dohodek, zaposlenost in nezaposlenost.

2.7 Medčasovni pristop plačilne bilance

Spremembe v strukturi mednarodnih gospodarskih tokov, ki so skozi plačilno bilanco privedle do medčasovnega pristopa, so pri vseh teorijah odražale različne teoretske paradigme:

- Ponudba ali proizvodnja, ki določa rast, je ključ vsega ekonomskega razmišljanja, njene spremembe pa kasneje vplivajo na ravnotežje plačilne bilance.
- Elastičnost prenaša pomen na povpraševanje.
- Absorpcija ima v mnogočem vsebinsko zvezo na usklajevanje agregatov potrošnje, ki jim sledi proizvodnja in to determinira uravnoteženje plačilne bilance.
- Marshall-Lernerjev pogoj pa temelji na dominaciji agregata potrošnje – Keynesov model – in tako je krog sklenjen.

Gre za stalno obnavljanje vprašanja, kateri del reprodukcijskega cikla je prvi in kateri mu sledi.

Merkantilistični avtomatizem danes kot sredstvo presoje in odprave zunanje neravnotežja ni primeren, in sicer zaradi potrebe po čim večji zaposlenosti in zelo dolgega časa potrebnega za strukturne spremembe v sodobnem gospodarstvu.

Slabost tako pristopa elastičnosti in absorbcije je, da oba upoštevata le vpliv sprememb tečaja na tekoči račun plačilne bilance, zanemarjata pa kapitalski in finančni račun plačilne bilance. Kritika pristopa absorbcije se kaže tudi v zgrešeni ekonomski politiki IMF pri odpravljanju zunanjih neravnotežij v razvijajočih se gospodarstvih. IMF je namreč menil, da zunanja neravnotežja v omenjenih državah nastajajo zaradi prekomerne domače absorbcije. Dejansko pa so visoke primanjkljaje v tekočih transakcijah generirali skromna izvozna performanca, uvozna penetracija in ciklično poslabšanje pogojev menjave.

Slabosti opisanih plačilnobilančnih teorij so vezane na sednje stanje globalnega gospodarstva in strukturo mednarodnih gospodarskih tokov, v specifičnih zgodovinskih okoliščinah pa so bile ideje omenjenih teorij bolj ali manj primerne. V sodobnih mednarodnih gospodarskih tokovih je potreben globlji vpogled v dinamiko salda tekočega računa in kapitalskih tokov. Ker na nihanja slednjih vplivajo še drugi dejavniki (pričakovanja o ravni prihodnjega dohodka, produktivnost, državni izdatki, terms of trade, fiskalna bilanca, varčevanje in investicije), se analiza plačilnobilančnih tokov nadgrajuje širše analizirati, in sicer v okviru medčasovnega vidika plačilne bilance.

Od leta 1973 plačilnobilančna neravnotežja niso bila odsev vzrokov, ki jih je navajal **monetarni pristop**, ampak so odražala strukturna neskladja, tako na tekočem kot tudi kapitalskem delu plačilne bilance. Države uvoznice nafte so bile pod vplivom močnih nihanj pogojev menjave, države v razvoju pa so imele strukturne probleme, povezane z nizko dohodkovno elastičnostjo povpraševanja po njihovem izvozu v primerjavi z uvozno elastičnostjo. Strukturna neskladja so bila torej posledica zunanjih faktorjev, ki ji države niso mogle predvideti. Omenjena neskladja so sicer tudi odražala neravnotežje na denarnem trgu, vendar le-to ni bilo začetni vir zunanje neravnotežja. Po trditvah monetaristov je bila gospodarska recesija povezana z nezadostno količino denarne ponudbe, vendar pa je monetarni pristop kontradiktorno prikazoval plačilnobilančni primanjkljaj kot rezultat presežne denarne ponudbe. Podobna kontradikcija je nastala pri inflaciji in plačilnobilančnem presežku – tudi v tem primeru denar ni mogel biti hkrati vzrok inflaciji in plačilnobilančnemu presežku, povezanim s presežnim povpraševanjem na denarnem trgu.

Dolžniška in finančne krize v osemdesetih in devetdesetih letih 20. stoletja pa so pokazale, da je struktura plačilnobilančnega primanjkljaja še kako pomembna. Ni vseeno, ali ima gospodarstvo velik primanjkljaj v tekočih transakcijah, ki ga financira s kratkoročnim kapitalom, ali pa ima uravnoteženo tekočo bilanco z majhnim primanjkljajem na kapitalsko-finančnem računu. V tem kontekstu se je v osemdesetih letih 20. stoletja pospešeno začel razvijati medčasovni model plačilne bilance.

Makroekonomska teorija običajno ponuja dva vidika razlage zunanjih neravnotežij: i) Mundell-Flemingov model in ii) Medčasovni vidik plačilne bilance.

Mundell-Flemingov model je uporaben predvsem za kratkoročne analize razvoja plačilne bilance, ne pojasni pa vzroke dolgoročnega primanjkljaja v plačilni bilanci. Glavna slabost modela je njegova statičnost. Ker analizira le kratkoročno obdobje, ne upošteva dolgoročne plačilnobilančne tokove, ki vplivajo na višino stanja neto zunanje dolga oziroma neto

finančne pozicije. V Mundell-Flemingovem modelu se primanjkljaj večinoma poveča zaradi naraščajočega primanjkljaja v fiskalni bilanci. V malem odprtem gospodarstvu se zaradi zadolževanja države poviša obrestna mera, zaradi katere se okrepi pritok kapitala, nacionalna valuta pa aprecira. Situacija dvojnega primanjkljaja (twin deficit) nastane, ko se zaradi apreciacije poslabša saldo blagovno-storitvene menjave, posledično pa se poviša primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance.

Medčasovni vidik plačilne bilance pa poudarja, da je pri makroekonomski analizi treba upoštevati medčasovne odločitve varčevalcev in investorjev zasebnega sektorja. Saldo tekočega računa pa odseva spremembe stanja mednarodnih naložb (neto finančne pozicije) med posameznimi obdobji. Medčasovni model spada v kontekst Ricardove ekvivalence, ki zagovarja tezo, da način financiranja državnih izdatkov ne vpliva na saldo tekočega računa. Dokler imajo prebivalci prost dostop do kapitalskih trgov, na sedanjo vrednost premoženja posameznika enako vplivata tako povečanje dolga države ali znižanje davkov. Ker mora biti znižanje tekočih davkov financirano s prihodnjimi višji davki, pričakovana diskontirana vrednost bodočih davčnih obveznosti natanko kompenzira povečanje posameznikovega premoženja zaradi znižanja davkov. Primanjkljaj v fiskalni bilanci je nevtralen, dvojni primanjkljaj na tekočem računu pa nastane le slučajno (Kaufmann, 1999, str. 4). Rikardijanski model temelji na medčasovni optimizaciji obnašanja zasebnega sektorja in se osredotoča na realne dejavnike, ki vplivajo na gibanje salda tekočega računa skozi medčasovno substitucijo zasebne potrošnje, investicij in produktivnosti (Obstfeld in Rogoff, 1994, str. 4).

Nadaljna spodbuda za razvoj medčasovnega pristopa je bilo gibanje na mednarodnih kapitalskih trgih, kjer so nastajala plačilnobilančna neravnotežja kot posledica naftnih kriz v letih 1973–1974 in 1979–1980. Divergentna zunanja neravnotežja tako industrijskih kot razvijajočih se gospodarstev so odražala takoiimenovani medčasovni problem pri določitvi optimalnega odziva gospodarstva na zunanje šoke. Niti klasični monetarni niti keynesianski modeli niso mogli pojasniti vzrokov dolgoročnih plačilnobilančnih neravnotežij. Porast zunanjega dolga razvijajočih se držav po prvi naftni krizi je narekovalo vrednotenje optimalnega medčasovnega primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance.

Tabela 5: Vpliv zunanjih šokov na povečanje zadolženosti držav v razvoju v letih 1981 in 1982, v mlrd USD

Šok	Letno povečanje dolga
Dvig cene nafte leta 1979 (glede na leto 1978)	37
Rast realne obrestne mere (nad povprečjem v letih 1961-1980)	20
Poslabšanje pogojev menjave	40
Nižji obseg izvoza zaradi gospodarske recesije	10

Vir: Gibson, 1996, str. 305.

Medčasovni model plačilne bilance je nastal kot sinteza pristopa elastičnosti in pristopa absorpcije. V 80. letih dvajsetega stoletja je medčasovni vidik plačilne bilance predstavljal čvrsto teoretično izhodišče za analizo številnih dejavnikov, ki vplivajo na delovanje posameznega gospodarstva (visoke cene nafte in neusklajenost fiskalnih politik med industrijsko razvitimi državami). Pri tradicionalnem pristopu analize plačilne bilance je velikost učinka visokih cen nafte odvisna od uvozne naravnosti, sočasnega znižanja realnega domačega dohodka zaradi poslabšanja pogojev menjave in nagiba Keynesianske

funkcije varčevanja.

Medčasovni vidik plačilne bilance pa se osredotoča npr. na pričakovanja o gibanju cen nafte in ostalih surovin, realnega dohodka in trajnosti posameznega šoka. Kakšen bo učinek fiskalne politike je odvisno od pričakovane ravni državnih izdatkov ne pa od višine slednjih v tekočem obdobju (zagovorniki tega modela utemeljujejo primanjkljaj na tekočem računu ZDA v 80. letih zaradi pričakovanega znižanja državnih izdatkov). Medčasovni model je primeren tudi za analizo Feldstein-Horioka uganke. Avtorja ugotavljata visoko stopnjo korelacije med varčevanjem in investicijami v industrijsko razvitih državah. Na osnovi tega sklepata, da je saldo tekočega računa (neto tok kapitala) v povprečju skromen, mobilnost kapitala pa je nizka. V medčasovnem modelu sta varčevanje in investicije endogeni spremenljivki. Zaradi začasnega porasta produktivnosti gospodarstvo del višjega dohodka privarčuje. Produktivnost pa po drugi strani spodbuja tudi investicije. Korelacija med obema spremenljivkama se poveča celo pri večji mobilnosti kapitala. Elegantna rešitev pri ugotavljanju mobilnosti kapitalskih tokov je primerjava analiza variance dejanskega in optimalnega salda tekočega računa plačilne bilance (Krueger et. al, 1997, str. 84) .

Medčasovni pristop obravnava tekoči račun plačilne bilance v luči dinamičnih odločitev varčevalcev in investorjev. Medčasovna analiza plačilne bilance je postala aktualna v zgodnjih osemdesetih letih 20. stoletja kot rezultat več avtorjev, kot so Buiter (1981), Obstfeld (1982), Sachs (1981), Svensson in Razin (1983), četudi se je omenjeni vidik zrcalil že v predhodnih analizah o vplivu mednarodne menjave na gospodarsko rast (Bardhan, 1967), Bruno (1970) in Hamada (1969).

Nekatera začetna testiranja medčasovnega modela plačilne bilance je napravil Ahmed (1986, 1987), ki je preveril delovanje osnovnega modela v gospodarstvu Velike Britanije, s poudarkom na analizi državne porabe. Ugotovil je statistično neznačilnost spremenljivk in veliko avtokorelacijo napak, na osnovi katerih je zavrnil delovanje modela.

Empirične raziskave s tega področja kažejo različno delovanje modela medčasovno uravnavane potrošnje. Tako sta Ghosh in Ostry (1995) za več držav v razvoju in tudi za ZDA ugotovila, da hipoteza o optimalno uravnavani potrošnji ni bila zavrnjena. Otto (1992) je empirično dokazal, da visok primanjkljaj na tekočem račun plačilne bilance Kanade ni bil posledica prevelikega domačega trošenja, temveč so ga oblikovali zunanji pogoji poslovanja (visoke cene surovin in posledično poslabšanje pogojev menjave). Po drugi strani pa saldo tekočega računa ni odražal optimalno potrošnjo v Nemčiji, Japonski in Veliki Britaniji (Ghosh, 1995, str. 119).

Tudi v Avstraliji so analize pokazale različno delovanje modela. Tako sta Milbourne in Otto (1992), upoštevaje četrtnetne podatke v obdobju 1959q3–1989q1 zavrnili hipotezo optimalnega delovanja modela medčasovne potrošnje, in sicer za celotno opazovano obdobje kot tudi za obdobje drsečega deviznega tečaja po zadnjem četrtnetju leta 1983. Podobno sta ugotovila Guest in McDonald (1998), vendar na osnovi analize letne časovne serije obdobja 1961–1995. Cashin in McDermott (1998a, 1998b), sta, prav tako upoštevaje letne podatke obdobja 1959–1994, empirično potrdila, da saldo tekočega računa ni odražal optimalne potrošnje. Po njunem mnenju je bil primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance z vidika zunanje zadolženosti prekomeren. V nasprotju z omenjenimi analizami pa Bodman (1997) ugotavlja, da je primanjkljaj na tekočem računu konsistenten s hipotezo

permanentnega dohodka oz. je vzdržen.

Glick in Rogoff (1995) sta proučevala vpliv investicij na tekoči račun plačilne bilance v razvitih industrijskih državah skupine G-7. Produktivnost sta merila v produktivnosti dela, ki sta jo dekomponirala na svetovno in v posamezni državi specifično komponento. Saldo tekočega računa sta nato regresirala na omenjeni komponenti. Ugotovila sta da (i) svetovni produkcijski šoki ne prizadanejo tekočega računa držav G-7; (ii) trajni specifični produkcijski šoki, značilni za posamezno državo, pa negativno vplivajo na gibanje tekočega računa, kar je konsistentno s teorijo. Z analizo sta odkrila tudi neko posebnost, namreč, da je pozitiven odziv investicij na produkcijski šok mnogo večji kot negativen odziv tekočega računa.

Obstfeld in Rogoff (1996) sta razvila medčasovni model, s pomočjo katerega sta analizirala ekonomske odločitve potrošnikov in podjetij. Za omenjeni model je značilno, da je uravnavana potrošnja (consumption smoothing) ena od glavnih dejavnikov gibanja tekočega računa.

Campa in Gavilan (2006) sta v svoji analizi ugotovila, da spremembe neto dohodka in variabilne obrestne mere različno vplivajo na saldo tekočega računa v nekaterih državah evroobmočja.

3 PLAČILNOBILANČNI TOKOVI IN NETO FINANČNA POZICIJA

3.1 Razvoj zunanjih neravnotežij in mednarodnih kapitalskih tokov

Globalizacija finančnih trgov, ki se je v razvitih industrijskih državah pričela v 70. letih, v razvijajočih se državah pa v 80. letih prejšnjega stoletja, ima svoje korenine v dobi zlatega standarda. Značilnosti razvoja zunanjih neravnotežij so sledeče (IMF, 2005, str. 118):

- Okrepljeni neto kapitalski tokovi in večji primanjkljaji ter večji presežki na tekočem računu plačilne bilance. 50 let pred prvo svetovno vojno so namreč kapitalski tokovi potekali iz držav Zahodne Evrope v čezoceanske kolonije, in sicer večinoma v Ameriko in Avstralijo. Najvišji presežek v tekočih transakcijah je v Veliki Britaniji znašal celo 9 % BDP in je bil dvakrat višji kot v Franciji, Nemčiji in Nizozemski. Največje neto uvoznice kapitala (Argentina, Avstralija in Kanada) pa so na tekočem računu izkazovale povprečni primanjkljaj v višini 5 % BDP. Najmanjša zunanja neravnotežja so bila v obdobju po drugi svetovni vojni pa do 70. let prejšnjega stoletja, v preteklih treh desetletjih pa so se spet poglobila, vendar niso presegala tistih v dobi zlatega standarda, za katero je bila značilna tudi velika trajnost neravnotežij.
- Obrati v saldih tekočih računov. Čeprav bila zunanja neravnotežja v dobi zlatega standarda precej trajna (persistentna), so bili značilni tudi obrati, zlasti v letu 1890. Obrati na tekočem računu so prisotni tudi v obdobju finančne globalizacije. Finančne krize pa so se pojavljale pogostejše v obdobju post Bretton-Woods sistema deviznih tečajev, vendar je bil padec gospodarske rasti večji v obdobju zlatega standarda.
- Porazdelitev primanjkljajev in presežkov tekočih računov. V obdobju zlatega standarda so kolonije izkazovale večje primanjkljaje, večina evropskih držav pa presežke. V

moderna doba pa ima večina industrijskih držav ali persistentne primanjkljaje ali pa presežke na tekočih računih, ki odsevajo varčevalno-investicijsko vrzel predvsem med industrijskimi državami.

- Stanja bruto terjatev in obveznosti so v današnji finančni globalizaciji na visoki ravni. Vrednost bruto terjatev (obveznosti) je bila v obdobju zlatega standarda skoraj enaka vrednosti neto terjatvam (obveznosti). Neto kreditorji so imeli presežke v stanju mednarodnih naložb, medtem ko so neto dolžniki imeli velike primanjkljaje. Slednje je bilo večinoma posledica dolgoročnih naložb industrijskih nalož v svoje kolonije, zaradi financiranja infrastrukture (železnic, cest). Dandanes je večina industrijsko razvitih držav bodisi kreditorjev bodisi dolžnikov, saj se kapitalski tokovi krepijo v obeh smereh. To pojasnjujemo z večjo mednarodno diverzifikacijo in glajenjem potrošnje (angl. *consumption smoothing*).
- Drugačen mehanizem prilagajanja. V obdobju zlatega standarda so se zunanja neravnotežja uravnavala z mehanizmom Hume price-specie flow. Tokovi zlata so zagotavljali, da se je ravnotežje vpostavilo preko ponudbe denarja, pogojev menjave in realnega deviznega tečaja. Moderna globalna ekonomija temelji na sistemu uravnavanega drsečega tečaja, zunanja neravnotežja pa se regulirajo na osnovi dinamike menjalnih tečajev, cen, kratkoročnih kapitalskih tokov in sprememb vrednotenja (Obstfeld, 2004, str. 541–568).

Naraščajoči obseg stanja mednarodnih naložb v svetovnem gospodarstvu je posledica razvoja mednarodnih kapitalskih trgov. Vrednost skupnih terjatev in obveznosti je ovrednotena podobno kot trgovinski tokovi.¹ V tem smislu je Obstfeld (2004, str. 12) predlagal tako imenovani Grubel-Lloydov indeks trgovanja z imetji in obveznostmi (imenovan tudi koeficient diverzifikacije), ki je zapisan z naslednjo identiteto:

$$GL = 1 - \frac{|A - L|}{A + L} \quad (31)$$

pri čemer je:

GL – indeks trgovanja s skupnimi terjatvami in obveznostmi,

A – stanje skupnih terjatev konec določenega leta,

L – stanje skupnih obveznosti konec določenega leta.

Če je vrednost koeficienta enaka 1, je neto finančna pozicija gospodarstva izravnana in je vrednost imetij enaka vrednosti obveznosti. Kadar pa je vrednost omenjenega indeksa enaka 0, je vrednost vseh obveznosti enaka vrednosti neto obveznosti ali pa je vrednost vseh terjatev enaka vrednosti neto terjatev. Grubel-Lloydov indeks trgovanja z imetji in obveznostmi pa ne pokaže, kdaj neka država izkazuje neto upniško ali neto dolžniško finančno pozicijo.² Omenjeni koeficient ne kaže sprememb rasti imetij in obveznosti, zato

¹ Grubel in Lloyd sta namreč opazila, da je blagovna menjava med industrijsko razvitimi državami dvosmerna znotraj iste skupine blaga. Znotrajpanožna menjava pomeni izvoz in uvoz podobnih ali le nekoliko diferenciranih proizvodov. Poleg prenosa tehnologije predstavlja tudi način pridobivanja informacij o produkcijskih tehnikah, kakovosti proizvodov in okusih potrošnikov. S specializacijo naj bi gospodarstvo doseglo večjo inovativnost in konkurenčnost (Obstfeld, 2004).

² V 19. stoletju in zgodnjih letih 20. stoletja so kapitalski tokovi večinoma potekali od bogatih držav, kakršne so bile Anglija, Francija in Nemčija, k državam periferije, kakršne so Argentina, Turčija in Rusija. Na

se običajno doda k temu še povprečni delež imetij in obveznosti v BDP, t. i. koeficient obsega trgovanja z imetji in obveznostmi:

$$\frac{A + L}{2 * Y}, \quad (32)$$

pri čemer je:

Y – bruto domači proizvod.

Na splošno velja, da je diverzifikacija imetij in obveznosti držav, ki nimajo razvitih kapitalskih trgov (angl. emerging markets), manj izrazita. Glede na velikost njihovega BDP je bil manjši tudi obseg trgovanja z imetji in obveznostmi (angl. asset trade to GDP). V skupini razvijajočih se kapitalskih trgov je opazna zlasti Republika Koreja, katere skupni koeficient $G-L$ je izkazoval vrednost 0,97. Vrednost slednjega pa se je, po izločitvi deviznih rezerv, večinoma izraženih v USD, znižala na 0,59. Izjema pri razvijajočih se kapitalskih trgih je bil Čile, katerega diverzifikacija (vrednost koeficienta je znašala 0,84) je omogočala prehod k drsečemu deviznemu tečaju. Čile je imel tudi razmeroma visok obseg trgovanja z imetji in obveznostmi, katerih povprečna vrednost je za 14 % presegla nominalno vrednost BDP.

Države z visokim bruto nacionalnim dohodkom na prebivalca in razvitimi finančnimi trgi so seveda imele večji koeficient diverzifikacije (0,84) kot razvijajoči se kapitalski trgi (0,67). Koeficient za razvite trge skupaj znaša 5,25, brez Luksemburga pa 2,32, medtem ko je bila pri razvijajočih se državah vrednost slednjega 0,64. V skupini razvitih gospodarstev se omenjeni koeficienti prav tako precej razlikujejo od povprečja. Tako je celotni koeficient $G-L$ za države, ki so neto upnice (Japonska, Singapur in Kuvajt), in za države s stalno negativno finančno pozicijo (Avstralija, Nova Zelandija) izkazoval nižjo vrednost od povprečja. Pri ZDA, ki je razmeroma visoko zadolžena, pa je omenjeni koeficient znašal 0,85. Mala odprta gospodarstva, kakršna so Belgija, Nizozemska, Luksemburg, Danska, Finska in Irska, so izkazovala visok koeficient finančne diverzifikacije (0,96), še zlasti pa visok koeficient trgovanja z mednarodnimi imetji in obveznostmi (16,29). Oba kazalnika torej odsevata visoko globalno povezovanje razvitih kapitalskih trgov.

začetku 20. stoletja, ko je bilo finančno trgovanje še skromno, sta npr. Velika Britanija (neto upnica) in Kanada (neto dolžnica) izkazovali nizko vrednost indeksa $G-L$. V sedanjem času pa ima diverzifikacija finančnih tokov in stanj v mednarodnih financah čedalje pomembnejšo vlogo.

Tabela 6: Koeficienti diverzifikacije mednarodnih kapitalskih trgov za leto 2003 in povprečje za Slovenijo v obdobju 1995–2006

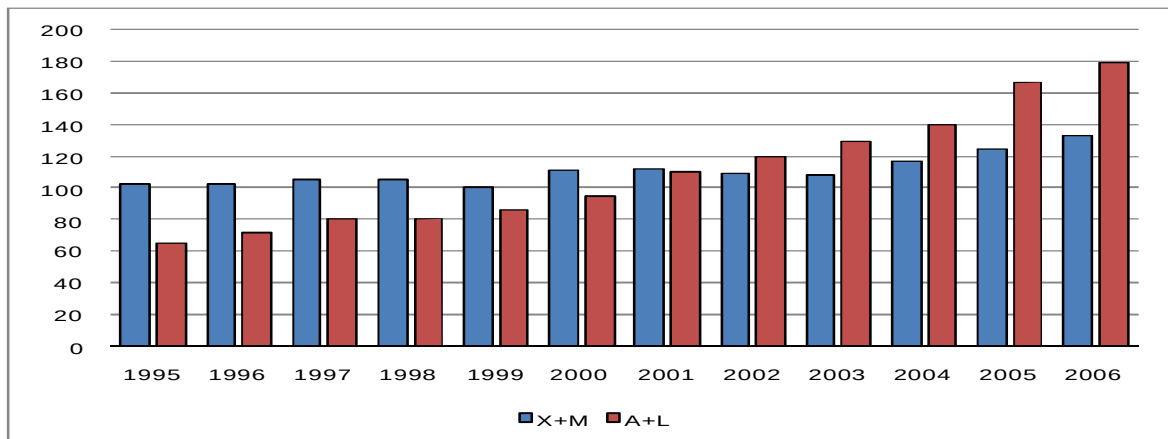
Država	Koeficient G-L	Koeficient G-L brez rezerv	$\frac{A+L}{2 \cdot Y}$
Razvijajoči se kapitalski trgi *	0,67	0,43	0,64
Avstrija	0,93	0,92	1,63
Belgija	0,95	0,96	3,35
Danska	0,96	0,91	1,95
Finska	0,92	0,90	1,75
Francija	0,98	0,98	1,68
Nemčija	0,97	0,98	1,44
Grčija	0,64	0,62	0,81
Irska	0,93	0,93	8,49
Italija	0,96	0,95	1,06
Luksemburg	0,99	0,99	78,39
Nizozemska	0,99	0,98	3,79
Portugalska	0,85	0,83	1,99
Španija	0,84	0,83	1,40
Švedska	0,95	0,93	1,82
Velika Britanija	0,99	0,99	3,55
Slovenija (1995–2006)	0,95	0,73	0,56
EU-14 (EU-15 brez Luksemb.)	0,92	0,91	7,54 (2,48)
ZDA	0,85	0,84	0,83
Japonska	0,71	0,81	0,65

Opomba: * – Argentina, Bolivija, Brazilija, Čile, Kitajska, Kolumbija, Češka, Ekvador, Egipt, Gvatemala, Madžarska, Indija, Indonezija, Republika Koreja, Malezija, Mehika, Maroko, Pakistan, Peru, Filipini, Poljska, Južna Afrika, Tajsko in Urugvaj.

Vir: Bilten Banke Slovenije 2007, str. 76, tabela 3.12. Obstfeld, 2004, str. 35. Lastni izračuni.

Za Slovenijo je v opazovanem obdobju značilna krepitev trgovanja s skupnimi terjatvami in obveznostmi. Podobno kot stare članice EU je zanjo značilen visok koeficient finančne diverzifikacije. Slednji se zniža, če od skupnih terjatev odštejemo devizne rezerve BS. Slovenija pa po povprečnem deležu skupnih terjatev in obveznosti v BDP (56 %) precej zaostaja za razvitimi kapitalskimi trgi držav EU-15 (754 % oziroma 248 %; glej Tabelo 6). Stopnja trgovinske integracije blaga in storitev v Sloveniji precej presega povprečno stopnjo odprtosti EU, kar je zaradi majhnosti našega gospodarstva pričakovano.

Slika 2: Internacionalizacija trgovinskih tokov ter imetja in obveznosti Slovenije, v % BDP



Opombe: X+M – izvoz + uvoz ; A+L – terjatve + obveznosti

Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 75, tabela 3.11.

Večina razprav o plačilnobilančnih neravnotežjih se je začela takoj po drugi svetovni vojni, temeljile pa so na pristopih elastičnosti in absorpcije, osredotočenih na trgovinske tokove v tekočih transakcijah. Številni ekonomisti kot so Machlup (1943), Harberger, Laursen in Metzler (1950), Meade (1951) ter Johnson (1953) so zagovarjali povezave med relativnimi cenami in trgovinskimi tokovi. Poudarek na pristopu elastičnosti in trgovinski bilanci se je odražal tudi v ekonomski politiki držav v razvoju. Tako je Cooper (Cooper 1971 a, 1971 b) analiziral učinek devalvacije na trgovinsko bilanco in ugotovil, da je večje razvrednotenje nacionalnih valut izboljšalo saldo trgovinske bilance v razvijajočih se državah. Nasprotno pa so strukturalisti zagovarjali stališče, da so primanjkljaji v tekočih transakcijah strukturne narave, kar je predstavljalo oviro gospodarski rasti. Po mnenju strukturalistov se morajo torej plačilnobilančna neravnotežja odpravljati s politiko uvozne substitucije. Zaradi naftnih kriz v sedemdesetih letih 20. stoletja so imele mnoge skupine držav velika nihanja saldov tekočih transakcij. Tako so se industrijske države (evropski del držav OECD in neevropski del industrijsko razvitih držav OECD) in večina držav v razvoju (Latinske Amerike, Azije, Afrike, Vzhodne Evrope) soočale s primanjkljaji na tekočem računu. Mnoge države v razvoju so izkazovale tudi večje proračunske deficite, katere so financirale z zadolževanjem na mednarodnih kapitalskih trgih, bodisi neposredno pri tujih komercialnih bankah ali posredno z izdajo državnih vrednostnih papirjev. Ekspanzivne fiskalne politike in s tem povezani naraščajoči proračunski deficiti ter zunanji šoki, so povečali tako primanjkljaje v tekočih transakcijah kot stanje zunanjega dolga. Zaradi navedenih dejavnikov je leta 1982 nastala dolžniška kriza, v kateri nekatere države (Mehika, Argentina in Brazilija) niso mogle servisirati obveznosti iz naslova zunanjega dolga (Edwards, 2001, str. 3).

Takšna dinamika zunanjega dolga in plačilnobilančnih tokov je narekovala razvoj novega pristopa v mednarodni ekonomiki, medčasovnega modela, ki naj bi se odmaknil od tradicionalne analize trgovinskih tokov, tekočemu računu pa umestil medčasovno dimenzijo z vidika nacionalnega varčevanja in investicij. Ekonomska politika je dobila nov izziv v kontekstu razlage in reševanja plačilnobilančnih neravnotežij. Za snovalce ekonomske politike je bilo pomembno spoznanje, da večje investicijske priložnosti neizogibno poslabšajo saldo tekočih transakcij. Sachs (1981) je pojasnjeval, da hitra rast zunanjega dolga držav v razvoju v obdobju 1978–1981 ni povzročila makroekonomske ranljivosti. Omenjene države so namreč akumulirale zunanji dolg v okviru stabilnega,

nepadajočega varčevanja. Po Robischeku (1981), enemu od glavnih ekonomistov v MDS v obdobju 1970–1980, tudi 14-odstoten primanjkljaj na tekočem računu v Čilu leta 1981 ni bil problematičen; proračunska bilanca je bila izravnana in povečala se je stopnja nacionalnega varčevanja. Tudi Corden (1994), avstralski ekonomist in zagovornik Lawsonove doktrine, razlaga, da zaradi povečanih primanjkljajev na tekočem računu, ki so posledica odločitev zasebnega sektorja – povečanih investicij ali manjšega varčevanja – ni potrebno izvajati ukrepov ekonomske politike.

Tabela 7: Pomembnejši makroekonomski indikatorji v nekaterih državah Latinske Amerike

Država	Leto	Tekoči račun/BDP (%)	Realna rast BDP (%)	Realna rast zasebne porabe (%)	Realna apreciacija (%)
Čile	1980	-7,1	7,8	1,5	22,0
	1981	-14,5	5,6	2,4	8,4
	1982	-9,5	-14,1	-12,4	-20,6
	1983	-5,6	-0,7	-5,1	-20,4
Mehika	1993	-6,5	0,6	-2,1	5,8
	1994	-7,8	3,5	3,7	-3,7
	1995	-0,3	-6,9	-9,2	-28,1
Argentina	1993	-2,9	6,0	1,2	7,4
	1994	-3,5	7,4	3,7	1,7
	1995	-0,8	-4,4	-9,2	0,4

Vir: Reisen, 1998, str. 13.

Večja zunanja neravnotežja so nastala zaradi okrepljenih investicij in/ali izravnani proračunski bilanci. Razen proizvajalke nafte Venezule so leta 1981 vse druge države Latinske Amerike izkazovale visok primanjkljaj na tekočem računu; Brazilija in Mehika zaradi povečanih investicij, Čile pa zaradi povečanih investicij in izravnani proračunski bilanci. Dolžniška kriza leta 1982 prvič omajala ugled Lawsonove doktrine, katere pomanjkljivost se je pokazala pri razlagi plačilnobilančnih neravnotežij že med državami iste regije (npr. Latinske Amerike). V obdobju po dolžniški krizi so se številni ekonomski analitiki (Fischer, Kline in Kamin, 1988) oddaljili od Lawsonove doktrine. Po njihovem mnenju so bili veliki primanjkljaji v tekočih transakcijah znak bodočih gospodarskih problemov, pa četudi je bila stopnja nacionalnega varčevanja relativno visoka. Zaradi trgovinskih primanjkljajev in primanjkljajev na tekočem računu so torej države, ki so imele probleme s servisiranjem dolga in niso bile sposobne generirati trgovinskih presežkov, devalvirale nacionalno valuto. Čeprav v osemdesetih letih prejšnjega stoletja večina držav v razvoju ni imela dostopa do mednarodnih kapitalskih trgov, pa so nekatere na novo industrializirane države, kljub dolžniški krizi, izkazovale blage primanjkljaje ali celo presežke na tekočem računu plačilne bilance – to so bili takomenenovani Vzhodno azijski tigri. V obdobju 1982–1990 so Hong Kong, Koreja in Singapur izkazovale presežek, medtem ko so Indonezija, Malezija, Filipini in Tajvan beležile zmerne primanjkljaje. Največja primanjkljaja v omenjeni skupini držav sta imeli Indonezija in Tajvan, v povprečju 3,2 % BDP (Edwards, 2001, str. 11).

Razmah svetovne trgovine ob koncu osemdesetih let 20. stoletja je zahteval sprostitev

mednarodnih kapitalskih tokov. Spremenila se je tudi struktura izvoza kapitalskih tokov, saj so prevladovala portfeljske in neposredne naložbe, medtem ko so bile za osemdeseta leta značilne ostale naložbe (bančni krediti).

Tabela 8: Spremembe strukture izvoza kapitala na globalni ravni, v%

Obdobje	Neposredne naložbe	Portfeljske naložbe	Ostale naložbe	Skupaj
1980–1984	11,6	15,5	72,9	100,0
1985–1989	20,7	27,9	51,4	100,0
1990–1994	25,8	40,2	34,0	100,0
1994	31,3	37,4	31,3	100,0
1995	24,8	26,5	48,7	100,0
1996	20,3	34,2	45,4	100,0

Vir: Ovin, 2000, str. 337.

Iz gornje tabele je razvidno, da se je preteklih dvajsetih letih na globalni ravni v svetu zmanjševal pomen bančnega kreditiranja, povečal pa izvoz portfeljskih naložb, medtem ko za izvoz neposrednih naložb značilni trend ni opazen.

V začetku devetdesetih let 20. stoletja se je v številnih državah v razvoju, zlasti Latinski Ameriki, močno povečal uvoz kapitala. Imetja na kapitalsko-finančnih računih so se zmanjšala (večje obveznosti do tujine zaradi velikih pritokov kapitala) hitro pa so se akumulirale devizne rezerve. V prvi polovici devetdesetih let 20. stoletja so se spet pojavile tendence po oživitvi Lawsonove doktrine, zlasti v letih pred mehiško krizo. V obdobju 1993–1994 (glej Tabelo 7, na str. 40) je Mehika izkazovala v povprečju 7,2-odstotni primanjkljaj na tekočem računu, ki je bil posledica šibkega privatnega varčevanja, in večinoma financiran s pritoki tujih portfeljskih investicij. Ob kratkoročni (špekulativni) naravi portfeljskih investicij, je mehiška centralna banka devalvirala peso in s tem izboljšala tekočo bilanco. Po drugi strani pa se je leta 1995 zaradi valutne krize, skromnih domačih investicij in realnega padca zasebne potrošnje močno znižala stopnja gospodarske rasti in povečal zunanji dolg.

Medtem ko je bilo za dolžniški krizi osemdesetih let 20. stoletja značilno, da sta nastali zaradi velikih proračunskih primanjkljajev in nesolventnosti držav v razvoju, pa nastanek kriz zadnjih desetih letih ni bil posledica proračunskih neravnotežij. Tako sta mehiška epizoda v obdobju 1990–1994 in azijska kriza leta 1997 nastali navkljub presežkom v fiskalnih bilancah. Naraščajoči primanjkljaji v tekočih transakcijah in porast zunanjega dolga so bili posledica usihajočega privatnega varčevanja in okrepljenih investicij. Valutna kriza v Mehiki je zopet pokazala, da je imel takoimenovani novi pogled na obnašanje tekočega računa, temelječ na Lawsonovi doktrini, veliko pomanjkljivost. Medtem ko so nekateri avtorji (Bruno, 1995) trdili, da veliki primanjkljaji na tekočem računu ne ogrožajo gospodarske stabilnosti, če so razvojne narave, spodbujeni s povečanimi investicijami, so drugi svarili, da je 4-odstoten primanjkljaj že meja makroekonomske ranljivosti. Milesi-Ferreti in Razin (1996) sta zunanja neravnotežja analizirala na osnovi kazalcev tekočega računa (makroekonomski indikatorji) in kazalcev kapitalsko-finančnega računa (finančni indikatorji). Po njunem mnenju je primanjkljaj na tekočem računu nad 5 % BDP nevzdržen, še posebno, če je financiran s kratkoročnim dolgom in deviznimi rezervami ter odraža visoko zasebno potrošnjo. Vzdržen primanjkljaj mora biti konsistenten s

solventnostjo, kar pomeni, da mora obstajati stabilni delež zunanjega dolga v BDP. Moderne plačilnobilančne teorije seveda postavljajo v ospredje medčasovni vidik plačilne bilance.

Tabela 9: Povprečni saldo tekočega računa plačilne bilance v nekaterih razvitih državah OECD, v % BDP

	1986–1990	1991–1995	1996–2000	2001–2007
Avstralija	-4,4	-3,6	-3,9	-4,9
Kanada	-3,3	-2,9	0,2	1,9
Nemčija	3,9	-1,1	-0,8	3,4
Francija	-0,4	0,4	2,2	0,2
Japonska	2,8	2,5	2,3	3,5
Nova Zelandija	-3,8	-3,9	-5,5	-6,1
Velika Britanija	-3,1	-1,6	-1,2	-2,2
ZDA	-2,4	-1,0	-2,5	-5,2

Vir: OECD, Economic Outlook, junij 2008, tabela 51, lastni preračuni.

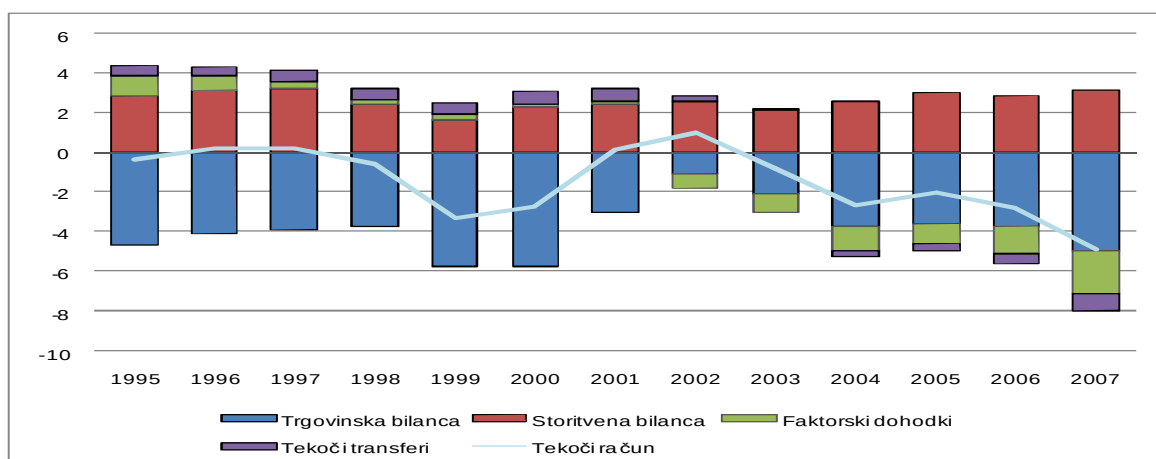
3.2 Dinamika plačilnobilančnih tokov Slovenije v obdobju 1995–2007

3.2.1 Tekoči račun plačilne bilance

Medčasovni (dolgoročni) vidik plačilne bilance Slovenije nam kaže, da v obdobju 1995–2007 domače varčevanje ni zadoščalo za financiranje domačih investicij, saj je saldo tekočega računa v povprečju izkazoval rahel primanjkljaj. Razlike v dinamiki tekočih transakcij pa so po posameznih podobdobjih. Slovenija je imela v obdobju 1995–1997 izravnani tekoči račun, ki se je v letih 1998–2000 prevesil v primanjkljaj. V letih 2001–2003 pa je slovensko gospodarstvo v tekočih transakcijah v povprečju izkazovalo rahel presežek. Od vstopa Slovenije v EU pa se primanjkljaj v tekočih transakcijah povečuje.

V letih 1995–1997, ko so prilivi tujega kapitala na osnovi tekočih transakcij nadomestili večji prilivi iz naslova finančnih transakcij, je Slovenija imela izravnani tekoči račun. Trgovinski primanjkljaj je znašal 4,3 % BDP, skupaj s presežkom v bilanci storitev (3,1 % BDP) pa so neto faktorski dohodki in tekoči transferji omogočili zunanje ravnotežje. Slovenija je leta 1995 postala članica EFTE, leta 1996 pa članica CEFTE, vendar se je rast blagovne menjave okrepila v letu 1997. Blagovni uvoz je začel pospešeno naraščati kot posledica večje liberalizacije blagovne menjave (znižane so bile carinske stopnje v menjavi z EU), ki je ob močnem tujem povpraševanju okrepila tudi rast izvoza.

Slika 3: Saldo tekočega računa plačilne bilance Slovenije, v % BDP



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURS), 2008; Finančni računi, Ekonomski odnosi s tujino (Banka Slovenije), 2008; lastni preračuni.

Obdobje primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance Slovenije se je začelo z letom 1998, ko je azijska in ruska finančna kriza vplivala na gospodarstva naših najpomembnejših trgovinskih partneric in posredno upočasnila tudi realno rast slovenskega izvoza. Ob naraščajoči domači investicijski dejavnosti pa se je nadaljevala visoka rast uvoza. V letu 1999 so stagniranje realnih stopenj rasti blagovnega izvoza v države bivše Jugoslavije, močan upad izvoza v Rusijo in relativno skromno povečanje izvoza v države EU, kakor tudi izjemen porast blagovnega uvoza pred uvedbo DDV, povzročili največji blagovni primanjkljaj po letu 1992. Na nadaljnje usihanje presežka v storitveni menjavi je tudi v letu 1999 vplival manjši neto priliv deviz od turizma (kosovska kriza), poleg tega pa še neto uvoz konstrukcijskih storitev in rast uvoza ostalih (netradicionalnih) storitev. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance je tako v letu 1999 znašal 3,3 % BDP, kar je postavilo v ospredje vprašanje njegove dolgoročne vzdržnosti. V letu 2000 so dinamiko izvoznih tokov v glavnem določali mednarodni pogoji gospodarjenja (visoko tuje povpraševanje), medtem ko je na dinamiko uvoznih tokov večinoma vplivala umirjena rast domače potrošnje. Regionalna struktura blagovnih tokov je odražala zaustavitev trenda upadanja blagovne menjave z državami na ozemlju nekdanje Jugoslavije. Zmanjšanje celotnega trgovinskega primanjkljaja je bilo večinoma posledica delovanja dohodkovnega učinka (merjenega z rastjo izvoznih trgov), ki je več kot kompenziral zunanjetrgovinski cenovni učinek (merjen s pogoji menjave), vendar se je kljub temu primanjkljaj na tekočem računu ohranil na ravni 2,7 % BDP. Dinamiko izvoznih tokov je v letu 2001 večinoma določalo relativno ugodno tuje povpraševanje. Realna rast izvoza blaga in storitev v letu 2001 (6,3 %) se je v primerjavi z letom 2000 (13 %) upočasnila več kot za polovico, kar je bilo posledica umirjanja gospodarske aktivnosti v državah EU, ki imajo približno dvo-tretjinski delež v slovenskem blagovnem izvozu. Upadanje realne stopnje rasti izvoza pa je ublažil povečan obseg prodaje blaga na trge nekdanje Jugoslavije in v Rusijo. Na skromno realno rast uvoza blaga in storitev je vplivalo šibko domače povpraševanje. Domače varčevanje je po treh letih prvič preseglo vrednost domačih investicij, kar se je odrazilo v rahlem presežku na tekočem računu (0,2 % BDP).

Presežek tekočega računa plačilne bilance, h kateremu sta ob skromnem uvozu prispevala ohranjanje izvoza na relativno visoki ravni in izboljšanje pogojev menjave, se je v letu 2002 še povečal. Nadaljevale so se visoke stopnje rasti blagovnega izvoza v države Srednje

in Vzhodne Evrope, kamor se je najbolj povečal izvoz proizvodov za investicije in široko porabo. Ekspanzija izvoza v omenjene tranzicijske države je deloma odtehtala upočasnitev izvozne rasti na trge držav EU, v katerih se je gospodarska rast v primerjavi z letom 2001 še nekoliko upočasnila. Slednje je vplivalo na manjše povpraševanje evropskih industrijskih proizvajalcev po slovenskih proizvodih za vmesno porabo. Menjava storitev je bila precej ugodnejša kot v primerljivem obdobju leta prej; tako izvoz kot uvoz storitev sta dosegla visoke rasti, presežek v menjavi storitev pa se je nekoliko povečal.

Saldo tekočega računa se je v letu 2003 prevesil v rahel primanjkljaj. Ob manj ugodnih gospodarskih razmerah v državah EU se je rast blagovnega izvoza medletno precej upočasnila (s 6,0 % na 3,1 %). Slovenski izvozniki pa so skromno rast izvoznih dohodkov na trgu držav EU deloma nadomeščali z večjim izvozom v države CEFTA, neevropske države OECD in Rusko federacijo. S pospešeno rastjo domačega trošenja se je v istem obdobju okrepila tudi rast uvoza (z 1,9 % na 5,5 %). Rast obsega storitvene menjave v letu 2003 glede na leto 2002 je bila počasnejša od rasti obsega blagovne menjave, izvoz treh glavnih komponent storitev (transporta, potovanj in ostalih storitev) pa je naraščal počasneje od njihovega uvoza. Čeprav so se pogoji menjave storitev zaradi višjih izvoznih cen prevoznih, gostinskih ter nastanitvenih storitev izboljšali, pa je bil presežek v menjavi storitev še vedno nižji kot v istem obdobju lani. Pri faktorskih dohodkih je bil primanjkljaj višji večinoma zaradi spremenjene metodologije obračuna reinvestiranih dobičkov tujih vlagateljev. Pozitiven saldo tekočih transferjev se je v primerjavi z istim obdobjem leta prej znižal za več kot polovico; v njihovi strukturi so se znižali transferji iz tujine, tako državnega kot ostalih sektorjev, in hkrati povečali transferji ostalih sektorjev v tujino (zavarovanja in ostali transferji).

Primanjkljaj tekočega računa se od leta 2004 ohranja blizu 3 % BDP. Pretežni del primanjkljaja še vedno nastaja v blagovni menjavi, njegovo povečanje pa je povezano s poslabševanjem pogojev menjave v tem obdobju in tudi z višjo gospodarsko rastjo. Tako višjo rastjo blagovnega izvoza, ki se od leta 2004 v povprečju povečuje realno po 12,5 % letno. V letih 2004–2007 se je pospešila tudi rast domače potrošnje ter tudi njena uvozna komponenta, kar je prav tako vplivalo na hitrejše povečevanje uvoza. Rast primanjkljaja tekočega računa je povezana tudi s povečanim obsegom zadolževanja in s tem povezanimi plačili obresti. Iz presežka v primanjkljaj se je z letom 2004 prevesila tudi bilanca tekočih transferjev. Po drugi strani je presežek v menjavi storitev zadnja leta nekoliko višji, na kar vpliva zlasti povečevanje presežka v menjavi potovanj (Poročilo o razvoju, 2008, str. 80).

Na rast blagovne menjave od vstopa Slovenije v EU vpliva tudi »Rotterdam-Antwerp« učinek,³ ki je bil vrednostno najbolj opazen v letu 2007, v dinamiki pa v letu 2006.

³ Rotterdamski učinek nastane v primeru, ko se uvoženo blago iz držav nečlanic EU ocarini v državi EU. Blago se potem sprosti v promet znotraj trga EU, potem pa transportira v druge članice EU. Predpostavlja se, da je veliko transakcij povezano z Luko Koper in distribucijo osebnih avtomobilov.

Tabela 10: Ocena Rotterdam-Antwerp učinka na rast slovenske blagovne menjave

Leto	Izvoz osebnih avtomobilov			Uvoz osebnih avtomobilov		Blagovna menjava					
	Skupaj	Proizv. v Slo.	Proizv. v tujini	Skupaj	Za domači trg*	Vrednost, v mio EUR		Rast, v %			
						Izvoz	Uvoz	Izvoz	Uvoz		
2004	1.041	778	263	803	540	12.783	14.143				
2005	1.552	1.074	478	791	313	14.397	15.805	12,6	11,8		
2006	1.535	930	605	917	312	16.757	18.339	16,4	16,0		
2007	2.227	1.125	1.102	1.462	360	19.385	21.487	15,7	17,2		
						Učinek reeksporta				Rast**	
										Izvoz	Izvoz
2004						12.005	13.365				
2005						13.323	14.731			11,0	10,2
2006						15.827	17.409			18,8	18,2
2007						18.260	20.362			15,4	17,0

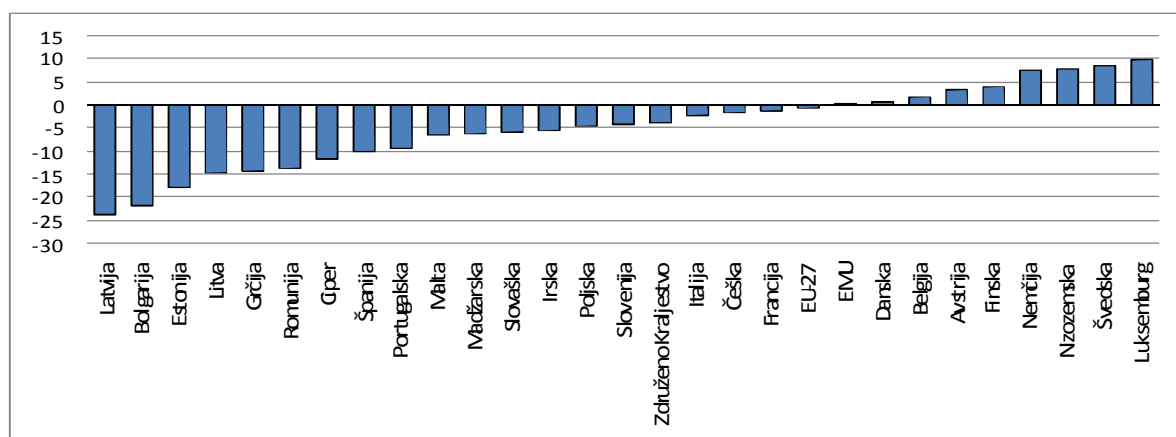
Legenda:*Ocenjen kot razlika med skupnim izvozom in proizvodnjo v tujini.

** Rast, popravljena pri predpostavki simetričnega učinka reeksporta avtomobilov na rast blagovne menjave.

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Zunanja trgovina (SURS), 2008. Lastni izračuni.

V nacionalni plačilni bilance so omenjene transakcije vplivale tako na saldo trgovinske in storitvene bilance kot tudi na saldo bilance tekočih transferjev. V letu 2007 se je uvoz osebnih avtomobilov nominalno povečal kar za 59,4 %. Medletno se je precej povečal izvoz osebnih avtomobilov, za 45,1 % (izvoz avtomobilov, proizvedenih v Sloveniji za 21,0 %, proizvedenih v tujini pa 82,1 %). Učinek na saldo blagovne je pri predpostavki enake vrednosti izvoza in uvoza nevtralen. Pozitivni učinki so opazni v storitveni menjavi, saj se povečuje rast storitev (storitve posredovanj, transporta, skladiščenja, zavarovanj). Sicer pa je rotterdamski učinek vplival tudi na višje odhodke iz proračuna RS v proračun EU. Zaradi višjega uvoza osebnih avtomobilov preko Luke Koper iz držav nečlanic EU, zlasti iz Republike Koreje, so se v letu 2007 močno povečala plačila sredstev v proračun EU iz naslova carin, in sicer za 137,7 %.

Slika 4: Saldo tekočega računa plačilne bilance v državah EU v letu 2007, v % BDP



Vir: Eurostat – Balance of payments – International transactions – Balance of the current account, junij 2008.

3.2.2 Kapitalski tokovi s tujino

Medčasovni modeli plačilne bilance so uporabni tudi za napovedovanje gibanja kapitalskih tokov in morebitnih dolžniških kriz. Milesi-Ferretti in Razin (1996) sta medčasovni model dopolnila z več indikatorji gospodarske krize, s katerimi sta pojasnila dolžniško krizo v Latinski Ameriki v osemdesetih letih 20. stoletja in vzdržnost zunanjih neravnotežij v državah Jugovzhodne Azije v devetdesetih letih 20. stoletja.

Vpetost Slovenije v mednarodne trgovinske in kapitalske tokove se povečuje. Medtem ko je bila Slovenija v preteklem desetletju močno vpeta v mednarodne trgovinske tokove, se je obseg kapitalskih tokov postopno krepil po liberalizaciji leta 1999⁴, z večjim preskokom v letu 2002, pri tem pa so se povečala tako imetja kot tudi obveznosti. Poleg postopne liberalizacije je k temu prav gotovo prispeval tudi proces približevanja Evropski uniji (v nadaljevanju EU) in pri tem porast ugleda Slovenije. Na povečan obseg kapitalskih tokov, tako terjatev kot obveznosti do tujine, so v preteklih letih vplivali predvsem: i) popolna liberalizacija kapitalskega in finančnega računa plačilne bilance ii) vstop Slovenije v EU in iii) prevzem evra ter s tem prenos denarne politike BS na Evrosistem. Vstop Slovenije v EU je prispeval k nadaljni krepitvi bruto zunanjega dolga, kar je posledica procesa dohitevanja gospodarsko razvitejših držav. Pomemben dejavnik zunanjega dolga v zadnjem obdobju so bile predvsem terjatve do tujine. Vsebinsko to pomeni naraščajoče naložbe slovenskih podjetij in bank v tujini, ki so bile delno financirane iz deviznih rezerv, delno pa iz zunanjega zadolževanja. Čeprav se je v letu 2007 primanjkljaj na tekočem računu precej povišal, v povprečju ni ustvarjal večjega pritiska na rast zunanjega dolga. To je bistvena razlika v primerjavi z večino novih članic EU, v katerih je bila rast zadolževanja večinoma posledica visokih primanjkljajev na tekočem računu plačilne bilance.

Pri analizi kapitalskih tokov je upoštevano obdobje od leta 1995 (podatki po bruto konceptu so namreč razpoložljivi šele od leta 1994, podatki o BDP pa od leta 1995). Bruto zunanji dolg⁵ Slovenije se je po letu 1995 začel povečevati predvsem zaradi močnejšega zadolževanja bank, podjetij in drugih finančnih organizacij (v nadaljevanju DFO), medtem ko je bilo zadolževanje državnega sektorja in povezanih oseb skromnejše. Delež bruto zunanjega dolga ali nelastniških obveznosti je v obdobju 1995–2007 predstavljal okoli štiri petine skupnih obveznosti do tujine, drugo petino pa so predstavljale lastniške obveznosti (lastniški kapital in reinvestirani dobički iz naslova neposrednih naložb tujcev v Sloveniji).

⁴ Kapitalski tokovi so bili dejansko liberalizirani z Zakonom o deviznem poslovanju aprila leta 1999. Takrat so bile sproščene vse oblike dolgoročnih kapitalskih tokov (neposredne naložbe, kreditni posli s tujino, osebni kapitalski prenosi in nekateri posli z vrednostnimi papirji), medtem ko je Slovenija še vedno omejevala kratkoročne in nekatere srednjeročne kapitalske tokove. Banka Slovenije je liberalizacijo kapitalskih tokov pospešila januarja leta 2002, ko je odpravila vse omejitve pri prenosu domače in tuje gotovine čez mejo ter vse omejitve pri poslovanju s portfeljskimi naložbami, razen odpiranja računov za domače fizične osebe v tujini. Slednja omejitev pa je bila odpravljena 1. februarja 2003, ko je bil kapitalsko-finančni račun plačilne bilance popolnoma liberaliziran.

⁵ Bruto zunanji dolg je znesek obveznosti, ki jih imajo rezidenti do nerezidentov na določen dan in vključuje obveznost plačila glavnice in/ali obresti, ki jih bodo morali dolžniki plačati v prihodnosti. Finančni instrumenti bruto zunanjega dolga so: dolžniški vrednostni papirji (instrumenti denarnega trga, obveznice in zadolžnice), komercialni krediti (kratkoročni, dolgoročni), posojila (kratkoročna, dolgoročna), gotovina in vloge ter ostale dolžniške obveznosti. Zapadlost dolga je določena po načelu prvotne zapadlosti, ko je dolg nastal. Kratkoročni dolg je dolg, odplačljiv na odpoklic, in dolg z zapadlostjo enega leta ali manj, dolgoročni dolg pa je dolg z zapadlostjo več kot enega leta in dolg, ki nima določene zapadlosti (Metodološke opombe časovnih vrst, 2007).

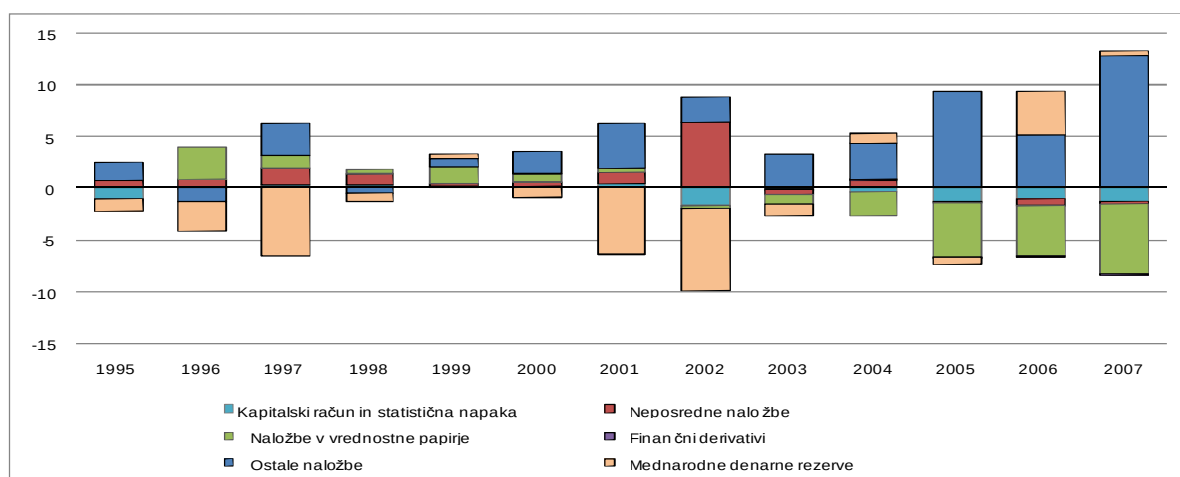
Pri terjatvah do tujine je bil opazen porast rezervnih imetij, neposrednih naložb v tujini in naložb v vrednostne papirje, medtem ko se je delež ostalih naložb zniževal. Delež dolžniških terjatev je v povprečju predstavljal kar 95 % skupnih terjatev. Porast terjatev do tujine oziroma naložb v tujino je bil pomemben vzrok krepitve bruto kapitalskih tokov, pri čemer so izjemno naraščale lastniške portfeljske naložbe in neposredne naložbe v tujino. Celotno stanje mednarodnih naložb Slovenije je tako v povprečju izkazovalo neto dolžniško pozicijo⁶, ki je bila za 1,8 mrd evrov večja od neto zunanjega dolga. Ta razlika je nastala na lastniških terjatvah in obveznostih. Pri tem je šlo skoraj v celoti (96,0 %) za neto pritok lastniškega kapitala in reinvestiranih dobičkov iz naslova tujih neposrednih naložb v Sloveniji, ostalo so bile obveznosti med povezanimi kapitalskimi podjetji.

Zaradi naraščajočega zadolževanja Slovenije v tujini je najprej izpostavljena dinamika zunanjega dolga⁷, v okviru katere analiziram dolg po sektorjih in instrumentih. Sledi analiza drugih kapitalskih tokov, vključno s terjatvami Slovenije do tujine. Oboje pa je na koncu prikazano v neto finančni poziciji.

⁶ Skupne finančne terjatve in obveznosti do tujine prikazuje stanje mednarodnih naložb. Slednje poleg dolžniških terjatev in dolžniških obveznosti (bruto zunanjega dolga) zajema tudi terjatve in obveznosti iz lastniških razmerij.

⁷ Statistika zunanjega dolga je temeljila na priročniku Svetovne banke, Banke za mednarodne poravnave, Mednarodnega denarnega sklada ter Organizacije za ekonomsko sodelovanje in razvoj iz leta 1988, imenovanim Siva knjiga (Grey Book). Siva knjiga je v ospredje postavljala zadolževanje pri bankah in vladah večinoma s strani javnega sektorja. Pri tem je upoštevala pogodbeno dogovorjene obveznosti med rezidenti in nerezidenti in uporabljala metodo merjenja na osnovi denarnih tokov. Pozornost je bila usmerjena na dolgoročni dolg, še posebno javno in javno garantirani, niso pa bili vključeni vsi dolžniški instrumenti. Omenjeni koncept statistike zunanjega dolga je bil značilen tudi za Slovenijo in je temeljil na pogodbenem odnosu ter tako zbrani zunanji dolg razvrstil na javni in javnogarantirani dolg in zasebni negarantirani dolg. Slovenija je po koncu devetdesetih let 20. stoletja presegla stopnjo gospodarske razvitosti (10,000 USD na prebivalca), kar jo je formalno izločilo iz razvijajočih se držav, in liberalizirala kapitalske tokove s tujino. Poleg tega se je preko pogodbenih razmerij (npr. Instrument posojil) v obdobju 1998-2003 povečal privatni negarantirani dolg, medtem ko je javno in javnogarantirani dolg stagniral. Banka Slovenije je zaradi navedenih razlogov septembra 2003 začela prikazovati zunanji dolg v evrih, in sicer po novem standardu – bruto zunanji dolg. Gre za klasifikacijo vseh dolžniških obveznosti rezidentov do nerezidentov, razvrščenih po sektorjih in finančnih instrumentih, standardiziranih s sistemom nacionalnih računov (SNA 93) in peto izdajo Priročnika za plačilno bilanco (BOP Manual 5th Edition). Bruto zunanji dolg poleg zunanjega dolga vključuje še vse ostale dolžniške finančne instrumente privatnega negarantiranega dolga ter instrumente, nastale s popolno liberalizacijo kapitalskega in finančnega računa plačilne bilance (npr. nakupi državnih obveznic na sekundarnem trgu kapitala).

Slika 5: Kapitalški in finančni račun plačilne bilance Slovenije, v % BDP



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURS), 2008; Finančni računi, Ekonomski odnosi s tujino (Banka Slovenije), 2008; lastni preračuni.

3.2.2.1 Zadolževanje v tujini

Bruto zunanji dolg Slovenije se je, odkar so razpoložljivi podatki, začel povečevati po letu 1995, predvsem zaradi močnejšega zadolževanja bank in podjetij ter DFO, medtem ko je bilo zadolževanje državnega sektorja in povezanih oseb skromnejše. Večja prelomnica je bilo leto 2001, ko se je državni sektor pravzaprav prenehal zadolževati v tujini, in leto 2003, ko se je v tujini močno pospešilo zadolževanje bank. Struktura po ročnosti je bila ugodna. Ob neupoštevanju obveznosti do povezanih oseb, za katere ni objavljenih podatkov, je dolgoročni dolg v povprečju predstavljal 71,7 %, kratkoročni pa 28,3 % bruto zunanjskega dolga.

Po letu 1995 je bilo stalno zaznati zniževanje kratkoročnega dolga v strukturi, kar je bilo ugodno za likvidnost in solventnost gospodarstva. V obdobju 1995–2007 je negarantirani zasebni dolg v povprečju na leto naraščal hitreje od javnega in javno garantiranega dolga. Na rast javnega in javno garantiranega dolga sta vplivala prevzem nealociranega dolga po sporazumu NFA iz leta 1996 v višini 18 % celotnega nealociranega dolga bivše SFRJ in prevzem nealociranega zunanjskega dolga po dvostranskih pogajanjih s posameznimi državami Pariškega kluba v višini 16,39 % nealociranega zunanjskega dolga bivše SFRJ. Skupni prevzeti zunanji dolg bivše SFRJ je tako znašal 523 mio evrov.

Tabela 11: Stanje bruto zunanjega dolga Slovenije glede na zapadlost in povezanost oseb, v mio EUR

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Skupaj bruto zunanji dolg	4.275	9.490	10.386	11.524	13.225	15.343	20.508	24.034	34.358
Kratkoročni dolg	1.470	2.283	2.213	2.327	2.475	2.659	4.543	5.206	10.673
Javni in javno garantirani dolg	0	0	15	99	70	57	40	48	3.588
Negarantirani zasebni dolg	1.470	2.283	2.198	2.227	2.405	2.603	4.503	5.158	7.086
Dolgoročni dolg	2.083	5.895	7.369	8.229	9.590	11.552	14.551	17.709	19.708
Javni in javno garantirani dolg	1.178	2.883	3.095	3.142	3.461	3.689	3.771	4.275	4.499
Negarantirani zasebni dolg	905	3.012	4.274	5.087	6.129	7.863	10.780	13.435	15.209
Obveznosti do povezanih oseb	722	1.312	804	969	1.160	1.132	1.415	1.118	3.977
Javni in javno garantirani dolg	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Negarantirani zasebni dolg	722	1.312	804	969	1.160	1.132	1.415	1.118	3.977

Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 75, tabela 3.11.

Na zadolževanje v tujini je vplivala tudi dinamika obrestnih mer v Sloveniji. Nižja inflacija in odprava indeksacije obrestnih mer sta v preteklih letih znižali raven obrestnih mer, ki so do konca leta 2006 konvergirale proti ravnem obrestnih mer v evroobmočju. ECB je dobro leto pred vstopom Slovenije v evroobmočje postopoma dvigovala osrednjo obrestno mero, zato je bila konvergenca nekoliko hitrejša. Po vstopu v EMU pa obrestne mere v Sloveniji začele spet naraščati. Slednje je bilo posledica ukrepov restriktivne denarne politike ECB, ki je ob koncu leta 2005 dvignila obrestno mero, v drugi polovici leta 2007 pa je bila rast obrestnih mer povezana z zaostrovanjem razmer na mednarodnih finančnih trgih zaradi nastanka finančne krize.

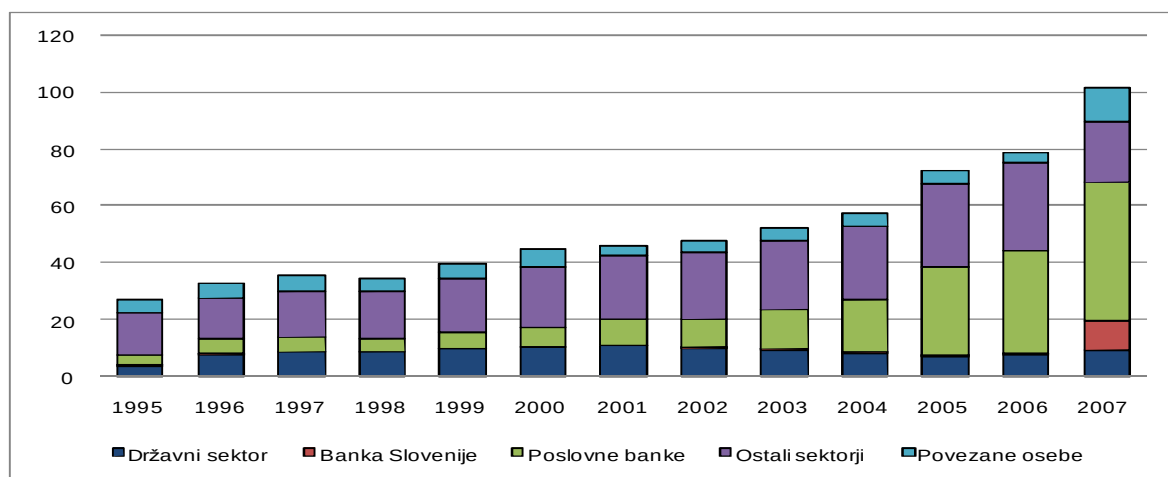
Delež bruto zunanjega dolga državnega sektorja se je začel zniževati po letu 2001, ko se je država bolj usmerila na zadolževanje na domačem finančnem trgu. Državni sektor se je pretežno zadolževal z izdajo dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev (evroobveznic), deloma pa tudi z najemanjem dolgoročnih posojil. V letu 2006 se je zadolženost državnega sektorja povečala nekoliko bolj kot v preteklih letih, saj so se povečale naložbe tujih vlagateljev v dolgoročne državne vrednostne papirje, zadolženost iz naslova tujih dolgoročnih posojil pa se je še znižala, tako nominalno kot tudi v strukturi dolga. Delež bruto zunanjega dolga državnega sektorja je tako ob koncu leta 2007 predstavljal le slabo desetino celotnega bruto zunanjega dolga, medtem ko je v letu 2001 predstavljal še 24,1 %.

Bruto zunanji dolg bančnega sektorja, katerega delež se od leta 2001 stalno povečuje, je v letu 2007 predstavljal že 47,2 % celotnega bruto zunanjega dolga. Bančni sektor se je večinoma zadolževal z najemanjem dolgoročnih posojil, deloma pa tudi iz naslova prejete gotovine in vlog nerezidentov. Povečanje strukturnega deleža je bilo opazno zlasti v obdobju 2002–2004, ko sta večje zadolževanje bančnega sektorja spodbujali upočasnjena deprecijacija tolarja do evra ter razlika med domačimi in tujimi obrestnimi merami. Z lažjim in cenejšim dostopom do tujih finančnih virov so tako domače poslovne banke zagotavljale sredstva za povečano povpraševanje ostalih sektorjev (zlasti podjetij) po kreditih. Dodatni razlog za večje zadolževanje v tujini je tudi upočasnjen porast domačih vlog pri bankah, kar jih je sililo v iskanje dodatnih zunanjih virov. V letu 2005 se je zadolževanje bančnega sektorja v tujini iz naslova tujih posojil še okrepilo. Poleg slednjega so k večji ponudbi deviznih kreditov na domačem trgu prispevale vloge tujih bank. Neposredno financiranje podjetij s tujimi posojili se je pretežno nadomeščalo z deviznimi posojili, odobrenimi pri domačih poslovnih bankah. V letu 2006 se je rast zadolževanja bančnega sektorja v tujini, katerega večino so predstavljal dolgoročna posojila, nekoliko

upočasnila. Povečano domače povpraševanje po kreditih so banke delno pokrile iz zapadlih blagajniških zapisov BS in so lahko znižale obseg zadolževanja v tujini. Čeprav se pogoji financiranja domačih podjetij v tujini niso bistveno razlikovali od pogojev financiranja pri domačih bankah, pri obrestnih merah pa se je od zadnjega četrtega leta 2005 opazilo naraščanje, so podjetja – predvsem DFO, ki se v plačilni bilanci prikazujejo skupaj s podjetji kot »ostale sektorje« – v vsem letu 2006 krepila neposredno zadolževanje v tujini. DFO namreč tukaj nastopijo v podobni vlogi kot domače banke: sredstva iz tujine posredujejo domačim podjetjem.

Povezane osebe (pravne osebe, kapitalsko povezane z nerezidenti, ki so lastniki 10 % ali več kapitala) so se od vseh sektorjev zadolževale najmanj (glej Sliko 6). Delež povezanih oseb v celotnem bruto zunanem dolgu, ki se je začel zmanjševati z letom 1997, je ob koncu leta 2007 predstavljal 11,9 % celotnega zunanjega dolga. V tem so se dolžniške obveznosti do neposrednih vlagateljev povečevale hitreje od dolžniških obveznosti do povezanih podjetij v tujini.

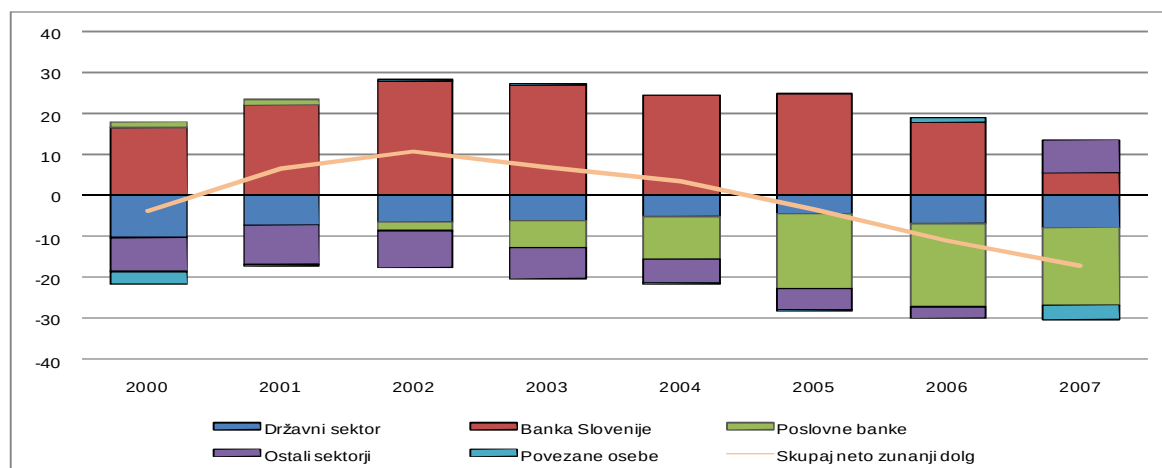
Slika 6: Struktura zadolževanja po sektorjih, v % BDP



Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 75, tabela 3.11.

Večina bruto zunanjega dolga je bila tudi v letu 2007 dolgoročni ter negarantirani zasebni dolg. Konec leta 2007 je, ob neupoštevanju obveznosti do povezanih oseb, za katere razvrstitev po ročnosti ni objavljena, dolgoročni dolg predstavljal 64,9 %, kratkoročni pa 35,1 % bruto zunanjega dolga. Vendar je treba opozoriti, da se je z leta 2007 kratkoročni zunanji dolg povišal večinoma kot posledica sprememb v instrumentariju denarne politike. Nastanek obveznosti BS do Evrosistema je bil leta 2007 tudi glavni dejavnik povečanja javnega in javno garantiranega dolga, ki je konec leta znašal 8.087 mio. EUR oz. 23,5 % bruto zunanjega dolga. Poroštva RS za zunanji dolg, ki sodijo med javnogarantirani dolg, so konec decembra 2007 znašala 2.555,7 mio. EUR, kar je za 597 mio. EUR več kot konec leta 2006.

Slika 7: Neto zunanji dolg Slovenije po sektorjih, v % BDP

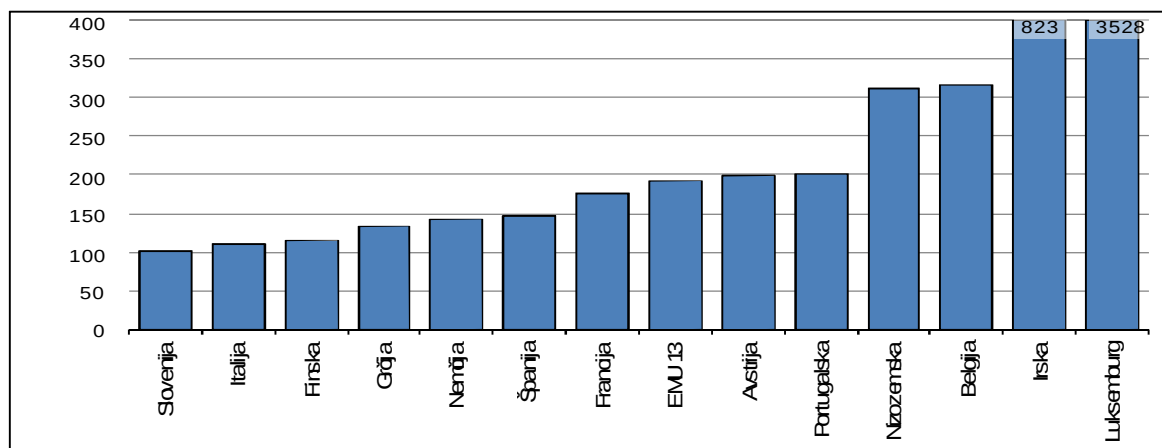


Opomba: predznak (+) pomeni neto dolžniške terjatve do tujine, predznak (-) pomeni neto zunanji dolg.

Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 75, tabela 3.11.

Slovenija je med državami evrskega območja najmanj zadolžena. Delež bruto zunanjega dolga je konec leta 2007 predstavljal 102,4 % BDP, kar je precej nižje od povprečja za evrsko območje v letu 2007 (191,8 % BDP). V obdobju 2003–2007, za katerega so na voljo podatki za evrsko območje, je bila nominalna rast zunanjega dolga v Sloveniji višja kot v povprečju evrskega območja (Slovenija 24,9 %, evrsko območje 14,2 %); pri tem se je hitreje kot v Sloveniji zunanji dolg povečeval le v Irski (za 28,7 %). Vendar pa se je ob približno dvakrat hitrejši rasti BDP v Sloveniji njegov delež glede na BDP povečal manj kot v EMU (z 52,2 % BDP na 102,4 %, v EMU s 129,0 % BDP na 191,8 %).

Slika 8: Stanje bruto zunanjega dolga v državah evrskega območja, konec leta 2007, v % BDP



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURS), 2008; Bilten Banke Slovenije 2008, str. 75, tabela 3.11. Nacionalne centralne banke evroobmočja, lastni preračuni.

Čeprav spadajo Nizozemska, Belgija, in Luksemburg na eni strani med najbolj zadolžene države v evroobmočju, pa imajo na drugi strani visoke presežke na tekočem računu plačilne bilance. Poleg tega je z vidika tveganja ključnega pomena neto finančna pozicija, torej razmerje med celotnimi terjatvami in obveznostmi do tujine. Dokler so tudi terjatve do tujine visoke, sama raven bruto zunanjega dolga ne predstavlja nujno velikega tveganja, pri čemer je pomembna tudi čim večja ročna in valutna usklajenost terjatev in obveznosti. V teh državah so po dosegljivih podatkih ta razmerja, ki so tam prisotna že vrsto let,

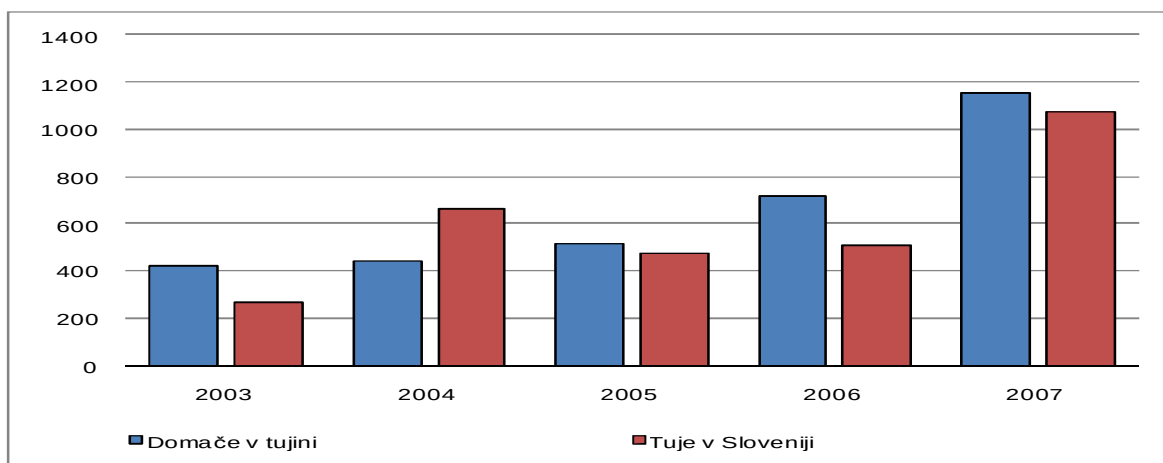
obvladljiva, torej zadolževanje samo po sebi ni nujno problematično. Pri Irski je morda tveganje nekoliko večje, saj ima primanjkljaj v tekočih transakcijah, problem utegne biti tudi naraščajoči kratkoročni dolg irskih komercialnih bank.

3.2.2.2 Drugi kapitalski tokovi

Med drugimi kapitalskimi tokovi so se v zadnjih letih precej okrepile neposredne naložbe in naložb v vrednostne papirje slovenskih vlagateljev v tujini, ki so presegale naložbe tujih vlagateljev v Slovenijo.

Neto prilivi tujih neposrednih naložb v obliki lastniškega kapitala so blažili rast bruto zunanega dolga. Čeprav so se v preteklih štirih letih začele krepiti tudi slovenske naložbe v tujini, je bilo stanje celotnih vhodnih neposrednih naložb še vedno precej višje od izhodnih.

Slika 9 : Tokovi neposrednih naložb, v mio EUR



Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 53, tabela 3.2.

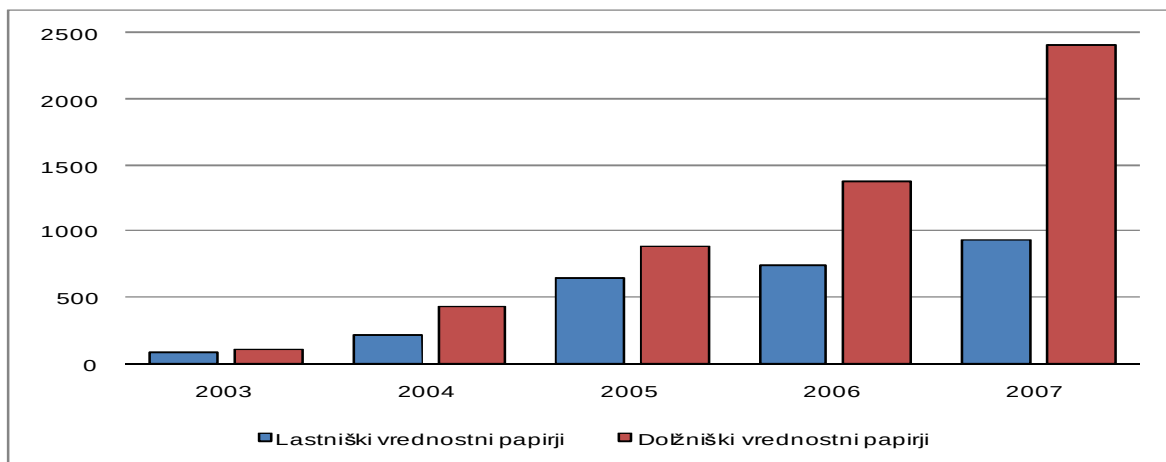
V Slovenijo so največ investirale države EU. Po razpoložljivih podatkih o neposrednih naložbah v Slovenijo po državah so v obdobju 2003–2006 naše najpomembnejše trgovinske partnerice v povprečju prispevale približno dve tretjini vseh neposrednih tujih naložb. Med slednjimi so bile najpomembnejše tuje vlagateljice Avstrija, Nemčija, Francija in Italija. Od držav članic EU, s katerimi so slovenski trgovinski tokovi skromni, je delež Nizozemske v povprečju predstavljal 5,1 % vrednosti celotnih vhodnih naložb. Od držav nečlanic EU pa je bila Švica največja vlagateljica v Slovenijo. V strukturi vrednosti tujih neposrednih naložb v Slovenijo je prevladoval lastniški kapital. Ob koncu leta 2006 je znašalo stanje lastniškega kapitala 5601,1 mio evrov. Čeprav tuji investitorji poleg kapitalskih vlaganj podpirajo tudi tekoče financiranje slovenskih podjetij s posojili in komercialnimi krediti, se je delež neto obveznosti do tujih vlagateljev v stanju celotnih tujih neposrednih naložb v preteklih dveh letih precej znižal (na 10,4 % oziroma 8,6 % v letu 2006; v letu 2003 pa je znašal 12,1 %). Večina vseh prilivov tujih neposrednih naložb je v zadnjih letih torej imela obliko lastniškega kapitala.

Slovenska podjetja imajo večino neposrednih naložb v državah na ozemlju nekdanje Jugoslavije. Padajoči delež slovenskega blagovnega izvoza na to območje nakazuje, da

Slovenija del prejšnjega izvoza nadomešča z lokalno proizvodnjo na teh trgih. Po razpoložljivih podatkih za obdobje 2003–2006 je Slovenija imela največ neposrednih naložb na Hrvaškem, in sicer kar 42,5 %. Sledijo Srbija in Črna gora, Nemčija, BiH, Poljska in Makedonija. Vrednost neposrednih naložb Slovenije v tujini je bila v povprečju sestavljena iz dveh tretjin lastniškega kapitala, tretjino pa so bile neto terjatev do tujih kapitalsko povezanih družb (razlika med terjatvami in obveznostmi med povezanimi družbami). Razmerje med lastniškim kapitalom in ostalim kapitalom se krepi in nakazuje dolgoročno zanimanje lastnikov pri financiranju svojih naložb v tujini.

Tudi pri naložbah v vrednostne papirje so naložbe slovenskih vlagateljev v tujino presegale naložbe tujih vlagateljev v Slovenijo. Na strani terjatev so se zlasti krepile naložbe zasebnega sektorja v tuje lastniške vrednostne papirje. Zlasti opazen je bil porast v letu 2005 in sicer zaradi prestrukturiranja portfelja vzajemnih skladov po odpravi omejitev glede naložb v tuje vrednostne papirje. V letu 2006 se je prestrukturiranje zaključilo, povečali pa so tudi donosi na slovenski borzi. Sproščaje likvidnosti iz naslova zapadlih blagajniških zapisov BS pa je, večinoma v prvem četrtletju leta 2007, močno povečalo naložbe slovenskih poslovnih bank v tuje vrednostne papirje, predvsem v državne obveznice evrskega območja. Tako se se izrazito okrepile portfeljske naložbe slovenskih poslovnih bank v tuje obveznice in zadolžnice ter v instrumente denarnega trga. Na strani obveznosti iz naslova vrednostnih papirjev so se zlasti v preteklih dveh letih okrepile naložbe tujcev v državne vrednostne papirje RS.

Slika 10: Tokovi portfeljskih naložb v tujino, v mio EUR

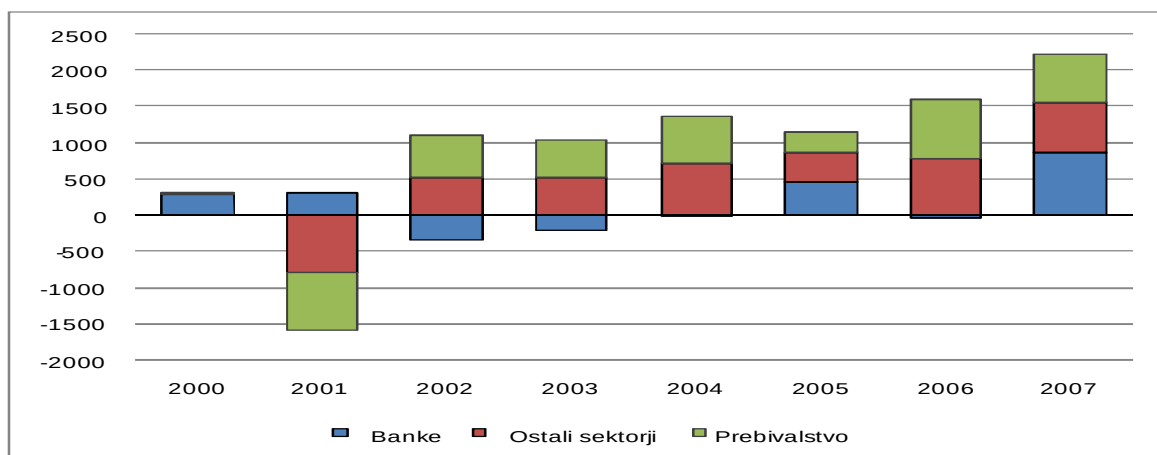


Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 54, tabela 3.2.

Pri terjatvah iz naslova ostalih naložb večino tokov sestavljajo gotovina in vloge ter posojila, dana tujini. Sektor prebivalstva ima pretežni del gotovine in vlog, kar predstavlja tisti del gotovine, ki je izven domačega bančnega sistema: i) devize, shranjene doma in ii) devize na računih v tujih bankah. Pred uvedbo evro gotovine je prebivalstvo precej deviz, ki jih je imelo doma, prineslo v banke, kjer so bile kasneje zamenjane z evrom. Od leta 2001 tokovi iz naslova gotovine in vlog prebivalstva ostajajo na relativno visoki ravni. Povečujejo se transferi nerezidentov svojim družinam in tudi nakupi rezidentov v tujini. Posledica lanske krepitve pa so bile tudi metodološke spremembe⁸.

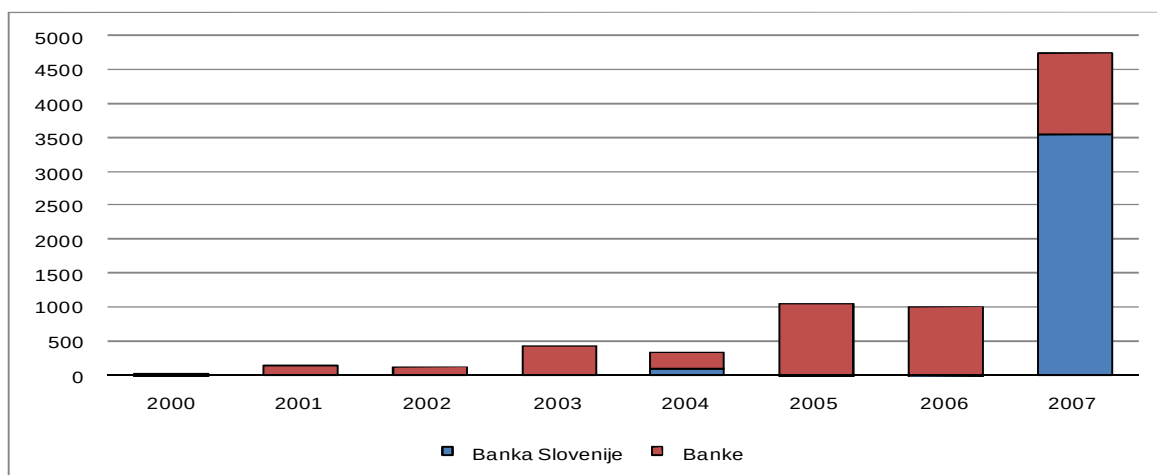
⁸ BS je leta 2007 uvedla tudi novo metodologijo ocenjevanja gotovinskih transakcij z nerezidenti, kar je močno znižalo statistično napako. Po načelu dvojnega knjigovodstva so gotovina in vloge prebivalstva protivknjižba potovanjem in dohodkom od dela. Gotovina prebivalstva se ocenjuje kot vsota razlik med gotovinskimi prilivi in odlivi iz naslova turizma in dohodkov od dela.

Slika 11: Terjatve do tujine iz naslova gotovine in vlog, tokovi v mio EUR



Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 55, tabela 3.2.

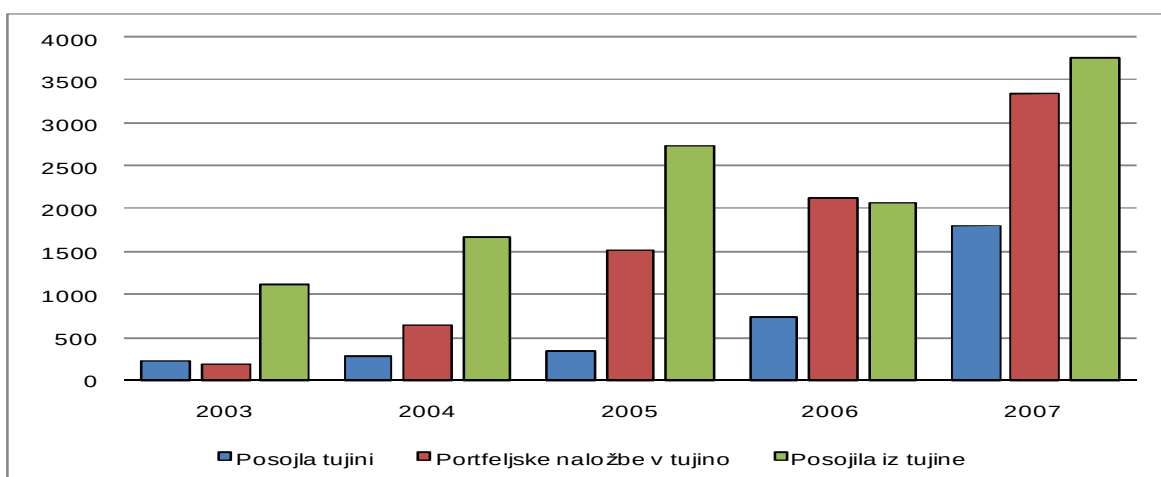
Slika 12: Obveznosti do tujine iz naslova vlog, tokovi v mio EUR



Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 56, tabela 3.2.

Financiranje tujine s posojili se je v preteklih dveh letih precej okrepilo. Pri tem so domače poslovne banke, ki so teh posojil odobrile največ, pretežno financirale države na ozemlju nekdanje Jugoslavije, domača podjetja pa države EU. Čeprav sta se po letu 2002 krepila tako obseg posojil, danih tujini kot tudi obseg portfeljskih naložb v tujino, pa sta oba še vedno v povprečju zaostajala za tokom prejetih posojil iz tujine. Kljub hitrejšemu povečevanju dolžniških terjatev Slovenije do tujine v zadnjih letih se je neto dolžniška pozicija poslabševala, neto zunanji dolg je konec leta 2007 v deležu BDP tako predstavljal 18,8 % (11 % BDP konec leta 2006).

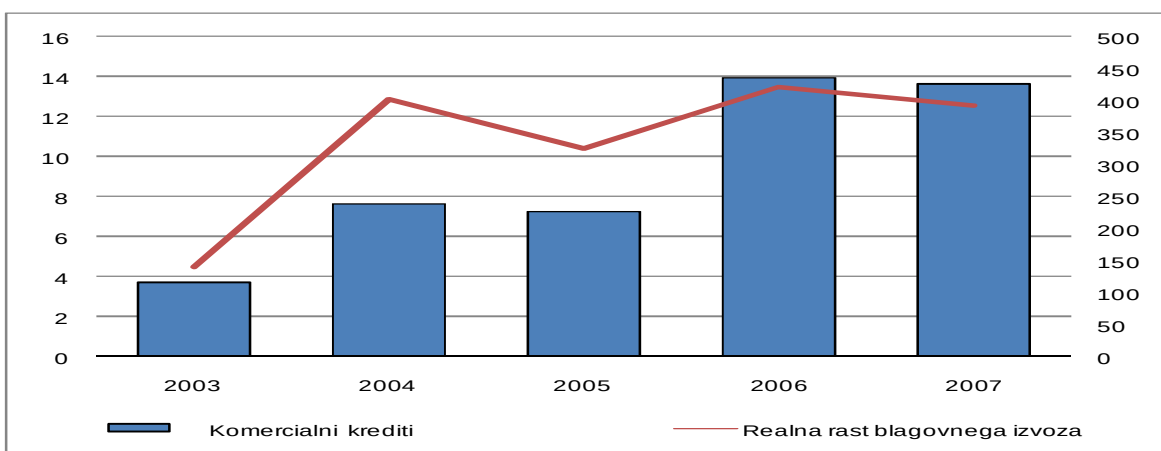
Slika 13: Tokovi posojil in portfeljskih naložb, v mio EUR



Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 54-56, tabela 3.2.

Po vstopu Slovenije v EU so se okrepili tudi tokovi kratkoročnih komercialnih kreditov, kjer so odlivi iz Slovenije presegali prilivi iz tujine. Kratkoročni komercialni krediti so precej povezani z dinamiko in strukturo blagovnega izvoza. Več kot polovica terjatev iz naslova kratkoročnih komercialnih kreditov ima Slovenija do držav EU, tretjino pa do drugih evropskih držav.

Slika 14: Kratkoročni komercialni krediti, v mio EUR in realna rast blagovnega izvoza, v %



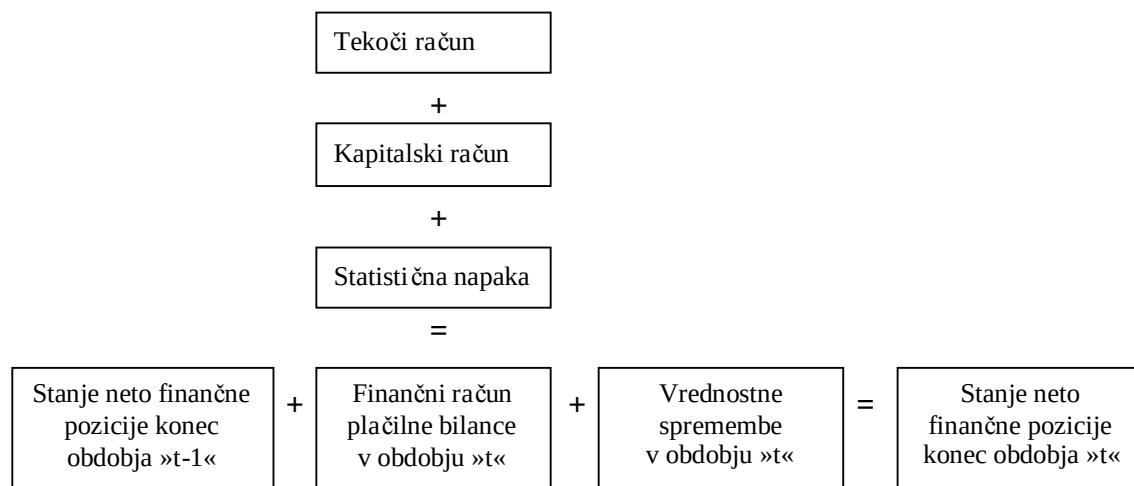
Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 55, tabela 3.2. SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURs), 2008.

3.2.3 Stanje mednarodnih naložb Slovenije

Stanje mednarodnih naložb ali neto finančna pozicija izkazuje stanje celotnih terjatev in obveznosti, ki jih ima Slovenija do tujine ob koncu vsakega leta, s strukturo, ki je enaka strukturi finančnega računa plačilne bilance. Poleg dolžniških instrumentov, ki so vključeni v bruto zunanje terjatve in bruto zunanji dolg, vključuje še terjatve in obveznosti iz lastniških razmerij. Spremembe v neto finančni poziciji med dvema zaporednima letoma so odraz transakcij v plačilni bilanci (saldo tekočega in kapitalskega računa ter neto napak in izpustitev) in kapitalskih dobičkov/izgub zaradi cenovnih, tečajnih ter drugih sprememb. Kjer se za transakcije in stanja ne uporabljajo isti viri, spremembe niso v celoti pojasnjene.

Povezanost plačilnobilančnih tokov in stanja mednarodnih naložb prikazujem v spodnjem prikazu.

Slika 15: Povezave med plačilnobilančnimi tokovi in stanjem mednarodnih naložb



Vir: lastna predstavitev.

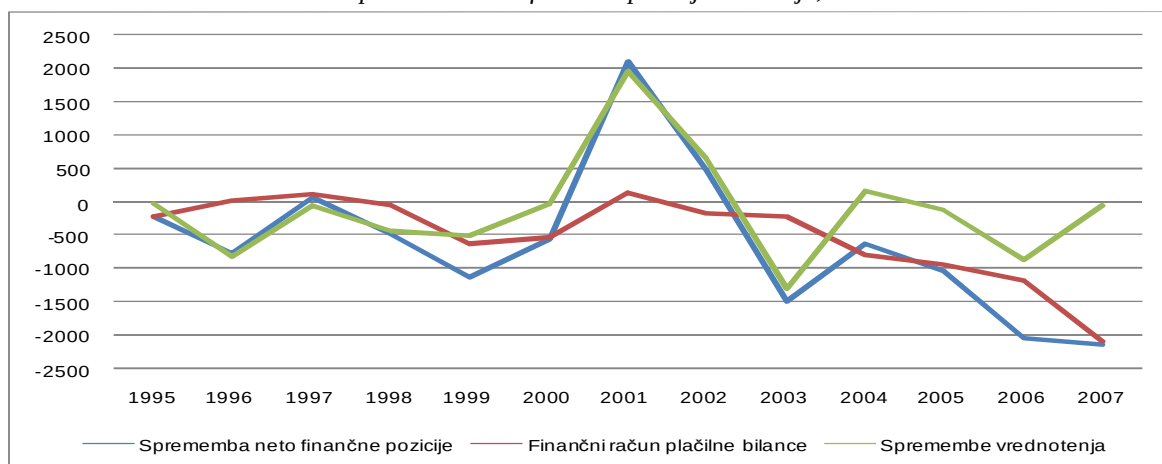
Tabela 12: Stanja in tokovi neto finančne pozicije Slovenije, v mio EUR

Leto	Stanja NFA	Sprem. (ΔNFA)	Tekoči račun	Kapitalski račun	Statistična napaka	Finančni račun	Vredn. spremem.
1994	600						
1995	360	-240	-52	-5	-149	-206	-34
1996	-419	-779	32	-1	2	33	-812
1997	-361	57	43	1	68	112	-55
1998	-842	-481	-108	-1	55	-54	-427
1999	-1.971	-1.128	-664	-1	40	-625	-503
2000	-2.546	-575	-583	4	41	-538	-37
2001	-449	2.097	38	-4	110	144	1.952
2002	27	476	247	-164	-250	-167	642
2003	-1.481	-1.507	-196	-165	150	-211	-1.296
2004	-2.125	-644	-720	-96	22	-794	149
2005	-3.172	-1.047	-561	-114	-256	-931	-115
2006	-5.213	-2.041	-857	-131	-194	-1.182	-860
2007	-7.359	-2.145	-1.641	-52	-391	-2.084	-61
Skupaj		-7.959	-5.021	-730	-752	-6.503	-1.456

Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62, tabela 3.6.1. Lastni izračuni.

Večina spremembe stanja neto finančne pozicije, in sicer okoli 80 %, je bilo v celotnem opazovanem obdobju 1995–2007 pojasnjeno s tokovi finančnega računa (vsota salda tekočega računa plačilne bilance s kapitalskim računom in statistično napako). Petina sprememb pa so predstavljale spremembe vrednotenja (valuation adjustments), zaradi tečajnih, cenovnih in drugih sprememb.

Slika 16: Spremembe neto finančne pozicije Slovenije, v mio EUR



Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62, tabela 3.6.1.

Tabela 13: Stanje mednarodnih naložb Slovenije, v % BDP

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1 Dolžniške terjatve	33,9	40,9	52,5	58,4	59,0	60,6	69,3	67,9	83,7
2 Lastniške terjatve	0,1	1,0	2,0	2,3	3,7	6,2	9,9	14,6	16,8
3 Skupne terjatve (1+2)	34,0	41,9	54,5	60,7	62,6	66,8	79,2	82,5	100,4
4 Bruto zunanji dolg	27,2	44,6	46,1	47,8	52,2	57,3	72,6	78,9	102,4
5 Lastniške obveznosti	4,5	9,3	10,4	12,8	16,3	17,4	17,8	20,7	19,9
6 Skupne obveznosti (4+5)	31,7	53,9	56,5	60,6	68,5	74,7	90,4	99,7	122,4
7 Neto zunanji dolg/terjatve (1-4)	6,7	-3,7	6,3	10,6	6,8	3,3	-3,3	-11,0	-18,8
8 Neto lastniški dolg/terjatve (2-5)	-4,4	-8,2	-8,3	-10,5	-12,6	-11,2	-7,9	-6,1	-3,2
9 Neto finančna pozicija (7+8)*	2,3	-12,0	-2,0	0,1	-5,8	-7,9	-11,2	-17,1	-21,9

Legenda: *-negativni (pozitivni) predznak v saldu pomeni neto dolžniško (upniško) finančno pozicijo.

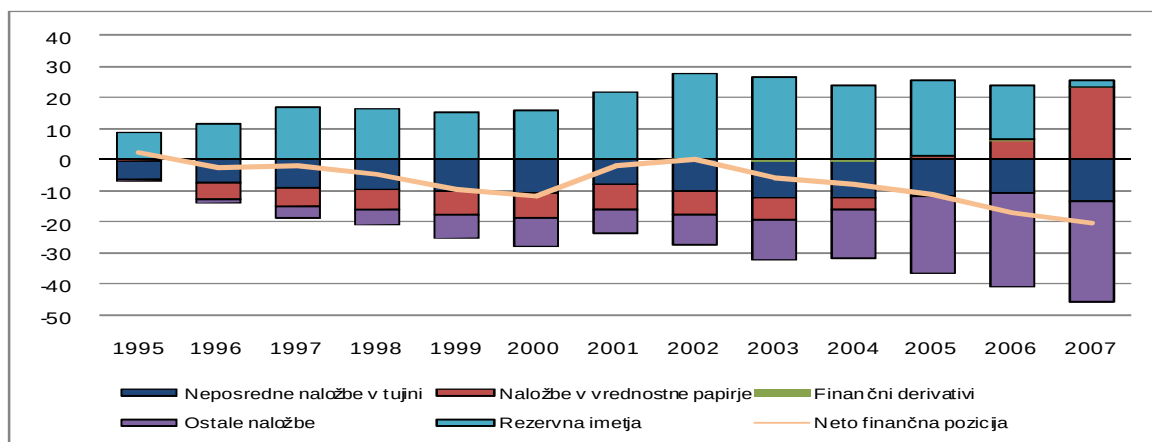
Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62, tabela 3.6.1. Lastni izračuni.

V strukturi imetij so do vstopa Slovenije v evroobmočje največji delež predstavljala rezervna imetja BS. Po liberalizaciji kapitalsko-finančnega računa plačilne bilance se krepijo portfeljske naložbe in neposredne investicije v tujino. Od leta 2000 je opazen trend povečevanja neposrednih izhodnih investicij, zlasti v države na ozemlju nekdanje Jugoslavije, od tega največ na Hrvaško. Od držav EU pa je Slovenija največ investirala na Nizozemsko, Poljsko, v Nemčijo. Pri ostalih naložbah se od vstopa v EU najbolj povečuje stanje posojil, odobrenih tujini s strani domačih poslovnih bank.

V strukturi obveznosti se je delež stanja naložb v lastniške vrednostne papirje povečeval do leta 1999, nato dve leti stagniral, leta 2002 pa se je v primerjavi z letom prej znižal. Slednje je bilo večinoma posledica odkupa portfolio lastniških deležev tujcev pri večjih prevzemih na področju predelovalnih dejavnosti in finančnega posredništva. Stanje naložb v dolžniške vrednostne papirje pa se je začelo povečevati z letom 1996, ko je državni sektor začel izdajati evroobveznice. Stanje neposrednih naložb tujcev v Slovenijo se po letu 2002, ko je bil zabeležen največji tok zaradi privatizacije NLB in Leka, trendno znižuje. V Slovenijo največ investirajo države EU, saj je bilo, po razpoložljivih podatkih, konec leta 2006 iz držav naših najpomembnejših trgovinskih partneric več kot polovico vseh neposrednih tujih naložb. Med slednjimi so bile najpomembnejše tuje vlagateljice Avstrija, Nemčija, Francija, in Italija. Od držav nečlanic je bila Švica druga največja vlagateljica (18,0 % celotnega stanja tujih neposrednih naložb). Stanje ostalih naložb predstavlja okoli

dve tretjini vseh obveznosti do tujine, po letu 2003 se močno krepi bruto zunanji dolg domačih poslovnih bank.

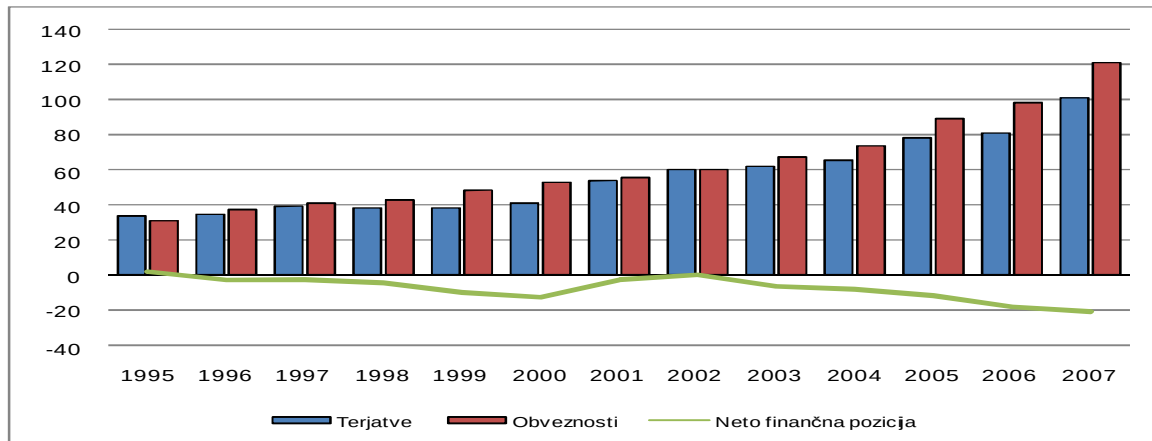
Slika 17: Struktura neto finančne pozicije po instrumentih finančnega računa, v % BDP



Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62, tabela 3.6.1. SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURS), 2008. Lastni izračuni.

V obdobju 1995–2007 je, z izjemo leta 1995 in 2002, celotno stanje mednarodnih naložb Slovenije izkazovalo neto dolžniško pozicijo, ki je bila v povprečju za 1,8 mlrd EUR večja od neto zunanjega dolga. Omenjena razlika je nastala na segmentu lastniških terjatev in obveznosti. Pri tem je šlo skoraj v celoti (96,0 %) za neto pritok lastniškega kapitala in reinvestiranih dobičkov iz naslova tujih neposrednih naložb v Sloveniji.

Slika 18: Stanje mednarodnih naložb Slovenije, v % BDP



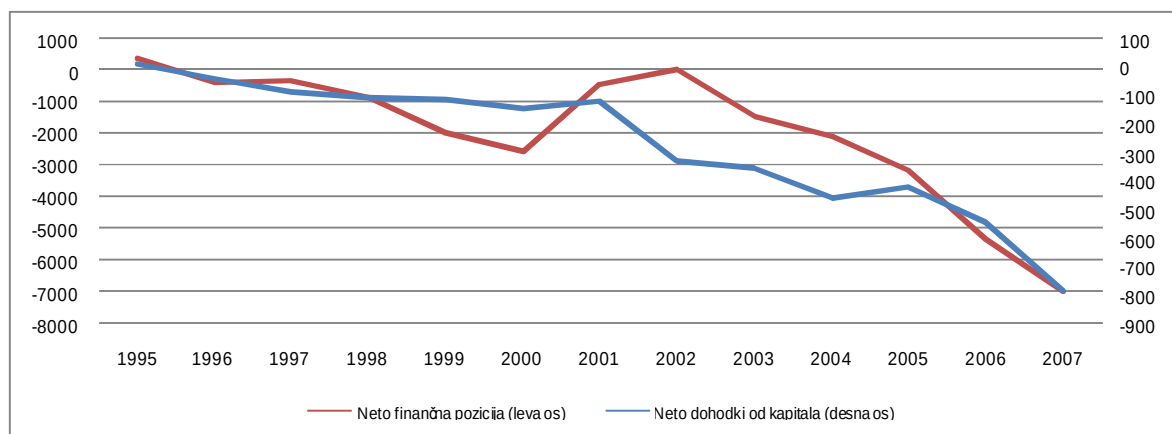
Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62, tabela 3.6.1. SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURS), 2008. Lastni izračuni.

Finančna imetja in obveznosti generirajo dohodkovni tok, ki se odraža preko neto dohodkov od kapitala kot razlika med prejemki in izdatki od kapitala (od neposrednih naložb, od vrednostnih papirjev in od ostalih naložb). Ocenjujem, da je bila v obdobju 1995–2007 implicitna nominalna stopnja donosa⁹ na imetja (2,8 %) v povprečju nižja od

⁹ Pri izračunu implicitne stopnje donosa so upoštevani tokovi v podbilanci faktorskih dohodkov v tekočih transakcijah in stanja iz mednarodnih naložb Slovenije. Prejemki in izdatki od kapitala so razvrščeni v tri skupine: od neposrednih naložb, bank in ostalih sektorjev ter banke Slovenije in državnega sektorja. Podobna razdelitev je uporabljena tudi za stanje imetij in obveznosti: neposredne naložbe doma/v tujini, ostala imetja/obveznosti bank in ostalih sektorjev in imetja/obveznosti državnega sektorja ter centralne banke. Povprečna stopnja donosa je izračunana tako, da se tok prejemkov in izdatkov od kapitala, na agregatni ravni in po posameznih skupinah, primerja s stanjem imetij in obveznosti predhodnega leta.

implicitne nominalne stopnje na celotne obveznosti (4,3 %). Na strani obveznosti so namreč prevladovala najeta posojila v tujini, na strani imetij pa (do leta 2006) devizne rezerve, sestavljene predvsem iz vlog in prvovrstnih obrestnih papirjev. Čeprav se v zadnjem času povečujeta tako obseg posojil, danih tujini kot tudi obseg portfeljskih naložb v tujino (oboje z višjimi donosi od deviznih rezerv), pa oba še vedno zaostajata za tokom prejetih tujih posojil.

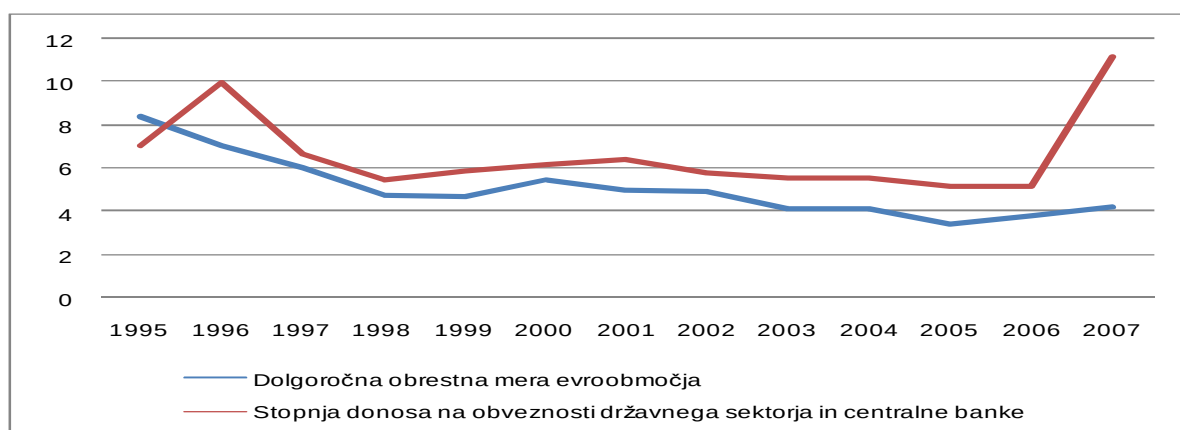
Slika 19: Neto finančna pozicija in neto dohodki od kapitala, v mio EUR



Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62, tabela 3.6.1. in str.50, tabela 3.2.

Sektorska in instrumentalna razdelitev je pokazala, da sta državni sektor in Banka Slovenije v celotnem opazovanem obdobju izkazovala pozitivne neto donose. Prejete obresti centralne banke iz tujine so presegale plačane obresti državnega sektorja v tujino, kar je bilo predvsem posledica zadostnega obsega deviznih rezerv centralne banke (39,6 % celotnih imetij), kljub nižjim donosom gotovine in vlog in prvovrstnih vrednostnih papirjev. Državni sektor je na strani imetij izkazoval le ostale terjave iz naslova ostalih dolžniških instrumentov, na strani obveznosti pa se je pretežno zadolževal z izdajo evroobveznic, deloma pa tudi z najemanjem dolgoročnih posojil.

Slika 20: Gibanje dolgoročnih obrestnih mer Evroobmočja in implicitne stopnje donosa na obveznosti državnega sektorja in Banke Slovenije, v %



Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62. OECD Economic Outlook 76, Database. Lastni preračuni.

Državni sektor v obdobju 1997–2006 tujini plačeval obresti po stopnji, ki je bila v povprečju za 1 odstotno točko višja od dolgoročne nominalne obrestne mere evroobmočja. Izrazito pa izstopata leti 1996 in 2007. V letu 1996 je Slovenija prevzela del zunanjega

dolga od bivše SFRJ v višini 523 mio EUR. V letu 2007 pa se je zaradi statistične prilagoditve ob prevzemu evra povečal kratkoročni zunanji dolg v obliki obveznosti do Evrosistema.

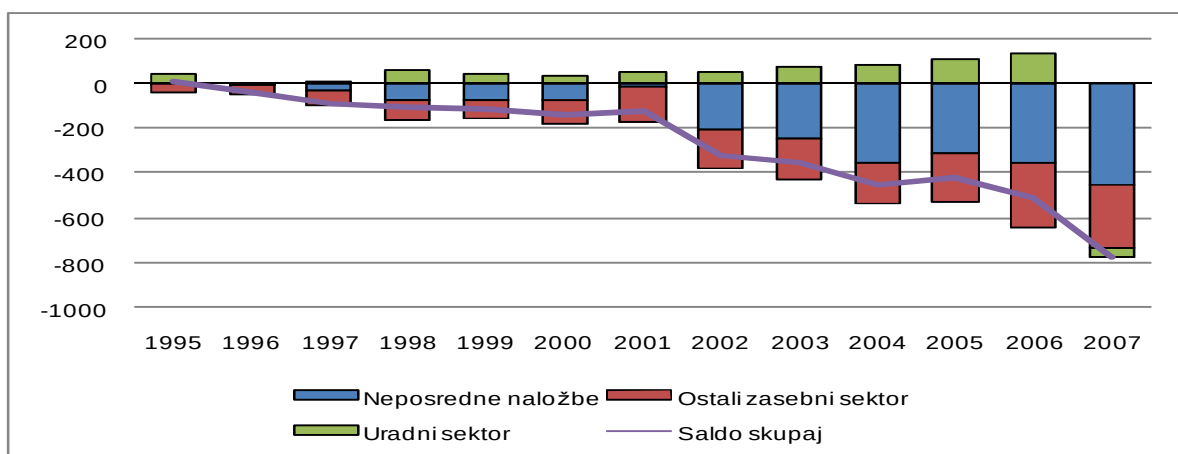
Neto donosi od neposrednih naložb (dividende in razdeljeni dobiček ter reinvestirani dobički) so bili od leta 1995 naprej negativni. Slednje je odražalo tako presežek vhodnih nad izhodnimi neposrednimi naložbami kot tudi nižjo povprečno implicitno stopnjo donosa na neposredne naložbe v tujini (1,8 %) od implicitne stopnje donosa na neposredne naložbe tujcev v Sloveniji (4,6 %). Donosi na neposredne naložbe tujcev v Slovenijo so se zlasti okrepili z letom 2002, ob privatizaciji Nove Ljubljanske banke in prodaji deleža strateškemu partnerju ter prodaji Leka. Od leta 2002 naprej so se v strukturi lastniškega kapitala precej povečali tudi reinvestirani dobički tujih vlagateljev. Struktura vrednosti neposrednih naložb Slovenije v tujini kaže, da je bilo v povprečju dve tretjini vrednosti naložb v obliki lastniškega kapitala, tretjino pa je predstavljal ostali kapital kot neto terjatve do kapitalsko povezanih družb. Struktura vrednosti tujih neposrednih naložb v Sloveniji pa je bila sestavljena iz 76,1 % lastniškega kapitala in 23,9 % neto zadolženosti do tujih vlagateljev. Na strani imetij se je glede na obveznosti tako odražal večji dolgoročni interes investitorjev preko dolžniškega financiranja svojih kapitalsko povezanih podjetij. Slednje potrjuje tudi zadolevanje povezanih oseb,¹⁰ ki so se od vseh sektorjev zadolževale najmanj. Delež povezanih oseb v celotnem bruto zunanjem dolgu, ki se je začel zmanjševati z letom 1997, je ob koncu leta 2007 predstavljal 6,3 % celotnega bruto zunanjega dolga. V tem so se dolžniške obveznosti do neposrednih investitorjev povečevale hitreje kot dolžniške obveznosti do povezanih podjetij. Donosi neposrednih tujih naložb so zlasti v preteklih dveh letih precej visoki (9 %), kar pomeni dodaten pritisk na bruto nacionalno razpoložljivi dohodek Slovenije.

Ostali neto donosi privatnega sektorja (donosi poslovnih bank in ostalih sektorjev brez donosov iz naslova neposrednih naložb ter donosov državnega sektorja in centralne banke iz naslova naložb v vrednostne papirje in iz naslova ostalih naložb) so v celotnem opazovanem izkazovali negativno vrednost. Večino imetij v tej skupini so izkazovali drugi sektorji, zlasti podjetja, in sicer v obliki kratkoročnih komercialnih kreditov, ki so bili povezani z dinamiko gospodarske rasti in mednarodne menjave blaga in storitev. Implicitna stopnja donosa posojil, ki so občutljiva na spremembe obrestnih mer, je v povprečju znašal 3,8 %, implicitna stopnja donosa na posojila, dana tujini pa je bila nekoliko nižja (2,7 %).

Negativni neto donosi iz naslova neposrednih naložb in ostalih naložb privatnega sektorja so v opazovanem obdobju presegali pozitivne donose državnega sektorja in Banke Slovenije. Upošteva gibanje vseh neto donosov po sektorjih in instrumentih so dohodki od kapitala v povprečju izkazovali primanjkljaj, ki se je povečal z letom 2002. Takrat se zlasti povečal tok reinvestiranih dobičkov tujih vlagateljev, deloma pa tudi neto plačila bresti bančnega sektorja na zadolževanje v tujini (glej Sliko 21 na naslednji strani).

¹⁰ Povezane osebe so pravne osebe, kapitalsko povezane z nerezidenti, ki so lastniki 10 % ali več kapitala.

Slika 21: Saldo dohodkov od kapitala po posameznih sektorjih, v mio EUR



Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str.50, tabela 3.2.

3.2.3.1 Analiza značilnosti sprememb v strukturi mednarodnih naložb Slovenije

Konceptualni okvir spremembe stanja neto finančne pozicije države tako zapišemo s sledečo identiteto (Lane in Milesi-Ferretti, 2004, str. 6):

$$B_t - B_{t-1} = CA + KA + EO + KG, \quad (33)$$

kjer posamezne oznake pomenijo:

B – stanje neto finančne pozicije,

CA – saldo tekočega računa plačilne bilance,

KA – kapitalski račun plačilne bilance,

EO – neto napake in izpustitve,

KG – vrednostne prilagoditve (neto kapitalski dobički kot razlika med spremembo stanja neto finančne pozicije med letom t in $t-1$ ter finančnimi tokovi v letu t).

Gornja enačba kaže, da na spremembe v stanju neto finančne pozicije vplivajo različni dejavniki in sicer:

- saldo menjave blaga in storitev, s tekočimi transferji in neto dohodki od dela,
- neto dohodki od kapitala,
- kapitalski račun ter napake in izpustitve,
- cenovne, tečajne in druge spremembe (učinek v tečajnih sprememb na stanje neto finančne pozicije v predhodnem letu, učinek gospodarske rasti na stanje neto finančne pozicije v predhodnem letu, kapitalski dobički ali izgube ter drugi dejavniki).

Tabela 14: Struktura sprememb neto finančne pozicije Slovenije, v % BDP

Leto	ΔNFA	Bgst	Invest. inc.	KA	EO	KG	Učin. realne rasti BDP	Učin. cen	Učin. deviz. tečaja	Ostale spr. vredn.
1995	-2,6	-0,4	0,1	0,0	-0,9	-0,9	-0,2	-0,9	-0,2	0,8
1996	-4,9	0,5	-0,3	0,0	0,0	-5,2	-0,1	0,0	-0,2	0,4
1997	0,5	0,8	-0,5	0,0	0,4	-0,6	0,1	0,0	0,2	0,1
1998	-2,4	0,0	-0,6	0,0	0,3	-2,4	0,1	0,1	0,0	0,1
1999	-5,2	-2,7	-0,6	0,0	0,2	-3,0	0,2	0,1	0,2	0,3
2000	-2,2	-2,1	-0,7	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,1	0,8	-0,7
2001	10,0	0,7	-0,6	0,0	0,5	8,7	0,4	0,3	0,7	-0,7
2002	2,1	2,4	-1,4	-0,7	-1,0	3,2	0,1	0,1	0,1	-0,7
2003	-6,0	0,6	-1,4	-0,7	0,6	-5,5	0,0	0,0	0,0	0,4
2004	-2,1	-1,0	-1,7	-0,4	0,1	0,7	0,2	0,1	0,1	-0,2
2005	-3,3	-0,5	-1,5	-0,4	-0,9	-0,8	0,3	0,1	0,1	0,3
2006	-5,9	-1,1	-1,7	-0,4	-0,6	-2,9	0,6	0,2	0,0	0,1
2007	-4,8	-2,6	-2,3	-0,2	-1,2	0,1	1,0	0,6	0,0	-0,3
Skupaj	-26,9	-5,3	-13,1	-2,7	-2,4	-8,7	3,1	0,7	1,7	-0,1

Legenda: ΔNFA – sprememba neto finančne pozicije,

Bgst – vsota salda blagovno-storitvene menjave, salda tekočih transferjev in salda dohodkov od dela;

Invest. income – saldo dohodkov od kapitala;

KA – Kapitalski račun; EO – Neto napake in izpustitve; KG – Kapitalski dobički/izgube;

Znak (minus) plus pomeni, da posamezni dejavnik (poslabša) izboljša stanje neto finančne pozicije.

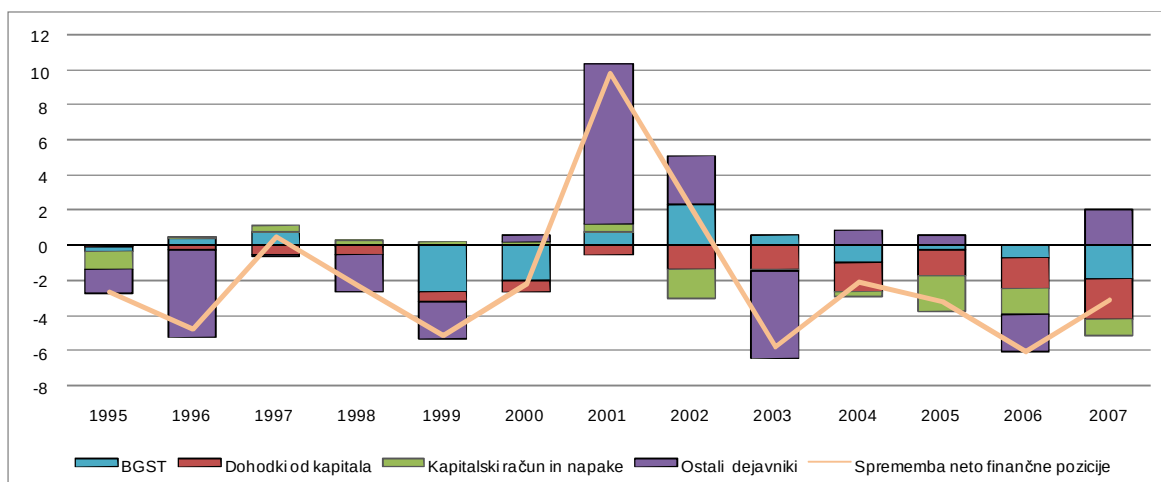
Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62, tabela 3.6.1. Lastni izračuni.

Neto finančna pozicija Slovenije se je precej poslabšala po liberalizaciji kapitalsko-finančnega računa in vstopu Slovenije v EU. Potem ko je v letu 2002 izkazovala rahel presežek (0,1 % BDP), je v letu 2007 njen primanjkljaj znašal 21,9 % BDP. Takšen kumulativni primanjkljaj (-22,0 % BDP) je bil večinoma posledica finančnih tokov oz. primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance, deloma zaradi neto kapitalskih izgub, deloma pa zaradi kapitalskega računa ter statistične napake.

Po presežku konec leta 1994 v vrednosti 600 mio EUR je stanje neto finančne pozicije Slovenije konec leta 2007 izkazovalo primanjkljaj v vrednosti 7,4 mlrd EUR. Stanje neto finančne pozicije se je tako v obdobju 1995–2007 poslabšalo za 7,9 mlrd EUR. Kumulativni primanjkljaj (-26,9 % BDP) je bil večinoma posledica finančnih tokov oz. primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance (-18,4 %). Pri tem je bil skromen kumulativni primanjkljaj v saldu menjave s tujino, skupaj s saldonom tekočih transferjev in neto dohodkov (-5,3 %). Povečani negativni neto donosi iz naslova neposrednih tujih naložb in dolgoročnega zadolževanja v tujini so posledično poslabšali podbilanco dohodkov od kapitala, ki je izkazovala relativno visok kumulativni primanjkljaj (-13,1 % BDP). Rast primanjkljaja v stanju mednarodnih naložb pa je nekoliko ublažil pozitivni učinek gospodarske rasti (3,1 % BDP). K povečanju neto dolžniške pozicije pa so nekoliko prispevali kapitalski račun ter neto napake in izpustitve. Prvi se je poslabšal večinoma zaradi odpisov dolga ostalih sektorjev tujini po letu 2002, medtem ko je bila statistična napaka bolj posledica variabilnosti kapitalskih tokov.¹¹

¹¹ Uvedba Intrastata in prilagoditev avtomatske obdelave podatkov spremembam carinske zakonodaje sta začasno poslabšala kakovost podatkov blagovne menjave. Podobne težave so imele ob vključitvi v EU tudi »stare« države članice. Glede na visok delež blaga (izvoz in uvoz predstavljata vsak približno 80% prilivov oziroma odlivov tekočih transakcij) se je slabša kakovost odrazila tudi na podatkih salda tekočega računa

Slika 22: Vpliv plačilnobilančnih tokov na spremembo neto finančne pozicije Slovenije, v % BDP



Legenda: BGST - saldo blagovno-storitvene menjave, vključujoč še saldo tekočih transferov in saldo dohodkov od dela. Ostali dejavniki skupaj: kapitalski dobički, učinek gospodarske rasti, cen in tečaja ter druge spremembe.

Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62, tabela 3.6.1. Lastni izračuni.

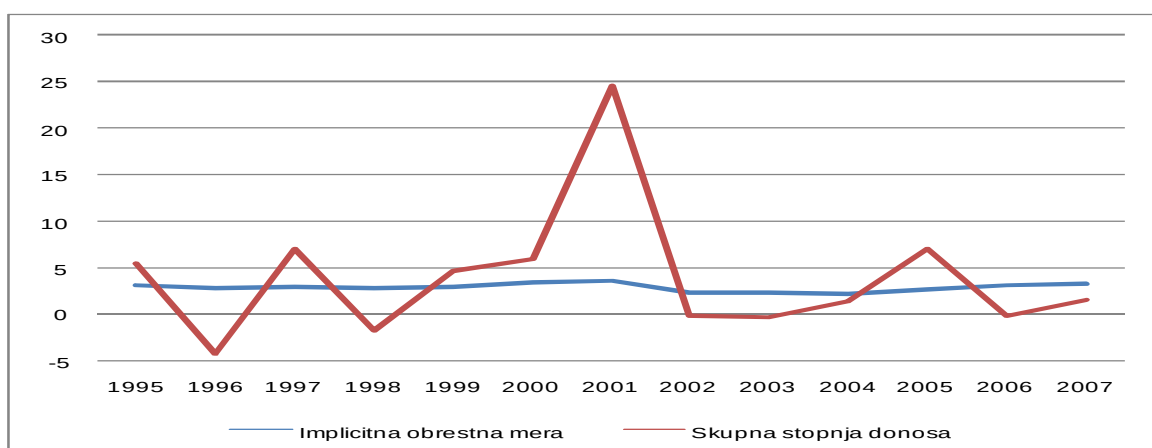
Čeprav so spremembe vrednotenja stanj imetij in obveznosti (valuation adjustments) zaradi tečajnih, cenovnih in drugih sprememb, pomembno vplivale na posamezno letno spremembo neto finančne pozicije, pa je bil njihov kumulativni učinek relativno skromen. Kapitalski dobički in izgube so se namreč v celotnem opazovanem obdobju približno pobotali. Skupna stopnja donosov (rate of return)¹² je bila v povprečju bolj volatilna kot pa stopnje donosov na kapital v bilanci faktorskih dohodkov. Slednje odraža dejstvo, da je imel večji delež donosov neposrednih naložb in naložb v vrednostne papirje obliko kapitalskih dobičkov, le v manjši meri pa dohodkov od kapitala iz naslova tekočih transakcij. V letu 2001 so bili doseženi visoki kapitalski dobički na imetja iz naslova ostalih naložb, medtem ko so bili v letu 2003 izkazani visoki kapitalski dobički za tuje investitorje v Sloveniji iz naslova neposrednih naložb.¹³ Zaradi razlike med knjigovodsko in tržno vrednostjo Leka so se precej povečali neto kapitalski dobički tujih investorjev (za 814,6 mio EUR). Primanjkljaj neto finančne pozicije iz naslova neposrednih naložb leta 2003 se je v primerjavi z letom prej povečal za 663,8 mio EUR (na 3.166,5 mio EUR).

plačilne bilance. Po končnih podatkih in reviziji plačilne bilance v septembru 2006, za obdobje 2002–2005, pa se je kvaliteta podatkov v tekočih transakcijah izboljšala. Statistična napaka je bila bolj posledica precenjenega izvoza kapitala kot pa precenjenega primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance.

¹² Celotna stopnja donosa je izračunana tako, da se v tekočem letu vsota tokov dohodkov od kapitala in kapitalskega dobička tekočega leta primerja s stanjem terjatev (obveznosti) v predhodnem letu.

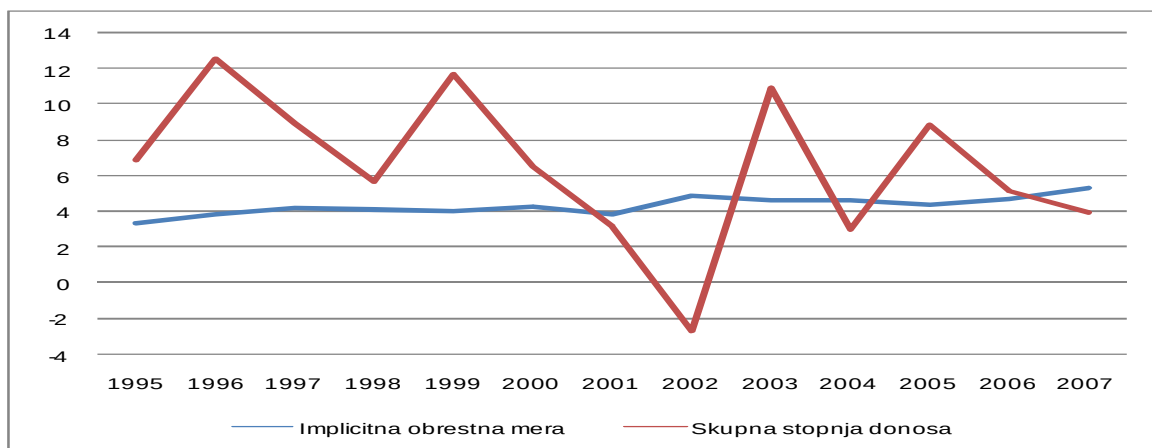
¹³ Neposredne naložbe se vrednotijo po dveh načelih. Transakcije (tokovi) se zbirajo na osnovi plačilnega prometa in so torej tržne, medtem ko so stanja neposrednih naložb izkazana po knjigovodskih vrednostih enkrat letno. ECB v letu 2008 uvaja vrednotenje po tržni vrednosti za tista podjetja, ki kotirajo na borzi, za ostala podjetja pa po knjigovodski vrednosti.

Slika 23: Skupna stopnja donosa in implicitna obrestna mera na imetja, v %



Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62, tabela 3.6.1. in str. 50, tabela 3.2. Lastni izračuni.

Slika 24: Skupna stopnja donosa in implicitna obrestna mera na obveznosti, v %

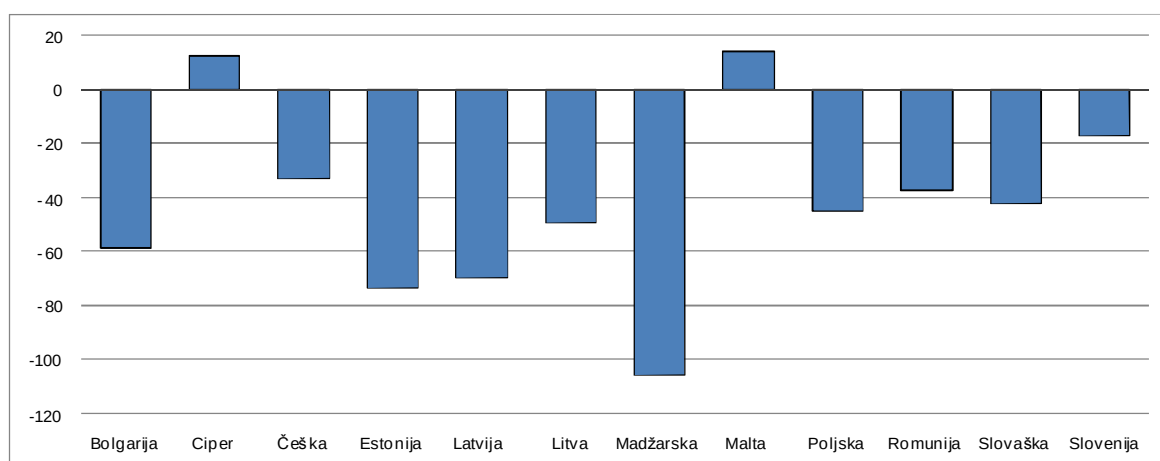


Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62, tabela 3.6.1. in str. 50, tabela 3.2. Lastni izračuni.

Pozitivni učinek deviznega tečaja glede na stanje neto finančne pozicije v opazovanem obdobju je bil relativno skromen (1,7 % BDP). Ker so v valutni strukturi tako celotnih finančnih terjatev kot tudi obveznosti prevladovali evri, je bilo slednje posledica relativno stabilnega tečaja evra, ki je v opazovanem obdobju v primerjavi s tolarjem realno apreciiral le za 0,3 %.

Kljub primanjkljaju ob koncu leta 2007 (21,9 % BDP) je bila neto finančna pozicija Slovenije relativno ugodna v primerjavi z nekaterimi novimi članicami EU, ki so konec leta 2006 izkazovale velike primanjkljaje, merjene kot delež v BDP (glej Sliko 25 na naslednji strani).

Slika 25: Stanje neto finančne pozicije v novih članicah EU konec leta 2006, v % BDP



Vir: Nacionalne centralne banke držav EU, lastni izračuni.

3.2.4 Denarna politika in politika deviznega tečaja

Realni efektivni tečaj tolarja je v obdobju 1993–2003 v povprečju letno apreciiral po 2-odstotni stopnji. Pri zagotavljanju stabilnosti nacionalne valute so bili cilji centralne banke usmerjeni predvsem na ožji denarni agregat. V prvem obdobju torej (1992–1995) je denarna politika delovala v okviru denarnega sidra, saj je bil neposredni cilj centralne banke določanje rasti ožjega denarnega agregata M1 in sicer z določitvijo rasti primarnega denarja. Omenjeno delovanje monetarne politike je bilo uspešno pri zniževanju stopnje inflacije, ki se je močno znižala (od 207,3% v letu 1992, na 13,7% v letu 1995). Drsenje tečaja je Banka Slovenije uravnavala z intervencijami na deviznem trgu in sterilizacijo, s katero je poskušala oblažiti pritiske zaradi velikih presežkov na tekočem računu, zlasti v obdobju 1992–1994. Zaradi visokih stroškov pa je bila centralna banka omenjeno aktivnost primorana zmanjšati¹⁴.

V obdobju 1996–2001 je denarna politika delovala v okviru dvojnega ciljanja, tako primarnega denarja kot tudi (nominalnega) deviznega tečaja, čeprav so se denarni agregati uporabili kot vmesni in operativni cilj. Tretja sprememba delovanja denarne politike leta 2001 pa je bila povezana s še vedno relativno visoko ravniyo inflacije glede na države EU. Ob dejstvu, da je povezava med denarno politiko in denarnim agregatom M3 in M3 ter inflacijo kot končnim ciljem dolgoročna, je BS je za doseganje dolgoročnega inflacijskega cilja poleg širokega denarnega agregata začela uporabljati še druge kazalnike¹⁵.

Sistem uravnavano drsečega deviznega tečaja je bil dejansko modificiran na osnovi temeljnih ciljev denarne politike (Capriolo in Lavrač, 2003). Tako je bil v obdobju 1991–

¹⁴ Intervencije BS na finančnem trgu so bile zelo drage, saj je presežek prihodkov nad odhodki BS upadel s 17 mlrd SIT leta 1993 (1,2% BDP) na 1 milijardo SIT leta 1994. V prvi polovici 1995 je BS imela primanjkljaj zaradi stroškov sterilizacije iz predhodnega leta, zato je omejila svoje intervencijske in sterilizacijske ukrepe (OECD Gospodarski pregledi, Slovenija, 1997, str. 46).

¹⁵ Skladno z novo strategijo, ki jo je sprejela BS novembra 2001, temelji izvajanje denarne politike na dveh stebrih. Prvi steber sestavlja količina denarja v obtoku oziroma skupina kazalnikov, ki ga pojasnjujejo. Ti so: likvidnost bančnega sistema, gibanje kratkoročnih obrestnih mer, sestava denarnih agregatov in kreditna aktivnost bank. Drugi steber denarne politike upošteva širši spekter informacij, kazalnike pa predstavljajo plačilna bilanca, obrestne mere v tujini in obrestni razmik, devizni tečaj, plače in rast nadzorovanih cen.

1995 devizni tečaj prosto padajoč (freely falling regim) ob značilnem visokem valutnem tveganju. Z letom 1996 je sistem deviznega tečaja postal pasivno fleksibilen (passive crawling exchange rate regime). V letu 2001 pa je bil uveden sistem aktivnega uravnavanja drsenja deviznega tečaja (activ crawling exchange rate regime). Skupna značilnost delovanja denarne politike v omenjenih obdobjih je bil nadzor kapitalskih pritokov, in sicer z namenom zniževanja stroškov implementacije denarne politike. Omenjena diskrecijska politika pa je bila, ob neprilagajanju obrestnih mer, precej občutljiva na šoke s strani deviznega tečaja.

Tečaj tolarja se je v sistemu uravnavanega drsečega tečaja oblikoval na osnovi ponudbe in povpraševanja po devizah. V obdobju 1992–1994, ko so bili kapitalski tokovi obvladljivi, je bila presežna ponudba deviz večinoma posledica presežka na tekočem računu plačilne bilance. V obdobju zunanjega ravnotežja, v letih 1995–1997, je presežna ponudba deviz izhajala iz neto kapitalskih prilivov. Medtem ko je bilo za obdobje relativno visokega primanjkljaja na tekočem računu (1998–2000) povečanje deviznih rezerv skromnejše. Neto finančni tok iz tujine je v letu 1999 predstavljal 2,9% BDP in ni v celoti pokrival primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance (3,3% BDP). Ob omenjenem gibanju salda celotne plačilne bilance je BS v letu 1999 izdatneje prodajala devize bankam, da je zagotavljala njihovo likvidnost, in s tem umikala denar iz obtoka (demonetizacija). Demonetizacija se je, zaradi usihanja pritokov na kapitalskem računu in poslabševanja salda tekočega računa plačilne bilance, pričela v drugi polovici leta 1997. Ker se je ob tem hkrati ustvarjala ponudba kreditov, je količina denarja v obtoku kljub temu naraščala. Spremembe v deviznih rezervah in količini denarja v obtoku so vplivale tudi na oblikovanje deviznega tečaja DEM pri BS. V obdobju od tretjega četrletja 1997 do konca leta 1999 je bilo kar 93,7% variabilnosti gibanja tečaja DEM pri BS pojasnjenega z gibanjem količine denarja v obtoku (agregata M1) in z gibanjem deviznih rezerv.

Tabela 15: Oblikovanje mednarodnih denarnih rezerv Banke Slovenije, tokovi v mio EUR

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Sa TR	-52	32	43	-108	-664	-583	38	247	-196	-720	-561	-857	-1.641
Neto tok	232	431	1.098	254	576	770	1.401	1.638	460	464	750	-424	1.502
Rezerve	181	463	1.141	146	-88	187	1.439	1.885	264	-256	189	-1.281	-140

Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 48, tabela 3.2.

V obdobju 2001–2003 so bili povprečni letni kapitalski tokovi od vseh opazovanih podobdobj najmočnejši, k oblikovanju deviznih rezerv pa so prispevali tudi presežki v tekočih transakcijah. Skupne devizne rezerve (poslovnih bank in centralne banke) so se v povprečju povečale za 998 mio EUR. Zaradi večje ponudbe deviz je BS z intervencijami na deviznem trgu uravnavala drsenje tečaja. Nominalna depreciacija efektivnega tečaja tolarja se je trendno upočasnila in je tudi prispevala k upočasnitvi inflacije. Veliki plačilnobilančni pritoki so bili značilni zlasti za leti 2001 in 2002. V letu 2001 (večinoma v zadnjem četrletju) je selitev tuje gotovine prebivalstva v bančni sistem, kot posledica prilagoditve gotovinskega portfelja pri prehodu na evro, predstavljala kar 42% neto finančnega toka in s tem pomembno vplivala na gibanje deviznega tečaja. Tudi v letu 2002 se je neto pritok kapitala močno okreplil zlasti ob privatizaciji Nove Ljubljanske banke in prodaji deleža strateškemu partnerju, največji pritok tujih neposrednih naložb doslej pa je bil izkazan ob prodaji Leka (781,5 mio EUR). V letu 2003 pa je ob skromnih

plačilnobilančnih pritokih, tako na tekočem računu kot kapitalsko-finančnem računu BS na deviznem trgu intervenirala le občasno in tako signalizirala željeno rast deviznega tečaja¹⁶. Obseg kapitalskih tokov se po liberalizaciji kapitalsko-finančnega računa in vstopu Slovenije v EU povečuje.

Delovanje monetarne politike BS od vstopa v mehanizem menjalnih tečajev ERM II pa do prevzema evra je bilo osredotočeno na stabiliziranje nominalnega tečja tolarja do evra. Ker so bila odstopanja tržnih deviznih tečajev centralne paritete majhna, centralna banka ni tečajno intervenirala (razen prvi mesec po vstopu v ERM).

Tabela 16: Uporaba instrumentov denarne politike in politike deviznega tečaja, stanja v mrd SIT

	Stanje 2004	Stanje 2005	Q1 2006 povprečje	Q2 2006 povprečje	Q3 2006 povprečje	Q4 2006 povprečje	Stanje 2006
Instrumenti denarne politike							
Tolarski blagajniški zapisi	266.588	525.184	617.336	622.942	517.042	524.044	402.381
Dolgoročni depozit	156.730	203.490	203.490	203.490	203.490	203.490	203.490
Kratkoročni depozit	0	0	0	0	0	11.683	26.870
Depozit čez noč	4.800	1.500	893	1.407	1.835	7.113	95.159
Lombardno posojilo	0	0	13	23	0	0	0
Začasni odkup vredn. papirjev	0	0	228	1.156	0	699	0
Rezerve kreditnih institucij			79.717	81.369	81.838	82.041	
Obvezne			79.456	80.860	81.145	80.210	
Presežne			261	509	692	1.832	
Instrumenti politike dev. tečaja							
Začasni odkup deviz za 7 dni	225.716	164.766	177.274	149.095	15.109	2.552	0
Začasna prodaja deviz za 7 dni	479	4.791	1.930	0	947	6.512	0
<i>Memo:</i>							
Blagajniški zapisi v tujem denarju	503.324	325.943	289.135	240.225	175.407	81.847	32.629
Prejete vezane vloge države	124.725	0	0	0	0	0	0

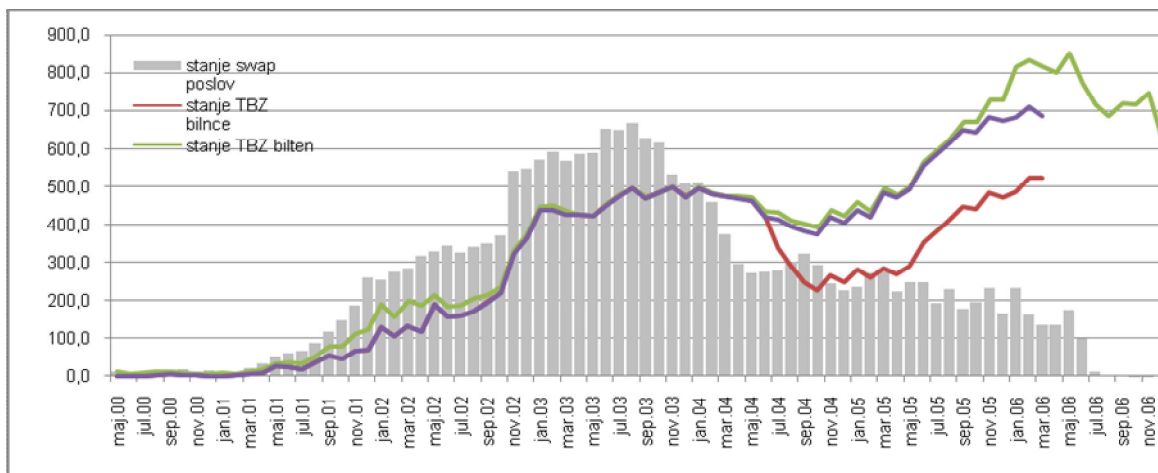
Vir: Letno poročilo Banke Slovenije leto 2005 in 2006.

¹⁶ Mehanizem tečajne intervencije temelji na osnovi dogovora, ki ga je BS sklenila s poslovnimi bankami leta 2000. V skladu s tem dogovorom sklepajo poslovne banke posle na deviznem trgu po tečaju, ki ga signalizira centralna banka. Le-ta poslovnim bankam stalno omogoča 7-dnevno začasno prodajo ali nakup deviz.

Slovenija je do prevzema evra imela presežek likvidnosti denarnega trga. Ker poslovne banke niso potrebovale dodatne likvidnosti, sta bila instrumenta za izdajanje primarnega denarja redkeje uporabljena (lombardno posojilo in začasni odkup vrednostnih papirjev). Večji del presežne likvidnosti je BS umikala s prodajo tolarskih blagajniških zapisov. Zaradi načrtovanega vstopa Slovenije v evroobmočje je tako BS postopoma prilagajala instrumente monetarne politike instrumentom, ki jih ima ECB. Tolarske blagajniške zapise je nadomeščala z dolgoročnimi depoziti. Postopno je sprostila minimalno predpisano devizno likvidnost, ki so jo banke in hranilnice naložile v dolgoročnih tolarskih depozit. Dokončno je BS odkupila devize od bank iz naslova sedemdnevnega swap posla. Zaradi omenjenih spremembe instrumentov monetarne in tečajne politike, se je stanje tolarskih blagajniških zapisov ob koncu leta 2006 precej višje od stanja blagajniških zapisov v tujem denarju.

Zagotavljanje stabilnega tečaja preko swap poslov pred vstopom v EMU je zahtevalo veliko vpetost poslovnih bank v operacije centralne banke, zaradi česar so poslovne banke relativno manj pozornosti namenjale razvoju drugih oblik poslovanja, to pa je imelo negativen vpliv tako na razvoj finančnega sektorja kot tudi na gospodarsko rast (Jazbec in Masten, 2004, str. 95). V drugi polovici leta 2004 se je stanje swap poslov sicer pričelo zmanjševati, vendar je Banka Slovenije z namenom odložitve povečanja likvidnosti zaradi zapadlosti tolarskih blagajniških zapisov na obdobje po prevzemu evra bankam pričela ponujati dolgoročni depozit z obrestno mero, ki je za dve desetinki odstotne točke višja kot za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise, s tem pa je nadomestila približno dve tretjini zmanjšanja swap poslov. To pa je pomenilo nadaljevanje izrinjanja drugih naložbenih aktivnosti bank in zaviranje poglobljanja finančnega sektorja.

Slika 26: Stanje swap poslov in tolarskih blagajniških zapisov, v mio SIT



Vir: Letno poročilo Banke Slovenije leto 2005 in 2006.

Slovenija je s prevzemom evra postala tudi članica Evrosistema,¹⁷ na katerega se je prenesla monetarna politika Banke Slovenije. Z vstopom v evroobmočje so se pogoji

¹⁷ Evrosistem je od 1. januarja 1999 odgovoren za določanje in izvajanje skupne denarne politike evroobmočja. Sestavljajo ga ECB in centralne banke držav, ki imajo skupno valuto evro. Glavni cilj ECB je ohranjanje cenovne stabilnosti. Poleg glavnega cilja obstajajo še drugi pomembni cilji, kakršni so: devizni tečaj, obrestna mera, nominalna rast BDP, denarni agregat M3 itd. S prenosom monetarne politike Banke Slovenije na Evrosistem se je spremenila statistična definicija mednarodnih denarnih rezerv, uporabljajo pa se tudi drugačni denarni instrumenti. Slovenija po priporočilih Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB) poleg monetarnega zlata, rezervne pozicije pri IMF in posebnih pravic črpanja prikazuje le tisti del

zadolževanja in naložb slovenskih bank pri evropski centralni banki izenačili s pogoji ostalih bank evroobmočja. Uporabljajo se instrumenti ECB, ki pa na pasivi svoje premoženjske bilance nima blagajniških zapisov. Slednji so namreč s prevzemom evra izgubili pomen kot instrument denarne politike BS.

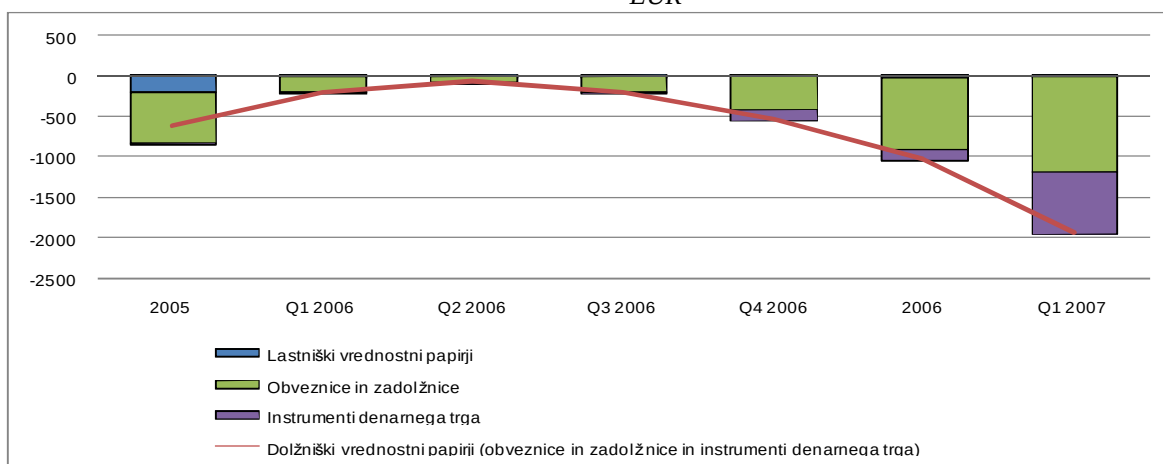
Stanje blagajniških zapisov BS in dolgoročnega depozita se je zato postopoma zniževalo tako, da so domače poslovne banke del kapitala preusmerjale v tuje vrednostne papirje, predvsem v državne obveznice evroobmočja. Donosnost instrumentov ECB je bila dokaj nizka, domače kreditno povpraševanje je bilo namreč premajhno za vso likvidnost, ki se je sproščala z blagajniškimi zapisi. V prvem četrtletju leta 2007 so se tako izrazito okrepile portfeljske naložbe slovenskih poslovnih bank v tuje obveznice in zadolžnice (za 1.173,6 mio EUR) ter v instrumente denarnega trga (za 761,4 mio EUR). Sproščena likvidnost iz blagajniških zapisov je sicer povečala likvidnost evrosistema, vendar je bil zaradi velikosti le-tega prispevek slovenskih bank zelo skromen.

Zaradi zapadanja blagajniških zapisov in dolgoročnih depozitov se je v letu 2007 precej spremenila struktura zunanjega dolga. Pri tem so se terjatve iz naslova blagajniških zapisov in dolgoročnih depozitov, ki so jih imele poslovne banke do Banke Slovenije, znižale. Obveznosti BS iz tega naslova pa se nadomeščajo z obveznostmi do Evrosistema. Zaradi tega so se precej povečale njene kratkoročne obveznosti do Evrosistema (do konca leta 2007 na 3.588 mio EUR, leta 2006 le 16 mio EUR). K povečanju bruto zunanjega dolga so obveznosti BS do Evrosistema prispevale 35,5 %.

Manjša odvisnost bank od poslovanja s centralno banko po vstopu v EMU povečuje potrebo po hitrejšem razvoju bančnega sektorja. Kljub postopnemu poglobljanju je bančni trg v Sloveniji še vedno plitek, saj je obseg bančne aktive v primerjavi z BDP še vedno pod ravni, ki bi po ocenah bil ravnovesen za našo gospodarsko razvitost (Jazbec in Masten, 2004, str. 93). To nakazuje, da banke verjetno še ne zagotavljajo vseh potrebnih storitev, ki bi podpirale hitrejšo gospodarsko rast, zato je poglobljanje bančnega in sploh finančnega sektorja pomemben razvojni izziv, ki bo tudi prispeval k višji gospodarski rasti.

deviznih rezerv, ki niso nominirane v evrih in so plasirane v države zunaj evroobmočja. Gotovina in vloge ter vrednostni papirji, nominirani v evrih, in hkrati terjatve do izdajateljev iz EMU, ki so se pred uvedbo evra prikazovali v rezervnih imetjih, so prerazporejeni na druge postavke finančnega računa (gotovina in vloge med terjatve v okviru ostalih naložb – sektor BS; vrednostni papirji med terjatve iz naslova vrednostnih papirjev – sektor BS). Z vstopom v evroobmočje nastopa BS kot poravnalni agent v plačilnem sistemu Target (in Step 2), ki ga bančno okolje uporablja za poravnavo medbančnih in komercialnih plačil velikih vrednosti, zlasti menjalniških poslov in transakcij denarnega trga. Target je bil vzpostavljen predvsem za izvajanje monetarne politike znotraj EMU in spodbujanje izvajanja plačilnega prometa med državami EU. Neto pozicija vseh poravnav v mesecu je prikazan kot neto obveznost centralne banke do Evrosistema.

Slika 27: Portfeljske naložbe slovenskih poslovnih bank pred vstopom v evroobmočje in po njem, tokovi v mio EUR



Opomba: Negativni predznak pomeni povečanje imetij.

Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 54, tabela 3.2.

Integriranost elastičnostnega in absorpcijskega pristopa, opisanih v poglavju o teorijah, prikazujem z analizo Marshall-Lernerjevega pogoja v slovenskem gospodarstvu. V tem kontekstu sta uporabljeni tradicionalni funkciji izvoza in uvoza:

kjer posamezne oznake pomenijo:

- X – realni izvoz blaga (1995=100),
- M – realni uvoz blaga (1995=100),
- RET – realni efektivni devizni tečaj, deflator CPI (1995=100),
- Y – bruto domači proizvod Slovenije (stalne cene 1995),
- $OECD\ 12$ – količinski uvoz blaga 12 najpomembnejših slovenskih trgovinskih partneric iz skupine držav OECD (Avstrija, Nemčija, Italija, Francija, Velika Britanija, Švica, ZDA, Japonska, Češka, Madžarska, Poljska in Slovaška).

Na osnovi četrtnih podatkov v obdobju 1995q1–2008q1 so z modelom popravljanja napak dobljeni sledeči rezultati, ki so prikazani v tabelah (17) in (18):

Tabela 17: Izvozna funkcija

Dependent Variable: D(LOG(X))

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1995:2 2008:1

Included observations: 52 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(X(-1))	-0.348453	0.116568	-2.989259	0.0045
LOG(OECD12(-1))	0.388354	0.129544	2.997859	0.0044
LOG(RET(-1))	0.239189	0.311410	0.768082	0.4464
D(LOG(OECD12))	0.346874	0.133815	2.592183	0.0127
D(LOG(RET))	0.842038	0.522131	1.612696	0.1137
C	1.516143	1.255223	1.207867	0.2333
R-squared	0.227289	Mean dependent var		0.019003
Adjusted R-squared	0.143299	S.D. dependent var		0.044413
S.E. of regression	0.041108	Akaike info criterion		-3.437055
Sum squared resid	0.077734	Schwarz criterion		-3.211912
Log likelihood	95.36344	F-statistic		2.706132
Durbin-Watson stat	2.276411	Prob(F-statistic)		0.031708

Vir: Izpis s programskim paketom EViews. Lastni prikaz.

Tabela 18: Uvozna funkcija

Dependent Variable: D(LOG(M))

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1995:2 2008:1

Included observations: 52 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(M(-1))	-0.787990	0.143012	-5.509962	0.0000
LOG(Y(-1))	1.422986	0.253734	5.608185	0.0000
LOG(RET(-1))	0.489347	0.281785	1.736596	0.0892
D(LOG(Y))	1.780682	0.140835	12.64374	0.0000
D(LOG(RET))	0.218679	0.484853	0.451022	0.6541
C	-11.21616	2.195503	-5.108698	0.0000
R-squared	0.818339	Mean dependent var		0.020107
Adjusted R-squared	0.798593	S.D. dependent var		0.080363
S.E. of regression	0.036066	Akaike info criterion		-3.698783
Sum squared resid	0.059834	Schwarz criterion		-3.473640
Log likelihood	102.1684	F-statistic		41.44381
Durbin-Watson stat	2.048800	Prob(F-statistic)		0.000000

Vir: Izpis s programskim paketom EViews. Lastni prikaz.

Dolgoročna elastičnost slovenskega izvoza glede na dinamiko tujega povpraševanja je višja od 1, kar pomeni, da je ugodna v obdobju mednarodne konjunktore, prizadene pa nas v času gospodarske recesije. Povečanje tujega dohodka, izraženega preko večjega uvoznega povpraševanja po naših proizvodih s strani pomembnejših trgovinskih partneric v skupini držav OECD, je spodbujalo izvoz in s tem (ceteris paribus) izboljšalo trgovinsko bilanco. Vrednost dolgoročne elastičnosti izvoza glede na odstotno spremembo tujega povpraševanja je v opazovanem obdobju znašala 1,11. Dolgoročna elastičnost slovenskega uvoza glede na domači BDP je bila v opazovanem obdobju precej visoka (1,81); ob krepitvi gospodarske rasti se je namreč povečal uvoz, kar je posledično poslabšalo trgovinsko bilanco Slovenije.

Saldo trgovinske bilance se je poslabševal, saj je bila odzivnost slovenskega uvoza na rast domačega realnega BDP višja kot pa odzivnost izvoza na rast tujega povpraševanja. Pri tem je bila gospodarska rast Slovenije v opazovanem obdobju v povprečju hitrejša (4,3 %) od gospodarske rasti v 12 najpomembnejših trgovinskih partnericah (2,7 %).

Pomembno dejstvo je zlasti to, da izvoz ni reagiral na spremenjene cenovne pogoje (spremembe realnega efektivnega tečaja). Togost slovenskega izvoza na spremembe relativnih cen je bila posledica izvozne naravnosti slovenskih podjetij, ki so kljub kratkoročno neugodnim cenovnim pogojem, poskušala ohraniti tržne deleže na svetovnih trgih. Ker se je izvoz tudi na dolgi rok odzval statistično neznačilno, je bilo, z vidika vodenja monetarne politike s strani BS, ciljanje realnega efektivnega tečaja nevtravno.

4 KAZALNIKI VZDRŽNOSTI, LIKVIDNOSTI IN SOLVENTNOSTI

Gospodarstvo je solventno, ko je sedanja diskontirana vrednost prihodnjih presežkov v menjavi s tujino enaka tekoči zunanji zadolženosti. Seveda je to le ena plat medalje, saj takšna teoretična opredelitev upošteva le sposobnost plačila (ability to pay) ne pa tudi pripravljenost servisirati dolgove (willingness to pay). Merilo solventnosti tudi predpostavlja posojanje s strani tujih kreditorjev, upošteva ne spremenjeno mednarodno okolje (ni eksogenih šokov) in nespremenjeno delovanje makroekonomske politike. Solventnost je eden izmed pristopov, ki plačilnobilančna neravnotežja obravnava z vidika odplačevanja zunanjega dolga. Po tem kriteriju mora gospodarstvo na zelo dolgi rok zunanji dolg tudi odplačati (Milesi-Ferretti in Razin, 1996, str. 2).

Velik primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance tuji kreditorji prav gotovo ne bodo financirali neomejeno dolgo. Zato se v pri določeni ravni nevzdržnega primanjkljaja začne prilagoditveni proces uravnavanja plačilnobilančnega salda. V tem primeru ni pomembno poznati le vire in ročnost financiranja primanjkljaja, ampak tudi velikost in časovni horizont prilagoditve, na katerega morajo biti pozorni snovalci ekonomske politike (vlada).

Dolgoročna vzdržnost primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance (angl. *long term current account sustainability*) torej pomeni, da je primanjkljaj še vedno v mejah, ko ni potrebna reakcija ekonomske politike (ni še kolapsa deviznega tečaja ali previsokega zunanjega zadolževanja). Gre tudi za solventnost gospodarstva, upošteva potencialno rast BDP, gibanje realnega deviznega tečaja in doseganje željene ravni deviznih rezerv. Omenjeni pristop dopolnjuje pojem solventnosti v tem smislu, da se lahko pri večjih plačilnobilančnih neravnotežjih, ob nespremenjeni ekonomski politiki, solventnost gospodarstva precej poslabša. Določiti vzdržen primanjkljaj v primeru večjega zunanjega neravnotežja je bolj zahtevno, saj je treba analizirati varčevalno-investicijsko vrzel tako zasebnega kot državnega sektorja.

Empirične raziskave so pokazale, da nizko razmerje med rezervami in kratkoročnim dolgom po zapadlosti nakazuje finančne krize¹⁸. Velik del dolga do enega leta namreč

¹⁸ Pred nastankom azijske finančne krize leta 1997, se je omenjeni kazalnik v prizadetih državah precej poslabšal. Vrednost kazalnika je bila obratno sorazmerna s trajanjem in močjo finančne krize (Detragiache and Spilimbergo, 2001, str. 14). Avtorja ugotavljata povezanost med nastankom finančne krize in posameznimi sklopi pojasnjevalnih spremenljivk v obdobju 1972–1998: 1) zunanjo likvidnostjo kot razmerjem med rezervami in kratkoročnim dolgom po zapadlosti, razčlenjenim na: devizne rezerve,

predstavljajo kratkoročni komercialni krediti, za katere je veljalo, da niso občutljivi na likvidnostne težave gospodarstva. Vendar pa je praksa pokazala, da so kreditorji do države, ki jo je prizadela kriza, zmanjšali kratkoročno kreditiranje in zahtevali čimhitrejše plačilo kratkoročnih obveznosti.

Kazalniki dolgoročnega zunanjskega neravnotežja odsevajo razvoj plačilnobilančnih tokov v preteklih tridesetih letih. Tako so jih nekateri avtorji obravnavali le pri tekočih transakcijah (Dornbusch, Goldfajn, Valdes, 1995), v okviru katerih so proučevali vlogo precejnosti nacionalnih valut. Drugi (Calvo, 1995) pa so poudarjali njihov finančni vidik, kot so dospelost in valutno strukturo domačega dolga ter njegovo povezanost z deviznimi rezervami. V skladu s teorijo plačilnobilančnih kriz kazalnike dolgoročnega zunanjskega neravnotežja razdelimo na makroekonomske (kazalniki tekočega računa) in finančne (kazalniki kapitalno-finančnega računa).

Mednarodni denarni sklad je razvil metodologijo ocenjevanja vzdržnosti zunanjskega neravnotežja, ki temelji na več makroekonomskih in finančnih kazalnikih ter spremenljivkah zunanjskega okolja, s poudarkom na gospodarski rasti, obrestnih merah in realnem deviznem tečaju. Analitični okvir predstavlja računovodska identiteta nacionalnih računov, kjer tekoči račun zapišemo (Milesi-Ferretti in Razin, 1996, str. 5):

$$CA_t = F_t - F_{t-1} = Y_t + r^* Y_{t-1} - (C_t + G_t + I_t) = S_t - I_t. \quad (34)$$

Saldo tekočega računa je torej enak spremembi stanja neto finančne pozicije ($F_t - F_{t-1}$) med dvema obdobjema. S preureditvijo enačbe (34) je zapis sledeč:

$$s_t p_t^* F_t - s_t p_{t-1}^* F_{t-1} = p_t (Y_t - C_t - G_t - I_t) + i_t s_t p_{t-1}^* F_{t-1}, \quad (35)$$

pri čemer so: F stanje neto tuje aktive (stanje mednarodnih naložb ali neto finančne pozicije), denominirano v tujem blagu; s , p in p^* so nominalni devizni tečaj, domači in tuji BDP deflator; Y , C , G , I so realni BDP , končna potrošnja in bruto investicije. Saldo menjave s tujino (trgovinska bilanca) je razlika med BDP in skupno domačo potrošnjo.

Če se obe strani enačbe delita z nominalnim BDP ($p_t Y_t$), po preureditvi enačbe (35) dobimo sledeči zapis:

$$f_{t+1} - f_t = \frac{1}{(1 + \gamma_t)(1 + \varepsilon_t)} * [tb_t + f_t * (r^* - \varepsilon_t - \gamma_t - \gamma_t \varepsilon_t)] \quad (36)$$

kratkoročni dolg po originalni ročnosti in servisiranje dolgoročnega dolga, 2) različnimi kazalniki dolga (delež v BDP , delež komercialnih, koncesijskih in multilateralnih kreditorjev in obrestne mere), 3) makroekonomski spremenljivki kot sta realni devizni tečaj in odprtost gospodarstva.

Pri tem rezultati raziskave kažejo: 1) statistično značilno pozitivno povezanost med finančno krizo in kratkoročnim zunanjim dolgom po letu 1984 in negativno povezanost med finančno krizo in deviznimi rezervami v celotnem obdobju 2) značilno pozitivno povezavo med finančno krizo in naraščajočim zunanjim dolgom v celotnem obdobju in 3) pri makroekonomskih spremenljivkah je za celotno obdobje 1972–1998 značilna pozitivna povezanost med finančno krizo in precejnim realnim tečajem valute, medtem ko je z odprtostjo gospodarstva za obdobje 1984–1998 značilna negativna povezanost. Države z večjo stopnjo trgovinske integracije so torej postale bolj ranljive.

pri čemer so f in tb delež neto tuje aktive in trgovinske bilance v BDP, γ_t je stopnja gospodarske rasti, r^* je svetovna realna obrestna mera, ε je realna apreciacija domače valute.

Enačba (36) kaže dinamiko stanja neto pozicije mednarodnih naložb, ki je odvisna od toka salda menjave s tujino (tb_t) in »dinamike zadolževanja« $f_t (r^* - \varepsilon_t - \gamma_t - \gamma_t \varepsilon_t)$. Slednja se povečuje z rastjo realne obrestne mere na svetovnem trgu in pada z realno apreciacijo domače valute in realno rastjo domačega BDP.

Upošteva se stabilno ekonomijo, v katerem se predpostavlja, da ima skupno domače povpraševanje (zasebna, državna in investicijska potrošnja) konstanten delež v BDP, je stabilno razmerje med zunanjo zadolženostjo in BDP zapisano z enačbo:

$$tb_t = 1 - c_t - g_t - i_t = -f_t * (r_t - \varepsilon_t - \gamma_t) \quad (37)$$

Enačba (37) pojasnjuje delež salda menjave s tujino v BDP, ki zagotavlja stabilno razmerje med neto tujimi obveznostmi in BDP.

Koncept vzdržnosti zunanega neravnotežja preprosteje zapišemo v sledeči obliki:

$$CA_t = \Delta NFA_t, \quad (38)$$

saldo tekočega računa je enak spremembi neto finančne pozicije med dvema zaporednima obdobjema. Z vidika podbilanc tekočega računa pa gornji zapis lahko zapišemo (Rojas in Ghezzi, 2000, str. 14):

$$CA_t = \Delta NFA_t = TB_t + r_t * NFA_t, \quad (39)$$

kjer je r_t povprečna neto implicitna stopnja donosa na stanje neto finančne pozicije preteklega leta, TB_t pa je saldo blagovno-storitvene menjave. Kot delež v BDP pa je oblika zapisa sledeča:

$$\Delta \left(\frac{NFA_t}{GDP_t} \right) = (r_t - g_t) * \left(\frac{NFA_t}{GDP_t} \right) + \left(\frac{TB_t}{GDP_t} \right), \quad (40)$$

kjer je g_t nominalna rast BDP. Gornja identiteta kaže, da je delež spremembe stanja neto finančne pozicije v BDP enak vsoti deležev neto donosov in salda menjave s tujine v BDP. Negativni predznak pred gospodarsko rastjo pomeni, da se z višjo rastjo zmanjšuje delež neto zadolževanja v BDP.

Delež salda menjave s tujino, ki stabilizira ($\Delta(NFA_t/GDP_t) = 0$) delež stanja neto tuje aktive v BDP iz enačbe št. 40, izpeljemo takole:

$$\left(\frac{TB_t}{GDP_t} \right) = -(r_t - g_t) * \left(\frac{NFA_t}{GDP_t} \right) = (r_t - g_t) * \left(\frac{NFL_t}{GDP_t} \right) \quad (41)$$

Če je torej nominalna vrednost salda blagovno-storitvene menjave enaka 0, je sprememba neto finančne pozicije odvisna od razlike med stopnjo rasti BDP in implicitno neto stopnjo donosa. Povedano drugače: ko je obrestna mera višja stopnje gospodarske rasti, mora gospodarstvo dosegati presežke v menjavi s tujino, če hoče ohraniti stabilen delež stanja neto finančne pozicije v BDP.

4.1 Makroekonomski kazalniki

Primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance Slovenije se je financiral z neto pritoki tujega kapitala, ki so se zlasti okrepili po liberalizaciji kapitalsko-finančnega računa. Kot je bilo predhodno že analizirano, kumulirani tokovi poslabšujejo neto finančno pozicijo Slovenije. Kako to vpliva na solventnost in vzdržnost primanjkljaja na tekočem računu, prikazujem z analizo makroekonomskih in finančnih kazalnikov vzdržnosti primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance, kazalnikov likvidnosti in solventnosti ter *medčasovnim vidikom solventnosti*. Kazalnike bom najprej predstavil teoretično, z umestitvijo v analizo plačilnobilančnih gibanj slovenskega gospodarstvu, in jih potem z dinamično analizo solventnosti povezal z medčasovnim vidikom plačilne bilance.

Med makroekonomskimi kazalniki se bom osredotočil na kazalnike, ki so povezani z ekonomsko strukturo države, makroekonomsko politiko, ekonomsko-političnimi dejavniki in zunanjo zadolženostjo. Pomembnejši makroekonomski kazalniki trajnega primanjkljaja na tekočem računu so:

- *Delež domačih investicij in domačega varčevanja v BDP.* Z vidika investicij in varčevanja tekoči račun odraža investicijsko-varčevalno vrzel, kar pomeni, da je v ozadju obnašanje varčevalcev in investorjev. Pri tem ni pomembna le velikost deleža tekočega računa v BDP, ampak tudi raven investicij in varčevanja. Visoka raven investicij, predvsem v predelovalne dejavnosti, nakazuje okrepitev gospodarske rasti. Ob visokih ravneh varčevanja in investicij pa se izboljša sposobnost servisiranja in zniževanja zunanjega dolga.
- *Stopnja gospodarske rasti.* Hitreje rastoča gospodarstva lahko vzdržujejo večje primanjkljaje v tekočih transakcijah, ne da povečujejo relativni delež zunanjega dolga v BDP. Poleg investicij v fizični kapital, gospodarsko rast poganjajo tudi investicije v človeški kapital in porast skupne faktorske produktivnosti.
- *Odprtost gospodarstva, merjena kot delež izvoza v BDP.* Države, ki imajo večjo odprtost gospodarstva, lažje servisirajo zunanji dolg, saj so njihovi izvozni dohodki manj obremenjeni z zunanjim dolgom. Ob skromnih kapitalskih tokovih je izvozni sektor odločilen dejavnik, ki kreira večino deviznih rezerv, potrebnih za servisiranje zunanjega dolga. V okviru izvozne naravnosti je pomembna tudi struktura blagovnega izvoza in nihanje zunanjetrgovinskih cen, ki določajo pogoje menjave. Slednji imajo večji učinek v gospodarstvih s skromno izvozno osnovo in gospodarstvih, ki so odvisna od uvoza kapitalnih dobrin (proizvodov za reprodukcijo in proizvodov za investicije).
- *Realni efektivni tečaj.* Realna apreciacija nacionalne valute utegne poslabšati saldo menjave s tujino in s tem vplivati na vzdržnost primanjkljaja v tekočih transakcijah.

Medtem ko izvoz ni cenovno elastičen, pa se uvoz takoj odzove na spremembo deviznega tečaja. Okrepitev uvoza proizvodov za široko porabo, ki se od vseh proizvodov namenske porabe najbolj odzove na spremembo tečaja, nakazuje večjo domačo zasebno potrošnjo. Domači rezidenti medčasovno zamenjujejo prihodnjo potrošnjo, tako da več trošijo sedaj, medtem ko se domače varčevanje zmanjšuje.

- *Fiskalna bilanca.* Upošteva »dolžniško nevtralnost«, pri kateri ni korelacije med javnofinančnim primanjkljajem in primanjkljajem v tekočih transakcijah, ekspanzivna fiskalna politika spodbuja varčevanje privatnega sektorja, ki zmanjša del tekoče potrošnje z namenom, da bo v prihodnosti plačal davke. Povečano privatno varčevanje v celoti nadomesti povečane javnofinančne odhodke, pri nespremenjeni obrestni meri. Omenjeni koncept temelji na premisi, da je potrošnja odvisna od življenjskega dohodka in da davki ne delujejo distorzijsko. Hipoteza razpoložljivega dohodka pa nakazuje povezavo med javnofinančnim in tekočim primanjkljajem (Milesi-Ferretti in Razin, 1996, str. 14).

Tabela 19: Makroekonomski kazalniki zunanjega neravnotežja Slovenije, v %, v % BDP in verižnih indeksih

Kazalniki	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Saldo tekočega računa	-0,4	-2,8	0,1	0,9	-0,9	-2,6	-2,0	-2,8	-4,7
Bruto varčevanje	22,5	24,7	25,0	25,0	24,6	25,1	25,7	25,6	26,6
Bruto investicije	22,9	27,5	25,0	24,1	25,5	27,7	27,3	28,4	31,3
Izvoz blaga in storitev	51,7	54,7	56,2	56,1	54,8	58,9	63,0	67,4	71,4
Realni efektivni tečaj	110,4	97,8	99,8	102,8	104,0	101,1	100,0	100,9	102,9
Javnofinančni saldo	0,0	-3,8	-4,0	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1
Realna rast BDP	4,1	4,1	3,1	3,7	2,8	4,4	4,1	5,7	6,1
Bruto zunanji dolg	27,6	44,6	46,1	47,8	52,2	57,3	72,6	78,9	102,4

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURS), 2008. Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62, tabela 3.6.1. Lastni izračuni.

4.2 Finančni kazalniki

Med pomembnejše kazalnike, ki so povezani s finančnimi spremenljivkami, spadajo celotni zunanji dolg, kratkoročni dolg, devizne rezerve¹⁹, neto neposredne naložbe in neto naložbe v vrednostne papirje:

- Struktura in velikost kapitalskih tokov. Pri financiranju zunanjega neravnotežja je pomembna struktura in velikost neto finančnega toka. Glede na lastništvo so portfeljske

¹⁹ Prevzem evra kot nacionalne valute se je odrazil tudi v strukturi finančnega računa plačilne bilance Slovenije. Spremembe po vstopu Slovenije v EMU so se najbolj odrazile v sledečih postavkah finančnega računa: i) naložbe v vrednostne papirje, ii) ostale naložbe in iii) mednarodne denarne rezerve. Po priporočilih ECB Slovenija poleg monetarnega zlata, rezervne pozicije pri IMF in posebnih pravic črpanja prikazuje *le tisti del deviznih rezerv*, ki je nominiran v ne-evro valuti in plasiran v države izven evroobmočja. Gotovina in vloge ter vrednostni papirji, nominirani v evrih in hkrati terjatve do EMU izdajateljev, ki so se pred uvedbo evra prikazovali v rezervnih imetjih, so prerazporejeni na druge postavke finančnega računa (gotovina in vloge med ostale naložbe – terjatve BS iz naslova gotovine in vlog; vrednostni papirji med naložbe v vrednostne papirje – terjatve BS iz naslova dolžniških vrednostnih papirjev). Pri tem je treba poudariti, da je skupna vrednost imetij BS v okviru stanj mednarodnih naložb ostala nespremenjena.

naložbe bolj volatilne kot tuje neposredne naložbe, medtem ko je pri obveznostih iz naslova ostalih naložb, pomembna valutna struktura, dospelost in obrestne mere. Financiranje tekočih transakcij je bolj rizično v primeru, ko se le-te financirajo s kratkoročnim kapitalom in ne s pritokom tujih neposrednih naložb. V primeru, da centralna banka ne intervenira na deviznem trgu, utegnejo veliki kapitalski pritoki povzročiti apreciacijo domače valute, kar poslabša izvozno konkurenčnost. Pri nakupu deviznih presežkov (monetizacija) pa kapitalski pritoki inducirajo rast denarne ponudbe, ki jo blaži sterilizacija.

- Devizne rezerve in breme zunanjega dolga. Devizne rezerve so tradicionalni osnovni vir financiranja plačilnobilansnih neravnotežij v sistemu fiksnega tečaja. V sistemu drsečega tečaja pa mnoge države zunanjo neravnotežjo financirajo tudi z zadolževanjem v tujini ali s spremembo ekonomskih politik. Financiranje primanjkljaja v tekočih transakcijah z deviznimi rezervami je odvisno od tega, ali je ta začasen ali trajen. Pri začasem primanjkljaju so devizne rezerve centralne banke primeren blažilec vrzeli med razpoložljivim dohodkom in domačo absorpcijo. Rezerve se lahko tudi namenijo za kritje sezonskega primanjkljaja v tekočih transakcijah. V primeru trajnega primanjkljaja je potrebno sprejeti določene ukrepe (devalvacija, znižanje državnih izdatkov, zasebne potrošnje), da bi se preprečil nadaljnji padec rezerv, kajti devizne rezerve so tudi kazalec podjetniškega in investicijskega zaupanja. Ob bok deviznim rezervam se kot finančni kazalec umešča zunanji dolg, katerega višje vrednosti pomenijo dodatno breme za gospodarstvo. Pri zadolževanju je pomembno, da je obrestna mera na zunanji dolg nižja od stopnje gospodarske rasti, saj se na ta način znižuje realno breme zunanjega dolga (glede na izvoz ali BDP).
- Finančni sistem. Čvrstost domačega finančnega sistema, še posebno poslovnih bank, je pomemben dejavnik pri financiranju zunanjega neravnotežja. Po drugi strani pa bi pomanjkanje zaupanja v bančni sistem oviralo pritoke tujega kapitala, zlasti v obliki neposrednih naložb. V tem primeru bi se zunanji primanjkljaj izključno financiral z zadolževanjem v tujini.
- Politična stabilnost in negotovost glede uspešnosti ekonomske politike. Politična nestabilnost ima podobne posledice kot šibkost finančnega sistema. Nestabilnost vlade in neuspešna ekonomska politika zmanjšata pripravljenost mednarodnih finančnih institucij, da financirajo zunanje neravnotežje. Zatorej slabša pričakovanja o političnem in finančnem okolju lahko prispevajo k plačilnobilanski krizi in kolapsu deviznega tečaja, zlasti če so ekonomski temelji šibki. Zaradi politične nestabilnosti se utegne povečati javnofinančni primanjkljaj, posledično pa tudi primanjkljaj v tekočih transakcijah.

Tabela 20: Finančni kazalniki zunanjega neravnotežja Slovenije, v % BDP

Kazalniki	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Kumulativni saldo TR	2,8	-4,0	-3,6	-2,3	-3,0	-5,5	-7,2	-9,5	-13,5
Kratkoročni dolg	9,6	10,7	9,8	9,7	9,8	9,9	16,1	17,1	31,8
Skupne devizne rezerve	17,4	22,1	28,9	32,5	30,4	28,0	31,3	26,3	0,0
Devizne rezerve BS	9,1	16,1	22,1	28,1	27,1	24,4	24,4	17,8	2,2
Neposredne naložbe	0,8	0,4	1,1	6,5	-0,6	0,8	-0,2	-0,7	-0,2
Naložbe v vredn. papir.	-0,1	0,9	0,4	-0,3	-0,9	-2,4	-5,2	-4,7	-6,8

Vir: Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62, tabela 3.6.1. Lastni izračuni.

Tabela 21: Kazalniki vzdržnosti neto zunanje finančne pozicije, v % izvoza in v % BDP

	Delež neto finančne pozicije v:		Delež neto dohodkov od kapitala v:		Delež salda tekočega računa v:	
	Izvozu	BDP	Izvozu	BDP	Izvozu	BDP
1995–2007	-12,0	-7,3	-1,7	-1,0	-2,4	-1,4
1995–2002	-7,3	-3,8	-1,0	-0,6	-1,3	-0,7
2003–2007	-19,7	-12,8	-2,7	-1,7	-4,0	-2,6

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURs), 2008. Bilten Banke Slovenije 2008, str. 62, tabela 3.6.1. Lastni izračuni.

K makroekonomskim in finančnim kazalnikom dodajam celovitejši pristop pojasnjevanja vzdržnosti plačilnobilančnega salda tako, da tekoči račun plačilne bilance analiziram z več zornih kotov. Običajno se pri razlagi dinamike salda tekočega računa uporabljajo štiri pristopi, ki so integrirani v sistemu nacionalnih računov:

- **Vidik podbilanc:** najbolj običajna razlaga, po kateri je saldo tekočega računa enak vsoti saldov štirih podbilanc tekočega računa: trgovinske bilance, salda blaga in storitev, salda faktorskih dohodkov in tekočih transferjev.
- **Vidik kapitalskih tokov:** saldo tekočega računa je enak vrednosti neto uvoza kapitala.
- **Vidik absorbcije:** saldo tekočega računa je enak razliki med bruto nacionalno razpoložljivim dohodkom in domačo absorbcijo.
- **Varčevalno-investicijska vrzel:** tekoči račun je razlika med domačim (neto) varčevanjem in domačimi (neto) investicijami.

Menim, da je vzroke za višino tega primanjkljaja potrebno obravnavati dolgoročno in sicer z vidika varčevalno-investicijske vrzeli. Pri določitvi maksimalne višine primanjkljaja (angl. *unsustainable deficit*) zato pri analizi uporabljam sistem nacionalnih računov.

Tabela 22: Temeljni agregati nacionalnih računov Slovenije, v % BDP

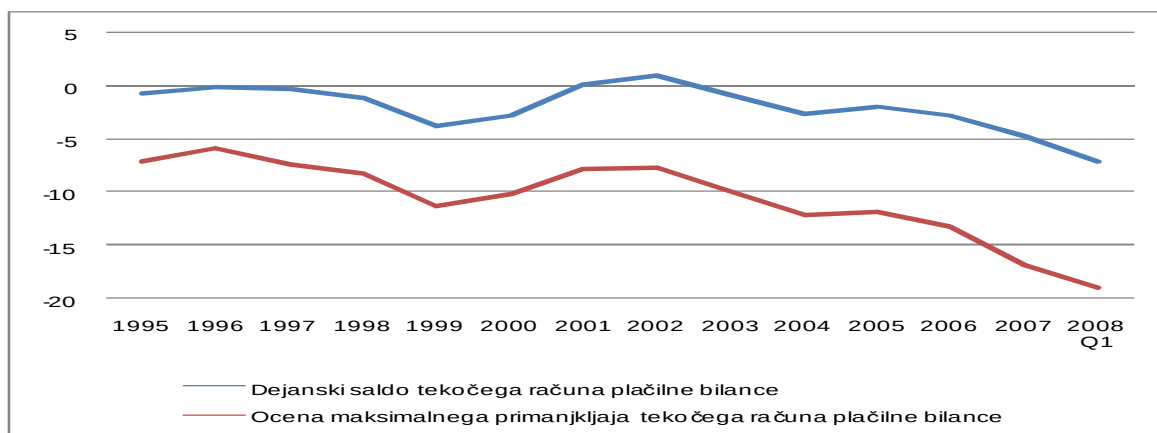
	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Q1 2008
1 Bruto nacionalni razp. dohodek	101,2	100,7	100,9	99,7	99,3	98,7	98,6	98,2	97,1	96,2
2 Potrošnja stalnega kapitala	16,5	17,3	17,1	16,4	15,6	15,5	15,5	15,1	14,5	14,8
3 Neto nacionalni razp. doh. (3=1-2)	84,7	83,4	83,8	83,3	83,7	83,2	83,2	83,1	82,6	81,4
4 Zasebna potrošnja	59,5	57,0	56,2	55,2	55,3	54,3	54,0	53,4	52,3	51,7
5 Državna potrošnja	18,8	19,1	19,7	19,5	19,4	19,2	19,4	19,2	18,2	17,9
6 Neto varčevanje (6=3-4-5)	6,4	7,4	8,0	8,6	9,0	9,6	9,8	10,5	12,1	11,8
7 Neto investicije*	7,1	10,1	7,9	7,7	9,9	12,2	11,8	13,3	16,8	18,9
8 Saldo tekočega računa (8=6-7)	-0,8	-2,8	0,1	0,9	-0,9	-2,6	-2,0	-2,8	-4,7	-7,1

Legenda:* Delež neto investicij v BDP dobimo, če od deleža bruto investicij odštejemo potrošnjo stalnega kapitala.

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURs), 2008.

Države s prostim dostopom do kapitala dosežejo zgornjo meja zunanjega zadolževanja na tisti ravni, ko ves neto nacionalni razpoložljivi dohodek porabijo za končno potrošnjo (zasebno in državno porabo). Takrat je delež neto varčevanja v BDP enak vrednosti 0, delež primanjkljaj v saldu tekočega računa pa deležu neto investicijam v BDP.²⁰ V primeru, da je delež varčevanja negativen, je primanjkljaj prekomeren. Vsako dodatno zadolževanje v tujini (nad financiranjem neto investicij) se namreč nameni za financiranje končne potrošnje. Tako financiranje potrošnje pa je seveda dolgoročno nevzdržno, saj gospodarstvo ne more zagotavljati rednega servisiranja dolga.

Slika 28: Dejanski saldo tekočega računa plačilne bilance Slovenije in ocena maksimalnega primanjkljaja, v % BDP

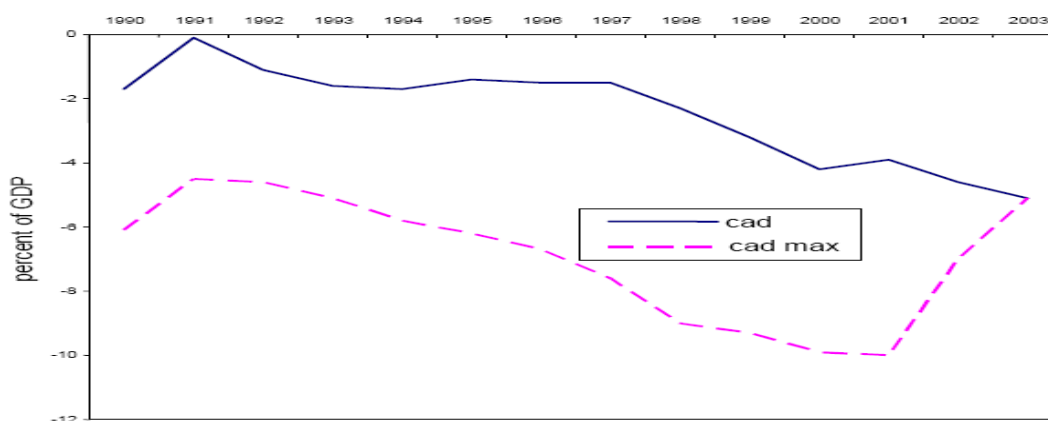


Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURs), 2008. Lastni izračuni.

Glede višine primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance (7,1 % BDP v prvem četrtnem leta 2008) so razprave o prekomernem primanjkljaju in zadolževanju Slovenije zelo aktualne. Kljub relativno visokemu primanjkljaju v prvem četrtnem leta 2008, pa maksimalni ocenjeni delež primanjkljaja tekočega računa znaša 18,9 % BDP. Primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance Slovenije je bil v obdobju 1995q1–2008q1 vzdržen. Čeprav so se v preteklih letih povečala neto plačila obresti na posojila domačih poslovnih bank, najeta v tujini, in transfer kapitala v tujino, je bilo (neto) varčevanje vedno na dovolj visoki ravni, da je pokrilo primanjkljaj v saldu primarnih dohodkov s tujino. Menim, da zato višina primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance še ni kritična in zaskrbljujoča.

²⁰ Primanjkljaj v saldu tekočega računa plačilne bilance ZDA je v letu 2003 dosegel kritično mejo vzdržnosti (maximum feasible deficits). Neto varčevanje, izraženo kot delež BDP, se je močno znižalo in domala usahnilo. Slednje je bilo večinoma posledica šibkega dolarja v primerjavi z drugimi valutami (glej Sliko 30).

Slika 29: Dejanski in maksimalni primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance ZDA, v % BDP



Vir: IMF, International Financial Statistics, 2004.

4.3 Kazalniki bruto zunanjega dolga po merilu Svetovne banke

Slovenija je ob koncu 90. let prejšnjega stoletja presegla več kot 10.000 USD dohodka na prebivalca, kar je pomenilo vstop v skupino držav z visokim bruto nacionalnim dohodkom na prebivalca. Po dohodkovnem merilu Svetovne banke, v katero je včlanjeno 208 držav sveta, so države razvrščene po geografskem in dohodkovnem merilu na štiri skupine (glej Tabela 23): države z nizkim bruto nacionalnim dohodkom na prebivalca (L), države z nižjim srednjim (LM) in zgornjim srednjim dohodkom (UM) ter države z visokim bruto nacionalnim dohodkom na prebivalca (H).

Tabela 23: Razvrstitev držav po dohodkovnem merilu Svetovne banke, v USD na prebivalca

Dohodkovni razredi	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Nižji razred (L)	< 765	< 755	< 745	< 735	< 765	< 825	< 875
Nižji srednji razred (LM)	766 – 3.035	756 – 2.995	746 – 2.975	736 – 2.935	766 – 3.035	826 – 3.255	876 – 3.465
Višji srednji razred (UM)	3.036 – 9.385	2.996 – 9.265	2.976 – 9.205	2.936 – 9.075	3.036 – 9.385	3.256 – 10.065	3.466 – 10.725
Višji razred (H)	> 9.385	> 9.265	> 9.205	> 9.075	> 9.385	> 10.065	> 10.725
Slovenija	UM	H	H	H	H	H	H

Vir: World Bank list of economies, april 2007.

Države so nizko, srednje ali močno zadolžene, če se navedeni kazalci gibljejo v intervalih, prikazanih v Tabeli 24. Prva dva kazalca v tabeli sta kazalca stanja, po katerih se vrednost celotnega zunanjega dolga (EDT) primerja z vrednostjo bruto nacionalnega dohodka (GNI) ter z vrednostjo izvoza blaga in storitev (XGS). Druga dva kazalca sta kazalca (kreditnega) toka, po katerem vrednost servisiranja dolga (TDS) ali obresti na zunanji dolg (INT) primerjamo s celotnim izvozom države (XGS).

Tabela 24: Kazalniki zadolženosti Slovenije po merilih Svetovne banke, v %

Zadolžen. / kazalniki	Nizka	Srednja	Kritična	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
EDT / GNI	30	30–50	50	27,0	44,5	46,1	48,1	52,6	58,0	70,2	79,5
EDT/ XGS	165	165–275	275	53,3	81,6	82,2	85,2	95,3	97,6	110,6	116,7
TDS / XGS	18	18–30	30	7,2	9,5	14,9	16,5	14,6	12,7	14,5	17,5
INT / XGS	12	12–20	20	1,8	2,7	3,3	3,0	2,9	2,6	2,6	3,1

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURS), 2008. Bilten Banke Slovenije 2008, str. 48, tabela 3.2. in str. 75, tabela 3.11. Lastni izračuni.

Tudi po merilu Svetovne banke spada Slovenija med manj zadolžene države. Države so močno zadolžene takrat, ko trije od štirih gornjih kazalcev presegajo kritično vrednost (povprečje tekočega in preteklih dveh let). Zmerna zadolženost pomeni, da trije od štirih kazalcev presegajo 60 % kritične zadolženosti, vendar te ne dosežejo. Preostala klasifikacija pomeni manjšo zadolženost. Čeprav je delež bruto zunanjskega dolga v bruto nacionalnem dohodku v letu 2003 presegel kritično raven, je Slovenija po merilu Svetovne banke, glede na vrednosti drugih treh kazalnikov, spadala med manj zadolžene države.

Kazalnika, ki primerjata zgolj stanje bruto zunanjskega dolga z bruto nacionalnim dohodkom in izvozom, sta statična. Njuna primerjalna vrednost je večja, ko se obravnavata makroekonomsko širše, v okviru analize posameznih dejavnikov, ki vplivajo na spremembe dolga.

4.4 Kazalniki bruto zunanjskega dolga po merilih Mednarodnega denarnega sklada

Naraščanje kapitalskih tokov na globalni ravni in finančne krize v devetdesetih letih prejšnjega stoletja so, poleg uporabe standardnih kazalcev zadolženosti, narekovali nov način ocenjevanja zadolženosti posameznega gospodarstva.²¹ Slovenija se je v obdobju 1995–2006 uvrščala med države, ki niso imele problemov s kratkoročno likvidnostjo. Kazalnik likvidnosti se je poslabšal konec leta 1997, ko je raven skupnih deviznih rezerv obremenilo večje servisiranje dolga v letu 1998. Poslabšanje kazalca je opazno tudi v letu 2000, ko se je servisiranje dolga povečalo zaradi plačila evroobveznic v avgustu leta 2001, precej pa se je okrepil tudi tok kratkoročnega komercialnega kreditiranja tujine. Slednji je odseval visoko stopnjo rasti blagovnega izvoza v letu 2000. Dinamika omenjenega kazalnika je bila razgibana tudi v naslednjih letih, z najvišjo vrednostjo v letu 2002 in postopnim padcem do prevzema evra. Vrednost kazalnika likvidnosti po osnovnem scenariju je bila v obdobju 2001–2005, kljub naraščanju obsega kratkoročnih komercialnih kreditov in vlog nerezidentov, precej nad referenčno vrednostjo. V letu 2006 se je vrednost kazalnika znižala, predvsem zaradi zmanjšanja mednarodnih denarnih rezerv BS. Slednje

²¹ Po priporočilih Mednarodnega denarnega sklada (MDS), za oceno likvidnosti in solventnosti uporablja kazalec, ki skupne devizne rezerve primerja s kratkoročnim dolgom po zapadlosti. Pri tem je referenčna vrednost enaka 1, kar pomeni minimalno potrebno raven deviznih rezerv, ki zadoščajo za kritje kratkoročnega dolga po zapadlosti. MDS poleg osnovnega scenarija (skupne devizne rezerve se primerjajo s kratkoročnim dolgom po zapadlosti, in sicer brez kakršnih koli transakcij s tujino) priporoča dodatne dejavnike, ki narekujejo potrebe po deviznih rezervah. V izračun dinamičnega kazalnika se zato vključujeta še saldo tekočega računa in priliv tujih neposrednih naložb. Z dodajanjem omenjenih dejavnikov se spreminja tudi minimalna potrebna raven deviznih rezerv za kritje vseh obveznosti do tujine v naslednjem letu.

so se skrčile zaradi znižanja stanja vpisanih blagajniških zapisov v tujem denarju in stanja začasnega odkupa deviz z obveznim povratnim odkupom.

Z dodajanjem salda tekočega računa se je v primerjavi z osnovnim scenarijem kazalnik poslabšal v obdobju 1998–2000, in sicer zaradi razmeroma visokega primanjkljaja v letih 1999 in 2000. Pri širitvi tega kazalnika s prilivom tujih neposrednih naložb pa se je v primerjavi z obema predhodnima scenarijema potrebna raven financiranja kratkoročnih obveznosti do tujine znižala v letih 2000 in 2001, ki sta predhodili visokim prilivom iz neposrednih tujih naložb. Ker pa so bili slednji po letu 2002 skromni, se tudi razširjeni kazalnik ni bistveno razlikoval od kazalnika v osnovnem scenariju.

Osnovni kazalnik lahko omejimo tako, da upoštevamo le mednarodne denarne rezerve BS, na osnovi katerih prikažemo možnost centralne banke, da pokrije kratkoročni dolg po zapadlosti. Z drugim, širšim načinom pa zajamemo vse nelastniške terjatve po posameznih sektorjih in instrumentih. Kazalnik se je po pričakovanju poslabšal, če so se, namesto skupnih deviznih rezerv, s kratkoročnim dolgom primerjale mednarodne denarne rezerve. Slednje v obdobju 1995–2000 niso zadoščale za kritje kratkoročnih obveznosti do tujine. Po letu 2001, v obdobju močnejših neto kapitalskih pritokov, pa so kljub porastu kratkoročnega dolga še vedno zadoščale za njegovo kritje. Širši kazalnik, ki tudi v števcu upošteva vsebinsko enake dolžniške instrumente, je bil precej ugoden v celotnem opazovanem obdobju. Skupne nelastniške terjatve Slovenije do tujine so bile v povprečju 2,6-krat višje od kratkoročnih obveznosti do tujine. Pri tem je bilo kratkoročnih terjatev v celotnem obdobju 1995–2006 za dobri dve tretjini (68,1 %) vseh nelastniških terjatev. V tem so poleg gotovine in vlog (39,9 %) izkazovali precejšen delež tudi kratkoročni komercialni krediti (19,8 %). Pri slednjih je bilo po letu 2000 opazno zniževanje, torej se je financiranje izvoznih tokov s kratkoročnimi komercialnimi krediti deloma nadomeščalo z dolgoročnimi posojili domačih poslovnih bank. Kljub nihanju kazalnika likvidnosti tako v osnovnem scenariju kot tudi z dodajanjem salda tekočega računa in priliva tujih neposrednih naložb je stanje skupnih deviznih rezerv zadoščalo za kritje kratkoročnega dolga po zapadlosti.

Tabela 25: Kazalniki zadostnosti deviznih rezerv (likvidnosti), stanja konec obdobja, v mio EUR

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Skupne devizne rezerve ¹	2.703	4.705	6.514	7.842	7.703	7.484	8.833	8.005
Kratkoročni dolg	1.866	4.382	4.569	4.484	4.590	5.358	6.573	7.424
Servisiranje dolga ²	405	2.147	2.321	2.095	1.833	2.173	1.906	941
Kratkoročni komerc. kred. ¹	1.290	1.834	1.690	1.693	1.663	1.862	2.316	3.152
Vloge nerezidentov ¹	171	401	558	696	1.094	1.323	2.352	3.331
Elementa za stres teste								
Tekoči račun ²	32	38	247	– 196	– 720	– 561	– 857	– 1.165
Tuje neposredne naložbe ²	138	412	1.722	270	665	473	512	800
Kazalniki								
A. Osnovni scenarij	1,45	1,07	1,43	1,75	1,68	1,40	1,34	1,08
B. Saldo tekočega računa	1,47	1,08	1,51	1,68	1,45	1,26	1,19	0,93
C. Tuje naložbe	1,59	1,20	2,50	1,78	1,66	1,37	1,28	1,03

Legenda: ¹ Stanje konec obdobja. ² Podatki so prestavljeni za 12 mesecev nazaj.

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURS), 2008. Bilten Banke Slovenije 2008, str. 48, tabela 3.2. in str. 75, tabela 3.11. Lastni izračuni.

Čeprav so se kazalniki dolga v zadnjih letih poslabšali, so bili še v vzdržnih okvirih (glej Tabelo 26). Kazalniki zadostnosti deviznih rezerv se postopno poslabšujejo od leta 2002,

pri čemer so v letu 2006 skupne devizne rezerve še presegale kratkoročni dolg po zapadlosti, mednarodne denarne rezerve pa niso več zadoščale za njegovo kritje.²² Tako kot že v letu 2005 tudi nelastniške terjatve niso več zadoščale za pokritje bruto zunanjega dolga. Odstopanja od referenčnih vrednosti so bila sicer še majhna, vendar bi nadaljevanje takšnih gibanj v prihodnjih letih lahko povzročilo občutno poslabšanje neto dolžniške pozicije Slovenije.

Tabela 26: Kazalniki zunanjega dolga Slovenije po merilih IMF, stanja konec obdobja, v mio EUR

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
A) Kratkoročni dolg po zapadlosti ¹	1.866	4.382	4.569	4.484	4.590	5.358	6.573	7.424
B) Mednarodne denarne rezerve BS	1.421	3.436	4.986	6.781	6.879	6.542	6.894	5.420
C) Skupne devizne rezerve	2.703	4.705	6.513	7.842	7.703	7.484	8.832	8.005
D) Nelastniške terjatve Slovenije do tujine ²	5.325	8.700	11.813	14.079	14.941	16.225	19.203	20.595
E) Nelastniške obveznosti Slovenije do tujine ³	4.275	9.491	10.386	11.524	13.225	15.343	19.614	23.895
Kritje kratkoročnega dolga po zapadlosti rezerv								
– z mednarodnimi rezervami BS (B / A)	0,76	0,78	1,09	1,52	1,50	1,22	1,05	0,73
– s skupnimi deviznimi rezervami (C / A)	1,45	1,07	1,43	1,76	1,68	1,40	1,34	1,08
– nelastniške terjatve / nelastniške obveznosti (D / E)	1,25	0,92	1,14	1,22	1,13	1,06	0,98	0,86

Legenda: ¹ Kratkoročni dolg po zapadlosti je kratkoročni dolg in del dolgoročnega dolga, ki zapade v enem letu. ² Nelastniške terjatve Slovenije do tujine so vse terjatve iz premoženjske bilance Slovenije razen lastniških. ³ Nelastniške obveznosti Slovenije do tujine so vse dolžniške obveznosti iz premoženjske bilance Slovenije (bruto zunanji dolg).

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURS), 2008. Bilten Banke Slovenije 2008, str. 48, tabela 3.2. in str. 75, tabela 3.11. Lastni izračuni.

Kljub naraščanju kratkoročne in dolgoročne zunanje zadolženosti, je v celotnem opazovanem obdobju raven skupnih deviznih rezerv Slovenije zadoščala za kritje kratkoročnega dolga po zapadlosti in tudi primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance. Slovenija se je po omenjenem merilu uvrščala med države, ki niso imele problemov s kratkoročno likvidnostjo.

Po prevzemu evra nekatere kazalnike dolga ni več smiselno prikazovati. Pri celoviti oceni, ali je zunanji dolg vzdržen ali ne, je zato potrebno upoštevati kazalnike v širšem makroekonomskem okvirju države. Slednji je bil za Slovenijo v obdobju 1995–2007 relativno ugoden kar zadeva dejavnike, ki so povezani z zunanjim dolgom: gospodarska rast, višina obrestnih mer za najeta posojila, saldo tekočega računa plačilne bilance, usklajenost valutne strukture deviznih rezerv in zunanjega dolga in gibanje realnega efektivnega tečaja. Pri določitvi vzdržne ravni (neto) zunanjega dolga je zelo pomembno, da je gospodarstvo solventno.

Makroekonomski in finančni kazalniki kažejo, da Slovenija kljub naraščajočem primanjkljaju na tekočem računu ni imela problemov z zunanjo likvidnostjo in solventnostjo. Kljub naraščanju kratkoročne in dolgoročne zunanje zadolženosti, je v celotnem opazovanem obdobju raven skupnih deviznih rezerv Slovenije zadoščala za kritje kratkoročnega dolga po zapadlosti in tudi primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance. Slovenija se je po omenjenem merilu uvrščala med države, ki niso imele problemov s kratkoročno likvidnostjo.

²² Po letu 2006 med dinamičnimi kazalniki ni več smiselno prikazovati pokritosti kratkoročnega dolga po zapadlosti z mednarodnimi in s skupnimi rezervami, saj so se s prevzemom evra mednarodne denarne rezerve v evrih močno zmanjšale in se glede na obliko instrumenta razporedile na druge postavke plačilne bilance.

4.5 Dinamični kazalnik solventnosti v luči medčasovnega vidika plačilne bilance

Gospodarstvo je solventno, kadar je zmožno pravočasno poravnati svoje obveznosti. Z medčasovnega vidika to pomeni, da mora ustvariti potrebne presežke v menjavi s tujino, katerih sedanja diskontirana vrednost mora biti vsaj enaka ali večja od ravni *neto* zunanjega dolga. Običajno merilo solventnosti je zapisano s sledečo identiteto:

$$TB(Pv) = (1 + r_t) * F_{t-1}, \quad (42)$$

pri čemer posamezne oznake pomenijo:

$TB(Pv)$ – sedanja diskontirana vrednost saldo menjave blaga in storitev,

$(1+r)$ – diskontni faktor,

F_{t-1} – stanje neto zunanjega dolga.

Omenjeno merilo solventnosti običajno uporabljamo pri srednjeročnih napovedih salda tekočega računa. Pri ugotavljanju solventnosti slovenskega gospodarstva v obdobju 1995q1–2008q1, bo predstavljen takoimenovani “alternativni pristop” solventnosti:

$$CA_t = TB_t + r * B_{t-1} = Ex_t - Im_t + r * B_{t-1}, \quad (43)$$

pri čemer posamezne oznake pomenijo:

CA_t – saldo tekočega računa,

TB – saldo menjave blaga in storitev,

$r*B_{t-1}$ – neto plačila obresti na zunanji dolg,

Ex_t – izvoz blaga in storitev,

Im_t – uvoz blaga in storitev.

Stacionarnost salda menjave s tujino, povečanega za neto plačila obresti na zunanji dolg, ugotavljamo s sledečo regresijsko funkcijo:

$$Ex_t = \beta_0 + \beta_1 * (Im_t + r * B_{t-1}) + \varepsilon_t. \quad (44)$$

Ničelna hipoteza je, ekonomija zadosti medčasovni proračunski omejitvi. Torej vrednost koeficienta $\beta_1 = 1$ in saldo menjave s tujino (ε_t) kot residual mora biti stacionaren. Pogoji za doseganje solventnosti gospodarstva je kointegriranost izvoznih (Ex_t) in uvoznih tokov, popravljenih z neto faktorskimi dohodki (Im_t).

Pri tem pristopu bo analizirana *dolgoročna* in *kratkoročna* dinamika trgovinske bilance ter

tekočega računa plačilne bilance. Pri pojasnjevanju gibanja kointegriranih spremenljivk²³, bo uporabljen model popravljanja napak (ECM model). Pri slednjem predpostavljamo, da med spremenljivkami obstaja dolgoročno ravnotežje. Gibanje spremenljivke v vsakem obdobju je odvisno od vrzeli v prejšnjem obdobju in od dolgoročnega ravnotežja med spremenljivkama. Pri spremenljivkah x_t in y_t enačbo dolgoročnega ravnotežja zapišemo takole (Thomas, 1997, str. 427):

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 x_t. \quad (45)$$

Odstopanje od dolgoročnega ravnotežja nam pokaže sledeča enačba:

$$u_t = y_t - \beta_0 - \beta_1 x_t. \quad (46)$$

Časovna vrsta odklonov (u_t) od dolgoročnega ravnotežja mora biti stacionarna. Le tako je lahko odklon od ravnotežja začasen. Če sta spremenljivki x_t in y_t stacionarni po prvem diferenciranju $I(1)$, potem model korekcije napak zapišemo s sledečo enabo:

$$\Delta y_t = b_1 \Delta x_t - \lambda (y_{t-1} - \beta_0 - \beta_1 x_{t-1}) + \varepsilon_t. \quad (47)$$

Stabilno dolgoročno ravnotežje je zagotovljeno, če je vrednost koeficienta prilagoditve λ statistično značilno negativna. Le tako bo obstoječe neravnotežje v določenem prihodnjem obdobju odpravljeno. β_1 kaže (dolgoročno) ravnotežno stanje. Ocenjena vrednost parametra mora biti statistično značilno različna od nič, saj v nasprotnem primeru x_t na dolgi rok ne bi imel vpliva na y_t . Koeficient b_1 kaže kratkoročne neravnotežne povezave ali takojšnjo reakcijo y_t na spremembe v x_t .

Tabela 27: KPSS testi stacionarnosti izvozno-uvoznih tokov, salda menjave s tujino in salda tekočega računa plačilne bilance

	Osnovna serija	Prva diferenca
Izvoz blaga in storitev	0,251	0,695***
Uvoz blaga in storitev	0,248	0,665***
Saldo menjave s tujino	0,080*	0,070*
Saldo tekočega računa	0,071*	0,091*

Opomba: ničelna domneva pri KPSS testu je, da je serija stacionarna na osnovni ravni.

Regresija upošteva trend in konstanto na osnovni ravni in konstanto na prvi diferenci.

* Ničelna domneva je sprejeta pri 10% stopnji značilnosti, v korist stacionarnosti.

** Ničelna domneva je sprejeta pri 5% stopnji značilnosti, v korist stacionarnosti.

*** Ničelna domneva je sprejeta pri 1% stopnji značilnosti, v korist stacionarnosti.

Vir: lastni izračuni.

²³ Predpostavimo, da sta seriji y in x integrirani istega reda. Če obstaja med njima taka linearna kombinacija $y_t - \delta x_t$; ($\delta \neq 0$), potem sta seriji kointegrirani s kointegracijskim vektorjem $(1-\delta)$. Med serijama torej obstaja dolgoročna povezava, medtem ko kratkoročno odstopata od ravnovesja. Dolgoročno se seriji (spremenljivki) povečujeta z isto stopnjo rasti, razlika med obema stopnjama pa se giblje okrog fiksne povprečne vrednosti. Prilagoditev dolgoročnemu ravnotežju prikazuje kointegracijski vektor.

Tabela 28: Test kointegracije izvoza in uvoza blaga in storitev

Lastna vrednost	Kvocien verjetnosti	5 % kritična vrednost	1 % kritična vrednost	Domneva o št. kointegr. enačb
0,311	21,338	15,41	20,04	Nobena **
0,037	1,952	3,76	6,65	Največ ena

*(**) označuje zavrnitev domneve pri 5% (1%) stopnji značilnosti.

L.R. test kaže na 1 kointegracijsko enačbo pri 5% and 1% stopnji značilnosti.

Vir: lastni izračuni.

Analiza dolgoročne dinamike izvozno-uvoznih tokov in neto plačil obresti na zunanji dolg v obdobju 1995q1–2008q1 je pokazala, da sta bila izvoz in uvoz stacionarna na prvi diferenci $I(1)$ in kointegrirana (skupen 1 kointegracijski vektor). Med izvozom in uvozom torej obstaja dolgoročna povezanost (kointegriranost), ki se kaže v stacionarnem²⁴ saldu slovenske *blagovno-storitvene bilance*, kar je zagotavljalo, da je bilo slovensko gospodarstvo v opazovanem obdobju solventno.

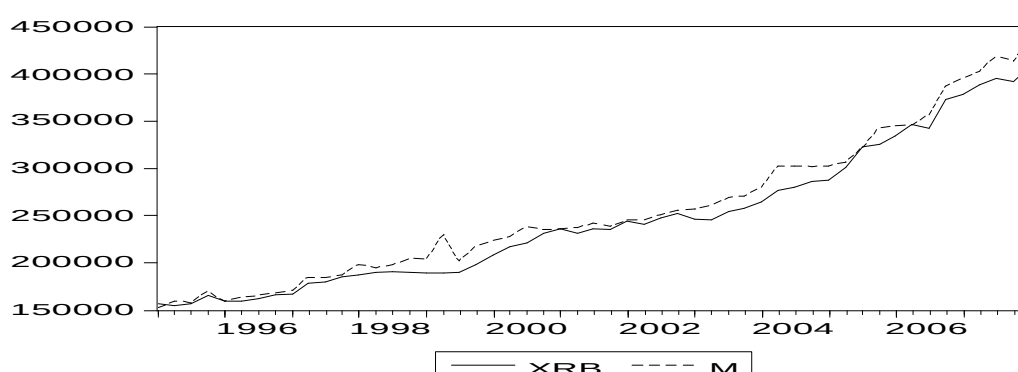
Zanimiva je tudi kratkoročna dinamika, ki se kaže preko statistično značilnih koeficientov kratkoročnih elastičnosti izvoznih in uvoznih tokov ter statistično značilnega in negativnega koeficienta prilagajanja (glej Tabelo 29).

Tabela 29: Ocena elastičnosti izvozno-uvoznih tokov z modelom popravljanja napak (ECM)

Spremenljivka	Koef. prilagoditve	Dolgoročna elast.	Kratkoročna elast.
Izvoz blaga in storitev	-0,227	1,085	0,337
(t-statistika)	(-2,628)		(4,390)
Uvoz blaga in storitev	-0,577	0,964	0,849
(t-statistika)	(-4,548)		(4,390)

Vir: Izpis s programskim paketom EViews. Lastni prikaz.

Slika 30: Izvoz z neto plačili obresti in uvoz, desezonirano po stalnih cenah 1995, v mio SIT



Vir: Izpis s programskim paketom EViews. Lastni prikaz.

²⁴ Značilnosti *stacionarne* časovne serije so, da niha okrog konstantne dolgoročne povprečne vrednosti, s konstantno varianco, ki ni odvisna od časa, avtokorelacija kot funkcija odloga pa gre hitro proti vrednosti 0. Šoki na stacionarno časovno vrsto so kratkotrajni, saj se skozi čas učinek šoka zmanjšuje, časovna serija pa se vrne k svojemu dolgoročnemu povprečju. *Nestacionarne* časovne serije se ne vračajo k nekemu dolgoročnemu povprečju. Varianca se s časom spreminja, učinki šokov na nestacionarne časovne vrste pa so trajni.

Analizo razširim tako, da je izvoz obremenjen za neto plačila obresti tujini. Rezultati potrjujejo solventnost slovenskega gospodarstva.

Tabela 30: Testiranje solventnosti z vektorskim modelom popravljanja napak (VECM)

Vector Error Correction Estimates		
Sample(adjusted): 1995:2 2008:1		
Included observations: 52 after adjusting endpoints		
Standard errors in () & t-statistics in []		
Cointegrating Eq:	CointEq1	
LOG(XRB(-1))	1.000000	
LOG(M(-1))	-0.997291 (0.02557) [-38.9987]	
C	0.004912	
Error Correction:	D(LOG(XRB	D(LOG(M))
	)	
CointEq1	-0.120102 (0.10035) [-1.19683]	0.448201 (0.14495) [3.09209]
C	0.018414 (0.00334) [5.50892]	0.020172 (0.00483) [4.17796]
R-squared	0.027850	0.160525
Adj. R-squared	0.008407	0.143735
Sum sq. resids	0.029049	0.060610
S.E. equation	0.024104	0.034817
F-statistic	1.432412	9.561014
Log likelihood	120.9555	101.8333
Akaike AIC	-4.575210	-3.839741
Schwarz SC	-4.500163	-3.764694
Mean dependent	0.018414	0.020172

Vir: Izpis s programskim paketom EViews. Lastni prikaz.

XRB – Izvoz blaga in storitev, ki vključuje saldo faktorskih dohodkov,
M – Uvoz blaga in storitev.

Izpis kointegracijske enačbe, v oklepaju je kointegracijski vektor:

$$(\text{LOG}(\text{XRB})) = -0.1201017781 * (\text{LOG}(\text{XRB}(-1)) - 0.9972908816 * \text{LOG}(\text{M}(-1)) + 0.0049115169) + 0.01841393842$$

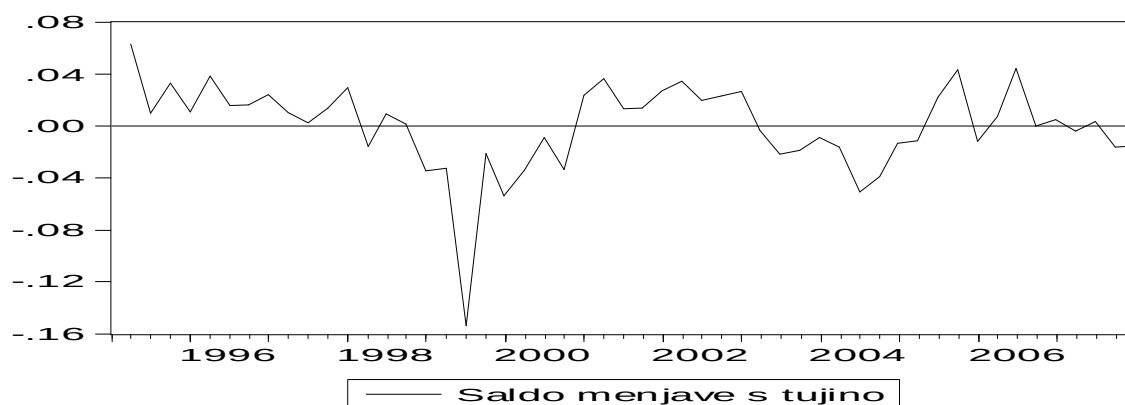
$$\text{D}(\text{LOG}(\text{M})) = 0.4482006871 * (\text{LOG}(\text{XRB}(-1)) - 0.9972908816 * \text{LOG}(\text{M}(-1)) + 0.0049115169) + 0.02017200277$$

Stacionarno linearno kombinacijo med izvozom in uvozom kaže kointegracijski vektor (rezidual), ki pove kolikšno je trenutno odstopanje od dolgoročnega ravnotežja. Koeficienta pred kointegracijskim vektorjem kažeta, v kolikšnem času se obstoječe neravnotežje odpravlja. Rast izvoznih tokov je negativno povezana z mehanizmom popravljanja napak (koeficientom prilagoditve), kar pomeni, da bo začetna rast izvoza kasneje izravnana z upočasnitvijo. Rast uvoznih tokov pa je s koeficientom prilagajanja

pozitivno povezana; začetna rast izvoza signalizira prihodnji porast uvoza.

Izvoz (vključujoč neto plačila obresti tujini) in uvoz imata skupni stohastični trend in kointegrirata z vektorjem (1, -0,997). Koeficienta prilaganja (v vrstici CointEq1) imata ekonomsko-teoretično pravilne predznake. Vrednost koeficienta prilaganja pri uvoznih tokovih znaša 0,448; v tekočem četrletju je torej odpravljeno 44,8 % neravnotežja iz predhodnega obdobja. Uvoz se prilagodi izvozu po približno dveh četrletjih, kar kaže zmerno mobilnost kapitalskih tokov.

Slika 31: Naravni logaritem kointegracijskega reziduala (saldo menjave s tujino)



Vir: Izpis s programskim paketom EViews. Lastni prikaz.

Povezava med slovenskimi izvoznimi in uvoznimi blagovno-storitvenimi tokovi je torej obojestranska. Slovenski izvoz je “Granger” vplival na slovenski uvoz, saj so imeli povečani izvozni dohodki pozitiven učinek na bruto nacionalni dohodek, kar je posledično povečevalo izdatke za uvoz blaga in storitev. Poleg tega je v sistemu uravnavanega drsečega tečaja izvoz, skupaj z neto kapitalskimi pritoki, vplival tudi na oblikovanje mednarodnih denarnih rezerv. Slednje so v povprečju zadoščale za kritje več kot 3-mesečnega povprečnega uvoza blaga in storitev, kar po ocenah Mednarodnega denarnega sklada ustreza kriteriju likvidnosti.

Tudi uvozni tokovi so pomembno vplivali na izvozne tokove. Zaradi okrepitve industrijske proizvodnje se je, v strukturi uvoza po namenu porabe proizvodov, najbolj povečal delež uvoza proizvodov za vmesno porabo. Slednje kaže na prisotnost relativno visoke uvozne komponente v izvozu, saj so bili proizvodi za vmesno porabo so v obdobju 1995–2007 v povprečju vsebovani v dveh tretjinah blagovnega izvoza. To predstavlja pomemben vidik ekonomske integracije in globalizacije slovenskih proizvajalcev. Delež uvoza kapitalnih dobrin (proizvodov za vmesno porabo in proizvodov za investicije) pa je v povprečju predstavljal tri četrtnine slovenskega uvoza, kar odraža pomemben dinamičen vpliv uvoznih tokov na razvoj slovenskih industrijskih proizvajalcev in izvoznikov.

V strukturi slovenskega blagovnega izvoza *po primarnem dejavniku* se je v obdobju 1995–2007 najbolj povečeval delež srednje in visoko tehnološko intenzivnih proizvodov²⁵, tako

²⁵ V skupino srednje in visoko tehnološko intenzivnih proizvodov sodi izvozno blago z najdinamičnejšo rastjo izvoza v svetovnem merilu, z najvišjim deležem izdatkov za raziskave in razvoj v dodani vrednosti

da se je Slovenija po deležu teh proizvodov v strukturi blagovnega izvoza močno približala evropskemu povprečju. Po drugi strani pa je značilno zniževanje skupnega deleža nizkotehnološko intenzivnih proizvodov in proizvodov, za katere je značilna intenzivna raba dela (UMAR, Poročilo o razvoju, 2008).

Tabela 31: Struktura blagovnega izvoza po primarnem proizvodnem dejavniku¹ v Sloveniji in EU v obdobju 2000–2006

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Intenzivna raba naravnih virov	EU-27	18,2	17,7	17,7	17,7	18,2	17,9	19,4
	EU-15	18,0	17,5	17,7	17,6	18,2	17,8	19,4
	EU-12	20,7	19,7	18,8	18,2	18,8	19,2	19,0
	Slovenija	15,3	15,1	14,6	14,6	14,0	15,4	16,1
Intenzivna raba dela	EU-27	10,6	10,7	10,7	10,4	9,8	9,0	8,6
	EU-15	10,1	10,1	10,1	9,8	9,3	8,6	8,2
	EU-12	18,5	18,9	18,8	17,7	15,8	14,0	12,3
	Slovenija	21,6	21,3	20,0	18,7	17,8	17,0	14,2
Nizko tehnološko intenzivni proizvodi	EU-27	6,9	7,0	7,0	7,2	7,7	7,0	7,4
	EU-15	6,6	6,7	6,7	6,9	7,4	6,6	7,1
	EU-12	10,5	10,9	11,0	11,0	11,5	10,6	10,8
	Slovenija	9,9	9,9	9,9	10,1	10,8	8,8	10,2
Srednje tehnološko intenzivni proizvodi	EU-27	29,8	30,4	30,5	30,9	31,0	30,1	29,9
	EU-15	29,8	30,3	30,5	30,7	30,8	29,8	29,5
	EU-12	30,1	30,6	31,5	33,1	33,3	33,3	34,3
	Slovenija	36,2	36,2	37,3	37,3	38,3	40,2	39,1
Visoko tehnološko intenzivni proizvodi	EU-27	28,7	28,7	28,7	27,6	27,1	27,7	27,7
	EU-15	29,4	29,4	29,5	28,3	27,9	28,5	28,6
	EU-12	18,1	17,3	17,9	18,0	18,8	18,2	19,2
	Slovenija	15,5	16,0	16,7	17,9	17,2	16,0	17,1

Opomba: ¹ Razvrščanje proizvodov v posamezne skupine temelji na metodologiji Združenih narodov (Trade and Development Report, 2002). Klasifikacija ne razvršča vseh proizvodov, zato seštevek deležev petih skupin za posamezno državo ni enak 100.

Vir: Handbook of Statistics 2006–2007 (United Nations), 2007; United Nations Commodity Trade Statistics Database, 2007; lastni preračuni.

Struktura blagovnega izvoza se je glede na tehnološko zahtevnost proizvodov²⁶ se v Slovenije izboljšuje. Delež visoko tehnološko intenzivnih proizvodov v blagovnem izvozu je precej nižji od povprečja EU, nižji pa je tudi od povprečja držav novih članic EU (EU-12). V letu 2006, za katerega so na voljo zadnji podatki za države EU, se je razlika do EU nekoliko zmanjšala, v primerjavi z EU-12 pa je ostala takorekoč nespremenjena. Hkrati se je povečalo število novih članic, ki so Slovenijo na tem področju prehitele²⁷. Glavni razlog povečanja deleža tehnološko zahtevnih proizvodov v slovenskem blagovnem izvozu v letu 2006 je bil po dveh letih upadanja ponovno rastoči delež farmacevtskih proizvodov, k porastu deleža tehnološko zahtevnih proizvodov v letu 2007 pa je poleg nadaljnega naraščanja izvoza farmacevtskih proizvodov prispeval tudi večji izvoz letal. Kljub rasti deleža visoko tehnološko zahtevnih proizvodov pa je *skupni delež visoko in srednje visoko tehnološko intenzivnih proizvodov* v letu 2006 ostal na ravni predhodnega leta, v letu 2007 pa se je

(kemikalije, farmacevtski proizvodi, izdelki iz plastike, stroji in naprave, oprema za telekomunikacije, oprema za medicinske in znanstvene namene ter meritve, fotoaparati in oprema, osebni avtomobili, gospodinjstva oprema). Razmejevanje srednje in visoko tehnološko intenzivnih proizvodov, temelji na metodologiji Združenih narodov (United Nations Conference on Trade and Development: Classification of world merchandise exports, Trade and Development Report 2002, Annex 1 to chapter III)

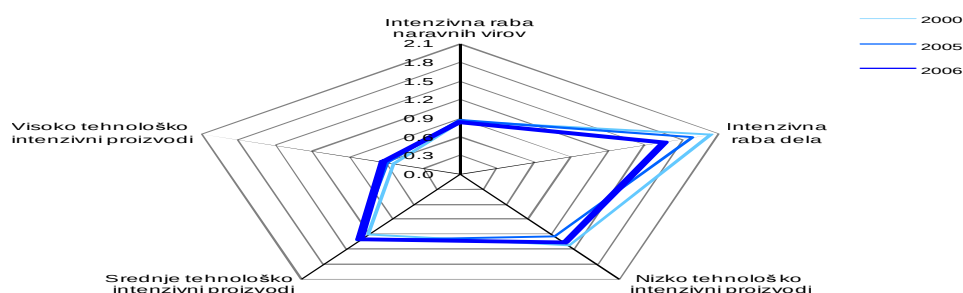
²⁶ Razvrščanje proizvodov v posamezne skupine temelji na metodologiji Združenih narodov (Trade and Development Report, 2002).

²⁷ Tehnološka konkurenčnost v primerjavi z Malto, Madžarsko in Estonijo se je poslabšala že v drugi polovici devetdesetih let, s Češko po letu 2002, s Ciprom po letu 2003, s Slovaško pa v 2006.

ponovno močno povečal (za 2 o. t.). Gibanje je povezano z nihanjem izvoza vozil, ki se uvrščajo med srednjetehtnološko zahtevne proizvode²⁸.

Upadanje skupnega deleža nizkotehtnološko in delovno intenzivnih proizvodov²⁹ v blagovnem izvozu se je po vstopu Slovenije v EU pospešilo. Delež teh proizvodov v blagovnem izvozu se od leta 2000 naprej stalno zmanjšuje predvsem zaradi nižjega deleža izvoza tekstilnih izdelkov, pohištva, ter papirja in kartona. Podatki za leto 2007 kažejo, da se je proces upadanja deleža nizkotehtnološko in delovno intenzivnih proizvodov nadalje pospešil, delež delovno intenzivnih proizvodov se je znižal za 1,6 o.t., delež nizkotehtnološko intenzivnih proizvodov pa za 0,7 o.t.

Slika 32: Koefficient primerjalnih prednosti¹ slovenskega izvoza glede na faktorsko strukturo



Opomba: ¹ Relative Export Advantage Index – RXA Balassa indeks oziroma koefficient primerja delež slovenskega izvoza določene skupine proizvodov z deležem izvoza te skupine proizvodov v izvozu skupine držav, ki služi kot merilo primerjave (v našem primeru EU-27).

Vir: *Handbook of Statistics 2006–2007 (United Nations), 2007; United Nations Commodity Trade Statistics Database, 2007; lastni preračuni.*

Kointegriranost izvoznih in uvoznih tokov tako odraža rast deležev izvoza in uvoza v BDP. Slovenija spada med male odprte ekonomije, kar kaže tudi visok delež izvoza in uvoza v BDP. Odprti in dobro delujoči trgi so prvi pogoj za ustvarjanje konkurenčnih podjetij in gospodarstev. Delovanje notranjega trga, učinkovita politika konkurence, postopna širitev EU, liberalizacija mednarodne trgovine in tržne reforme odpirajo gospodarstvo EU. Velike gospodarske entitete (Rusija, ZDA in Japonska) imajo namreč precej nižjo stopnjo trgovinske integracije (odprtosti gospodarstva) od malih gospodarstev. Razlike med državami pa so odvisne tudi od industrijske strukture in geografskega položaja. Kratkoročno pa je stopnja odprtosti gospodarstva vsekakor odvisna od dinamike poslovnega cikla in rasti tujega povpraševanja. Manjša kot je država, bolj mora biti integrirana v mednarodne trgovinske tokove. V zadnjih letih se je stopnja trgovinske integracije v Sloveniji povečevala hitreje kot v EU. Potem ko je stopnja odprtosti gospodarstva v državah EU od leta 1995 pa do leta 2000 naraščala, se je, tako kot v Sloveniji, v letih 2002 in 2003 znižala. Slednje je bilo posledica upočasnjene rasti evropskega gospodarstva, deloma pa dinamike tečaja evra. V obdobju 2003–2006 je bila v državah EU spet opazna tendenca povečevanja stopnje trgovinske integracije, kar je

²⁸ Izvoz te skupine je v zadnjih letih močno nihal zaradi vpliva dejavnikov, povezanih s proizvodnjo cestnih vozil v Sloveniji. Tako se je v letu 2005 močno zvišal, v letu 2006 upadel, v letu 2007 pa ponovno zelo porasel.

²⁹ Skupini nizkotehtnološko intenzivnih proizvodov in delovno intenzivnih proizvodov vključujeta proizvode z najnižjo dodano vrednostjo na zaposlenega, kot so: oblačila, tekstilni izdelki, obutev, pohištvo, steklo, stekleni izdelki, ploščati in valjani izdelki iz železa, proizvodi iz navadnih kovin.

posledica svetovne konjunktura, ki je ugodno vplivala na poslovni cikel evropskega gospodarstva. Pri tem se je delež zunanjetrgovinske menjave glede na BDP v povprečju v EU krepil počasneje kot v Sloveniji, tako da se je razlika med Slovenijo in EU še povečala. Med novimi članicami EU so imele v letu 2007 največjo stopnjo trgovinske integracije: Slovaška, Malta, Estonija, Češka, Madžarska in Bolgarija, med starimi pa Belgija, Luksemburg in Irska.

Tabela 32: Povprečni delež menjave s tujino (izvoz in uvoz)¹ v BDP v Sloveniji in v EU, v %

	1995	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Delež izvoza in uvoza v BDP – SLO	52,1	56,5	55,5	55,0	59,5	63,3	67,9	72,3
Proizvodi	43,4	48,0	46,6	46,2	50,3	53,5	57,8	61,4
Storitve	8,7	8,5	8,9	8,8	9,3	9,8	10,0	10,9
Izvoz proizvodov in storitev	51,2	54,7	56,1	54,8	58,9	63,0	67,4	71,4
Proizvodi	41,0	45,0	46,0	45,1	48,3	51,7	55,9	58,9
Storitve	10,2	9,7	10,2	9,8	10,6	11,3	11,5	12,5
Uvoz proizvodov in storitev	53,0	58,3	54,9	55,1	60,2	63,6	68,4	73,2
Proizvodi	45,7	50,9	47,2	47,3	52,2	55,4	59,8	63,9
Storitve	7,3	7,4	7,7	7,7	8,0	8,2	8,6	9,2
Delež izvoza in uvoza v BDP – EU-27	28,9	36,0	34,7	34,1	35,4	37,1	39,5	39,4
Proizvodi	22,8	28,0	26,6	26,2	27,2	28,5	30,6	30,8
Storitve	6,1	8,0	8,1	8,0	8,2	8,6	8,9	9,1

Opomba: ¹Razmerje med povprečno vrednostjo skupnega izvoza in uvoza po plačilnobilanci statistiki in BDP v tekočih cenah.

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURs), 2008; Eurostat Portal Page – Economy and Finance, 2008; preračuni Umar.

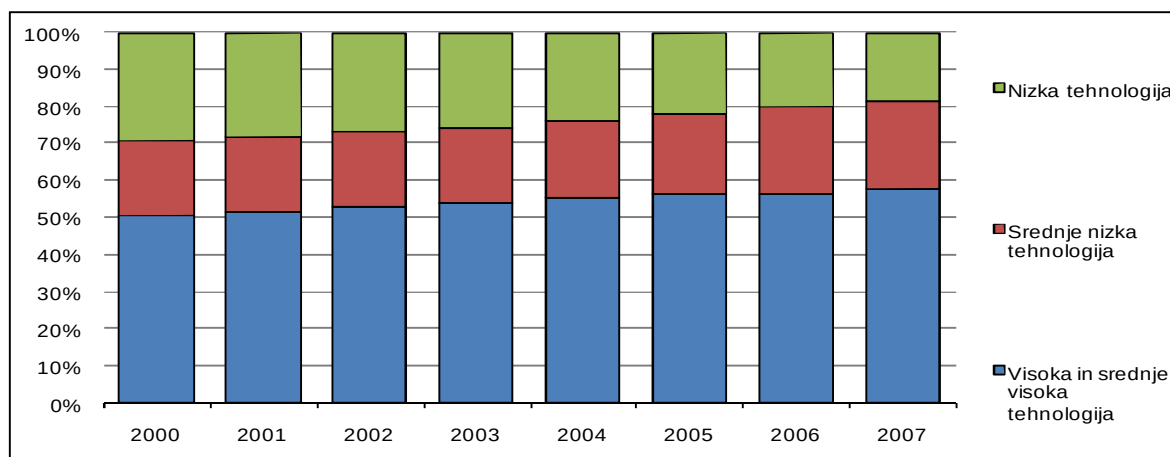
Zunanjetrgovinska odprtost³⁰ slovenskega gospodarstva se je v letu 2007 še povečala. Povprečni delež menjave blaga in storitev v BDP se je povzpел na 72,3 %, kar je za 4,4 odstotne točke več kot leto prej in za 15,8 odstotne točke več kot leta 2000. Stopnja internacionalizacije se je tako kot v preteklih letih večinoma povečala na osnovi večje integracije blagovne menjave v mednarodne trgovinske tokove. Nekoliko višja kot v predhodnih letih pa je bila tudi rast deleža menjave storitev v BDP, kar nakazuje na izboljšanje konkurenčnosti slovenskega izvoza storitev na mednarodnih trgih. Delež blagovnega izvoza in delež blagovnega uvoza v BDP sta se v letu 2007 povečala za 3,0 in 4,2 odstotne točke. Povečanje deležev tako izvoza kot uvoza storitev pa je bilo nižje, in sicer za 1,0 in 0,7 odstotne točke. K večji odprtosti slovenskega gospodarstva v letu 2007 so poleg okrepljenih količinskih gibanj pomembno prispevale tudi višje izvozne in uvozne cene blaga in storitev.

Rast tujega povpraševanja je najbolj spodbudila izvoz panog z visoko in srednje visoko tehnologijo, ki so v slovenskem blagovnem izvozu prevladujoče. Delež izvoza proizvodnje kemikalij in kemičnih izdelkov, strojev in naprav, električne in optične opreme ter proizvodnje vozil in plovil se je v opazovanem obdobju povečal s 44,8 % v letu 1995 na 56,5 %, v letu 2007, delež izvoza panog s srednje nizko tehnologijo pa z 18,6% na 22,8 %. Delež izvoza panog z nizko tehnologijo pa se je znižal s 34,3 % na 18,3 % izvoza predelovalnih dejavnosti. V storitvenem izvozu se krepil okrepil delež skupine pretežno na znanju temelječih storitev (skupina ostale storitve), kamor se uvrščajo zavarovalniške, finančne, ostale poslovne storitve, licence, patenti in avtorske pravice ter računalniške

³⁰ Odprtost gospodarstva določajo zunanji in notranji pogoji. Med osnovne zunanje pogoje, ki sodijo v okvir tujega gospodarskega okolja, uvrščamo gibanje tujega povpraševanja na izvoznih trgih, spremembe cen nafte, cen drugih surovin in proizvajalčevih domicilnih cen, ki večinoma določajo pogoje menjave in dinamiko tujih obrestnih mer. Glavni notranji pogoji, ki vplivajo predvsem na uvozno odprtost, pa so velikost gospodarstva, dinamika domače gospodarske rasti in gibanje realnega efektivnega tečaja domače valute.

storitve. Kljub temu pa je delež skupine ostalih storitev v slovenskem izvozu storitev še vedno precej nižji (30,1 %) od povprečja držav EU-27 (59,0 % v letu 2006). Kljub visoki rasti blagovnega izvoza se je v letu 2007 delež transportnih storitev nekoliko znižal, nižji pa je bil tudi delež potovanj.

Slika 33: Struktura blagovnega izvoza po dejavnostih SKD, razvrščenih glede na tehnološko zahtevnost¹



Opomba: ¹ Po metodologiji OECD (Hatzichronoglou, 1997) smo v skupino panog z nizko tehnologijo uvrstili naslednja podpodročja dejavnosti SKD: DA, DB, DC, DD, DE in DN; v skupino panog s srednje nizko tehnologijo: DF, DH, DI, DJ; v skupino panog s srednje visoko in visoko tehnologijo pa: DG, DK, DL, DM.

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Zunanja trgovina (SURS), 2008.

Na osnovi dinamične analize izvozno-uvoznih tokov v obdobju 1995q1–2008q1 sklepam, da je bilo slovensko gospodarstvo solventno in likvidno. Kratkoročna povezanost med izvozno-uvoznimi tokovi kaže, da bi bila ekonomsko politika neučinkovita v primeru odpravljanja kratkoročnih plačilno-bilančnih primanjkljajev z uvoznimi omejitvami. Zaradi dolgoročne (kointegracijske) povezave med slovenskim izvozom in uvozom, predvsem pa zaradi močne uvozne komponente v izvozu³¹, bi namreč zniževanje uvozne rasti povročilo tudi upočasnitev rasti izvoza. Solventnost slovenskega gospodarstva zagotavlja kointegracija med izvoznimi tokovi na eni ter uvoznimi tokovi, skupaj z neto plačili obresti tujini, na drugi strani. Pri tem je saldo tekočega računa plačilne bilance stacionaren. Z medčasovnega vidika to pomeni, da primanjkljaj neto finančne pozicije Slovenije ni prekomeren.

5 VARČEVALNO-INVESTICIJSKA VRZEL

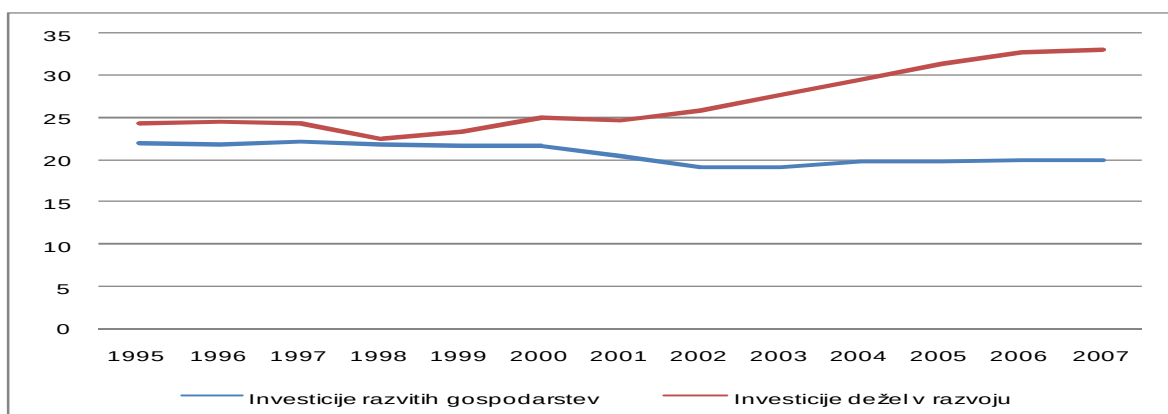
5.1 Globalna plačilnobilančna neravnotežja z vidika varčevalno-investicijske vrzeli

Varčevanje in investicije sta pomembna dejavnika, ki določata dinamiko tekočega računa plačilne bilance. Proučevanje varčevalno-investicijske vrzeli (angl. *savings-investment gap*) je postalo aktualno v času nizkih dolgoročnih obrestnih mer, značilnih za večino industrijsko razvitih in nerazvitih držav. Dinamiko varčevanja in investicij določajo

³¹ Po podatkih OECD (Oecd Science, Technology and Industry Scoreboard, 2003) je v obdobju 1980–1998 delež uvozne komponente v razvitih gospodarstvih držav G-7 znašal 22,3 %. Od malih odprtih v ekonomij, vsebovanih v omenjeni analizi, je uvozna komponenta predstavljala 32,2 % izvoza v Danski in 45,1 % izvoza v Nizozemski.

različni dejavniki. Na višino bruto domačega varčevanja večinoma vpliva bruto nacionalni razpoložljivi dohodek. Raven varčevanja je odvisna tudi od razvoja in stabilnosti finančnega sektorja, kredibilne monetarne politike, stopnje inflacije in gibanja deviznega tečaja, pokojninske in socialne varnosti, demografskih dejavnikov (zlasti staranja prebivalstva) itd. Investicije pa so funkcija tehnologije, poslovnih priložnosti, obstoječega stoga kapitala, pričakovanih donosov in tveganja, razvoja mednarodnega kapitalskega trga. Varčevanje kot tudi investicije pa sta funkciji obrestne mere. Pri odprtih kapitalskih trgih in nepokriti obrestni pariteti je domača obrestna mera vsota globalne obrestne mere, pričakovanega gibanja deviznega tečaja ter premije za tveganje. Zaradi različnih medčasnih preferenc varčevalcev in investorjev pa ni nujno, da je vrednost varčevanja enaka vrednosti investicij. Zato imajo nekatere države presežek varčevanja nad investicijami (presežek v saldu tekočega računa) druge pa presežek domačih investicij nad varčevanjem (primanjkljaj v saldu tekočega računa).

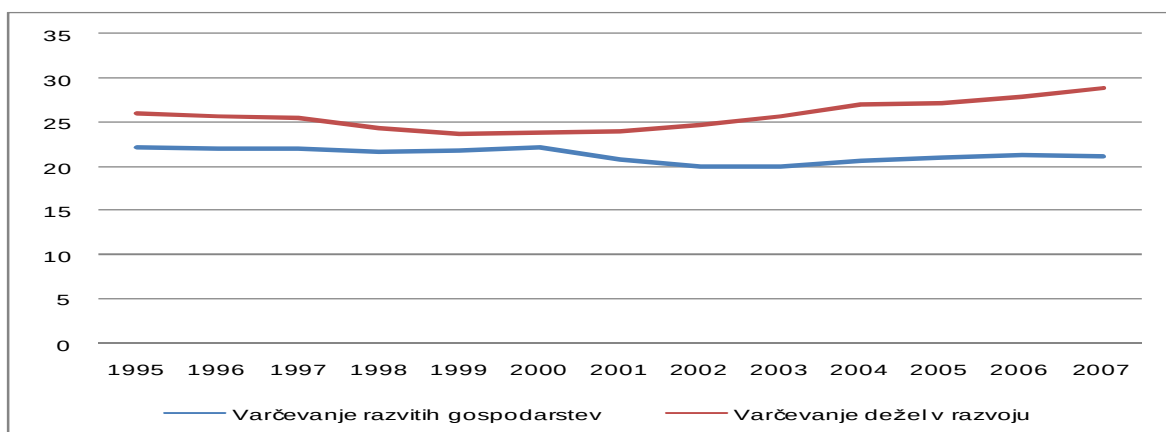
Slika 34: Investicije v razvitih gospodarstvih in deželah v razvoju, v % BDP



Vir: World Economic Outlook Database, april 2008.

Delež globalnega varčevanja in investicij v BDP se je precej znižal v desetletju po prvi naftni krizi v zgodnjih sedemdesetih letih prejšnjega stoletja, in je bil relativno stabilen do poznih devetdesetih let prejšnjega stoletja. Zgodovinsko na najnižji ravni pa je bil delež varčevanja in investicij v letu 2002, v zadnjih letih pa se je nekoliko povečal. Globalni trendi odražajo predvsem gibanje obeh agregatov v industrijsko razvitih državah, v katerih tako delež varčevanja kot tudi delež investicij po letu 1970 trendno upadata. Nasprotna tendence pa so kazale razvijajoče se države in države proizvajalke nafte, v katerih se je delež varčevanja v omenjenem obdobju krepil. Čeprav se je varčevanje podjetij (corporate saving) v industrijsko razvitih državah okrepilo, pa ni kompenziralo padca varčevanja gospodinjstev. Približno dve tretjini znižanja deleža nacionalnega varčevanja v industrijsko razvitih državah je namreč prispevalo nižje varčevanje zasebnega sektorja. V razvijajočih se državah, v katerih se je nacionalno varčevanje okrepilo, pa je večji del le-te predstavljalo varčevanje državnega sektorja.

Slika 35: Varčevanje v razvitih gospodarstvih in deželah v razvoju, v % BDP



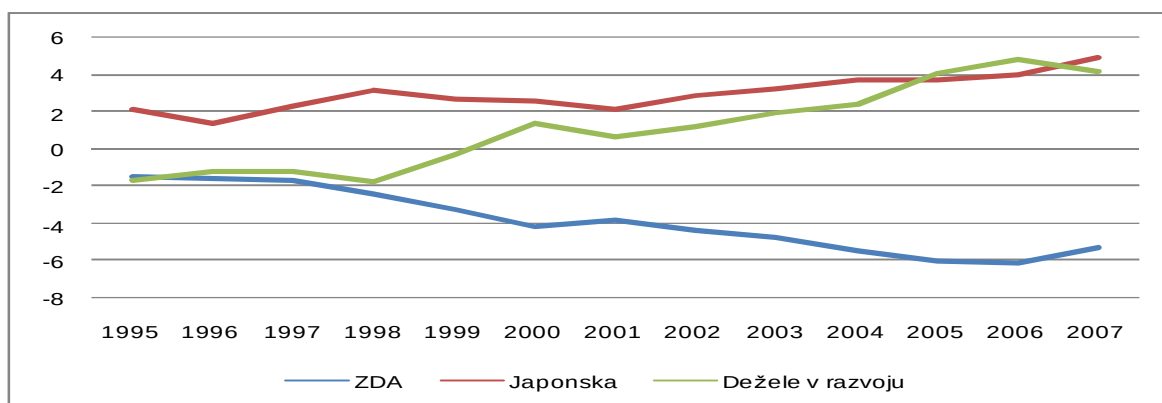
Vir: World Economic Outlook Database, april 2008.

Financiranje varčevalno-investicijske vrzeli v industrijsko razvitih državah, zlasti v ZDA, odraža prehod razvijajočih se držav od neto uvoznikov k neto izvoznikom kapitala. Večji izvoz kapitala v razvijajočih se gospodarstvih odraža njihovo tendenco kopičenja deviznih rezerv, ki naj bi blažile turbulence na finančnih trgih, deloma pa tudi pomanjkanje profitabilnih investicijskih priložnosti. Slednje je seveda v popolnem nasprotju z dinamiko kapitalskih tokov v obdobju pred 1. svetovno vojno, za katerega je bil značilen izvoz kapitala iz držav Zahodne Evrope v svoje kolonije, in tudi v nasprotju s teorijo kapitalskih tokov.³²

Globalna neravnotežja so bila predvsem posledica naraščajočega varčevanja v azijskih državah, v katerih se je delež investicij zniževal, in so financirale naraščajoči primanjkljaj v tekočih transakcijah v ZDA. Znižanje ravni varčevanja v ZDA je bilo večinoma posledica poslabšanja fiskalne pozicije in naraščajoče zasebne potrošnje. Sodobna globalna zunanja neravnotežja ustvarjajo torej ZDA z vodenjem ekspanzivne fiskalne in monetarne politike. Globalna zunanja neravnotežja so med snovalci ekonomske politike že vrsto let pomemben predmet razprav. Glavni vzrok svetovnega zunanjega neravnotežja je velik primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance ZDA, povezan s kopičenjem deviznih rezerv držav Vzhodne in Srednje Azije. Agregatni saldo tekočega držav evroobmočja je v povprečju približno uravnotežen.

³² Po teoriji kapitalskih tokov namreč kapital priteka iz držav z relativnim obiljem kapitala v države, ki imajo relativno obilje dela in večji pričakovan donos na kapital (Lucas, 1990, str. 92–96). Primerjava realiziranih donosov na agregatni kapital (bruto investicije) v preteklih desetih letih je pokazala, da je bil povprečen donos na kapital v razvijajočih se državah 13,7-odstoten, v državah skupine G-7 pa 7,8-odstoten. Pri tem se postavlja vprašanje, zakaj je kljub večjim kapitalskim donosom kapital odtekal iz razvijajočih se držav v industrijsko razvite države. Razlage za takšno gibanje stopnje donosov so: a) preveliko tveganje, zaradi katerega razvite države manj investirajo v nerazvite; b) v analizo so vključena pretežno mala in srednje velika podjetja, ki težje investirajo v razvijajoče se države; c) v razvijajočih se gospodarstvih so donosi na kapital v državnih podjetjih nižji; d) verjetno slabša kvaliteta baze podatkov nacionalnih računov.

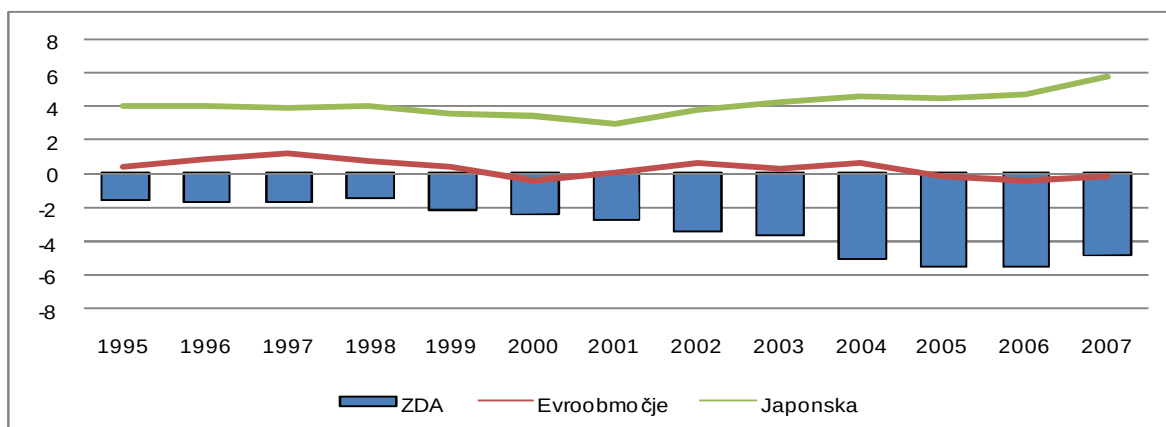
Slika 36: Saldo tekočega računa plačilne bilance v ZDA, Japonski in deželah v razvoju, v% BDP



Vir: World Economic Outlook Database, april 2008.

V obdobju 1995–2005 je primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance ZDA predstavljal 3,7 % BDP, vendar se je vsako leto povečeval (leta 1995 je znašal 1,5 % BDP, leta 2005 pa že 6,4 % BDP). Zunanje neravnotežje se je odražalo preko varčevalno-investicijske vrzeli. Delež varčevanja prebivalstva, ki je v letu 1995 predstavljal 4,6 % razpoložljivega dohodka prebivalstva, je bil v letu 2005 celo negativen (-0,4 %). Znižanje zasebnega varčevanja je bilo zlasti v drugi polovici 90. let prejšnjega stoletja deloma skompenzirano z varčevanjem države, katere finančna bilanca je leta 2000 izkazovala presežek (1,6 % BDP). Po drugi strani pa se je okrepila rast investicij v informacijsko in komunikacijsko tehnologijo, ki so se večinoma financirale s kapitalskimi pritoki zasebnega sektorja, in sicer v obliki tujih neposrednih naložb. Po letu 2000 pa se je, poleg znižanja deleža zasebnega varčevanja v BDP, povečal tudi delež državnih izdatkov v BDP. Delež agregatnega bruto varčevanja se je zato opazno znižal, usahnile pa so tudi investicije v visoko tehnologijo. Poslabšanje salda tekočega računa plačilne bilance ZDA je bilo zato v obdobju 2001–2005 posledica visokega fiskalnega deficita. Fiskalna bilanca je leta 2005 izkazovala primanjkljaj v višini 3,8 % BDP. Tuje centralne banke so nakupovale ameriške državne zakladnice in s tem financirale primanjkljaj v tekočih transakcijah in primanjkljaj fiskalne bilance.

Slika 37: Saldo tekočega računa v ZDA, Japonski in Evroobmočju, v % BDP

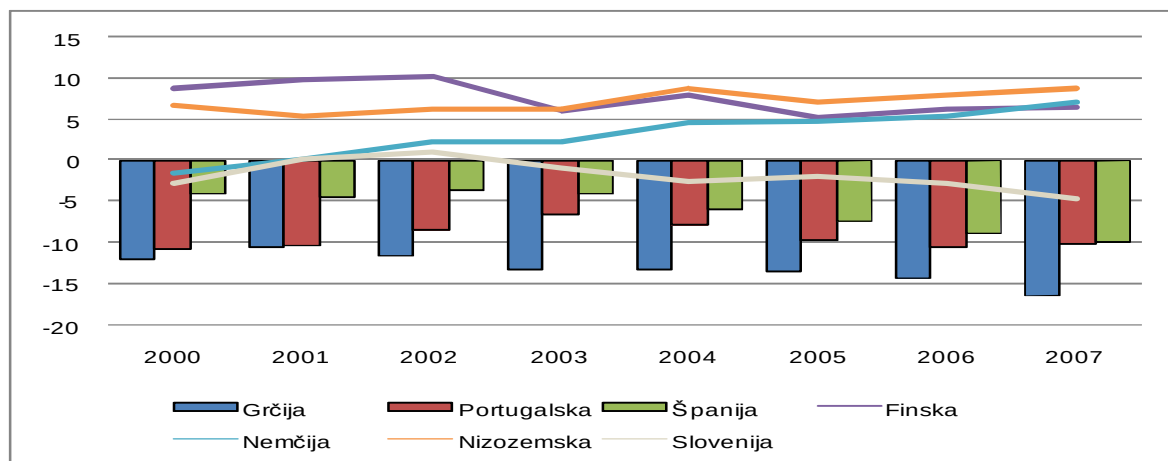


Vir: Eurostat, Economy and finance. (2008).

V nasprotju z ZDA pa so imele države Srednjega Vzhoda in Vzhodne Azije (brez Japonske, katere presežek je bil zmeren) visoke presežke v tekočih transakcijah. Presežke v

saldih tekočega računa držav Srednjega Vzhoda so generirale predvsem visoke cene nafte, medtem ko so v državah Vzhodne Azije prevladujočo vlogo imele njihove centralne banke. Slednje so z nakupi ameriških državnih vrednostnih papirjev, akumulacijo velikih količin deviznih dolarških rezerv, stabilizirale tečaje v primerjavi z USD in tako spodbujale svoj izvoz. Leta 2004 je bilo z deviznimi rezervami vzhodno-azijskih centralnih bank financirano kar tri četrtine primanjkljaja tekočega računa v ZDA.³³ Do leta 2007 se je primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance ZDA nekoliko znižal, z rekordnih 6,2 % v letu 2006 na 5,3 % v letu 2007. Večji del primanjkljaja nastaja zaradi neto uvoza avtomobilov ter nafte in surovin. V obdobju 1995–2007 je agregatni saldo tekočega računa plačilne bilance držav evro območja izkazoval rahel presežek, saj je povprečni delež bruto varčevanja je predstavljal 21,2 %, bruto investicij pa 20,9 % BDP. Razpršenost pozicij tekočih računov (standardni odklon tekočih računov v % BDP), ki se je povečala ob koncu 90. let dvajsetega stoletja, je nastala zlasti zaradi večjih primanjkljajev v Grčiji, Portugalski in Španiji na eni ter večjih presežkov v Nemčiji, Nizozemski in Finski na drugi strani. Po letu 2001 je globalna rast uvoznega povpraševanja, domače povpraševanje v državah EU je bilo namreč relativno skromno, več kot kompenzirala apreciacijo evra v primerjavi z USD. Pri določanju plačilnobilančnega ravnovesja je najpomembnejšo vlogo imela Nemčija, ki je v absolutnih vrednostih izkazovala največje presežke. Brez slednjih bi saldo tekočega računa plačilne bilance evroobmočja izkazoval primanjkljaj. Nemčija je presežne prihranke izvažala predvsem v obliki posojil, Nizozemska pa večinoma v obliki izhodnih neposrednih naložb. Finska pa je poleg izhodnih neposrednih naložb kapitalske tokove krepila tudi v obliki portfeljskih naložb.

Slika 38: Slovenija in ostale države evroobmočja z največjimi presežki in primanjkljaji tekočega računa, v % BDP



Vir: Eurostat, 2008, lastni preračuni.

Grčija, Portugalska in Španija so primanjkljaje na tekočem računu plačilne bilance deloma financirale že preko kapitalskega računa, s prejetimi sredstvi iz proračuna EU (1–2 %

³³ Vzhodno-Azijske centralne banke so v zadregi, kako nadalje financirati primanjkljaj tekočega računa ZDA. Aprecijacija njihovih valut ne bi le poslabšala izvozno konkurenčnost, temveč bi tudi razvrednotila devizne rezerve, izražene v USD. Odločitev Kitajske, ki je julija 2005 odpravila fiksacijo yuana na USD, bo imela po mnenju Evropske komisije zmeren učinek pri uravnavanju globalnega zunanjskega neravnotežja. Po mnenju ameriških ekonomistov (Roubini-Setser, 2004, str. 8) pa bi morala Kitajska pri tem imeti ključno vlogo. Zaradi velike količine deviznih rezerv, hitre rasti trgovinskih tokov in močnega letnega pritoka tujih neposrednih naložb (50 mlrd USD), bi namreč Kitajska v tekočih transakcijah lahko izkazovala zmeren primanjkljaj.

BDP). Financiranje preko finančnega računa pa je potekalo predvsem z najemanjem posojil bančnega sektorja in izdajo dolžniških vrednostnih papirjev, saj so po letu 2000 neposredne naložbe v tujino že presegle vrednost tujih neposrednih naložb. Od novih članic EU, vključenih v mehanizem ERM2, so vse, razen Slovenije, na tekočem računu plačilne bilance izkazovale precejšnje primanjkljaje.

Tabela 33: Finančne transakcije (brez mednarodnih denarnih rezerv) v izbranih državah evroobmočja, v % BDP

1995-2000					2001-2006			
	FDI	Portelj. naložbe	Fin. der.	Ostale naložbe	FDI	Portelj. naložbe	Fin. der.	Ostale naložbe
<i>Države z največjim deležem primanjkljaja tekočega računa v BDP</i>								
Grčija	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
Španija	-1,4	-0,4	-0,1	2,2	-1,8	4,3	-0,2	1,8
Portugalska	-0,5	-0,2	0,0	6,2	0,3	0,2	0,0	5,5
<i>Države z največjim deležem presežka tekočega računa v BDP</i>								
Nemčija	-0,4	-0,6	-0,2	1,8	-0,1	1,1	-0,1	-4,7
Nizozemska	-2,6	-3,5	0,0	3,1	-4,7	2,0	-0,8	-0,5
Finska	-4,0	-1,2	0,0	1,1	0,7	-4,4	0,4	-2,8

Vir: Eurostat Portal Page – Economy and Finance, 2008. Lastni preračuni.

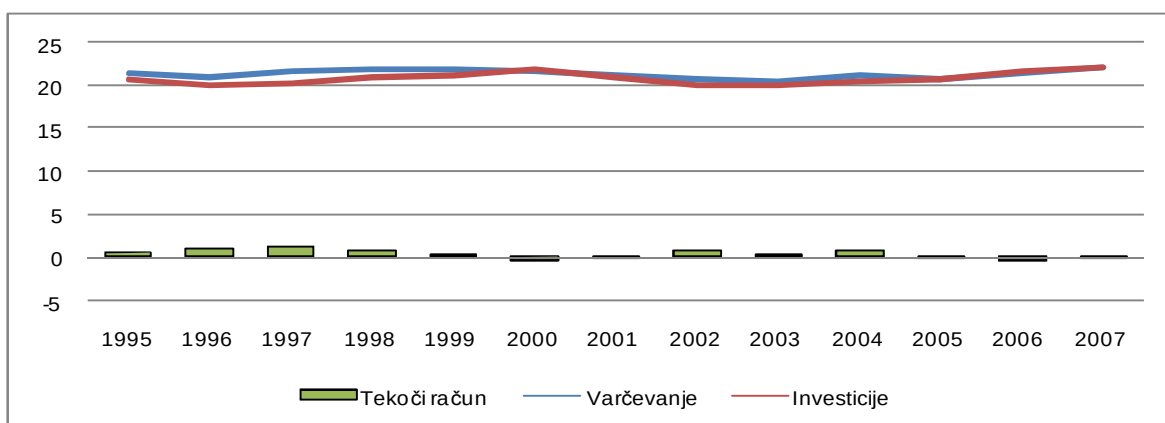
Tabela 34: Varčevanje in investicije v izbranih državah evroobmočja, v obdobju 1995–2000 in v obdobju 2001–2006, v % BDP

1995-2000					2001-2006			
	Sp	Sg	S	I	Sp	Sg	S	I
<i>Države z največjim deležem primanjkljaja tekočega računa v BDP</i>								
Grčija	19,5	-2,4	17,1	21,0	16,3	-1,5	14,8	24,6
Španija	21,5	0,6	22,1	23,4	18,0	4,5	22,5	28,1
Portugalska	19,0	0,1	19,1	25,9	16,5	-1,6	14,9	23,8
<i>Države z največjim deležem presežka tekočega računa v BDP</i>								
Nemčija	20,2	0,4	20,6	21,6	21,1	-0,6	20,5	17,7
Nizozemska	25,2	1,9	27,1	22,1	24,7	2,3	27,0	19,8
Finska	21,1	3,4	24,5	18,7	20,9	5,9	26,8	19,4

Vir: Eurostat Portal Page – Economy and Finance, 2008. Lastni preračuni.

V obdobju 2001–2006 se je v primerjavi z obdobjem 1995–2000 primanjkljaj tekočega računa Portugalske povečal predvsem zaradi usihanja deleža bruto varčevanja. Slednji je bil večji kot padec deleža domačih investicij. V Španiji se je saldo tekočega računa plačilne bilance, ob približno nespremenjenem deležu varčevanja, večinoma povečal zaradi krepitve investicijskega povpraševanja. Padajoči trend varčevanja gospodinjstev je nadomeščalo okrepljeno varčevanje državnega sektorja. Porast primanjkljaja v tekočih transakcijah v Grčiji pa je bil na eni strani posledica zniževanja deleža varčevanja, na drugi strani pa okrepljenih investicij in tudi primanjkljaja v fiskalni bilanci.

Slika 39: Varčevalno-investicijska vrzel v državah evroobmočja, v % BDP

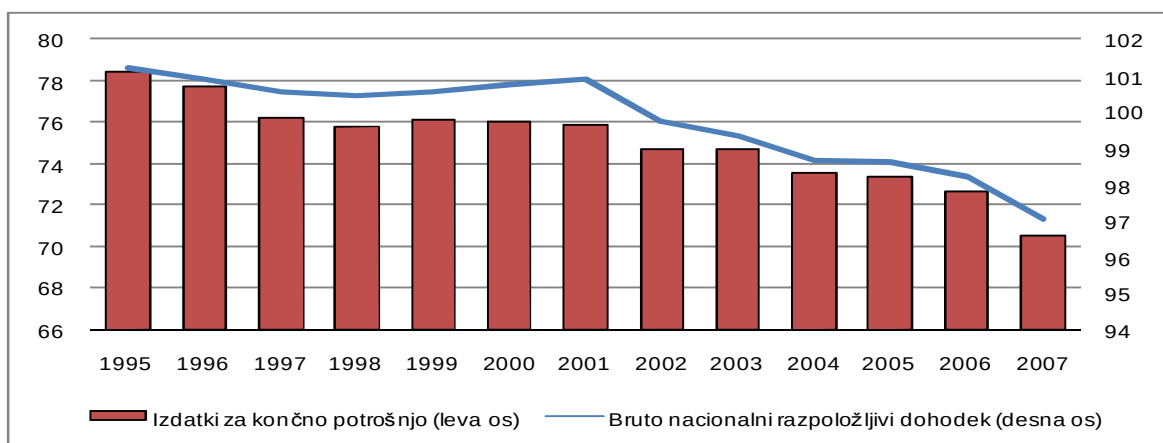


Vir: Eurostat Portal Page – Economy and Finance, 2008.

5.2 Varčevalno-investicijska vrzel v Sloveniji

Slovensko gospodarstvo se je v obdobju 1995–2007 soočalo z relativno majhno varčevalno-investicijsko vrzeljo, saj je povprečni primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance znašal 1,6 % BDP. Pri naraščajočem deležu tako varčevanja kot tudi investicij je bil povprečni delež bruto varčevanja v BDP nekoliko nižji (24,7 %) od deleža bruto investicij (26,3 %). Slovenski delež varčevanja in investicij pa je bil v primerjavi z državami evroobmočja v povprečju višji za 3,5 in 5,5 odstotnih točk. Tako delež bruto nacionalnega razpoložljivega dohodka kot tudi delež končne potrošnje (zasebne in državne potrošnje) se trendno znižujeta.

Slika 40: Dinamika bruto nacionalnega razpoložljivega dohodka in končne potrošnje, v % BDP



Vir: SI-Stat podatkovni portal– Nacionalni računi. (2008), lastni izračuni.

Ob tem je bila rast končne porabe počasnejša (9,7 %) od rasti bruto razpoložljivega nacionalnega dohodka (10,1 %). Narodnogospodarsko varčevanje se je nekoliko okrepilo, saj je financiranje domačih investicij zahtevalo tudi več domačih prihrankov. Od leta 2002 naprej pa so razpoložljivi dohodek zniževali primanjkljaji v bilanci faktorskih dohodkov in tudi poslabšanje salda v bilanci tekočih transferjev.³⁴ V bilanci faktorskih dohodkov so se,

³⁴ Zaradi poročevalskih zahtev ECB in postopnega vključevanja direktnega poročanja je BS revidirala

polet zajetja reinvestiranih dobičkov tujih vlagateljev, povečala tudi neto plačila obresti na zunanji dolg. V bilanci tekočih transferjev pa se je presežek transferjev zasebnega sektorja prevesil v primanjkljaj. Raven bruto varčevanja Slovenije je relativno visoka, saj ima od držav evroobmočja višjo raven varčevanja le Finska.

Tabela 35 : Bruto varčevanje v državah evroobmočja, v % BDP

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Evroob.	21,2	20,9	21,5	21,7	21,7	21,6	21,1	20,7	20,4	21,1	20,7	21,3	22,0
Belgija	25,4	24,5	25,9	25,6	26,3	26,0	24,6	24,2	23,6	24,1	23,9	25,2	25,1
Nemčija	21,0	20,5	20,7	20,9	20,3	20,2	19,5	19,4	19,5	21,5	21,8	23,0	25,2
Irska	20,4	21,8	23,5	25,1	24,0	24,4	22,5	21,3	23,6	23,4	22,7	23,6	20,7
Grčija	:	:	:	:	:	11,3	11,4	10,3	11,2	11,4	10,4	11,3	9,3
Španija	21,7	21,5	22,2	22,4	22,4	22,3	22,0	22,9	23,4	22,4	22,0	21,8	21,3
Francija	19,1	18,7	19,9	21,0	21,8	21,6	21,3	19,8	19,1	19,0	18,5	19,1	19,3
Italija	22,0	22,2	22,2	21,6	21,1	20,6	20,9	20,8	19,8	20,3	19,6	19,6	19,7
Lux.	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Nizoz.	27,2	26,7	28,1	25,2	27,1	28,4	26,7	25,8	25,4	27,6	26,1	27,4	28,2
Avstrija	22,2	22,1	22,7	23,3	23,1	23,6	23,0	24,8	24,5	25,0	25,0	25,0	26,1
Portug.	20,2	19,5	19,3	19,8	18,9	17,0	16,7	16,7	16,4	15,3	12,8	11,8	12,1
Slo.	22,8	23,1	24,4	24,7	24,5	24,7	25,0	25,0	24,6	25,1	25,3	25,6	26,6
Finska	21,9	20,9	24,2	25,5	26,9	28,8	29,3	28,4	24,5	26,6	25,7	26,8	28,6

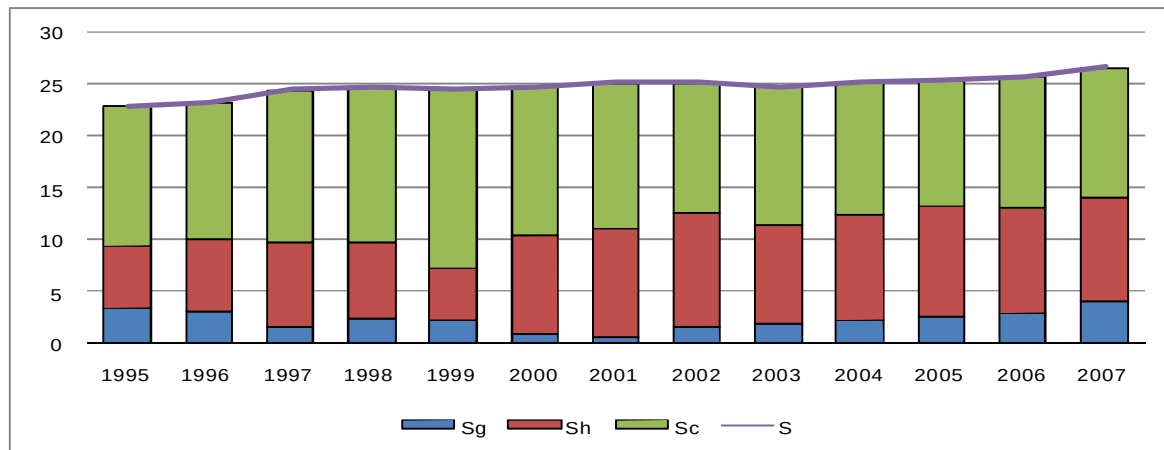
Vir: Eurostat Portal Page – Economy and Finance, 2008.

Po podatkih SURS-a iz letnih nefinančnih sektorskih računov so v obdobju 2000–2006 povprečno največ dodane vrednosti ustvarile nefinančne družbe, in sicer 58 %, gospodinjstva 21 %, najmanj pa država (16 %). Večina dodane vrednosti je bila v obliki plač in socialnih prispevkov delodajalcev razporejena v gospodinjstva, katerih razpoložljivi nacionalni dohodek je v povprečju predstavljal 69 % skupnega dohodka. Razpoložljivi dohodek je namenjen potrošnji in varčevanju. V celotnem opazovanem obdobju (1995–2007) je večji del narodnogospodarskega varčevanja v Sloveniji ustvaril *podjetniški sektor* (nefinančne in finančne družbe). Delež njihovih investicij v BDP, ki je od vseh

plačilno-bilančne podatke za obdobje 2002–2005. Spremembe podatkov plačilne bilance kot posledica revidiranja preteklih izkazovanj praviloma obsegajo: metodološke spremembe oz. dopolnitve metodologije ter običajno osveževanje virov. V obdobju 2002–2004 v trgovinski in storitveni bilanci ni bilo sprememb, v letu 2005 pa sta bili obe bilanci osveženi s končnimi podatki SURS-a. Največje spremembe, ki so bistveno vplivale na saldo tekočega računa plačilne bilance, so nastale v bilancah faktorskih dohodkov in tekočih transferov. V bilanci faktorskih dohodkov se je z revizijo podatkov povečal primanjkljaj pri kapitalskih dohodkih in znižal presežek pri dohodkih od dela. Od 1.1.2002 so se podatki o plačilnem prometu s tujino na strani prejemkov nadomestili s podatki o anketi delovne sile in podatki o Eurostatovi bazi. Pri tekočih transferih pa so se s 1.1.2004 podatki o plačilnem prometu s tujino nadomestili z neposrednimi podatki ZPIZ-a, in sicer za pokojnine nerezidentom pri zasebnih transferih. Primerjava obeh virov je pokazala, da so bili dosedanja podatki podcenjeni. Podatki o plačilnem prometu s tujino so se nadomestili tudi za transfere med RS in EU in sicer z neposrednimi podatki proračuna, ki jih v BS posreduje Ministrstvo za finance. Slednje omogoča razdelitev na tekoče in kapitalske transfere v skladu z zahtevami ECB in Eurostata. Večja sprememba na tekočih transferih je povezana s spremljanjem dohodkov od dela po bruto principu (davki in prispevki). Po končnih podatkih je tako presežek tekočega računa v letu 2002 znašal 247,2 mio EUR (prej 343,8 mio EUR), primanjkljaj v letu 2003 195,7 mio EUR (prej 81,2 mio EUR), v letu 2004 719,7 mio EUR (prej 543,7 mio EUR) in v letu 2005 547,5 mio EUR (301,1 mio EUR).

institucionalnih sektorjev najvišji, je precej presegel varčevanje. Posledično se je primanjkljaj tekočega računa zasebnega podjetniškega sektorja po vstopu Slovenije v EU še okrepil.

Slika 41: Sektorska struktura bruto varčevanja Slovenije, v % BDP

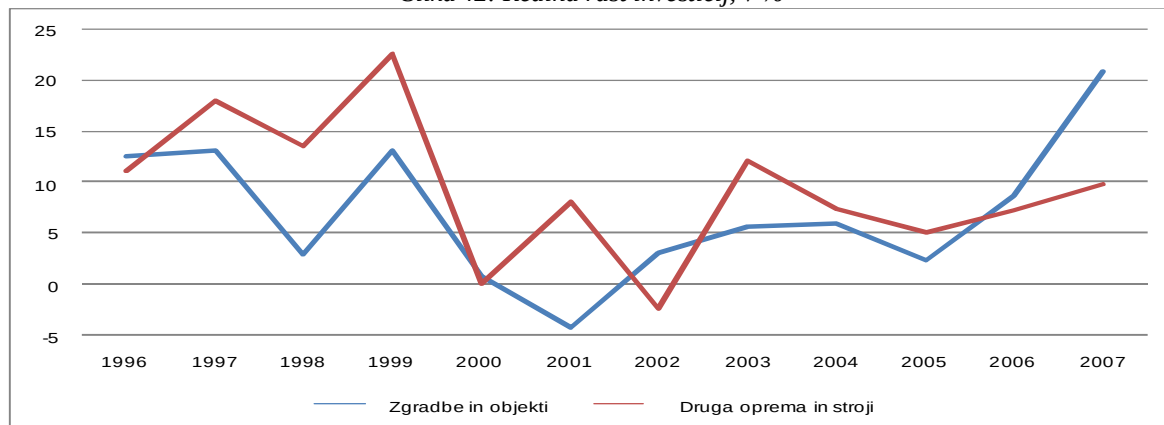


Legenda: Sg-varčevanje države, Sh-varčevanje gospodinjstev, Sc-varčevanje nefinančnih in finančnih družb, S-bruto varčevanje skupaj.

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008), lastni izračuni.

Investicije so eden ključnih dejavnikov gospodarske rasti, saj vplivajo na gospodarsko rast tako na strani ponudbe kot na strani povpraševanja. Investicije v osnovna sredstva tako na eni strani povečujejo potencialno ponudbo in hkrati prinašajo novo tehnologijo in znanje. Gre za dolgoročni vpliv, ki traja celotno življenjsko obdobje osnovnega sredstva. Po drugi strani pa investicije povečujejo agregatno povpraševanje ter tako vplivajo na zaposlenost in prejemke prebivalstva, s tem pa posredno tudi na večjo potrošnjo prebivalstva. V Sloveniji se je investicijsko povpraševanje po letu 1993 (po koncu »tranzicijske depresije«) znatno krepilo in doseglo najvišjo rast v letu 1999 (realno 19,1 %). Z vidika tehnične strukture investicij so se v obdobju 1995–2000 okrepile tako investicije v zgradbe in objekte kot tudi v opremo in stroje torej najbolj “produktivne” investicije. Rast je bila povezana s pospešeno gradnjo avtocest, močno rast smo zabeležili pri industrijski gradnji in gradnji objektov za trgovino in storitve, nižjo pa pri stanovanjskih investicijah. V letu 2000 se je investicijska aktivnost umirila, kar je bilo povezano z znižanjem stanovanjskih investicij in fiskalnim omejevanjem na področju investicij.

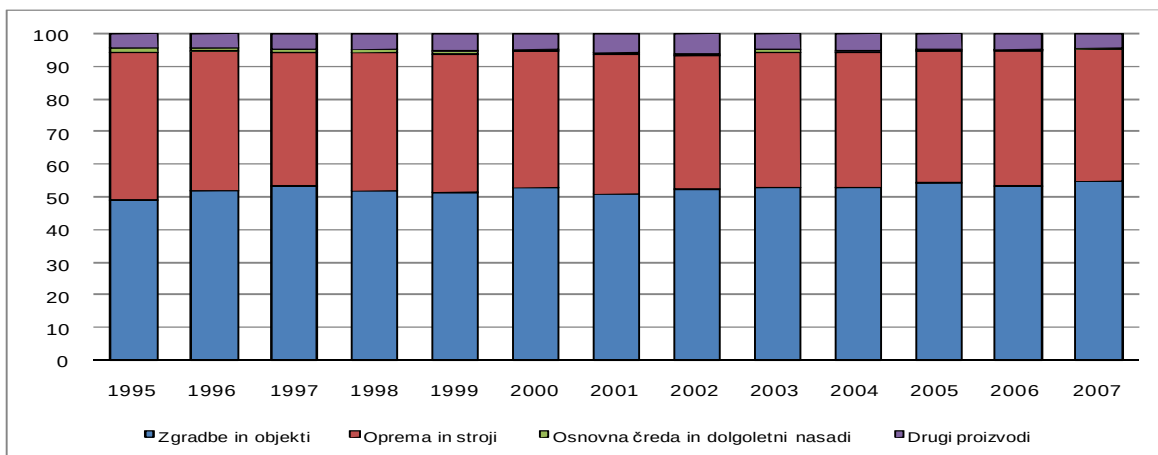
Slika 42: Realna rast investicij, v %



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008), lastni izračuni.

Po letu 2000 je, z izjemo leta 2007, opazna hitrejša rast investicij v drugo opremo in stroje. Slednje je omogočalo slovenskim podjetjem večjo izkoriščenost proizvodnih zmogljivost. Visoka rast investicij, čeprav financirana z zadolževanjem v tujini, je ugodna z razvojnega vidika. Poleg investicij v infrastrukturo se nam povečujejo tudi investicije v opremo in stroje. Največji delež teh pa ustvarijo predelovalne dejavnosti, ki so izrazito usmerjene na zunanje trge.

Slika 43: Struktura bruto investicij v osnovna sredstva, v %



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008), lastni izračuni.

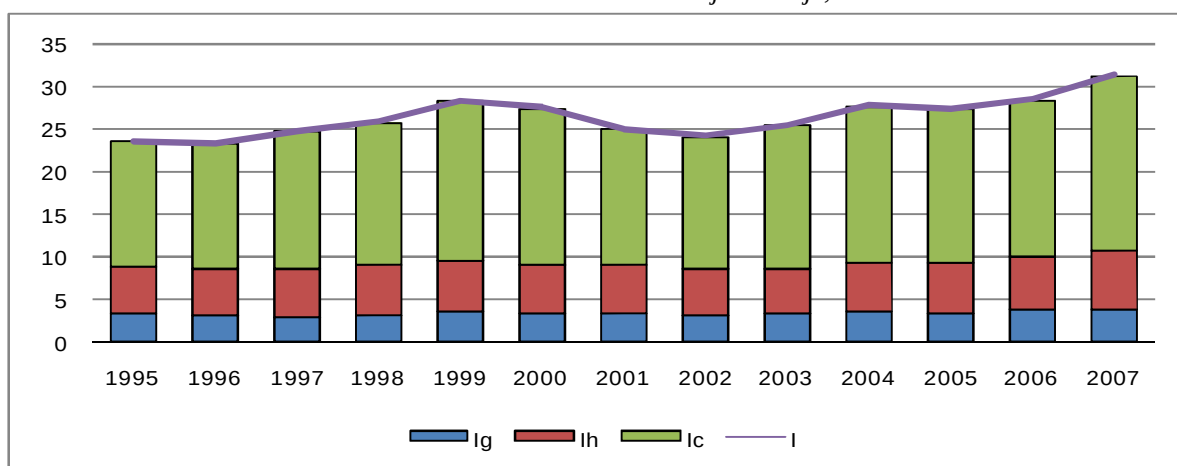
V primerjavi z državami kandidatkami za vstop v EU je bil v Sloveniji leta 1995 delež bruto investicij v osnovna sredstva v BDP nižji kot v Estoniji, Litvi, Češki, Slovaški in Romuniji, ob pospešeni rasti investicijske aktivnosti v drugi polovici devetdesetih let pa je leta 2000 zaostajal le še za Češko in Slovaško. S prekinitvijo rasti investicij v letu 2001 se Slovenija po vrednosti tega kazalca ponovno uvršča za istimi državami kot leta 1995 (z izjemo Romunije). Delež investicij v osnovna sredstva v bruto domačem proizvodu je bil tako kot v obdobju 1995–2000 tudi leta 2001 višji kot v povprečju v Evropski uniji, kar je glede na večjo kapitalsko opremljenost dela v EU pričakovano. Najbolj je vrednost kazalca za Slovenijo odstopala od vrednosti za povprečje EU v letu 1999, z umiritvijo investicijske aktivnosti v Sloveniji v zadnjih dveh letih pa se je pozitiven razkorak nekoliko zmanjšal, vendar je bil še vedno višji kot leta 1995.

Tabela 36: Bruto investicije v državah evroobmočja, v % BDP

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Evroob.	20,7	20,0	20,2	20,9	21,3	22,0	21,0	20,0	20,1	20,4	20,8	21,7	22,2
Belgija	20,0	19,6	20,4	20,5	21,1	21,8	20,5	19,2	19,1	20,2	20,9	22,0	22,3
Nemčija	22,2	21,1	21,1	21,6	21,5	21,8	19,5	17,3	17,4	17,1	17,1	17,8	18,3
Irska	18,1	19,6	21,4	23,3	23,8	24,2	22,9	22,2	23,2	23,9	26,2	27,2	25,2
Grčija	:	:	:	:	:	23,3	21,9	22,0	24,4	24,7	23,8	25,7	25,7
Španija	21,9	21,7	22,1	23,5	25,1	26,3	26,4	26,6	27,4	28,3	29,5	30,6	31,3
Francija	18,6	17,6	17,4	18,7	19,3	20,5	20,1	19,0	18,8	19,6	20,3	21,1	22,1
Italija	19,8	19,2	19,4	19,6	20,1	20,7	20,6	21,1	20,7	20,8	20,8	21,5	21,5
Lux.	19,6	20,2	22,2	23,3	23,9	23,2	24,4	22,0	21,8	21,4	21,7	19,0	19,1
Nizoz.	21,0	21,7	22,3	22,8	22,9	22,0	21,5	19,7	19,3	19,0	19,1	19,7	19,7
Avstrija	24,8	24,7	24,9	24,8	24,7	24,5	23,7	22,1	22,9	22,7	22,7	22,5	22,8
Portug.	23,3	23,5	25,6	27,1	27,8	27,7	27,1	25,2	22,9	23,1	22,6	22,3	22,2
Slo.	23,6	23,3	24,7	25,8	28,2	27,5	25,0	24,1	25,5	27,7	27,3	28,4	31,3
Finska	17,7	16,8	18,7	19,8	18,9	20,1	19,7	18,3	18,5	18,8	20,6	20,7	22,3

Vir: Eurostat Portal Page – Economy and Finance, 2008.

Slika 44: Sektorska struktura bruto investicij Slovenije, v % BDP



Legenda: Ig-investicije države, Ih-investicije gospodinjstev, Ic-investicije nefinančnih in finančnih družb, I-bruto investicije skupaj.

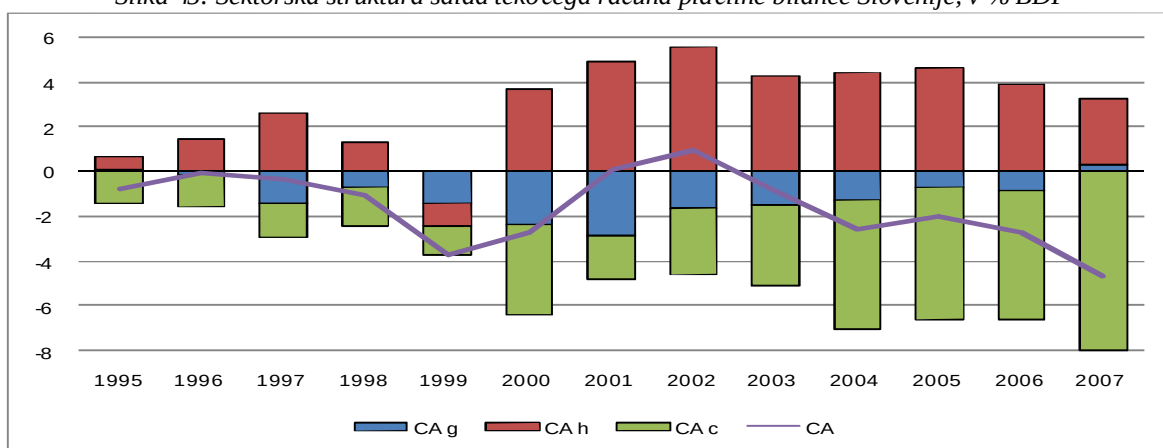
Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008), lastni izračuni.

Čeprav je bila fiskalna bilanca v celotnem obdobju pozitivna, je tekoči račun države izkazoval primanjkljaj. Bruto investicije sektorja država so presegle varčevanje, vključno s kapitalskimi transferji, zato se država neto zadolževala. Javnofinančna kriza, ki je bila značilna v obdobje 2000–2002, je bila zlasti posledica prevelikih tekočih izdatkov. Ves presežek fiskalne bilance je bil do leta 2004 porabljen za privatizacijo in sanacijo javnih podjetij. Zaradi pokrivanja izgub in sanacije javnih podjetij (garancije, prevzemi dolgov, spremembe terjatev v lastniške deleže v slabih podjetij, vračanje premoženja v denarju – SOD, ipd.) je bila do leta 2004 »net worth« v pozameznih letih negativna. Slednje pomeni, da je bil velik del sedanjega dolga države (28 % BDP) dejansko posledica privatizacijskih transakcij. Po letu 2004 se primanjkljaj tekočega računa države znižuje, kar je, pri ohranjanju deleža državnih investicij približno na ravni 3,5 % BDP, predvsem posledica naraščajočega presežka v fiskalni bilanci.

Stopnja varčevanja gospodinjstev je v obdobju 2000–2002 naraščala in se leta 2003 znižala, kar je bilo tudi posledica sprostitve varčevanja ob izteku Nacionalne stanovanjske

sheme. Od vstopa Slovenije v EU delež varčevanja gospodinjstev razmeroma stabilen in predstavlja 10,3 % BDP. Varčevanje sektorja *gospodinjstev* pa je krepko presegalo njegove investicije, pa čeprav je predvsem stanovanjska gradnja v letih 2000–2005 predstavljala več kot petino vseh investicij v osnovna sredstva. Gospodinjstva s presežki v tekočih transakcijah omogočajo financiranje drugih rezidenčnih sektorjev in tujine večinoma preko finančnih družb. Slednje delujejo kot finančni posredniki in imajo razmeroma skromen finančni presežek, kar je ta sektor značilno.

Slika 45: Sektorska struktura salda tekočega računa plačilne bilance Slovenije, v % BDP



Legenda: CA g - saldo tekočega računa države, CA h - saldo tekočega računa gospodinjstev, CA c - saldo tekočega računa nefinančnih in finančnih družb, CA - saldo tekočega računa plačilne bilance skupaj.

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008), lastni izračuni.

Pomemben dejavnik, ki vpliva na varčevanje, investicije in saldo tekočega računa, so tudi demografska gibanja. Zaradi različne starostne strukture prebivalstva, na katero vplivata upadanje števila rojstev in trajanje pričakovanega življenja, je hitrost demografskih sprememb med različnimi državami asimetrična. Po teoriji življenjskega cikla namreč posamezniki različno gladijo potrošnjo glede na posamezna življenjska obdobja. Posameznik prva leta življenja (0–14 let) ne varčuje, skromno varčuje v zgodnji odrasli dobi, več pa od sredine pa do konca delovne dobe, potem pa se po upokojitvi varčevanje umiri. S staranjem se povečuje stopnja odvisnosti starejšega prebivalstva, kar kaže razmerje med starim prebivalstvom (65 let in več) in delovno aktivnim prebivalstvom (15–64 let). Raziskave na mikroravni pa so pokazale, da se prebivalstvo po upokojitvi težko odreče varčevanju, saj si mora glede finančne negotovosti zagotoviti dodatna sredstva (Poterba, 2004, str. 28–29).

Nekatere empirične študije navajajo, da obstaja pozitivna korelacija med investicijami in deležem prebivalstva, starega od 0–14 let. To utemeljujejo s tem, da gospodarstvo z večjo stopnjo mlajšega prebivalstva, relativno krepki naložbe v infrastrukturo in človeški kapital. V primeru hitrejšega staranja prebivalstva pa se raven in struktura naložb spreminjata glede na potrebe starejšega prebivalstva, v smeri večje medicinske oskrbe (Higgins, 1998).

Na varčevalno-investicijsko vrzel vplivajo torej različna obdobja demografskega prehoda. Države z relativno mlajšo populacijo izkazujejo primanjkljaje na tekočem računu plačilne bilance. Ko pa se mlajše prebivalstvo stara, in življenjsko pričakanje narašča, se relativno povečuje delež za delo sposobnega prebivalstva. Varčevanje se zato poveča in utegne preseči vrednost domačih investicij. Bolj ko se gospodarstvo nahaja v srednji fazi

demografskega prehoda, večja je verjetnost oblikovanja presežka na tekočem računu (IMF, 2005, str. 13).

Prebivalstvo Slovenije se stara, saj število rojstev upada, pričakovano trajanje življenja pa se podaljšuje. Starostna struktura prebivalstva Slovenije kaže, da sta se število otrok v starosti 0–14 let in njihov delež v celotnem prebivalstvu znižala.

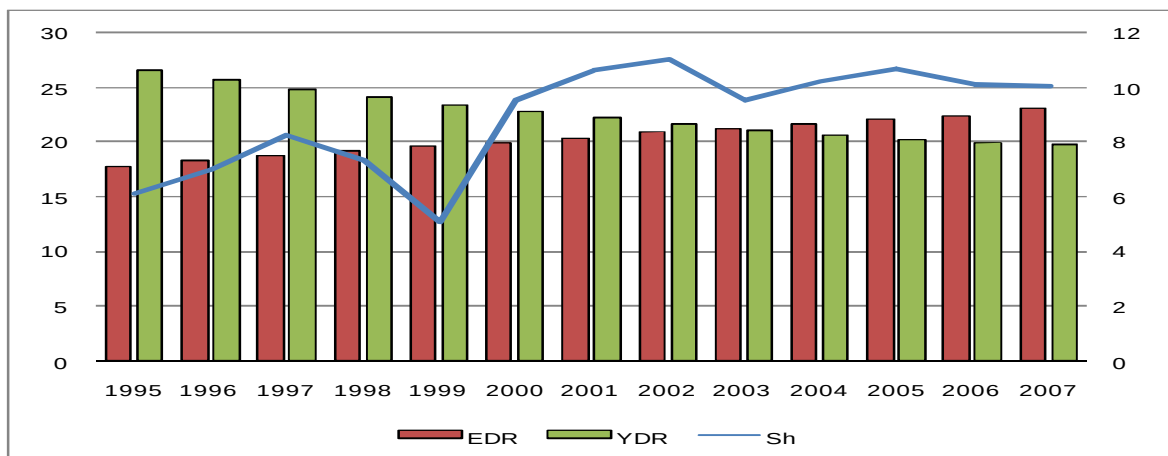
Tabela 37: Starostna struktura prebivalstva v Sloveniji, v %

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
0–14 let	18,4	15,9	15,6	15,2	14,8	14,5	14,2	14,0	13,9
15–64 let	69,3	70,1	70,1	70,2	70,4	70,4	70,3	70,2	70,0
65 let in več	12,3	14,0	14,3	14,6	14,9	15,2	15,5	15,7	16,1

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Prebivalstvo (SURs), 2008.

S staranjem prebivalstva se je povečala tudi stopnja odvisnosti starega prebivalstva (elderly dependency ratio), ki je bila še vedno nižja od povprečja držav EU. Stopnja odvisnosti starega prebivalstva je razmerje med starim prebivalstvom in delovno sposobnim prebivalstvom. Nasprotna dinamika pa je bila značilna za stopnjo odvisnosti mladega prebivalstva – otrok (youth dependency ratio). V letu 2003 je tako število starih prebivalcev Slovenije prvič v opazovanem obdobju preseglo število otrok. Po podatkih Eurostata pa je bila povprečna stopnja odvisnosti starega prebivalstva v državah EU višja kot v Sloveniji. Pričakovanje trajanje življenja in delež starega prebivalstva v državah EU sta namreč višja, problemi z upadanjem natalitete pa so podobni kot v Sloveniji.

Slika 46: Delež varčevanja gospodinjstev v BDP (desna os), stopnja odvisnosti starih in stopnja odvisnosti otrok od delovno sposobnega prebivalstva (leva os), v %



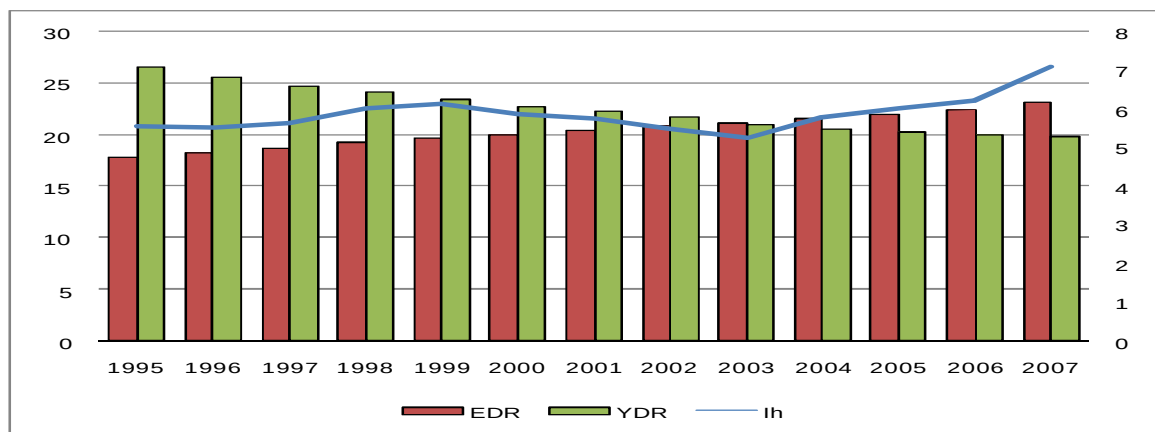
Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi in Prebivalstvo (SURs), 2008.

Za varčevanje gospodinjstev je bilo v opazovanem obdobju deloma značilno ciklično gibanje. Slednje je odražalo dinamiko bruto razpoložljivega dohodka gospodinjstev³⁵, ki je visoko korelirana z dinamiko zasebne potrošnje. Razpoložljivi dohodek gospodinjstev in

³⁵ Bruto razpoložljivi dohodek gospodinjstev je razlika med viri in porabo gospodinjstev. Na strani virov so izkazana sredstva za zaposlene, socialni prejemki, razen transferjev v naravi, bruto poslovni presežek in raznovrstni dohodek, dohodek od lastnine in drugi tekoči transferji. Na strani porabe pa so prispevki za socialno varnost, tekoči davki na dohodek, premoženje itd., dohodek od lastnine in drugi tekoči transferji (Sektorski računi Slovenije).

neprofitnih organizacij je naraščal hitreje od zasebne potrošnje. Pri tem je bilo leto 1999 za potrošnike »izjemno«, saj so pred uvedbo DDV namreč močno povečali trošenje, zato je bila realna rast zasebne potrošnje najvišja v celotnem obdobju (6,1 %). Čeprav je bil zaradi vstopa Slovenije v EU navzoč optimizem potrošnikov, pa se je kljub povečanemu zadolževanju gospodinjstev in večjim nakupom trajnih dobrin, zasebna potrošnja realno povečala le za 2,8 %. Demografski dejavniki v Sloveniji niso bistveno vplivali na varčevanje gospodinjstev, čeprav se postopoma uveljavlja tudi varčevanje v pokojninskih skladih. Obseg njihovih sredstev je v obdobju 2004–2007 sredstev se je povečal za 7,5-krat, vendar je konec leta s 439,1 mio EUR dosegel le 15 % sredstev vzajemnih skladov domačih upravljalcev.

Slika 47: Delež investicij gospodinjstev v BDP (desna os), stopnja odvisnosti starih in stopnja odvisnosti otrok od delovno sposobnega prebivalstva (leva os), v %



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi in Prebivalstvo (SURs), 2008.

Na gibanje agregatnega varčevanja in agregatnih investicij ter neto kapitalskih tokov so pomembno vplivali drugi dejavniki kot so: bruto nacionalni razpoložljivi dohodek, varčevanje podjetij, varčevanje države, struktura investicij, pogoji menjave.

Pogosto na višino varčevalno-investicijske vrzeli vpliva tudi primanjkljaj v fiskalni bilanci. Nekatere analize so pokazale, da je bilo v vseh državah na prehodu v obdobju 1992–2003 poslabšanje zunanega ravnotežja v veliki meri posledica primanjkljajev v fiskalnih bilancah. V primeru povečanja fiskalnega deficita za 1 odstotno točko se je primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance povečal za 0,4 odstotne točke. Tudi Ricardijanska ekvivalenca je bila delno potrjena, saj se pri 1-odstotnem znižanju varčevanja države, varčevanje zasebnega sektorja poviša za 0,6 odstotne točke. (Aristovnik, 2005, str. 15.)

IMF v analizi varčevanja v industrijsko razvitih državah ugotavlja, da se pri 1-odstotnem povečanju varčevanja države nacionalno varčevanje poveča za 0,5 odstotne točke. V državah v razvoju je učinek večji (0,85 odstotne točke), kar odraža plitkost njihovih finančnih trgov, ki gospodinjstvom ne omogočajo glajenja potrošnje (IMF, 2005, str. 99).

Najnovejša raziskava OZN (Komisija za Evropo v Ženevi) za večino novih članic EU ugotavlja, da se njihova raven varčevanja znižuje, delež investicij v BDP pa ostaja nespremenjen. Povezanost med primanjkljajem v fiskalni bilanci in na tekočem računu pa je celo pozitivna. V letih 2006 in 2007 se je tako ob 1-odstotnem povečanju primanjkljaja v fiskalni bilanci primanjkljaj v tekočih transakcijah znižal za 1,65 odstotne točke. Popuščanje dvojnega primanjkljaja pripisuje Ricardijanski ekvivalenci in

acikličnemu saldu tekočega računa (Shelburne, 2008, str. 16–17).

Hipotezo o dvojnem primanjkljaju (angl. *twin deficit*)³⁶ za slovensko gospodarstvo bom preveril tako, da bom saldo tekočega računa prikazal v kontekstu sistema nacionalnih računov:

$$GNDI = A + CA, \quad (48)$$

$$GNDI = GDP + Yf + Tr = C + I + G + (X - M) + Yf + Tr, \quad (49)$$

$$GNDI - (C + G) = I + (X - M) + Yf + Tr = S = I + CA, \quad (50)$$

$$S - I = CA. \quad (51)$$

Iz enačbe (50) je razvidno, da je bruto nacionalno varčevanje enako razliki med bruto nacionalno razpoložljivim dohodkom in končno potrošnjo (zasebno in državno). V primeru, da finalna potrošnja raste hitreje od nacionalnega dohodka, se varčevanje znižuje.

Enačba (51) predstavlja varčevalno-investicijsko vrzel. Gospodarstvo presežek domačega varčevanja nad domačimi investicijami izvaža v tujino v obliki neposrednih, portfeljskih naložb ali ostalih naložb. Večje domače investicije od domačih prihrankov pa se odražajo v primanjkljaju tekočega računa, ki se financira z uvozom tujega kapitala. V splošnem so investicije zelo nestanovine, kar povzroča nihanja na tekočih računih. Pri nespremenjeni ravni varčevanja se šok s strani investicij (npr. povečanje) odrazi v povečanem primanjkljaju tekočih transakcij.

Enačba (51) ima lahko tudi sledečo obliko:

$$Sp + Sg - Sf = I, \quad (52)$$

pri čemer posamezne elemente leve strani enačbe zapišemo:

$$Sp = Y - T - C,$$

$$Sg = T - G,$$

$$Sf = CA.$$

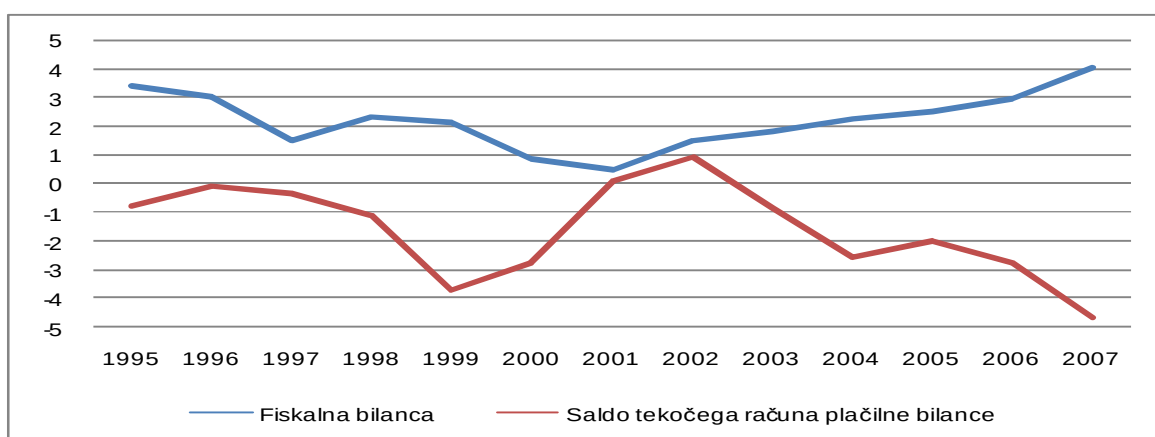
Enačba (52) kaže, da se bruto investicije v gospodarstvu financirajo s prihranki zasebnega sektorja (Sp), prihranki državnega sektorja (Sg) in prihranki tujine (Sf). S preureditvijo dobimo osnovno relacijo med bruto investicijami in zasebnim varčevanjem:

$$I - Sp = Sg + Sf = (T - G) + CA. \quad (53)$$

V primeru, da imajo domače bruto investicije podoben trend kot zasebno varčevanje, govorimo o dvojnem primanjkljaju (angl. *twin deficits*).

³⁶ Dinamična analiza ali je na tekočem računu plačilne bilance Slovenije značilen dvojni primanjkljaj ali pa primanjkljaj, ki nastaja na osnovi dinamike varčevanja in investicij zasebnega sektorja, bo prikazana v kontekstu medčasnega modela.

Slika 48: Fiskalna bilanca in saldo tekočega računa plačilne bilance, v % BDP



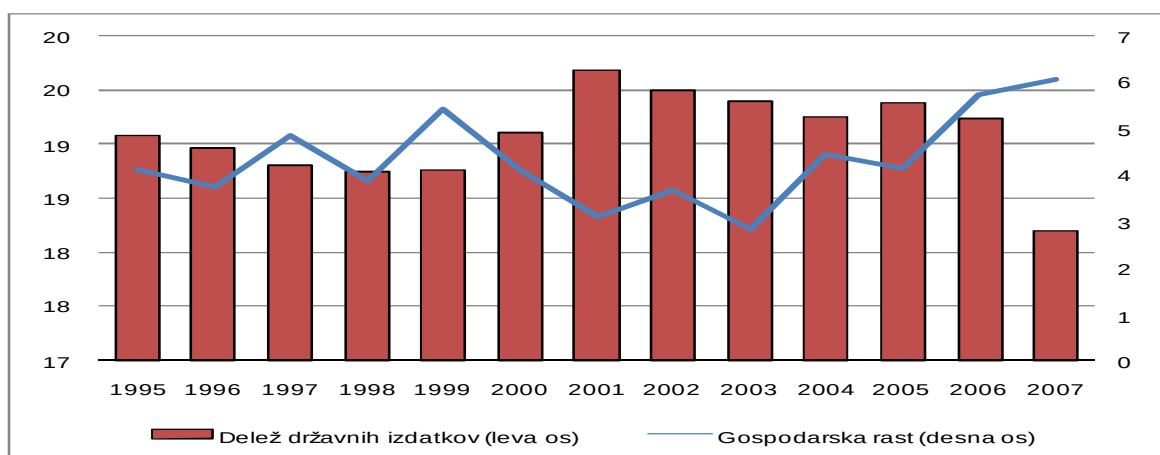
Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008), lastni izračuni.

Slovensko gospodarstvo je v obdobju 1995–2007 ohranjalo stabilen delež državne potrošnje v BDP, saj so izdatki skupne države za končno potrošnjo v povprečju predstavljali 19,0 % BDP. Največ državnih izdatkov je bilo namenjenih v obliki sredstev za zaposlene (11,6 % BDP), najmanj pa za druge davke na proizvodnjo (0,4 % BDP). Vmesna potrošnja države, ki zajema vrednost blaga in storitev, ki se kot inputi potrošijo v proizvodnem procesu, je v obdobju 1995–2007 v povprečju predstavljala 6,5 % BDP ali slabo tretjino vseh državnih izdatkov.

Sredstva za zaposlene v javnem sektorju so v povprečju predstavljala okoli dve tretjine celotnih državnih izdatkov. V obdobju 1996–2000 je realna rast bruto plače na zaposlenega v javnem sektorju (3,2 %) prehitela rast bruto plače v zasebnem sektorju (2,4 %). Hitrejša rast plač v javnem sektorju je bila v tem obdobju večinoma posledica uvedbe dodatkov v različnih kolektivnih pogodbah, katerih izplačila so bila najvišja v letu 2001. Postopno zniževanje sredstev za zaposlene je prisotno po letu 2001, ko je bil sprejet usklajevalni mehanizem in onemogočanje rasti plač po posameznih kolektivnih pogodbah. Realna rast bruto plače na zaposlenega je bila v obdobju 2001–2006 v javnem sektorju nižja (1,4 %) od rasti v zasebnem sektorju (2,6 %).

Restriktivna politika državnih izdatkov je v zadnjih desetih letih ugodno vplivala na makroekonomsko stabilnost, saj ni ustvarjala pritiskov na rast inflacije in bruto zunanjskega dolga. Zlasti po letu 2001, ko je bil delež državnih izdatkov v BDP najvišji (19,7 %), je bila dinamika državnih izdatkov proticiklična. Po tem ko je v obdobju upočasnjene gospodarske rasti delež državnih izdatkov ostal relativno stabilen, pa se je v obdobju pospešene gospodarske rasti celo nekoliko znižal. Z vidika zunanjskega ravnotežja je ob večjem deležu neto davkov oz. razpoložljivega dohodka države od državnih izdatkov, varčevanje državnega sektorja blažilo primanjkljaj tekočega računa zasebnega sektorja. Primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance Slovenije zato ni odražal dvojnega primanjkljaja, ampak je bil posledica varčevalno-investicijske vrzeli v zasebnem sektorju.

Slika 49: Delež državnih izdatkov in realna rast BDP, v %



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008), lastni izračuni.

Primanjkljaj države je leta 1995 zaradi vračanja po vojni nacionaliziranega premoženja izjemoma predstavljal 8,6 % BDP, konec opazovanega obdobja, leta 2007, pa le 0,1 % BDP.

Konsolidirana bilanca javnega financiranja je bila do vključno leta 1995 izravnana. Na povečanje primanjkljaja države leta 1995 sta vplivali dve specifični transakciji, ki sta vknjiženi kot transfer kapitala. Kot transfer kapitala prebivalstvu je bila knjižena nominalna vrednost obveznic (SOS2E), ki jih je Slovenska odškodninska družba namenila za vračanje po vojni nacionaliziranega premoženja, in sicer v višini 5,8 % BDP. Kot transfer kapitala pa so bile tega leta knjižene tudi obveznice (RS06), v višini 1,9 % BDP. Brez omenjenih dveh transakcij bi primanjkljaj države predstavljal le 0,9 % BDP. Fiskalna politika je bila nevtralna in ni ustvarjala dodatnih pritiskov na obresti in tečaj. Po letu 1996 je imela Slovenija javnofinančni primanjkljaj, ki se je, razen v letu 2003, rahlo povečeval. V obdobju 1995–1997 so se pokazale posledice zniževanja prispevnih stopenj za socialno varnost, ob postopni liberalizaciji zunanje trgovine pa tudi izpad prihodkov od carin in uvoznih dajatev. Zato se je leta 1997 javnofinančno ravnotežje porušilo, saj je javnofinančni primanjkljaj predstavljal 1,2% BDP.

V obdobju 1998–2000 smo, poleg relativno visokega primanjkljaja na tekočem računu, imeli tudi javnofinančni primanjkljaj, ki pa se je oblikoval na nižji ravni kot v letu 1997. Najprej so ga opredeljevali varčevalni ukrepi tako na strani prihodkov kot odhodkov in uvedba davka na dodano vrednost in trošarine, ki je prinesla več davčnih prilivov od planiranih. Oba ukrepa sta vplivala na to, da je bil javnofinančni primanjkljaj v okviru predvidenih ciljev ekonomske politike. Ob koncu omenjenega obdobja pa so se razmere na področju javnih financ zaostrole, saj se je leta 2000 ob nižji gospodarski rasti v primerjavi z letom 1999, umirila tudi domača potrošnja. Prilivi od davka na dodano vrednost so bili nižji od planiranih, v strukturi davkov in prispevkov pa so se davki znižali. Na strani javnofinančnih odhodkov se je zaradi višje dejanske inflacije od načrtovane, okreplil pritisk na plače ter odhodke za pokojninsko in invalidsko zavarovanje.

Primanjkljaj institucionalnega sektorja država v primerjavi z bruto domačim proizvodom se po letu 2001 postopno znižuje. Zmanjšanje primanjkljaja v obdobju 2000–2007 je bilo zlasti posledica znižanja izdatkov sektorja država glede na BDP za 4,1 o. t., zmanjšal pa se je tudi delež prihodkov, in sicer za 0,4 o. t. V obdobju (2001–2003) se je javnofinančni

primanjkljaj še nekoliko poglobil, vendar je presežek domačega zasebnega varčevanja nad investicijami omogočil oblikovanje presežka na tekočem računu plačilne bilance. Pri javnofinancijskih prihodkih je bila opazna tendenca zniževanja deleža prispevkov za socialno varnost in deleža domačih davkov na blago in storitve. Znižanje prvih naj bi spodbujalo konkurenčnost gospodarstva, zlasti delovno intenzivnih panog, medtem ko je pri drugih priliv usihal zaradi upočasnjene rasti uvoza blaga in storitev. V letu 2001 je primanjkljaj sektorja država znašal 4 % BDP, izdatki so naraščali hitreje od prihodkov, rast obeh pa je presegla rast BDP. Po tem letu se je javnofinančni položaj izboljšal, izraziteje v letih 2002 in 2005, najbolj pa v letu 2007. V letu 2005 na 1,5 % BDP, ko so se hitreje od odhodkov in od gospodarske rasti povečali prihodki sektorja država, predvsem zaradi povečanja prihodkov davka od dohodka pravnih oseb. V letu 2007 pa na 0,1 % BDP, ko je bilo zaradi visoke gospodarske rasti zaostajanje rasti agregatov države za gospodarsko rastjo največje in zaostajanje rasti izdatkov države večje od zaostajanja rasti prihodkov.

V celotnem obdobju 2000–2007 so se med odhodki najbolj znižali deleži socialnih nadomestil (1,6 o. t.), kapitalskih transferjev (0,8 o. t.), odhodkov od lastnine, ki jih sestavljajo predvsem obresti za obstoječi dolg, pa tudi deleži izdatkov za vmesno potrošnjo in sredstev za zaposlene ter delež izdatkov za subvencije. Med prihodki se je najbolj povečal delež tekočih davkov na dohodek in premoženje, najbolj pa znižal delež davkov na proizvodnjo in uvoz. Primanjkljaj se je v tem obdobju v največji meri generiral na centralni ravni države, in sicer v višini več kot 90 % skupnega primanjkljaja v posameznih letih. Izjema je bilo leto 2005, ko se je, zaradi prevzema dolga skladov socialnega zavarovanja (ZZZS, ZPIZ) v državni proračun, primanjkljaj centralne ravni sektorja država povečal za 0,7 o. t. na 2,2 % BDP, skladi socialnega zavarovanja pa so v tem letu izkazali presežek v višini 0,8 % BDP (Poročilo o razvoju, 2008). V letu 2006 je tudi v drugih državah EU prišlo do izboljšanja javnofinančnega položaja, Slovenija pa se uvršča med države z nižjim primanjkljajem. Primanjkljaj sektorja država se je na ravni EU-27 v letu 2006 znižal za 0,8 o. t. in je znašal 1,6 % BDP, na ravni držav EMU pa še nekoliko bolj, in sicer za 1 o. t., na 1,5 % BDP. Na takšno izboljšanje je v razmerah visoke konjunktore v največji meri vplivalo zvišanje deleža davčnih prihodkov. Višji primanjkljaj od Slovenije je beležilo trinajst članic EU, deset držav pa je izkazovalo presežek. V letu 2006 je imelo pet držav EU (Madžarska, Slovaška, Poljska in dve članici EMU — Italija in Portugalska) primanjkljaj višji od dovoljenih 3 %³⁷.

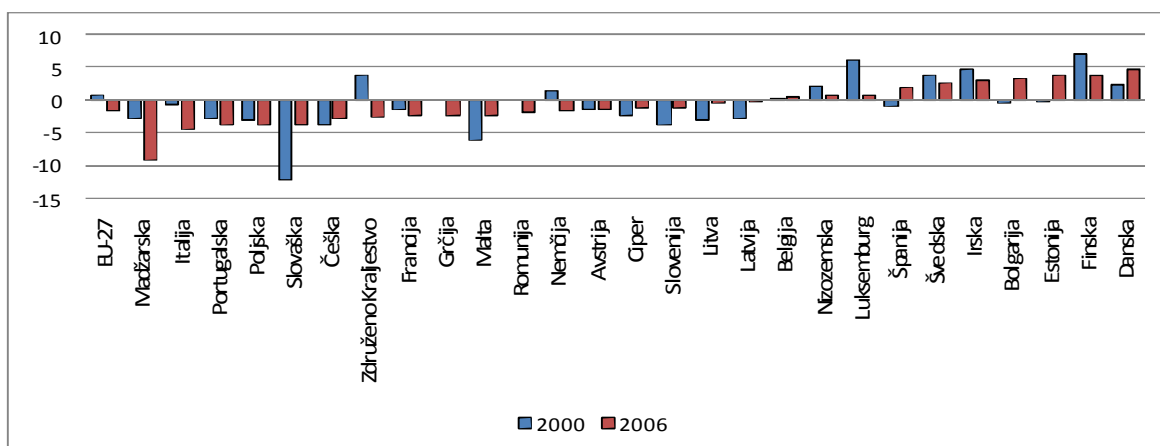
Tabela 38: Prihodki, izdatki in primanjkljaj sektorja država ter podsektorjev v letih 2000–2006 po metodologiji ESA-1995, v % BDP

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Prihodki sektorja država	43,6	44,1	44,6	44,4	44,2	44,5	44,1	43,2
Izdatki sektorja država	47,4	48,1	47,1	47,1	46,5	46,0	45,3	43,3
Primanjkljaj sektorja država	-3,8	-4,0	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1
Centralna država	-3,3	-3,8	-2,2	-2,5	-2,1	-2,2	-1,2	-0,3
Lokalna država	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Skladi soc. zavarovanja	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,8	0,1	0,2

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Ekonomsko področje – Nacionalni računi – Temeljni agregati sektorja država, Prva objava, 31. marec 2008 (za 2004–2007). Nefinančni računi: S 13 država, preračuni UMAR (za leta 2000–2003).

³⁷ Po vstopu v EU veljajo tudi za Slovenijo določila Pakta stabilnosti in rasti, po katerih delež primanjkljaja sektorja država v BDP ne sme presegati 3 %. Za preverjanje javnofinančnega stanja države članice v okviru postopka za ugotavljanje presežnega primanjkljaja in dolga države dvakrat letno posredujejo Evropski komisiji »Poročilo o primanjkljaju in dolgu države«. Poročilo je sestavljeno skladno z metodologijo Evropskega sistema računov iz leta 1995 (ESA-95), ki jo morajo spoštovati vse članice.

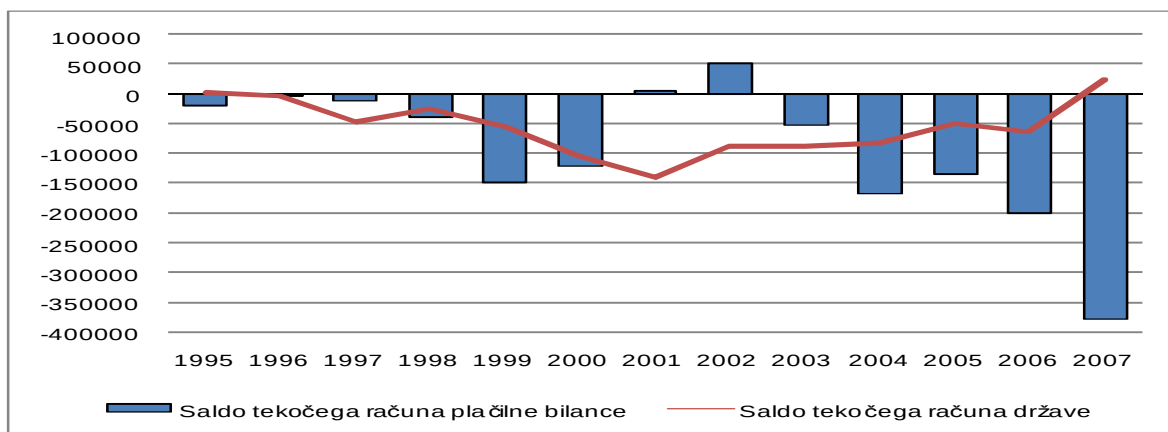
Slika 50: Saldo sektorja države za države EU v letih 2000 in 2006, v % BDP



Vir: Euro-Indicators – National Accounts – Public Finance – Excessive deficit procedure statistics (Eurostat), december 2007.

Fiskalna politika je po letu 2001 delovala restriktivno, a ciklično. V obdobju 2001–2005, ko je bila dejanska rast nižja od potencialne, je gibanje javnofinančnih odhodkov dejansko sledilo gospodarski dinamiki. Ko je bila prioriteta izpolnjevanje pogojev za prevzem evra, je fiskalna politika omejila delovanje avtomatičnih stabilizatorjev. Od leta 2006, ko se je proizvodna vrzel začela zapirati, je fiskalna politika proticiklična. Sprva je bila blago ekspanzivna, ker se je ciklično prilagojeni primanjkljaj v primerjavi s preteklim letom nekoliko povešal (za 0,5 o. t.), leta 2007 je bila zopet proticiklično restriktivna. Ker je bila razlika med dejanskim in potencialnim outputom pozitivna (0,9 o.t.), je bil fiskalni odziv ustrezen. Javnofinančne prilagoditve pa so bile skadne z določili pakta stabilnosti in rasti o restriktivnem delovanju politike v obdobju visoke gospodarske rasti (Ekonomski izzivi, 2008, str. 46).

Slika 51: Saldo tekočega računa države in celotni saldo tekočega računa plačilne bilance, v mio SIT



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008), lastni izračuni.

6 MEDČASOVNI VIDIK PLAČILNE BILANCE SLOVENIJE

6.1 Varčevalno-investicijska vrzel in mobilnost kapitalskih tokov

Varčevalno-investicijsko vrzel v povezavi z mobilnostjo kapitalskih tokov sta analizirala Feldstein in Horioka. Pri panelni regresiji povprečnih deležev investicij na deleže

varčevanja v nominalnem BDP sta za 16 držav OECD v obdobju 1960–1974 ugotovila relativno visoko odzivnost investicij na stopnjo varčevanja. Analiza posameznih podobdobj je pokazala sledeče elastičnosti: a) 0,909 za obdobje 1960–1964; b) 0,872 za obdobje 1965–1969 in c) 0,871 za obdobje 1970–1974. Vrednost omenjenega koeficienta, ki je v povprečju znašala 0,887, je nakazovala omejen dostop teh držav do mednarodnih kapitalskih trgov. Feldstein in Horioka sta takrat ugotovila, da ni mobilnosti kapitalskih tokov in da so finančni trgi mednarodno segmentirani. Varčevalno-investicijska vrzel pri opazovanih državah je bila zato majhna. Navedene ugotovitve kažejo, da je bil rezultat v popolnem nasprotju s takratno tezo o popolni mobilnosti kapitala med industrijsko razvitimi državami. Domače varčevanje je večinoma financiralo domače (Feldstein in Horioka, 1980, str. 314–328).

Tabela 39: Izbrane države skupine OECD glede na delež varčevanja in investicij, v % BDP

Država	Delež varčevanja	Delež investicij	20 držav OECD
ZDA	18,6	18,6	Najnižji delež
Japonska	37,2	36,8	Najvišji delež
Nemčija	27,1	26,4	Povprečje 1960-1974

Vir: Feldstein in Horioka, 1980, str. 314-328.

Obstfeld in Rogoff sta ugotovila, da je bil koeficient »mobilnosti kapitala« v obdobju 1974–1986 za 22 industrijsko razvitih držav OECD nižji (0,662), kar je pomenilo, da se je mednarodna mobilnost kapitalskih tokov okrepila (Obstfeld in Rogoff, 1996, str. 47),.

Taylor (1994) je ugotovil, da Feldstein in Horioka pri svojih empiričnih analizah nista upoštevala sledečih dejavnikov, ki pomembno vplivajo na dinamiko varčevanja in investicij:

- učinek relativnih cen,
- starostna struktura prebivalstva,
- interakcija med starostno strukturo prebivalstva in realno rastjo BDP.

Druge interpretacije pojasnjuje visok koeficient elastičnosti deleža investicij glede na delež varčevanja zaradi neupoštevanja specifičnih gospodarskih lastnosti posameznih držav (Corbin, 2001).

Dinamika kapitalskih tokov v okviru varčevalno-investicijske vrzeli je bila pogosto analizirana na osnovi *Feldstein-Horioka enačbe*:

$$\left(\frac{I}{Y}\right) = \alpha + \beta * \left(\frac{S}{Y}\right) + u, \quad (54)$$

pri čemer so:

$$\left(\frac{I}{Y}\right) - \text{delež bruto investicij v BDP,}$$

$$\left(\frac{S}{Y}\right) - \text{delež bruto varčevanja v BDP,}$$

α – konstanta,

β – koficient odzivnosti investicij glede na spremembo varčevanja.

Ideja postavitve Feldstein-Horioka enačbe se kaže v tem, da višja raven domačega varčevanja vpliva na višjo raven domačih investicij, tako da sta njuna deleža v BDP približno enaka. V primeru, da je kapital mednarodno mobilan, je vrednost β koeficienta blizu vrednosti nič. Slednje temelji na predpostavki, da so investicije odvisne samo od nihanja obrestnih mer in stopnje tehnologije, in ne od domačega varčevanja. Če kapitalske mobilnosti ni, pa vrednost β koeficienta konvergira k vrednosti 1. Domače varčevanje tako večinoma zadošča za financiranje domačih investicij. Ukrepi ekonomske politike za spodbujanje varčevanja bi sočasno povečali tudi investicije.

Tabela 40: Ocena Feldstein-Horioka enačbe za Slovenijo

Dependent Variable: IY

Method: Least Squares

Sample: 1995:1 2008:1

Included observations: 53

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.783055	4.520335	-1.500565	0.1396
SY	1.325475	0.170191	7.788141	0.0000
R-squared	0.543236	Mean dependent var	28.32453	
Adjusted R-squared	0.534280	S.D. dependent var	3.584953	
S.E. of regression	2.446503	Akaike info criterion	4.664202	
Sum squared resid	305.2542	Schwarz criterion	4.738552	
Log likelihood	-121.6013	F-statistic	60.65514	
Durbin-Watson stat	1.222140	Prob(F-statistic)	0.000000	

Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Enačba kaže, da je bila povprečna vrednost koeficienta »beta« 1,32. Pri 1-odstotnem povečanju stopnje bruto domačega varčevanja se delež bruto investicij v povprečju poveča več kot proporcionalno.

Tabela 41: Matrika korelacijskih koeficientov deležev salda tekočega računa, varčevanja in investicij v BDP (desezonirane serije po stalnih cenah referenčnega leta 1995)

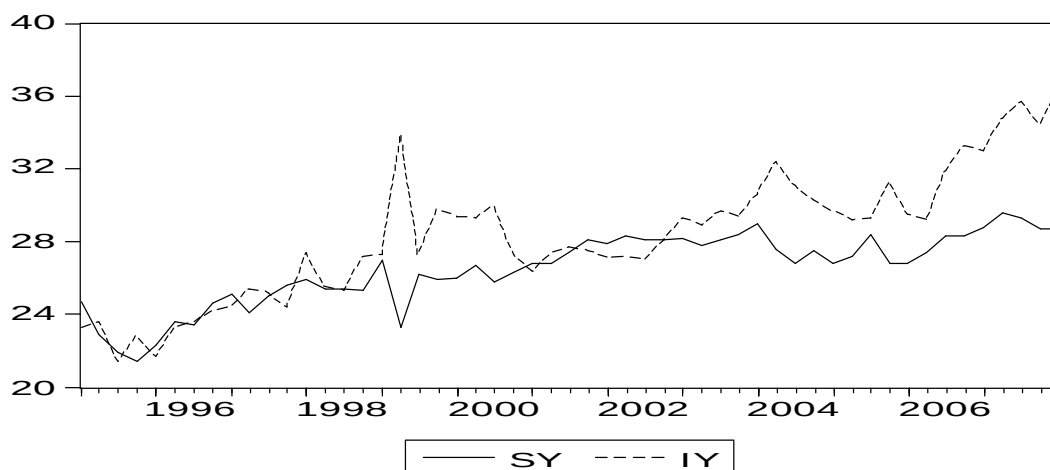
	Tekoči račun	Varčevanje	Investicije
Tekoči račun	1,000	-0,255	-0,841
Varčevanje	-0,255	1,000	0,737
Investicije	-0,841	0,737	1,000

Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Korelacija med bruto varčevanjem in bruto investicijami je pozitivna in relativno močna. Rezultat je sicer v nasprotju s Feldstein-Horioka testom, ki zavrne ničelno hipotezo o visoki mobilnosti kapitala v primeru visokega korelacijskega koeficienta med varčevanjem

in investicijami.³⁸ Vendar, kot kaže nadaljnja analiza varčevalno-investicijske vrzeli v Sloveniji, slednje ne pomeni, da kapitalski tokovi niso mobilni. Korelacija med saldom tekočega računa in bruto investicijami je negativna in močna, kar kaže na večjo absorpcijo neto kapitalskih tokov za financiranje primajkljaja na tekočem računu plačilne bilance.

Slika 52: Bruto varčevanje in investicije, v % BDP



Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Tabela 42: KPSS testi stacionarnosti bruto varčevanja, bruto investicij in salda tekočega računa plačilne bilance

	Osnovna serija	Prva diferenca
Bruto varčevanje	0,174***	0,061*
Bruto investicije	0,095*	0,118*
Saldo tekočega računa	0,114*	0,113*

Opomba: ničelna domneva pri KPSS testu je, da je serija stacionarna na osnovni ravni.

Regresija upošteva trend in konstanto na osnovni ravni in konstanto na prvi diferenci.

* Ničelna domneva je sprejeta pri 10% stopnji značilnosti, v korist stacionarnosti.

** Ničelna domneva je sprejeta pri 5% stopnji značilnosti, v korist stacionarnosti.

*** Ničelna domneva je sprejeta pri 1% stopnji značilnosti, v korist stacionarnosti.

Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Tabela 43: Test kointegracije varčevanja in investicij

Lastna vrednost	Kvocien verjetnosti	5 % kritična vrednost	1 % kritična vrednost	Domneva o št. koint. enačb
0,373	32,858	25,32	30,45	Nobena **
0,152	8,604	12,25	16,26	Največ ena

***) označuje zavrnitev domneve pri 5% (1%) stopnji značilnosti.

L.R. test kaže na 1 kointegracijsko enačbo pri 5% and 1% stopnji značilnosti.

Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

³⁸ Obstfeld (1986a) in Cardia (1991) dokazujeta, da različni šoki tudi v malih odprtih gospodarstvih sprožijo pozitivno korelacijo med varčevanjem in investicijami. Začasni šoki v produktivnosti povečajo varčevanje, ker je raven plač začasno previsoka, poleg tega se okrepijo tudi investicije v proizvodne kapacitete.

KPSS test potrjuje, da sta varčevanje in investicije trendno stacionarna pri 1 % stopnji značilnosti in tudi kointegrirana. Saldo tekočega računa plačilne bilance je stacionaren pri 10 % stopnji značilnosti.

Osnovno Feldstein-Horioka enačbo dopolnjujem z enačbo (55) in modelom VECM, ki sta primernejša za ugotavljanje stopnje mobilnosti kapitalskih tokov in fleksibilnosti salda tekočega računa.

$$\Delta\left(\frac{CA}{Y_t}\right) = \alpha + \beta * \left(\frac{CA}{Y_{t-1}}\right) + u_t, \quad (55)$$

pri čemer se diferenca salda tekočega računa regresira na odloženi saldo, koeficient β predstavlja hitrost prilagajanja k zunanjemu ravnotežju. Velikost nihanj tekočega računa je pojasnjena z njegovo varianco. Če je absolutna vrednost koeficienta β nizka, je saldo tekočega računa dovolj fleksibilen, tako da je gospodarstvo sposobno daljše obdobje vzdrževati primanjkljaj ali presežek. Pri visoki vrednosti omenjenega koeficienta je saldo tekočega računa rigidno, odkloni od ravnotežja pa so težje v mejah vzdržnosti. Spremenljivka u (rezidual) zajema različne šoke, ki vplivajo na dinamiko sprememb salda tekočega računa (tehnologija, okusi potrošnikov, obrestne mere) in je merjena s koeficientom σ .

Tabela 44: Dinamika salda tekočega računa in kapitalna mobilnost

Dependent Variable: D(CAY)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1995:2 2008:1

Included observations: 52 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.021497	0.377533	-2.705719	0.0093
CAY(-1)	-0.491251	0.129306	-3.799151	0.0004
R-squared	0.224007	Mean dependent var	-0.176923	
Adjusted R-squared	0.208487	S.D. dependent var	2.473278	
S.E. of regression	2.200402	Akaike info criterion	4.452859	
Sum squared resid	242.0884	Schwarz criterion	4.527907	
Log likelihood	-113.7743	F-statistic	14.43355	
Durbin-Watson stat	2.360222	Prob(F-statistic)	0.000395	

Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Na osnovi ekonometrične analize ocenjujem, da je bila za obdobje 1995q1–2008q1 značilna zmerna kapitalna mobilnost. Koeficient » β « ima najnižjo vrednost v obdobju po liberalizaciji kapitalno-finančnega računa z vstopom Slovenije v EU in prevzemom evra, ko so je precej okrepil tako uvoz kot tudi izvoz kapitala.³⁹

³⁹ Taylor (2002) je za skupino 15 držav (Argentina, Kanada, Finska, Nemčija, Japonska, Norveška, Švedska, ZDA, Australija, Danska, Francija, Italija, Nizozemska, Španija in Velika Britanija) raziskal mobilnost kapitala v obdobju 1850–1992. Raziskava je pokazala, da so bili v obdobju klasične zlate veljave kapitalski tokovi zelo obsežni (4–5 % BDP), v povprečju se je polovica neravnotežja odpravila v enem letu in pol ($\beta = -0,34$). V obdobju med obema vojna se je konvergenčni parameter zvišal ($\beta = -0,41$), v obdobju Bretton Woods sistema deviznih tečajev, 1946–1971, pa so bile omejitve kapitalskih tokov največje ($\beta = -0,74$). V dobi plavajočih deviznih tečaj so se kapitalski tokovi bolj liberalizirali ($\beta = -0,32$). Saldi tekočih računov plačilnih bilanc so bili v vseh državah stacionarni.

Tabela 45: Koefficienti mobilnosti kapitalnih tokov

Četrletja	Obdobje	koefficient (β)	koefficient (σ)	Povprečni saldo, v % BDP
1995q1–2008q1	Celotno opazovano	-0,491	0,022	-1,8
1995q1–2002q4	Pred liberalizac. KFR	-0,827	0,023	-0,8
2003q1–2008q1	Po liberalizaciji KFR	-0.253	0,015	-3,4

Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Mobilnost neto kapitalnih tokov pri financiranju investicijsko-varčevalne vrzeli (primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance) sem ocenil tudi z modelom VECM, in sicer v obdobju 1995q1–2008q1:

Tabela 46: Ocena varčevalno-investicijske vrzeli z modelom VECM

Vector Error Correction Estimates		
Sample(adjusted): 1995:2 2008:1		
Included observations: 52 after adjusting endpoints		
Standard errors in () & t-statistics in []		
Cointegrating Eq:	CointEq1	
SY(-1)	1.000000	
IY(-1)	-0.915319	
	(0.01820)	
	[-50.2992]	
Error Correction:	D(SY)	D(IY)
CointEq1	-0.119527	0.418941
	(0.05935)	(0.09723)
	[-2.01398]	[4.30885]
R-squared	0.067958	0.251931
Adj. R-squared	0.067958	0.251931
Sum sq. resids	46.48311	124.7542
S.E. equation	0.954690	1.564021
F-statistic	NA	NA
Log likelihood	-70.86878	-96.53744
Akaike AIC	2.764184	3.751440
Schwarz SC	2.801708	3.788964
Mean dependent	0.076923	0.255769
S.D. dependent	0.988882	1.808305
Determinant Residual Covariance	1.876013	
Log Likelihood	-162.9177	
Log Likelihood (d.f. adjusted)	-163.9275	
Akaike Information Criteria	6.458749	
Schwarz Criteria	6.608845	

Izpis s programskim paketom E Views, lastni prikaz.

VAR Model - Substituted Coefficients:

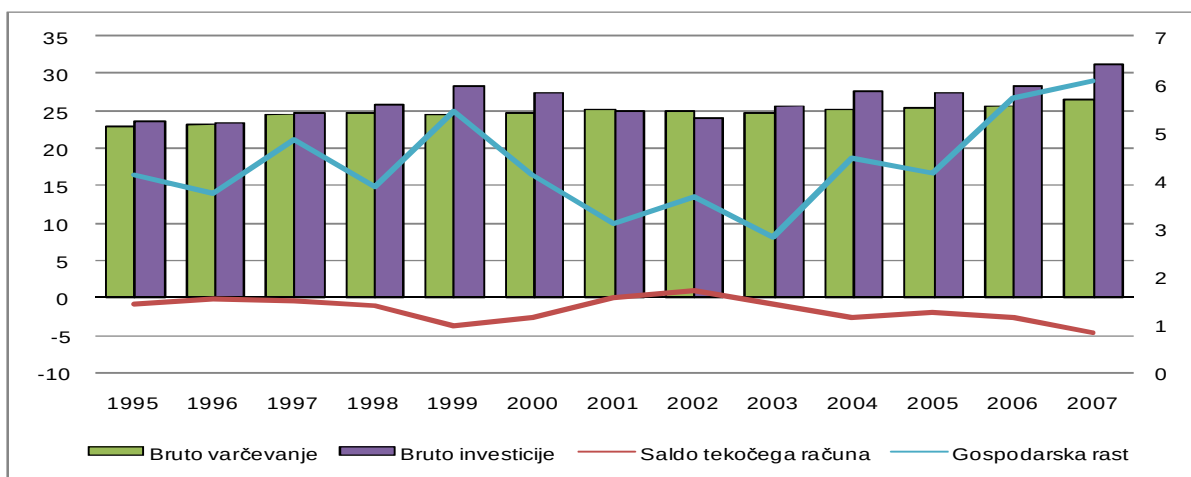
=====

$$D(SY) = -0.119527475*(SY(-1) - 0.9153194274*IY(-1))$$

$$D(IY) = 0.418941144*(SY(-1) - 0.9153194274*IY(-1))$$

Saldo tekočega računa se izravnava s porastom domačega varčevanja in/ali znižanjem domačih investicij. Koeficient prilaganja salda tekočega računa dobimo kot razliko med koeficientom prilaganja varčevanja in investicij ($-0,112 - 0,419 = -0,531$). Hitrost prilagoditve gibanj varčevanja in investicij v ravnotežni položaj je precej različna. Pri tem je domače varčevanje bolj toga, saj je odklon od dolgoročnega ravnotežja odpravljen približno v dveh letih. Počasnost prilaganja je posledica stabilnosti varčevanja in ustaljenih navad slovenskih potrošnikov. Tudi vpliv realnih obrestnih mer je neznanten. Investicije pa so bolj odzivne od varčevanja in dosežejo ravnotežje v dveh četrletjih in pol. Domače investicijsko povpraševanje je najbolj nestanovitna komponenta domačega povpraševanja in je zelo odvisna od cikličnih nihanj (glej Sliko 53). Podjetja so pri odločitvah glede investicijske dejavnosti zelo občutljiva na pričakovana gibanja industrijske proizvodnje in gospodarske rasti. Na osnovi ekonometrične analize ocenjujem, da imajo investicije pomembno vlogo pri odpravljanju dolgoročnega zunanega neravnotežja. Za hitrejše uravnovešanje salda tekočega računa plačilne bilance Slovenije mora ekonomska politika sprejeti ukrepe, ki upočasniyo rast tistega dela domače investicijske aktivnosti, ki ni povezana s povečanjem proizvodnje in izvoza (investicije v zgradbe in objekte ter investicije v zaloge).

Slika 53: Varčevanje, investicije in saldo tekočega računa (leva os), v % BDP ter realna rast BDP v Sloveniji (desna os), v %



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008), lastni izračuni.

6.2 Vpliv pogojev menjave na tekoči račun plačilne bilance in realni dohodek

6.2.1 Vpliv pogojev menjave na tekoči račun plačilne bilance

Pogoji menjave so pomemben kazalec razvoja gospodarstva in so ugodnejši, ko agregatni indeks izvoznih cen hitreje narašča ali se počasneje znižuje od agregatnega indeksa uvoznih cen (v razmerju do baznega leta). Takrat, ko je vrednost količnika obeh agregatnih indeksov večja od 1, se menjava s tujino, vsaj glede zunanjetrgovinskega cenovnega učinka, ugodno razvija. Omenjena razmerja so blagovna (commodity terms of trade). Uporabljajo pa se tudi dohodkovna menjalna razmerja (income terms of trade), ki pokažejo kupno moč izvoza. Pri dohodkovnih menjalnih razmerjih se indeks količinskega izvoza pomnoži z vrednostjo blagovnega menjalnega razmerja.

Pogoje menjave so začeli pogosteje analizirati v sredini prejšnjega stoletja, ko so se zaradi

korejskega spopada močno zvišale cene primarnih surovin. Tako so Harberger (1950), Laursen in Metzler (1950) ugotavljali vpliv pogojev menjave na gibanje tekočega računa na osnovi Keynesianskega makromodela, ki je predpostavljal menjavo ene vrste blaga in odsotnost kapitalskih tokov. Zasebna potrošnja in nacionalni dohodek sta bila merjena z enotami izvoza, vrednost mejne nagnjenosti k potrošnji je bila manjša od ena. Padec vrednosti nacionalnega dohodka, zaradi poslabšanih pogojev menjave, je zniževal tekoče zasebno varčevanje. Harberger-Laursen-Metzlerjev učinek (v nadaljevanju HLM-učinek) kaže pozitivno korelacijo med pogoji menjave in saldom tekočega računa. Omenjena doktrina je bila popularna vse do 80. let dvajsetega stoletja. Raziskave so potem analitsko razširili Sachs (1981), Obstfeld (1982), Greenwood, Svensson in Razin (1983), ki so, na osnovi modela z izvozno-uvoznimi dobrinami, zagovarjali, da terms of trade šoki le začasno vplivajo na saldo tekočega računa. Empirične analize slednjih so pokazale, da je moč HLM-učinka usiha, ko šoki terms of trade postanejo bolj permanentni. Kasnejše analize so v model vključile še nemenjalne dobrine. Tako so Edwards (1989), Gavin (1990), Ostry in Reinhart (1992), Kent (1997), Serven (1999), De Holanda (2000) proučevali vpliv pogojev menjave, ki se kaže preko gibanja realnega deviznega tečaja.

Empirične analize o korelaciji pogojev menjave in poslovnega cikla odražajo sledeča (Mendoza, 1995, str. 101–137) stilizirana dejstva:

- Terms of trade so dvakrat bolj volatilni v razvijajočih se državah kot pa v industrijskih državah in prav tako dvakrat bolj volatilni pri državah izvoznicah nafte v primerjavi z razvijajočimi se državami.
- V industrijsko razvitih državah vrednost standardnega odklona »terms of trade« znaša približno polovico standardnega odklona BDP. V razvijajočih se državah volatilitet pogojev menjave predstavlja tri četrtine volatiliteti njihovega BDP. Volatilitet pogojev menjave v državah izvoznicah nafte pa je 1,5-krat večja od volatiliteti BDP.
- Povezanost med trgovinsko bilanco in pogoji menjave je nizka, vendar pozitivna.
- Pogoji menjave so pozitivno korelirani z realnim deviznim tečajem. Korelacija je visoka v industrijsko razvitih državah, medtem ko v razvijajočih se državah praktično ne obstaja.
- Pogoji menjave so prociklični; v industrijsko razvitih državah so dvakrat bolj prociklični kot v razvijajočih se gospodarstvih.
- Dinamika pogojev menjave odraža zmerno pozitivno serialno korelacijo.

Tabela 47: Pogoji menjave in poslovni cikel

Statistike	Razvite države	Razvijajoče se države	Izvoznice nafte	Slovenija
$\sigma(\text{tot})$	4,70	10,0	18,0	1,19
$\rho(\text{tot}, \text{tot}-1)$	0,47	0,40	0,50	0,46
$\sigma(\text{tot})/\sigma(y)$	0,52	0,77	1,40	0,06
$\rho(\text{tot}, y)$	0,78	0,39	0,30	0,30
$\rho(\text{tot}, c)$	0,74	0,34	0,19	0,12
$\rho(\text{tot}, i)$	0,67	0,38	0,45	0,21
$\rho(\text{tot}, \text{tb})$	0,24	0,28	0,33	0,28
$\rho(\text{tot}, \text{rer})$	0,70	0,07	0,42	0,21

Opomba: ρ , tot , y , c , i in tb pomenijo korelacijo, pogoje menjave, realni BDP, zasebno potrošnjo, bruto investicije in trgovinsko bilanco.

Vir: Mendoza, 1995, tab. št. 1 in 3-6, lastni izračuni za Slovenijo.

6.2.1.1 Harberger-Laursen-Metzler učinek

Harberger-Laursen-Metzler efekt se obravnava v kontekstu keynesianskega modela, upošteva sistem nacionalnih računov (Uribe, 2007, str. 91):

$$y_t = c_t + i_t + g_t + x_t - m_t, \quad (56)$$

pri čemer so c_t zasebna potrošnja, i_t bruto investicije, g_t državna potrošnja, x_t izvoz blaga in storitev, m_t uvoz blaga in storitev. Pri izračunu vpliva pogojev menjave na saldo menjave s tujine se predpostavlja neodvisna (konstantna) državna ($g_t = gc$) in investicijska potrošnja ($i_t = ic$). Zasebna potrošnja je linearna funkcija outputa ($c_t = cc + ay_t$); uvoz blaga in storitev pa je sorazmeren outputu ($m_t = uy_t$). Parametra a in u sta mejna nagnjenost k zasebni potrošnji in mejna nagnjenost k uvozu, medtem ko zapis ($cc + ic + gc = Ac$) predstavlja avtonomno komponento domače absorpcije. Izvozni tokovi so tako izraženi z enotami uvoza, kar odraža kupno moč izvoza. Slednja pokaže, koliko enot uvoza lahko kupimo z enoto izvoza, in nam izraža dohodkovne pogoje menjave ali realno vrednost izvoznih dohodkov ($q_t * TOT_t$).

Kot je razvidno iz enačbe (56), vključno z mejnima nagnostima in pogoji menjave, saldo blaga in storitev zapišemo:

$$tb_t = \left(\frac{1-a}{1+u-a} \right) * tot_t q - u * \left(\frac{Ac}{1+u-a} \right). \quad (57)$$

Iz enačbe (57) je razvidno, da izboljšani pogoji menjave povečajo presežek oz. znižujejo primanjkljaj v saldu menjave s tujino. Pozitivna korelacija med pogoji menjave in saldnom menjave s tujino je večja, čim večji je realni izvoz in čim manjša sta mejna nagnjenost k potrošnji in mejna nagnjenost k uvozu. Prvi izraz enačbe, zapisan v dvojnem oklepaju, je multiplikator TOT. Večja vrednost mejne nagnjenosti k uvozu povzroči porast multiplikatorja. Večji del dohodka (outputa) se nameni za nakup tujega blaga, kar pretehta endogeno ekspanzijo agregatnega povpraševanja gleda na rast izvoza. Večja vrednost mejne nagnjenosti k zasebni potrošnji pa povzroči padec multiplikatorja, saj upočasnjuje

endogeno odzivnost agregatnega povpraševanja na šok s stani pogojev menjave preko zasebne potrošnje. Vrednost učinka pogojev menjave, pozitiven ali negativen predznak, ni odvisna od trajanja šoka, kar je bistvena razlika od Obstfeld-Razin-Svensson učinka.

6.2.1.2 Obstfeld-Razin-Svensson učinek

Obstfeld-Razin-Svensson učinek se razlikuje od keynesianskega modela, na osnovi katerega je izpeljal HLM efekt. ORS učinek predpostavlja, da gospodinjstva izvažajo blago, ki ga proizvedejo, medtem ko uvažajo blago za potrošnjo. Model v preprosti obliki predpostavlja, da je obilje blaga, namenjenega izvozu konstantno in normalizirano na vrednost 1 ($y = 1$, za vse t). Predpostavlja se, da je gospodarstvo majhno, zato se pogoji menjave obravnavajo kot eksogena spremenljivka. Zapis je podoben stohastičnemu modelu relativnega obilja dobrin ($d_t - d_{t-1} = r * d_{t-1} + c_t - y_t$). Potrošnikova proračunska (dohodkovna) omejitev je tako izražena:

$$d_t - d_{t-1} = r * d_{t-1} + c_t - tot_t. \quad (58)$$

Enačba (58) pojasnjuje spremembo zadolženosti, ki je po tej definiciji enaka plačanim obrestim na predhodni dolg in razliki med potrošnjo in pogojem menjave s tujino. Kadar so pogoji menjave stacionarni, potem njihovo izboljšanje ugodno vpliva na saldo menjave s tujino, saj so šoki v terms of trade začasni. V primeru pa, da so pogoji menjave nestacionarni, potem izboljšanje le-teh povzroči poslabšanje menjave s tujino. Nacionalni dohodek se namreč trendno povečuje in gospodarstvo povečuje zunanjo zadolženost (Uribe, 2007, str. 94).

V razširjenem modelu z več dobrinami torej poslabšani pogoji menjave:

- Znižujejo raven tekočega bruto nacionalnega dohodka (Harberger-Laursen-Metzler učinek).
- Povečujejo tekoče cene uvoza blaga v primerjavi s prihodnjim uvozom (učinek manjšega nagiba potrošnje).
- Povečajo cene menjalnih dobrin v primerjavi s cenami nemenjalnih dobrin (učinek realnega deviznega tečaja).

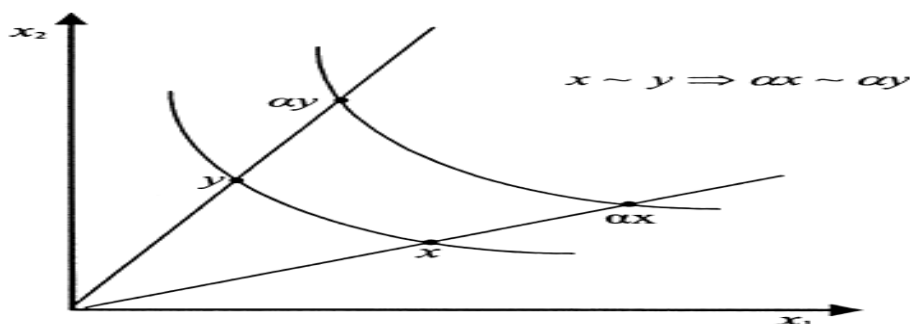
“Harberger-Laursen-Metzler efekt” predpostavlja znižanje zasebnega varčevanja (saldo tekočega računa se poslabša) zaradi usihanja realnega dohodka; “učinka uravnavane potrošnje in realnega deviznega tečaja” pa delujeta v nasprotni smeri, saj naj bi se, ob izboljšanju salda tekočih transakcij, kljub znižanju realnega dohodka, varčevanje povečalo. Neto učinek pogojev menjave na varčevanje in saldo tekočega računa pa je odvisen relativne moči dohodkovnega (“Harberger-Laursen-Metzler efekt”) in substitucijskih učinkov (medčasovne in znotraj časovne elastičnosti substitucije).

V kontekstu salda menjave s tujino ali neto izvoza je treba upoštevati tudi realni devizni tečaj kot »intratemporal terms-of-trade« ali splošno relativno ceno izvoza in uvoza. Postavlja se vprašanje, kaj pravi teorija glede odločitev potrošnikov in investorjev na spremembe v relativnih cenah menjave s tujino. Slednje so preučevali Laursen in Metzler

(1950) ter Harberger (1950). Predpostavljali so ekonomsko okolje z dvema menjalnima dobrinama, od katerih malo odprto gospodarstvo eno izvaža, drugo pa uvažja. Proučevali so učinek poslabšanja pogojev menjave (rast uvoznih cen) na trgovinsko bilanco in dokazovali, da slednje znižuje dohodek, varčevanje in se odrazi skozi primanjkljaj na tekočem računu. Ocenili so, da je korelacija med trgovinsko bilanco in pogoji menjave, pozitivna. Njihove analize so tudi pokazale da je: i) učinek začasne spremembe v pogojih menjave nejasen; in ii) pri homotetičnih preferencah potrošnikov (glej Sliko 54 na naslednji strani) trajno poslabšanje pogojev menjave nima efekta na trgovinsko bilanco, če je le-ta izravnana; jo izboljša, če izkazuje začetni primanjkljaj in jo poslabša, če izkazuje začetni presežek.

Spremembe v relativnih zunanjetrgovinskih cenah (realnem deviznem tečaju) pa vplivajo tudi na stanje neplačanega zunanjega dolga. Tako je na primer apreciacija ameriškega dolarja v osemdesetih letih 20. stoletja povzročala svetovno dolžniško krizo.

Slika 54: Homotetične preference potrošnikov



Vir: Rubinstein, *Consumer preferences*, 2006, str. 46.

Pogoji menjave so za slovensko gospodarstvo večinoma eksogeno dani. Tako lahko nihanja v cenah nafte in ostalih surovin precej vplivajo na dinamiko trgovinske bilance in tekočega računa. Pogoji menjave so pomemben kazalec razvoja slovenskega gospodarstva, kar kaže pozitivna povezanost s saldom tekočega računa. Stopnja korelacije je bila v opazovanem obdobju sicer šibka, vendar pozitivna, vrednost korelacijskega koeficienta je znašala 0,360.

Tabela 48: Pogoji menjave in saldo tekočega računa Slovenije, nekatere opisne statistike

	Standardni odklon		Korelacijski koeficient
	Pogoji menjave	Saldo tekočega računa, v % BDP	
Slovenija	0,019	0,027	0,360

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008), lastni izračuni.

Tabela 49: KPSS testi stacionarnosti pogojev menjave, salda tekočega računa in BDP

	Osnovna serija	Prva diferenca
Pogoji menjave	0,128**	0,134*
Saldo tekočega računa	0,124**	0,079*
BDP	0,179***	0,054*

Opomba: ničelna domneva pri KPSS testu je, da je serija stacionarna na osnovni ravni.

Regresija upošteva trend in konstanto na osnovni ravni in konstanto na prvi differenci.

* Ničelna domneva je sprejeta pri 10% stopnji značilnosti, v korist stacionarnosti.

** Ničelna domneva je sprejeta pri 5% stopnji značilnosti, v korist stacionarnosti.

*** Ničelna domneva je sprejeta pri 1% stopnji značilnosti, v korist stacionarnosti.

Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Test stacionarnosti pokaže, da sta saldo tekočega računa stacionarna na osnovni ravni pri 5-odstotni stopnji značilnosti, medtem ko realni BDP ni stacionaren.

Persistentnost (vztrajnost) terms of trade šokov je definirana s sledečo identiteto:

$$tot_t = \alpha + \beta t + \rho * tot_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (59)$$

pri čemer so:

tot_t – pogoji menjave, α – konstanta; β – trend; ρ – avtoregresijski koeficient.

Tabela 50: Vztrajnost terms of trade šoka

Dependent Variable: LOG(TOT)

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1995:2 2008:1

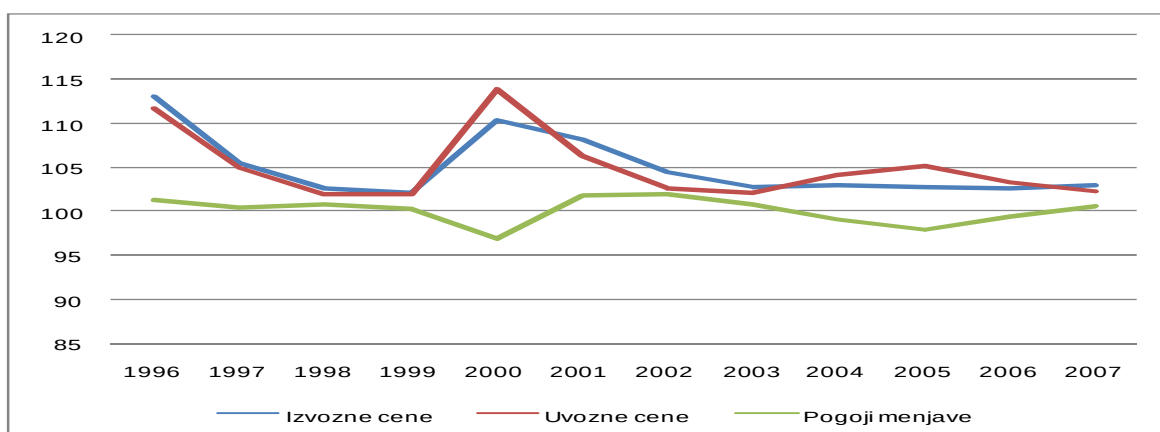
Included observations: 52 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.504988	0.598445	4.185831	0.0001
@TREND	-0.000121	0.000155	-0.780225	0.4390
LOG(TOT(-1))	0.458241	0.129538	3.537496	0.0009
R-squared	0.214066	Mean dependent var	4.618184	
Adjusted R-squared	0.181987	S.D. dependent var	0.018482	
S.E. of regression	0.016716	Akaike info criterion	-5.288950	
Sum squared resid	0.013692	Schwarz criterion	-5.176378	
Log likelihood	140.5127	F-statistic	6.673107	
Durbin-Watson stat	1.995369	Prob(F-statistic)	0.002735	

Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Vrednost avtoregresijskega koficienta (0,458) kaže nizko serialno korelacijo pogojev menjave, kar je skladno s stacionarnostjo. Trend v pogojih menjave je sicer prisoten, vendar ni statistično značilen. Negativni trend v celotnem obdobju nakazuje poslabšanje pogojev menjave v obdobju visokih cen nafte in ostalih surovin na svetovnem trgu. Ker so šoki pogojev menjave kratkoročnega značaja, ocenjujem, da je v slovenskem gospodarstvu prisoten Harberger-Laursen-Metzler učinek.

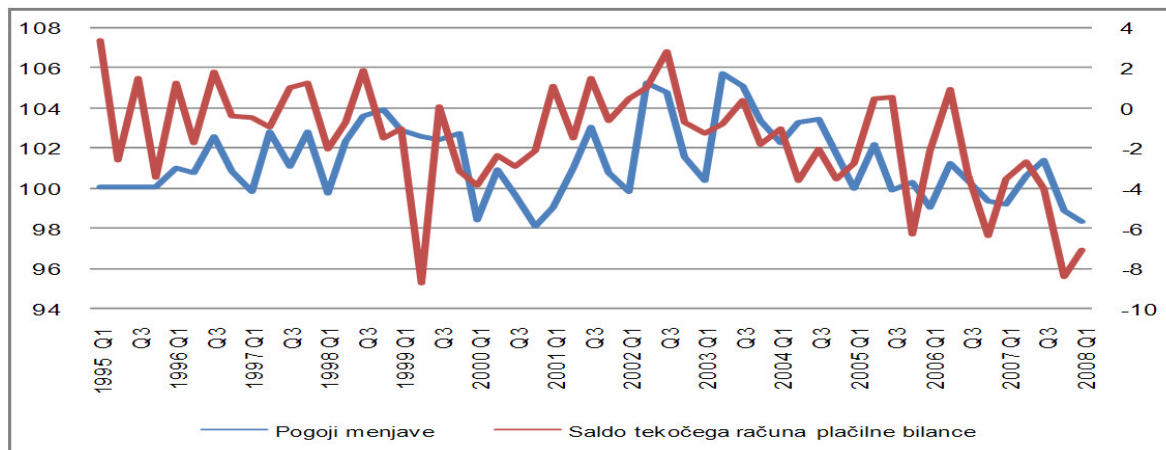
Slika 55: Dinamika pogojev menjave, verižni indeksi



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008), lastni izračuni.

Prispevek “terms of trade” šokov na dinamiko salda tekočega računa plačilne bilance in dinamiko gospodarske rasti je bil ocenjen z vektorsko avtoregresijo. Obravnavani so bili trije šoki: i) zunanji šok, ki so ga predstavljale spremembe v pogojih menjave, ii) permanentni ponudbeni šok, ki je odražal spremembe v realnem BDP in iii) začasni povpraševalni šok, ki so ga predstavljale spremembe deleža salda tekočega računa v BDP. Predpostavljalo se je, da so pogoji menjave eksogeno dani, in da povpraševalni šok nima dolgoročnega vpliva na raven realnega outputa.

Slika 56: Pogoji menjave (leva os) in saldo tekočega računa (desna os), indeks (1995=100) in v % BDP



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008), lastni izračuni.

Tabela 51: Struktura variance pogojev menjave, salda tekočega računa in realnega BDP

Variance Decomposition of
D(TOT):

Period	S.E.	D(TOT)	D(YCPR)	D(CAY)
1	1.7927	100.0000	0.0000	0.0000
2	1.9607	87.8738	11.0341	1.0921
3	2.0073	83.8677	14.9798	1.1526
4	2.0293	82.2943	15.9547	1.7510
5	2.0406	81.5109	16.2379	2.2512
6	2.0463	81.1098	16.3580	2.5322
7	2.0493	80.9030	16.4209	2.6761
8	2.0508	80.7952	16.4551	2.7497
9	2.0516	80.7386	16.4734	2.7880
10	2.0520	80.7088	16.4832	2.8080

Variance Decomposition of D(YCPR):

Period	S.E.	D(TOT)	D(YCPR)	D(CAY)
1	9524.55	17.6250	82.3750	0.0000
2	11497.38	12.6671	83.7904	3.5426
3	12443.57	12.2242	79.6502	8.1256
4	12918.83	12.1011	76.9055	10.9934
5	13157.33	12.0084	75.5283	12.4634
6	13279.05	11.9504	74.8591	13.1905
7	13342.23	11.9185	74.5254	13.5562
8	13375.34	11.9017	74.3542	13.7441
9	13392.76	11.8930	74.2650	13.8420
10	13401.93	11.8884	74.2182	13.8934

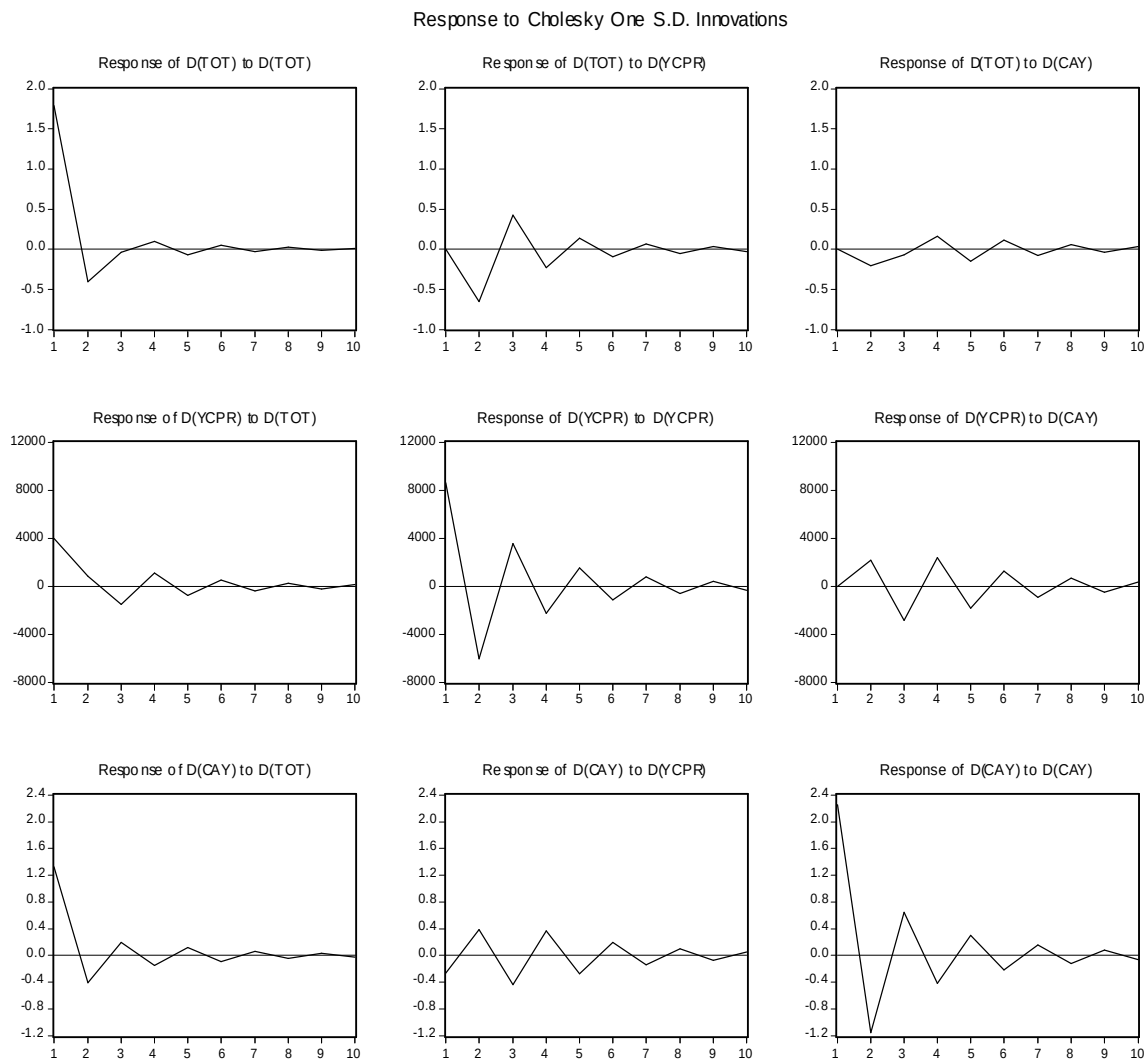
Variance Decomposition of
D(CAY):

Period	S.E.	D(TOT)	D(YCPR)	D(CAY)
1	2.6317	25.4008	0.9805	73.6187
2	2.9304	22.4007	2.5385	75.0607
3	3.0373	21.2753	4.3941	74.3306
4	3.0910	20.7723	5.6295	73.5983
5	3.1197	20.5345	6.2936	73.1719
6	3.1350	20.4166	6.6318	72.9516
7	3.1431	20.3560	6.8047	72.8393
8	3.1473	20.3244	6.8943	72.7814
9	3.1496	20.3077	6.9411	72.7511
10	3.1507	20.2990	6.9658	72.7353

Cholesky Ordering: D(TOT) D(YCPR) D(CAY)

Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Slika 57: Funkcija impulznih odzivov sprememb pogojev menjave, gospodarske rasti in salda tekočega računa



Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Spremenljivke, ki so vsebovane v modelu, so bile različno integrirane na osnovni ravni podatkov. Zato se je analizirala vektorska avtoregresija na prvi diferenci. Dekompozicija variance je pokazala, da so bila nihanja v saldu tekočega računa plačilne bilance Slovenije večinoma spodbujena zaradi šokov s strani povpraševanja, pomembno pa so nanj vplivali tudi zunanji šoki (pogoji menjave). Povpraševalni in zunanji šoki (pogoji menjave) so v obdobju 2 let pojasnili 73 % in 20 % variacije v saldu tekočih transakcij. Spremembe v realnem BDP so bile po dveh letih (8 četrtletjih) večinoma pojasnjene z dinamiko gospodarske rasti (74 %), pogoji menjave pa so pojasnili 12 % variance realnega BDP. Domače povpraševanje in ponudba pojasnita približno petino variacije pogojev menjave, večina je rezultat eksogenih dejavnikov. Empirični rezultati kažejo, da ekonomska politika primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance lahko zniža preko stabilizacije skupne domače potrošnje.

Tabela 52: Vektorska avtoregresija – dekompozicija variance, v %

Tekoči račun, v % BDP				Realni BDP, stalne cene ref. leta 1995		
Trajanje šoka	Pogoji menjave	Povpraš.	Ponudba	Pogoji menjave	Povpraš.	Ponudba
1. četrtnetje	25,4	73,6	1,0	17,6	0,0	82,4
5. četrtnetje	20,5	73,2	6,3	12,0	12,5	75,5
8. četrtnetje	20,3	72,8	6,9	11,9	13,7	74,4

Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

6.2.2 Vpliv pogojev menjave na rast realnega bruto domačega dohodka

Realni dohodki rezidentov niso odvisni le od stopnje gospodarske rasti, ampak tudi od tega kakšne cene dosega gospodarstvo v menjavi s tujino. V primeru, da domači proizvajalci (blaga in storitev) dosegajo višje izvozne cene od uvoznih cen, izboljšujejo pogoje poslovanja. To pomeni, da se jim poveča kupna moč njihovih realnih dohodkov. V primerjavi z BDP v stalnih cenah pa z realnim bruto domačim dohodkom (realnim BDD) ugotavljamo spremembe kupne moči nacionalnega gospodarstva, ki so pomembne za analizo tekočih gospodarskih gibanj in za oblikovanje ekonomske politike.

Standardna metoda izračuna vpliva pogojev menjave (gospodarjenja) na realno rast bruto domačega proizvoda, upošteva Geary-jevo metodo izračuna P kot izbranega cenovnega indeksa. (Flajs, 1996, str. 38). Ocena bruto domačega proizvoda (BDP) v stalnih cenah pokaže vpogled v dinamiko obsega domače proizvodnje. Bruto domači proizvod (BDP) je zato merilo za gospodarsko rast.

Če realni BDP povečamo (znižamo) za učinek sprememb pogojev menjave (T), dobimo realni bruto domači dohodek (BDD), ki odraža kupno moč domačega gospodarstva v odnosu s tujino. Kadar menjava blaga in storitev predstavlja večji delež v BDP, v slovenskem gospodarstvu stopnja odprtosti gospodarstva v obdobju 1995–2007 znaša 114,7 %, izboljšanje pogojev menjave pomeni večji nakup tujega blaga tudi ob nespremenjenem obsegu domačega proizvoda. Presežki (izgube) v menjavi s tujino ali učinki pogojev menjave na BDP so ocenjeni po Geary-jevi metodi izbranega cenovnega indeksa (P):

$$T = \left(\frac{X - M}{P} \right) - \left(\frac{X}{P_x} - \frac{M}{P_m} \right), \quad (60)$$

pri čemer so:

X - izvoz blaga in storitev v tekočih cenah,

M - uvoz blaga in storitev v tekočih cenah,

P_x - indeks izvoznih cen (1995=100),

P_m - indeks uvoznih cen (1995=100),

$P = \left(\frac{P_x + P_m}{2} \right)$, izbrani cenovni indeks.

V baznem letu so P_x , P_m in P enaki 1. Prvi del enačbe je saldo menjave blaga in storitev, deflacioniran z netehtano aritmetično sredino indeksov izvoznih in uvoznih cen. Drugi del omenjene enačbe pa je saldo menjave blaga in storitev v stalnih cenah iz leta 1995.

Tabela 53: Mednarodna menjava, pogoji menjave in gospodarska rast, v mio. SIT in v %

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
X - Izvoz v tekočih cenah, mio. SIT	2389604	2746365	3061964	3248554	3764718	4263893	4916115	5741333
M - Uvoz v tekočih cenah, mio. SIT	2542932	2785978	2995163	3260772	3845552	4306627	4988328	5882141
X - M - Saldo menjave blaga in stor.	-153328	-39613	66801	-12218	-80834	-42734	-72214	-140808
P_x - Indeks izvoznih cen (1995=100)	137.6	148.7	155.3	159.8	164.6	169.3	173.8	179.6
P_m - Indeks uvoznih cen (1995=100)	138.6	147.3	151.0	154.1	160.4	168.4	173.9	179.7
P - Izbrani cenovni indeks ($P_x + P_m$)/2	138.1	148.0	153.1	156.9	162.5	168.9	173.9	179.6
(X - M)/P - saldo, deflac. s pov. zl. cen	-111023	-26765	43621	-7785	-49743	-25307	-41534	-78382
(X/ P_x)-(M/ P_m) - saldo v stalnih cenah	-97763	-44012	-11846	-82505	-110394	-38677	-40086	-77941
T - učinek pogojev menjave, mio. SIT	-13261	17248	55467	74720	60651	13370	-1448	-440
dT - sprem. učinka pog. m., mio. SIT	-55830	30508	38219	19253	-14069	-47281	-14818	1007
dT - sprem. učinka pog. m., mio. EUR	-233.0	127.3	159.5	80.3	-58.7	-197.3	-61.8	4.2
Realni BDP v stalnih cenah 1995	2981007	3073472	3185827	3275480	3421035	3562853	3766625	3995116
Letne stopnje rasti (%), 1995=100	4.1	3.1	3.7	2.8	4.4	4.1	5.7	6.1
Realni BDD v stalnih cenah 1995	2970751	3092159	3240045	3346267	3473951	3571746	3761365	3990858
Letne stopnje rasti (%), 1995=100	2.3	4.1	4.8	3.3	3.8	2.8	5.3	6.1
Implicitni učinek pogojev menjave	-1.7	0.9	1.1	0.5	-0.5	-1.2	-0.4	0.0

Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008). Lastni izračuni.

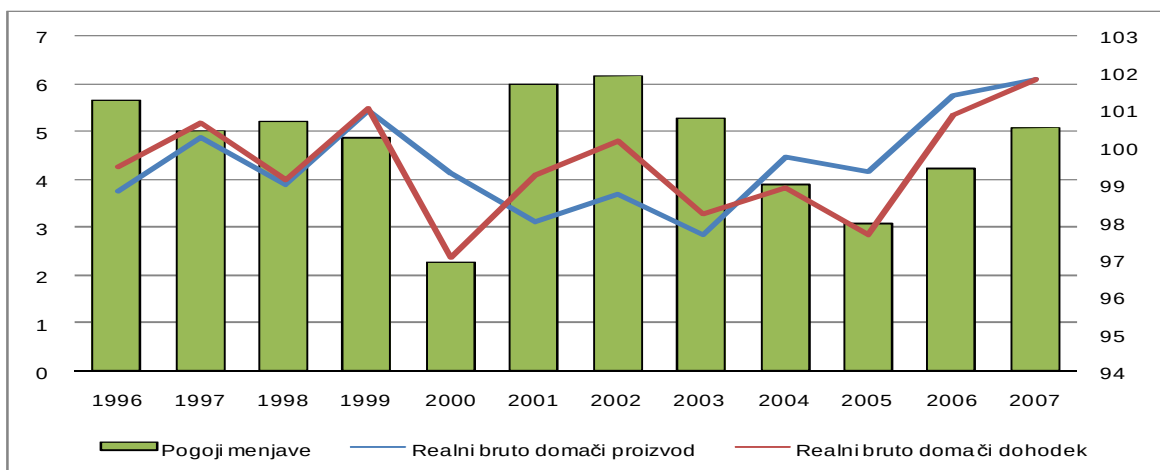
Slovensko gospodarstvo je v obdobju 1995–2007 v povprečju doseglo nespremenjene pogoje menjave. Večja nihanja v posameznih obdobjih so bila na eni strani posledica ustaljene rasti cen industrijskih proizvajalcev, nizke stopnje evropske inflacije in apreciacija domače valute, na drugi strani pa visokih cen nafte in ostalih primarnih surovin. Slovenske izvozne in uvozne cene blaga in storitev so se v povprečju povečevale z enako stopnjo rasti (indeks 105,0). Kupna moč realnih dohodkov domačih proizvajalcev blaga in storitev pa je bila tako enaka povprečni realni rasti BDP. Precejšnje pa so bile razlike v sami strukturi rasti skupne domače potrošnje, saj je bila rast bruto investicij v osnovna sredstva več kot dvakrat hitrejša od rasti državne in zasebne potrošnje.

Poslabšanje »terms of trade« je bilo izrazitejše v letu 2000⁴⁰, kar je posledično precej upočasnilo rast realnega bruto domačega dohodka. Zaradi negativnega implicitnega učinka

⁴⁰ K poslabšanju terms of trade je večinoma prispevala hitrejša rast uvoznih od izvoznih cen v *blagovni menjavi*. V letu 2000 je bil izvoz glavni dejavnik gospodarske rasti, ki se je v primerjavi s predhodnim letom upočasnila – s 5,4 % na 4,1 %. Na upočasnitev gospodarske rasti so prispevali tudi za okoli 4 odstotne točke poslabšani pogoji menjave, na katere so najbolj vplivale visoke cene nafte na svetovnem trgu. Omenjena cenovna gibanja so preko višjih uvoznih cen povečala stroške domače proizvodnje. Tako se je zaradi uvozne odvisnosti in odprtosti slovenskega gospodarstva močno povečal uvoz proizvodov za vmesno porabo. Neto uvoz nafte je predstavljal kar 58 % celotnega primanjkljaja trgovinske bilance. Rast tolarskih uvoznih cen blaga in storitev je presegla stopnjo rasti cen domačih proizvajalcev, zato je tehtana razlika med stopnjo rasti domačih in uvoznih cen upočasnila gospodarsko rast. Tudi v letu 2004 se je ob precejšnji okrepitvi realne rasti mednarodne menjave primanjkljaj v tekočih transakcijah povečal. Slednje je bilo večinoma posledica

pogojev menjave so se izgube zaradi sprememb pogojev menjave povečale za 233 mio EUR po fiksnem tečaju ali 1,7 % BDP. Pogoji menjave se poslabšujejo od vstopa Slovenije v EU. Pomembno pa je tudi to, da se v obdobju izboljšnih pogojev menjave realni bruto domači dohodek povečuje hitreje od gospodarske rasti. (glej Sliko 58).

Slika 58: Dinamika pogojev menjave in realnega bruto domačega dohodka, v %



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008). Lastni izračuni.

Spremembe v zunanjih pogojih gospodarjenja in kupni moči gospodarstva lahko pomembno vplivajo na dohodke produkcijskih faktorjev, kar glede vključenosti Slovenije v mednarodne trgovinske tokove ter izvozne in uvozne odprtosti ni presenetljivo. Dinamika pogojev menjave vpliva na deflator BDP oziroma na razliko med nominalno in realno stopnjo gospodarske rasti. Sprememba realnega domačega dohodka se zaradi učinka pogojev menjave porazdeli med med produkcijska faktorja - delo in kapital. Osnova za to oceno so realni stroški dela na enoto, ki so zapisani s sledečo indentiteto:

$$rULC = \left(\frac{w}{P} \right) * \left(\frac{L}{Y} \right). \quad (61)$$

Realni stroški na enoto dela ($rULC$) so opredeljeni kot razmerje med realnimi bruto plačami na zaposlenega (w/P) in produktivnostjo dela (Y/L). S preureditvijo identitete se realni stroški na enoto dela izrazijo tudi kot delež nominalnih bruto plač (wL) v nominalnem BDP (PY).

Delež nominalnih plač v BDP ostane nespremenjen v primeru, če realne plače rastejo po enaki stopnji kot produktivnost dela:

večjega primanjkljaja v trgovinski bilanci; presežek v trgovinski bilanci z državami nečlanicami namreč ni pokrival naraščajočega primanjkljaja v trgovinski bilanci z državami EU. Povečanje blagovnega primanjkljaja je bilo poleg količinskih (realnih) gibanj posledica tudi gibanja pogojev menjave, ki so se zaradi višjih cen nafte in ostalih primarnih surovin medletno močno poslabšali. Neto uvoz nafte in derivatov je predstavljal kar dve tretjini celotnega blagovnega primanjkljaja (839,9 mio EUR). Pri nespremenjenih pogojih menjave pa bil blagovni primanjkljaj nižji za približno 215 mio EUR.

$$\Delta rULC = 0 \rightarrow \Delta\left(\frac{w}{P}\right) = \Delta\left(\frac{Y}{L}\right). \quad (62)$$

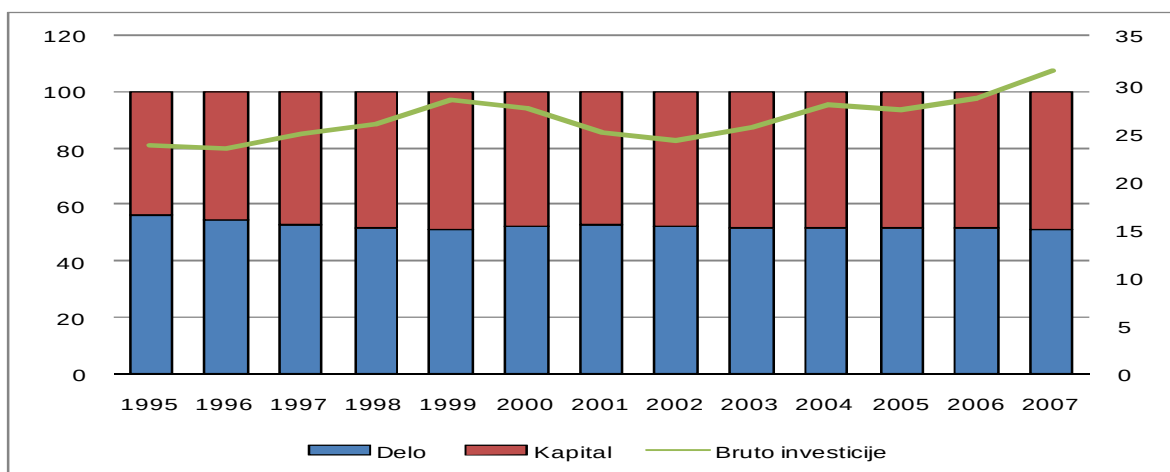
Delež kapitala (profita) je tako $1 - rULC$. Realni stroški na enoto dela se povečujejo, kadar je rast realnih bruto plač na zaposlenega hitrejša od produktivnosti. Delež plač v BDP se tako povečuje, znižuje pa se delež profitov. Razvoj realnih bruto plač poleg produktivnosti dela ovrednoti tudi učinek pogojev menjave. Pri tem se rast realnih bruto plač primerja z rastjo realnega bruto domačega dohodka.

Tabela 54: Rast bruto plač na zaposlenega in produktivnosti v Sloveniji, v %

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bruto pl.	5,1	5,1	2,4	1,6	3,3	1,6	3,2	2,0	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2
Produkt.	3,0	5,9	6,9	4,1	3,9	2,1	2,6	3,7	3,2	4,1	4,0	4,5	3,3

Vir: Umar, Pomladansko poročilo 2008.

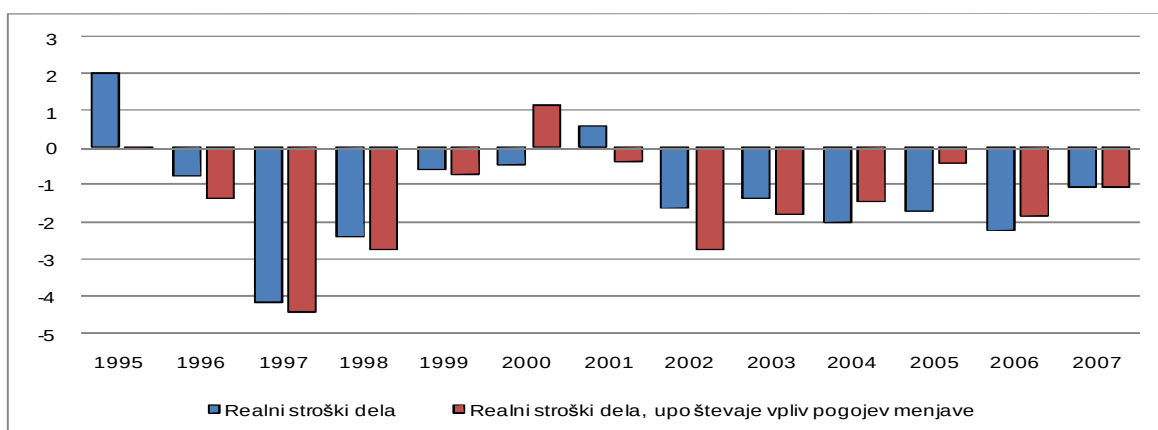
Slika 59 : Produkcijška faktorja delo in kapital ter bruto investicije, v % BDP



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008). Lastni izračuni.

Slovensko gospodarstvo v povprečju nekoliko izboljšane koristi menjave s tujino (angl. *trading gains*) ni prelilo v realne bruto plače, ampak v profite, in s tem omogočilo rast deleža investicij v BDP. Realni stroški na enoto dela so se v obdobju 1995–2007 povprečno letno znižali za 1,2 odstotni točki. Slednje pomeni, da je realna rast bruto plač na zaposlenega v omenjenem obdobju v poprečju za 1,2 odstotni točki zaostajala za rastjo produktivnosti dela. Delež produkcijskega faktorja delo v nominalnem outputu se je ciklično postopoma zniževal, kar je po drugi strani omogočilo povečanje deleža kapitala v BDP. Kljub enaki rasti tako realnega BDP kot realnega bruto domačega dohodka, pa je rast popravljenih realnih stroškov na enoto dela še nekoliko bolj (za 1,4 odstotne točke) zaostajala za rastjo produktivnosti. V razmerah poslabšanih pogojev menjave se je, kljub restriktivni plačni politiki, stroškovna konkurenčnost slovenskega gospodarstva poslabšala. Nasprotno pa se pri izboljšanih pogojih menjave, v primeru manj restriktivne plačne politike, stroškovna konkurenčnost ni nujno poslabšala.

Slika 60: Rast realnih stroškov dela in realnih stroškov dela, popravljenih za učinek pogojev menjave, v %



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008). Lastni izračuni.

6.3 Dolgoročna dinamika tekočega računa plačilne bilance

6.3.1 Oris dinamike posameznih komponent medčasovnega modela

Slovenija je v obdobju 1995–2007 imela relativno visoko gospodarsko rast, ki je v povprečju znašala 4,1 %. Po vstopu Slovenije v EU se je razlika med stopnjo gospodarske rasti v Sloveniji in državami EU-15 še povečala.

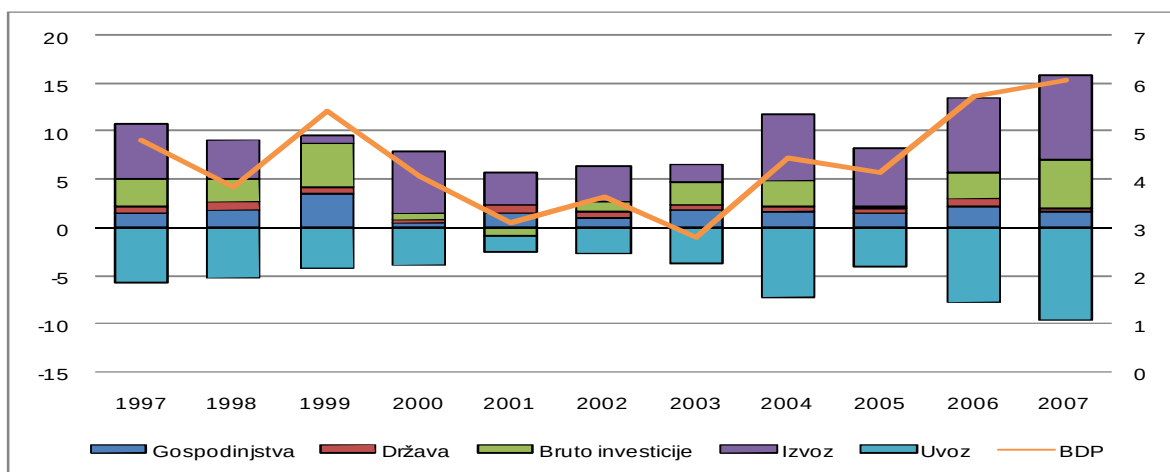
V obdobju 1995–1997 je bila gospodarska rast 4,2-odstotna in je temeljila izključno na domačem povpraševanju. Z vidika razvojnih možnosti je bila struktura skupne domače potrošnje ugodna, saj je bila realna rast investicij v osnovna sredstva skoraj 4-krat hitrejša od rasti končne potrošnje, okrepljena rast je bila značilna predvsem za investicije v gospodarsko infrastrukturo ter opremo in stroje. Čeprav je bil prispevek neto izvoza h gospodarski rasti v povprečju negativen (-2,4 odstotne točke), pa je, zahvaljujoč izboljšanim pogojem menjave blaga in storitev, tekoči račun ostal uravnotežen.

V obdobju od leta 2004 do leta 2006 je bila gospodarska rast občutno višja kot v predhodnem triletnem obdobju. Po upočasnitvi gospodarske rasti v obdobju od leta 2001 do leta 2003, ki je bila deloma posledica manj ugodnih gospodarskih razmer v mednarodnem okolju, deloma pa posledica nadaljnjega cikličnega umirjanja rasti domače potrošnje v letih 2001 in 2002 (po visokih stopnjah rasti leta 1999), je v obdobju po letu 2004 prišlo do njenega znatnega pospeška. Krepitev gospodarske rasti leta 2004 je bila spodbujena s pospešeno rastjo tujega povpraševanja zaradi ugodne mednarodne konjunktore in pozitivnih učinkov vstopa v EU. Podobno kot leta 2003 je bil visok tudi prispevek domače potrošnje, k čemur je pozitivno prispevalo tudi postopno zniževanje obrestnih mer pred vstopom v ERMII in evrsko območje. Kljub temu pa je rast domače potrošnje ostala v makroekonomsko vzdržnih okvirih (Poročilo o razvoju, 2007).

Tudi v letu 2005 je gospodarska rast, podobno kot leta 2004, v veliki meri spodbujalo tuje povpraševanje, prispevek domače potrošnje pa se je občutno znižal. Realna rast BDP je bila 4-odstotna, kar je 0,4 odstotne točke manj kot leta 2004 in malo nad ravniyo večletnega povprečja. Temeljila je zlasti na tujem povpraševanju, saj se je rast domače potrošnje zaradi nižje realne rasti bruto investicij in tudi državne potrošnje v primerjavi s

predhodnim letom ponovno upočasnila. Rast izvoza proizvodov se je glede na preteklo leto sicer nekoliko upočasnila (z 12,5 % na 10,5 %), vendar pa je bila ta upočasnitev manjša, kot bi izhajalo iz nižje gospodarske rasti v najpomembnejših trgovinskih partnericah EU. K temu je največ prispevala zelo visoka rast izvoza cestnih vozil (35 % nominalno), ki je bila posledica relokacije dela proizvodnje vozil v Slovenijo v zadnjem četrtletju 2004. Krepila se je rast izvoza v nove članice EU, ki je presegla rast izvoza v stare članice. Osnovni razlog za upočasnitev rasti investicij (s 7,9 % na 1,5 %) je bila nižja rasti investicij v stanovanjsko gradnjo, po visoki rasti v letu 2004 se je upočasnila tudi rast investicij v inženirske objekte ter v opremo in stroje; slednje so se ponovno okrepile šele ob koncu leta, na kar je verjetno vplival režim investicijskih olajšav, ki je z letom 2006 postal manj ugoden. Uvoz proizvodov in storitev se je realno povečal za 7,0 %, precej manj kot v letu prej (13,4 %), kar je povezano predvsem z upočasnitvijo rasti investicij v opremo in stroje in nižjo rastjo dodane vrednosti v predelovalnih dejavnostih (2,8 %, leta 2004 4,1 %), kar je vplivalo na nižjo rast uvoza vmesnih proizvodov. Realna rast zasebne potrošnje se je pospešila z 2,6 % v letu 2004 na 3,4 %, državne potrošnje pa umirila s 3,4 % na 2,2 %. Po treh letih pozitivnega prispevka spremembe zaloga k rasti BDP je bil ta v letu 2005 ponovno negativen.

Slika 61: Prispevki posameznih komponent povpraševanja h gospodarski rasti, v o.t.

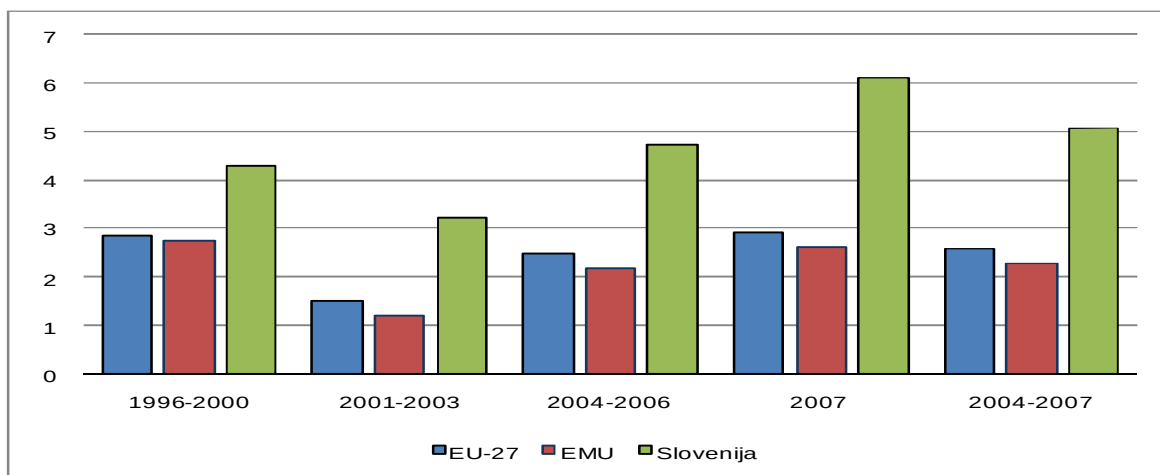


Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2008). Lastni izračuni.

V letu 2006 se je gospodarska rast močno pospešila, glavna dejavnika sta bila tuje povpraševanje in močna investicijska aktivnost. V letu 2006 je bila realna rast BDP 5,2-odstotna. Najhitreje rastoči komponenti potrošnje sta bili investicije v osnovna sredstva (11,9 % realno) in izvoz proizvodov in storitev (10,8 %). Ob ugodni mednarodni konjunkturi je pospešeno rasla tudi dodana vrednost v predelovalni industriji, predvsem zaradi krepitve prodaje na tujih trgih. V drugi polovici leta je v strukturi rasti prišlo do premika v smeri krepitve prispevka investicij v osnovna sredstva in zmanjševanja prispevka izvoza, čeprav se je rast izvoza v zadnjem četrtletju ponovno rahlo okrepila. Realna rast izvoza se je v tretjem četrtletju upočasnila na 6,9 % medletno (14,9 % v prvem in 9,4 % v drugem četrtletju), nato pa ponovno okrepila na 9,5%. Realna rast investicij v osnovna sredstva pa se je v tretjem in četrtem četrtletju okrepila na 14,6 % oziroma 15,2% (8,6 % v prvem in 8,5 % v drugem četrtletju). Pospešena investicijska aktivnost v drugi polovici leta je bila posledica okrepljene rasti investicij v opremo in stroje ter gradnje cest in avtocest.

Gospodarsko rast sta leta 2007 pospešila intenzivna domača investicijska aktivnost in izvoz. V razmerah ugodne mednarodne konjunktura in izvedbi nekaterih strukturnih reform je bila rast bruto domačega proizvoda že drugo leto zapored približno dvakrat višja kot v državah evroobmočja. Rast menjave s tujino se je v primerjavi z letom poprej še pospešila in je bila blizu najvišjim dolgoletnim stopnjam. Krepitev rasti izvoza blaga je kljub rahli upočasnitvi gospodarske rasti v državah EU predvsem v drugi polovici leta omogočila pospešena rast izvoza cestnih vozil. Njihov prispevek k skupni rasti izvoza se je med letom krepil, prav tako tudi prispevek izvoza medicinskih in farmacevtskih izdelkov, rast izvoza drugih proizvodov pa se je proti koncu leta umirjala. Na uvozni strani sta k visoki rasti prispevala uvoz proizvodov vmesne porabe ter opreme in strojev, povezana z rastjo izvoza in investicij, ter uvoz cestnih vozil (osebnih avtomobilov in delov za avtomobilsko industrijo). Investicijska dejavnost je bila najintenzivnejša v zadnjih letih, krepila jo je pospešena gradnja infrastrukture, močno so se okrepile tudi investicije v druge zgradbe in objekte; ugodna poslovna pričakovanja so še naprej spodbujala rast investicij v opremo in stroje ter širjenje proizvodnih zmogljivosti. Na vseh segmentih investicij, z izjemo stanovanjskih, se je rast aktivnosti po visokih stopnjah v prvih treh četrletjih ob koncu leta upočasnila. Rast državne in zasebne potrošnje se je v primerjavi z letom 2006 umirila, zlasti nizka je bila v prvi polovici leta, nato pa se je nekoliko pospešila, kar so pri potrošnji gospodinjstev že nakazovali tudi nekateri kratkoročni kazalniki (živahni nakupi trajnih in poltrajnih dobrin, visoka rast registracij novih osebnih vozil). Med posameznimi dejavnostmi so h gospodarski rasti največji delež prispevali predelovalne dejavnosti in gradbeništvo, konjunktura v obeh pa je ugodno vplivala tudi na visoko rast nekaterih tržnih storitev (Poročilo o razvoju, 2008, str. 11).

Slika 62: Povprečna gospodarska rast v Sloveniji, EMU in EU, v različnih obdobjih, v %



Vir: Structural Indicators – General Economic Background (Eurostat), 2008.

Po letu 2003 se je razlika med stopnjo gospodarske rasti v Sloveniji in povprečjem EU-15 povečala. V obdobju 1996–2003 je dinamika gospodarske rasti v Sloveniji večinoma enakomerno sledila dinamiki gospodarske rasti v EU. V obdobju 1996–2000 je bila realna rast BDP v Sloveniji za 1,6 odstotne točke višja kot v povprečju EU-15 in za 0,1 o.t. višja kot v povprečju novih držav članic. V obdobju 2001–2003 je bila upočasnitev gospodarske rasti v Sloveniji primerljiva z upočasnitvijo v EU-15 (razlika med doseženimi povprečnimi stopnjami rasti je ostala nespremenjena), podobno tudi v primerjavi z EU-10, kjer je bila upočasnitev gospodarske rasti za odtenek manjša. Po letu 2003 je prišlo do pospešitve gospodarske rasti tako v Sloveniji kot v EU, pri čemer se je razlika v stopnji gospodarske

rasti med Slovenijo in EU-15 povečala, vendar ne toliko kot v povprečju ostalih novih članic. V letih 2004–2006 je bila gospodarska rast v Sloveniji v povprečju 4,7-odstotna, v evroobmočju pa za 2,6 o. t. nižja. Ta razlika se je v letu 2007 še povečala (na 3,5 o. t.). Povečanje razlik kaže, da je Slovenija v konjunktorno ugodnih letih (2004–2007) uspela gospodarsko rast povečati bolj, kot to velja v povprečju za države EMU.

6.3.2 Osnovni model medčasovno uravnavane potrošnje

Medčasovni pristop odraža medčasovne odločitve potrošnikov, varčevalcev in investorjev in kako se le-te odzivajo na razne šoke. V tem kontekstu bom orisal: i) kakšne so omejitve zunanjega zadolževanja; ii) ali gibanje tekočega računa napoveduje prihodnjo gospodarsko rast ali dolžniško krizo; iii) kateri dejavniki vplivajo na različno zadolževanje med državami.

Predpostavke, na katerih temelji osnovni medčasovni model plačilne bilance, so sledeče:

- zadolževanje in kreditiranje po mednarodni (svetovni) obrestni meri,
- obnašanje ekonomskih subjektov ne vpliva na delovanje svetovnega kapitalskega trga, raven svetovne obrestne mere je eksogena in fiksna,
- negotovost, racionalna pričakovanja ter uravnavanje potrošnje,
- obveznice so edina oblika premoženja.

Tekoči račun plačilne bilance v določenem obdobju je razlika med povečanjem terjatev rezidentov do tujine in povečanjem terjatev tujine do domačega gospodarstva. Tekoči račun je vsota posameznih podbilanc tekočih transakcij (trgovinske, storitvene, faktorskih dohodkov in tekočih transferov) povečanih za neto kapitalske dohodke na obstoječo tujo aktivo:

$$CA = S - I = \Delta NFA = \Delta B = NX + NFP. \quad (63)$$

Pri empiričnem testiranju medčasovnega modela je potrebno upoštevati daljše časovno obdobje. Večina različic medčasovnega pristopa se osredotoča na male odprte ekonomije upoštevaje fiksno obrestno mero. Omejitve pri vzdržnosti primanjkljaja na tekočem računu zapišemo na sledeč način:

$$B_{t+1} = (1 + r) * B_t + TB_t, \quad (64)$$

ali

$$B_{t+1} - B_t = r * B_t + TB_t = CA_t. \quad (65)$$

Enačba (65) pojasnjuje, kakšno je stabilno stanje (steady state) v ekonomiji. Saldo tekočega računa plačilne bilance mora biti enak vrednosti nič; $0 = (B_{t+1} - B_t) = CA$. Zato mora biti tudi $rB_t + TB_t = 0$; pri tem je $TB_t = -rB_t$. Trgovinski presežki (primanjkljaji) so tako v vsakem obdobju enaki neto plačanim (prejetim) obresti na zunanji dolg. Sedanja vrednost gornje enačbe nam pove, da je tuja aktiva namenjena za financiranje bodočih trgovinskih primanjkljajev, medtem ko tekoči zunanji dolg zahteva bodoče trgovinske

presežke. Neplačani neto zunanji dolg mora biti enak diskontirani vrednosti bodočih trgovinskih presežkov. Modeliranje medčasovnega pristopa poleg te omejitve vključuje obnašanje potrošnikov, investorjev in fiskalno politiko. Generalno lahko trdimo, da ima gospodarstvo tendenco večjega tekočega primanjkljaja v primeru, ko je subjektivni diskontni faktor (β) nizek in je domače trošenje večje glede na prihodnjo potrošnjo. Predpostavljamo torej enakost med diskontnim faktorjem $[1/(1+r)]$ in reprezentativnim subjektivnim diskontnim faktorjem β .

Model uravnavane potrošnje temelji na hipotezi permanentnega dohodka, v skladu katere so spremembe v zasebni potrošnji (C) odvisne od prihodnjih diskontiranih dohodkov. V pričakovanju porasta bodočih dohodkov si ekonomski agenti najamejo kredite še preden se jim dohodki povečajo. Z vidika nacionalne ekonomije se preko mednarodnega kreditnega trga (prilivov in odlivov kapitala) uravnava potrošnja in odraža dinamična vzdržnost zunanjega neravnotežja (Landeau, 2002, str. 2).

Permanentni dohodek je opredeljen kot ustaljena stopnja potrošnje, ki jo posameznik lahko vzdržuje do konca svojega življenja, ob upoštevanju sedanjega in prihodnjega dohodka ter premoženja. Ljudje prilagajajo ocene trajnega dohodka vsako leto glede na prejšnje ocene in dejansko spremembo dohodka. Če pride do povečanja dohodka, posameznik ne ve, ali bo to povečanje trajno, zato se bo trajni dohodek povečal manj kot tekoči dohodek, kar lahko zapišemo z enačbo:

$$Yp = Y_{t-1} + \lambda * (Y_t - Y_{t-1}), \quad 0 < \lambda < 1. \quad (66)$$

Trajni dohodek je torej enak lanskemu dohodku in določenemu deležu spremembe dohodka. Prehodno povečanje dohodka ne vpliva na potrošnjo. Ta hipoteza nakazuje razliko med kratkoročno in dolgoročno (ki je enaka povprečni) mejno nagnjenostjo k potrošnji.

Pojavlja pa se problem, kako meriti trajni dohodek. Friedman je v teorijo potrošnje uvedel model pričakovanj; pričakovanja o prihodnjem dohodku se v primeru hipoteze trajnega dohodka oblikujejo na podlagi mehanizma adaptivnih pričakovanj, saj ljudje prilagajajo svoje ocene trajnega dohodka vsako leto na podlagi prejšnjih ocen in dejanskih sprememb dohodka. Če so spremembe v dohodku trajne oziroma bolj dolgoročne, potem bodo potrošniki verjeli, da je sprememba trajna; tak potrošnik bo imel visok koeficient v prejšnji enačbi. Potrošniki, pri katerih dohodek večkrat niha, pa ne bodo posvečali pozornosti trenutnim spremembam dohodka pri ocenjevanju trajnega dohodka; koeficient pri teh potrošnikih se bo gibal blizu vrednosti nič (Dornbusch in Fischer 1994, str. 310).

Po hipotezi trajnega dohodka je potrošnja odvisna od permanentnega (trajnega) dohodka, torej dohodka v daljšem obdobju – če se torej dohodek poveča, posameznik ne ve, ali bo to povečanje trajno, zato se bo permanentna potrošnja (potrošnjo vsebuje tekočo in trajno komponento) povečala za manj kot tekoči dohodek, nagnjenost k potrošnji iz tekočega dohodka pa bo manjša kot iz trajnega.

Z vidika modela consumption smoothing permanentni dohodek izrazimo v sledeči obliki:

$$Yp_t = \left(\frac{r}{1+r} \right) * W_t. \quad (67)$$

Upošteva je Friedmanovo hipotezo o permanentnem dohodku ima agregatna potrošnja naslednjo obliko:

$$C_t = c * \frac{r}{1+r} * \left(\sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^j E_t(Y_{t+j} - G_{t+j} - I_{t+j}) + (1+r) * A_t \right). \quad (68)$$

Enačba (68) kaže, da je zasebna potrošnja na dolgi rok odvisna od sedanje vrednosti pričakovanih ravni neto outputa in od stanja neto finančne pozicije v tekočem obdobju⁴¹. Na osnovi racionalnih pričakovanj se upošteva, da je mejna nagnjenost k potrošnji permanentnega dohodka enaka 1. Pri analizi časovnih serij to pomeni, da zasebna potrošnja vsebuje enotni koren in postane stacionarna na prvi diferenci (Milbourne in Otto, 1992, str. 371).

Upoštevanje uravnavano potrošnjo (angl. *consumption smoothing*)⁴² osnovni medčasovni model tekočega računa zapišemo s sledečo enačbo:

$$CA_t = B_{t+1} - B_t = Y_t - C_t - G_t - I_t + r_t * B_t = NO_t + r_t * B_t - C_t, \quad (69)$$

$$CA_t = (Y_t^* - Y_t) - (I_t^* - I_t) - (G_t^* - G_t), \quad (70)$$

$$CA_t = (Z_t - Z_t^*), \quad (71)$$

$$Z_t = Y_t - I_t - G_t = \text{neto dohodek}. \quad (72)$$

kjer so Y_t , I_t in G_t tekoči output, investicije in državna potrošnja, Y_t^* , I_t^* in G_t^* pa permanentna, trajna raven omenjenih spremenljivk. Osnovna enačba (70) pojasnjuje odzive tekočega računa na enkratne, nepredvidene šoke v investicijah, dohodku, državni porabi in obrestnih merah. Primanjkljaj v tekočih transakcijah se poveča, če output pade pod permanentno vrednost ($Y_t^* - Y_t > 0$). Če se povečajo investicije, bodo novi investicijski projekti deloma financirani z zadolževanjem v tujini, kar generira večji primanjkljaj. Primanjkljaj se poveča tudi v primeru povečane državne potrošnje. S preureditvijo gornje enačbe saldo tekočega računa izrazimo na sledeč način:

$$CAsm_t = - \sum_{j=1}^{\infty} \left(\frac{j}{1+r} \right) E_t(Z_{t+j} - Z_{t+j-1}) \quad (73)$$

Saldo tekočega računa je enak sedanji vrednosti pričakovanih prihodnjih sprememb neto outputa. Enačba (73) kaže osnovni model medčasovno uravnane zasebne potrošnje in tekočega računa. Permanentni (trajni) šoki, ki ne vplivajo na pričakovane spremembe neto outputa, posledično tudi ne učinkujejo na tekoči račun. Pri trajnem povečanju neto dohodka se zasebna potrošnja poveča sorazmerno, raven varčevanja, investicij in

⁴¹ Enačba (68) tudi razkriva, da se pri povečanju primanjkljaja v neto finančni poziciji zasebna potrošnja znižuje dokler ni kompenzirana s pričakovano višjo ravni neto dohodka.

⁴² Consumption smoothing (glajena, uravnavana potrošnja) je ekonomski concept izmenjave potrošnje in varčevanja z namenom doseganja in ohranjanja maksimalnega življenjskega standarda v potrošnikovi življenjski dobi.

posledično saldo tekočega računa ostanejo nespremenjeni. V primeru začasnih šokov (povečanje državne potrošnje ali bruto investicij) pa tekoči račun deluje kot blažilec za glajenje zasebne potrošnje. Začasni padec vrednosti neto outputa vpliva na izboljšanje salda tekočega računa (Kim, et al., 2001, str. 8).

6.3.2.1 Empirična analiza in rezultati

Empirična analiza delovanja modela v slovenskem gospodarstvu je razdeljena na dva dela. Najprej je ocenjen osnovni medčasovni model s fiksno mednarodno obrestno mero, nato pa model, ki je dopolnjen z vključitvijo variabilne obrestne mere. Analiza je narejena na osnovi metode vektorske avtoregresije (VAR). Uporabljeni so desezonirani podatki po stalnih cenah referenčnega leta 1995 iz izdatkovne strukture BDP in temeljnih agregatov nacionalnih računov Slovenije, ki jih objavlja SURS.⁴³

Tabela 55: Nekatere opisne statistike modela glajenja potrošnje, v mio SIT

Deskriptivne statistike	BDP na prebivalca	Bruto investicije na prebivalca	Državni izdatki na prebivalca	Zasebna potrošnja na prebivalca
Povprečje	382314	100011	73533	215184
Standardni odklon	53500	22195	10991	24153
Mera asimetrije	0,130	0,450	-0,008	-0,088
Mera sploščenosti	2,149	2,784	1,859	2,499

Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Od vseh spremenljivk modela so bili državni izdatki najmanj nestabilni. Nestabilnost (standardni odklon) realnega BDP na prebivalca je bila približno petkrat, realnih investicij na prebivalca pa dvakrat večja od nestabilnosti državnih izdatkov.

⁴³ Glede na medčasovni pristop obravnavanja plačilnobilančnih tokov moramo seveda uporabljati podatke o stanju mednarodnih naložb. Spremembe le-teh med zaporednima obdobjema poleg salda tekočega računa plačilne bilance vsebujejo tudi spremembe vrednotenja zaradi cenovnih, tečajnih in drugih nihanj. Ker četrtletni podatki za obdobje od leta 1995 niso razpoložljivi, BS objavlja le letne podatke, sem izračunal serijo na četrtletni ravni. Ocena četrtletnih stanj neto finančne pozicije je pomemben prispevek k razvoju metodologije na področju plačilne bilance in stanja mednarodnih naložb in daje okvir za nadaljnje raziskave na četrtletni ravni. Pri izračunu četrtletnih stanj tekočega računa sem k izhodišni vrednosti stanja neto finančne pozicije v letu 1994 interpoliral četrtletne podatke plačilno-bilančnih tokov. Spremembe vrednotenja na letni ravni sem enakomerno porazdelil po posameznih četrtletjih. Četrtletna stanja neto finančne pozicije so tako vsota četrtletnih stanj (kumulativnega) salda tekočega računa in sprememb vrednotenja. Nadaljnje raziskave medčasovnega pristopa bodo morale upoštevati celovito zajetje. Osnovna ideja tega pristopa, ki vsebuje elemente medčasovnega modela, je ta, da morajo gospodarstva odplačati zunanji dolg. Saldo menjave blaga in storitev ter stanje neto finančne pozicije morata biti zato dolgoročno povezana (kointegrirana). Gospodarstvo, ki izkazuje negativno neto finančno pozicijo, pa s presežki v menjavi s tujino pokriva stroške neto zadoževanja. Dejansko to pomeni, da mora sedanja vrednost menjave s tujino, vključujoč tudi unilateralne transfere, vsaj zadoščati za kritje primanjkljaja v neto finančni poziciji. Preliminarni rezultati kažejo, da sta izvoz in uvoz kointegrirana in tako, kljub primanjkljaju, omogočata večjo fleksibilnost salda tekočega računa. Spremembe vrednotenja (tečajne, cenovne in druge spremembe) neto finančne pozicije kratkoročno niso odpravljalje zunanjega neravnotežja. Dolgoročno pa je bil vpliv slednjih, zaradi relativno stabilnega tečaja, skromen. Izvozno-uvozni tokovi so tisti, ki določajo dinamiko sprememb tudi v neto finančni poziciji Slovenije. Analiza medčasovnega pristopa, ki bi vključil tudi spremembe vrednotenja, ostaja izziv za bodoče raziskave, v kolikor bodo seveda razpoložljivi uradni četrtletni podatki.

Pred analizo bivariatnega VAR morata biti spemenljivki diferenca neto outputa in saldo tekočega računa stacionarni. Saldo tekočega računa se očisti trenda tako, da se upošteva mejni nagib k potrošnji (Φ). Slednji kaže tendenco gospodarstva, da dohodek usmerja bodisi v tekočo ali pa v bodočo potrošnjo. Izračunan je na osnovi kointegracijske regresije neto outputa, povečanega za obresti na zunanji dolg (ZrB) na zasebno potrošnjo (C). Za Slovenijo je vrednosti koeficienta nagiba k potrošnji (angl. *consumption tilting parameter*) za obdobje 1995q1–2008q1 znašala 0.947.⁴⁴

Tabela 56: Test stacionarnosti zasebne potrošnje in neto dohodka

Obdobje	Zasebna potrošnja C_t	Neto dohodek Z_t	Neto dohodek z neto plačili obresti tujini (ZrB) $_t$
1995q1–2008q1			
osnovna serija	-1,538475	-2,14161	-1,73094
prva diferenca	-3,876215*	-3,8871*	-3,56291*

Asimptotične kritične vrednosti so: 1%, 0.74; 5%, 0.46; 10%, 0.35.

* Ničelna domneva je zavrnjena pri 5 % stopnji značilnosti, v korist stacionarnosti.

Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Tabela 57: Ocena nagiba k potrošnji

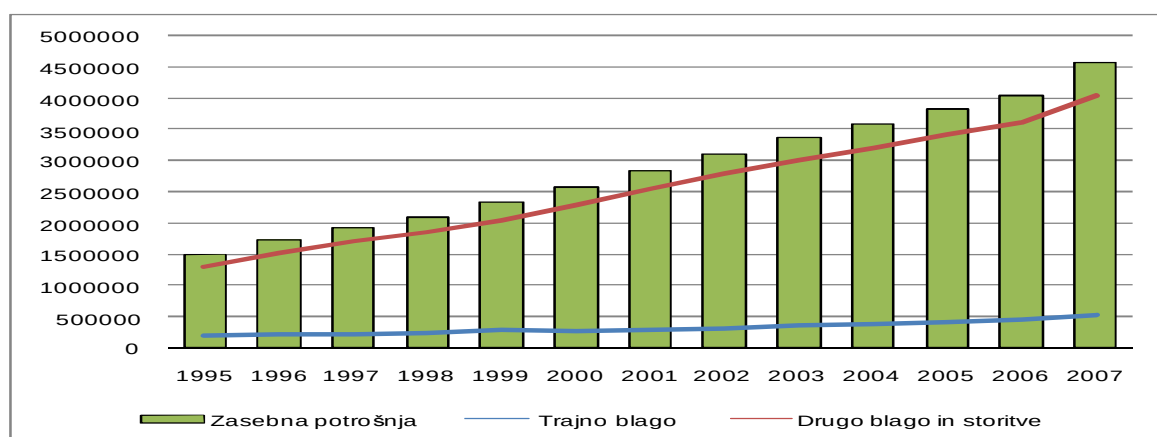
Četrletja	Obdobje	Vrednost koef. (Φ)	Stand. napaka ocene	Kointegracijski rezidual (Z_t)
1995q1–2008q1	Celotno opazovano	0,947	0,007	-6,083
1995q1–2002q4	Pred liberalizacijo KFR	0,962	0,008	-4,709
2003q1–2008q1	Po liberalizaciji KFR	0,931	0,011	-3,390

Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

V vseh opazovanih obdobjih je bila vrednost koeficienta nagiba potrošnje statistično značilno nižja od 1, kar pomeni, da so gospodinjstva trošila več od permanentnega neto dohodka. Po letu 2000 se je namreč tekoči razpoložljivi dohodek gospodinjstev in NPISG povečeval rahlo počasneje kot zasebna potrošnja. Gospodinjstva in NPISG so v povprečju v obravnavanem obdobju potrošila 84,5 % razpoložljivega dohodka (nagnjenost k trošenju). V povprečju so gospodinjstva in NPISG v EU porabila nekoliko več (88,8 % v EU 27; 86,2 % v EU 13) dohodka. Zasebna potrošnja se je po liberalizaciji kapitalsko finančnega računa plačilne bilance nekoliko povečala. Okrepile so se tudi stanovanjske investicije. Prebivalstvo je povečalo zadolževanje za nakup stanovanj, saj so se krediti za te namene v obdobju 2005–2007 povečali kar za 50 %. Neto tokovi pa so predstavljali približno polovico skupnega neto zadolževanja prebivalstva. Ob približno konstantni ravni varčevanja gospodinjstev, se je presežek na tekočem računu plačilne bilance sektorja gospodinjstev nekoliko znižal.

⁴⁴ V primeru, da je $(\Phi) < 1$, gospodarstvo potroši več kot je njegov permanentni neto dohodek. Če pa je $(\Phi) > 1$, se potrošnja odlaga v prihodnost. Analiza "consumption smoothing" modela v petih razvijajočih se azijskih državah je pokazala, da je večina obravnavanih držav (Indonezija, Tajski, Filipini in Malezija) povečevala tekočo potrošnjo. Izjema je bil Singapur, kateremu pa se je v obdobju 1975-1995 obseg varčevanja večal (Ostry, 1997, str. 10). Tudi v nekaterih razvitih državah OECD (Avstralija, Nova Zelandija, Kanada, ZDA in Velika Britanija) je nagib k potrošnji imel manjšo vrednost od 1 in se je gibal od 0,883 v Novi Zelandiji do 0,959 v Kanadi in ZDA (McDermott, 1998, str. 30).

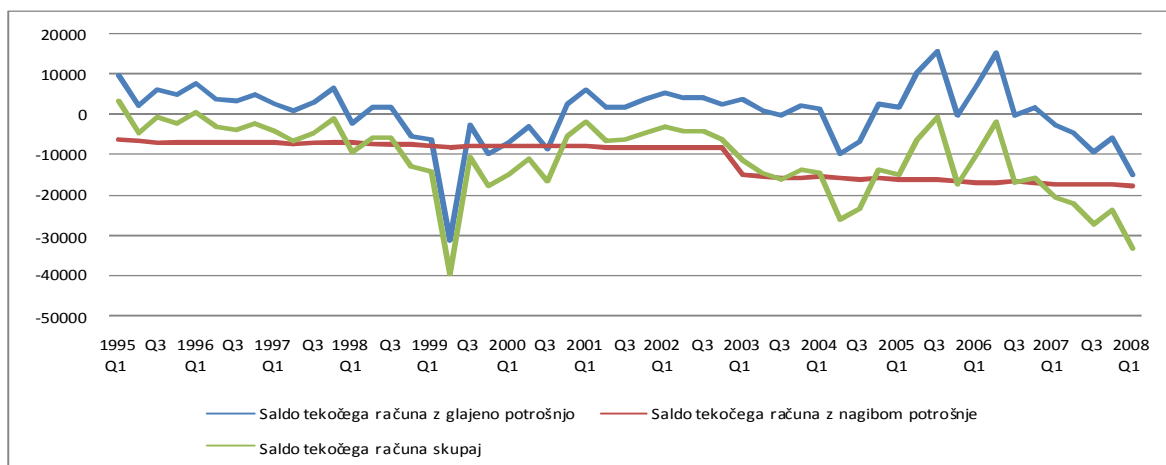
Slika 63: Izdatki gospodinjstev za končno potrošnjo, v mio SIT



Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURSTAT), 2008; lastni preračuni.

Struktura razpoložljivega dohodka kaže, da v Sloveniji pridobimo večji delež dohodka z zaposlitvijo in manjšega z lastnino kot v povprečju EU. Predvsem je razlika opazna pri deležu dohodka od lastnine (dividende, obresti, najemnine od zemljišč ipd.), ki v povprečju EU 27 znaša kar 13,5 % (v EMU pa še 1,4 o. t. več). V Sloveniji imamo tudi manjši delež tekočih davkov na dohodek in premoženje, kar je najverjetneje v večji meri posledica manjšega premoženja oziroma razlik v sistemu njegove obdavčitve kot pa manjše davčne obremenitve dohodkov. Po povprečnem dohodku na prebivalca Slovenija precej zaostaja za povprečjem EU. Če preračunamo razpoložljivi dohodek na prebivalca, smo v Sloveniji leta 2006 dosegli 62,2 % dohodka na prebivalca EU 27 (in 53,4 % v EU 13) ter 58,9 % potrošnje na prebivalca EU 27 (52,3 % v EU 13). Doseganje evropske ravni se je v opazovanem obdobju nekoliko izboljšalo, saj smo v letu 2000 na prebivalca dosegali 49,0 % (42,0 %) dohodka in 54,4 % (47,9 %) potrošnje. Čeprav so se povečevale neto obveznosti do tujine, je bilo pri tem značilno relativno stabilno razmerje med neto dohodkom, ki je povečan za neto plačila obresti na posojila, najeta v tujini ter zasebno potrošnjo. Slednje potrjujeta stacionarni kointegracijski rezidual oziroma stacionarni saldo tekočega računa z glajenjem potrošnje. Za ekonomsko politiko je zlasti pomembno, da je slovensko gospodarstvo z dinamičnega vidika ohranjalo solventnost.

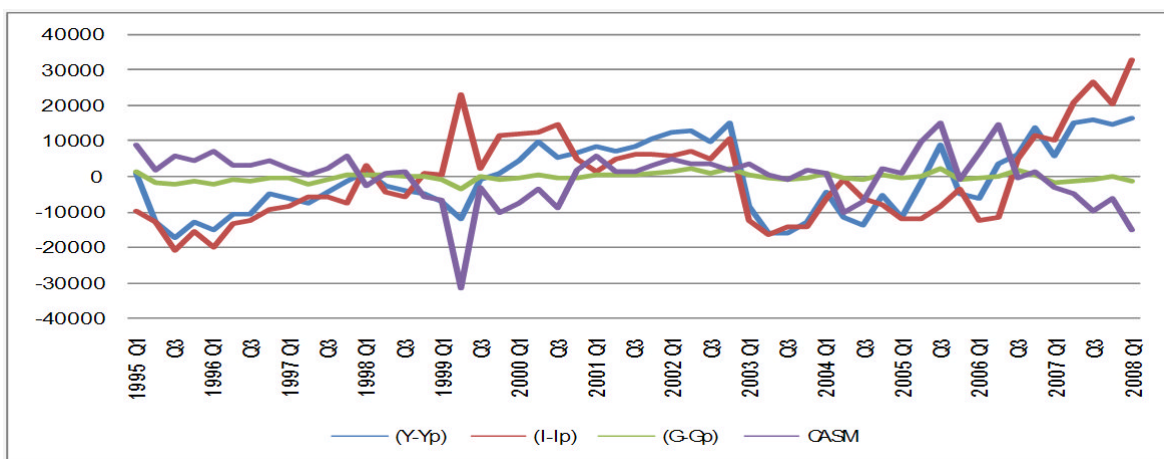
Slika 64: Dejanski saldo tekočega računa, razdeljen na saldo tekočega računa z nagibom potrošnje in saldo tekočega računa z glajenjem potrošnje, v mio stalnih SIT na prebivalca



Vir: Lastni izračuni.

Dejanski saldo tekočega računa sestavljata torej dve komponenti in sicer saldo tekočega računa z nagibom k potrošnji (angl. *consumption tilting current account*) in saldo tekočega računa z glajenjem potrošnje (angl. *consumption smoothing current account*). Prva komponenta je nestacionarna in odseva divergenco med svetovno obrestno mero in subjektivno preferenčno stopnjo. Druga komponenta je stacionarna in se primerja z optimalnim saldonom tekočega računa (angl. *optimal consumption smoothing current account*).

Slika 65: Razlike med tekočo in permanentno ravniyo posameznih komponent neto dohodka in njihov vpliv na dinamiko salda tekočega računa (*consumption smoothing current account*).



Vir: Lastni izračuni.

Z medčasovnega vidika na dinamiko salda tekočega računa plačilne bilance pretežno vplivajo nihanja v investicijah. Ker se zasebna potrošnja kljub večjim investicijskim izdatkom ni bistveno znižala, so se investicije financirale z neto zadoževanjem v tujini. Krepitev domačega investicijskega povpraševanja se je začela v tretjem četletju leta 2006, kar je bilo posledica pričakovanj za večje naložbe po vstopu Slovenije v evroobmočje, in so se izrazito okrepile investicije zasebnega sektorja. Pri državnih izdatkih so odstopanja takorekoč neznatna, kar zaradi pretežno restriktivne fiskalne politike ni presenetljivo. Začasna komponenta državne potrošnje nakazuje prisotnost delne Ricardijanske ekvivalence v slovenskem gospodarstvu (ne velja hipoteza od dvojnem primanjkljaju). Veljavnost Ricardijanske ekvivalence preverjam z vektorsko analizo med diferenco neto dohodka in saldonom tekočega računa. V primeru popolne Ricardijanske ekvivalence velja sledeči zapis:

$$\hat{CA}_t = [\Psi_{\Delta Z} \quad \Psi_{CA}] = (0, 1). \quad (74)$$

V vektorski sistem enačb tako vstopata obe spremenljivki, ki sta stacionarni. Model uravnavane potrošnje je zapisan v sledeči obliki:

$$\Delta(Z)_t = a_{11}\Delta(Z)_{t-1} + a_{12}(CA)_{t-1} + c_1 + \varepsilon_{1,t} \quad (75)$$

$$(CA)_t = a_{21}\Delta(Z)_{t-1} + a_{22}(CA)_{t-1} + c_2 + \varepsilon_{2,t} \quad (76)$$

pri čemer posamezne oznake pomenijo:

Δ - difference (stopnje rasti) spremenljivk in njihovih odloženih vrednosti,

Z – neto dohodek ali nacionalni denarni tok ($Y - I - G$) in njihova odložena vrednost,

CA – saldo tekočega računa (izločen je trend oz. nagib k potrošnji).

Pričakovane spremembe neto dohodka napovemo s sledečo enačbo:

$$\begin{bmatrix} \Delta Z_s \\ CA_s \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_{11} & b_{12} \\ c_{12} & d_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta Z_{s-1} \\ CA_{s-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1s} \\ e_{2s} \end{bmatrix} \quad (77)$$

Matriko koeficientov ima obliko $\Psi = \{\varphi_{ij}\}$, I pa je 2x2 kvadratna matrika. Optimalni saldo tekočega računa je tako ocenjen s sledečo indentiteto:

$$\hat{CA}_t = - \sum_{s=t+1}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^{s-t} [1 \ 0] \Psi^{s-t} \begin{bmatrix} \Delta Z_t \\ CA_t \end{bmatrix} = -[1 \ 0] \left(\frac{1}{1+r} \right) \Psi \left(I - \frac{1}{1+r} \Psi \right)^{-1} \begin{bmatrix} \Delta Z_t \\ CA_t \end{bmatrix} \quad (78)$$

ali

$$\hat{CA}_t = [\Psi_{\Delta Z} \ \Psi_{CA}] \begin{bmatrix} \Delta Z_t \\ CA_t \end{bmatrix}. \quad (79)$$

Tabela 58: Izbira odloga v VAR

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: D(Z) DCASM
Exogenous variables: C
Sample: 1995:1 2008:1
Included observations: 47

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-956.1810	NA	1.75E+15	40.77366	40.85239	40.80329
1	-920.1436	67.47438	4.48E+14	39.41036	39.64655*	39.49924
2	-914.5454	10.00526*	4.19E+14*	39.34236*	39.73601	39.49049*
3	-912.7581	3.042223	4.61E+14	39.43651	39.98762	39.64390
4	-911.7462	1.636303	5.27E+14	39.56367	40.27223	39.83030
5	-907.1184	7.089346	5.17E+14	39.53695	40.40298	39.86284

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Izpis s programskim paketom EVIEWS, lastni prikaz.

Na osnovi Schwarzovega in Akaike informacijskega kriterija je bil izbran z enim odlogom VAR(1).

Tabela 59: VAR koeficienti difference neto dohodka in salda tekočega računa plačilne bilance v obdobju 1995q1-2008q1

	$\Delta(Z)_t$	$(CA)_t$
$\Delta(Z)_{t-1}$	-0,097	-0,096
(t-stat.)	[-0,617]	[-0,559]
$(CA)_{t-1}$	-0.362	0.494
(t-stat.)	[-3,071]	[3,385]

Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Koeficient odloženega salda tekočega računa je statistično značilen in negativen. Presežek (primanjkljaj) na tekočem računu signalizira znižanje (povečanje) neto dohodka Slovenije. Glede na delovanje modela je testirana hipoteza vzročnosti (Granger causality). Pri slednji se preverja, ali je saldo tekočega računa napovedovalec sprememb neto dohodka in obratno, ali spremembe neto dohodka vplivajo na dinamiko salda tekočega računa.

Tabela 60: Grangerjev test vzročnosti salda tekočega računa in difference neto dohodka

Četrletja	Obdobje	CA Granger-vpliv na d(Z)		d(Z) Granger-vpliv na CA	
		F-statistika	Statistična značilnost	F-statistika	Statistična značilnost
1995q1–2008q1	Celotno opazovano	3,468	0,040	11,914	0,0001
1995q1–2002q4	Pred liberalizacijo KFR	0,130	0,878	4,126	0,0288
2003q4–2008q1	Po liberalizaciji KFR	9,418	0,002	14,316	0.0003

Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Test vzročnosti kaže, da je saldo tekočega računa napovedoval spremembe neto dohodka za celotno opazovano obdobje in obdobje po liberalizaciji kapitalsko-finančnega računa in vključitvi Slovenije v EU. Povezava je bila tudi obratna in sicer so spremembe neto dohodka vplivale na gibanje salda tekočega računa. Slednje ni presenetljivo, saj se je popolnoma sprostil dostop do mednarodnih kapitalskih trgov.

Optimalni saldo tekočega računa je izračunan na osnovi vrednosti k-vektorja:

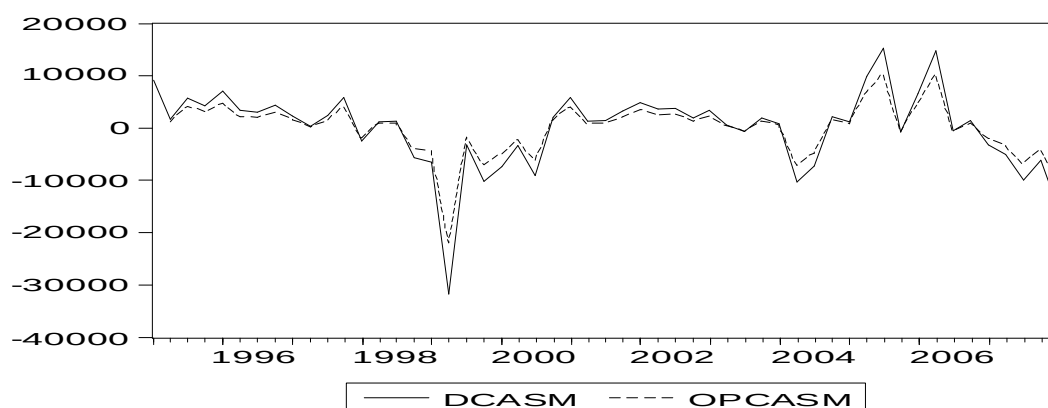
$$C\hat{A}_t = [\Psi_{\Delta Z} \quad \Psi_{CA}] = (0 \quad 1), \quad (80)$$

pri čemer sta vrednosti K- vektorja, popravljeni za obrestni faktor:

$$W1 = 0,018 \quad W2 = 0,681$$

$$CA_t^* = \begin{bmatrix} 0.018 & + 0.681 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta NO_t \\ CA_t \end{bmatrix} = 0.018 \Delta NO_t + 0.681 CA_t \quad (81)$$

Slika 66: Desezonirani dejanski in optimalni saldo tekočega računa, v mio stalnih SIT



Izpis s programskim paketom Eviews, lastni prikaz.

Korelacija med dejanskim in optimalnim saldonom tekočega računa je pozitivna in visoka (vrednosti korelacijskega koeficienta znaša 0,99). Varianca dejanskega salda je bila le 1,5-krat večja od variance ocenjenega salda, kar pomeni da kapitalski tokovi v povprečju niso bili prekomerni oziroma da je primanjkljaj na tekočem računu vzdržen. Razlike so nekoliko večje v posameznih podobdobjih. Pred uvedbo davka na dodano vrednost se je v drugem četrtletju 1999 močno okreplil uvoz proizvodov za široko porabo in proizvodov za investicije. V letu 2000 je bil višji dejanski primanjkljaj na tekočem računu posledica tudi poslabšanih pogojev menjave. Odstopanja so nekoliko višja tudi v drugem četrtletju leta 2005 in prvem četrtletju leta 2006, ko so se znižale naložbe v transportno opremo. Po prevzemu evra je opazna okrepitev rasti investicijskega povpraševanja.

Model s spremeljivkama diferenco neto dohodka in saldonom tekočega računa plačilne bilance upošteva le fiksno obrestno mero. Nihanja v deviznem tečaju in obrestnih merah in pogojih menjave so lahko pomemben dejavnik fluktuacij na tekočih računih držav evrskega območja, zato model še analitično dopolnim.

6.3.3 Medčasovni model plačilne bilance v pogojih variabilne obrestne mere

Osnovni medčasovni model plačilne bilance predpostavlja popolno informiranost in predvidljivost gibanja ekonomskih agentov. Osredotoča se na le eno dobrino, katere cena je enaka ravni svetovne obrestne mere, r (angl. *intertemporal terms-of-trade*).

V razširjenem modelu medčasovnega vidika plačilne bilance v pogojih variabilne obrestne mere se saldo tekočega računa odziva na pričakovane spremembe v neto dohodku in relativnih cenah. Dekompozicija salda tekočega računa v tem primeru pokaže, koliko je sprememba salda tekočega računa posledica sprememb v neto dohodku in koliko od sprememb v dinamiki variabilnih obrestnih mer (angl. *consumption-based interest real rate*).

Variabilna obrestna mera je zapisana v sledeči obliki:

$$r^* = r + \left(\frac{1-\sigma}{\sigma} \right) * (1-a) * \Delta p. \quad (82)$$

Vloga obrestne mere in deviznega tečaja vpliva na optimalno potrošnjo posameznika (Bergin in Sheffrin, 1999, str. 6):

- Porast obrestne mere (r) podraži tekočo potrošnjo, tako da se slednja znižuje v korist prihodnje, in sicer z medčasovno elastičnostjo substitucije (σ).
- Sprememba realnega deviznega tečaja ima medčasovni in znotrajčasovni učinek. Medčasovni učinek nastane v primeru, ko se pričakuje rast cen menjalnih dobrin (tradables), tako da se povečajo tudi stroški posojil. Pri tem se variabilna obrestna poviša nad raven svetovne obrestne mere, tekoča potrošnja se zniža z elastičnostjo $\sigma(1-a)$. Omenjena sprememba relativnih cen pa inducira tudi znotrajčasovni učinek. Pri slednjem se relativno bolj poveča potrošnja tradables, in sicer z elastičnostjo $(1-a)$. Če je elastičnost sigma (σ) večja od 1, potem je prevladujoča medčasovna elastičnost substitucije. V nasprotnem primeru pa je prevladujoča znotrajčasovna menjava.

Saldo tekočega računa je zapisan v sledeči obliki:

$$CA_t^* = - \sum_{s=1}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^s (\Delta NO_{t+s} - \sigma r c_{t+i}). \quad (83)$$

Enačba (83) izraža medčasovni vidik tekočega računa plačilne bilance, upošteva spremembe neto dohodka in spremembe variabilne obrestne mere. Primanjkljaj na tekočem računu (ceteribus paribus) se poveča zaradi pričakovanega prihodnjega povečanja neto dohodka, ker potrošniki gladijo potrošnjo. Po drugi strani pa se (ceteris paribus) pri pričakovanem znižanju variabilne obrestne mere, primanjkljaj tudi poveča.

pri čemer je » σ « medčasovna elastičnost substitucije, upošteva konstantno elastičnost v potrošni funkciji. Enačba (83) ima v 3-dimenzionalnem vektorskem sistemu naslednji zapis:

$$\begin{bmatrix} \Delta NO \\ CA^* \\ r^* \end{bmatrix}_t = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & a_{13} \\ a_{21} & a_{22} & a_{23} \\ a_{31} & a_{32} & a_{33} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta NO \\ CA^* \\ r^* \end{bmatrix}_{t-1} + \begin{bmatrix} u_{1t} \\ u_{2t} \\ u_{3t} \end{bmatrix}. \quad (84)$$

$$\hat{CA}_t^* = K \begin{bmatrix} \Delta NO_t \\ r_t^* \\ CA_t \end{bmatrix}. \quad (85)$$

kjer je K -vektor v obliki:

$$K = - \begin{pmatrix} 1 \\ 0 \\ 0 \end{pmatrix} - \sigma \begin{pmatrix} 0 \\ 0 \\ 1 \end{pmatrix} \beta A [I - \beta A]^{-1} \quad (86)$$

Pred analizo VAR sem najprej izračunal vrednosti koeficientov, ki so elementi vektorskega sistema:

Medčasovna elastičnost (σ) = 0,154,
 Stopnja medčasovne preference (β) = 0,984,
 Povprečna realna obrestna mera (r) = 1,6 %
 Povprečni delež tradables v zasebni potrošnji (a) = 0,6

Vse spremenljivke, ki so v VAR(3) so bile prej regresirane na konstanto in so stacionarne na osnovni ravni.

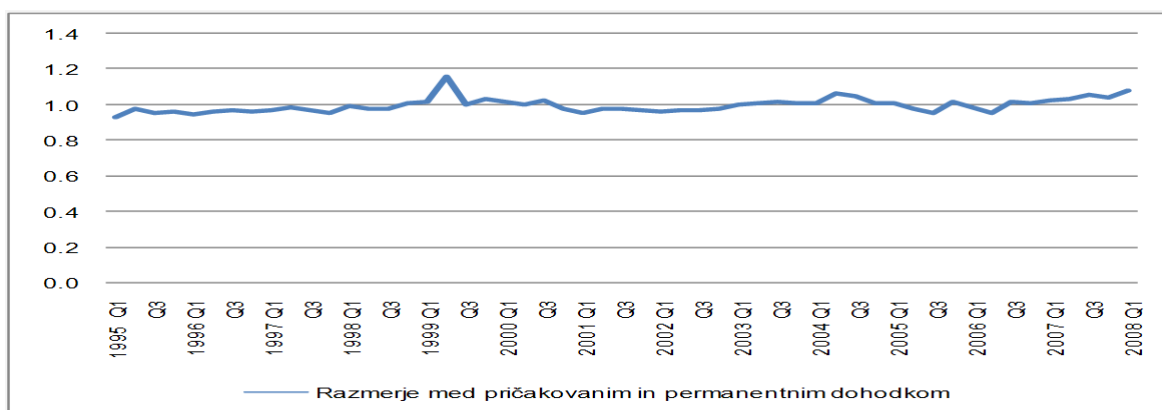
Tabela 61: VAR koeficienti difference neto dohodka, salda tekočega računa in realne variabilne obrestne mere v obdobju 1995q1-2008q1

	$\Delta(Z)_t$	$(CA)_t$	Rw
$\Delta(Z)_{t-1}$	-0,155	-0,123	-0,096
(t-stat.)	[-1,181]	[-0,728]	[-1,281]
$(CA)_{t-1}$	-0,398	0,456	0,037
(t-stat.)	[-3,424]	[3,042]	[0,555]
Rw_{t-1}	0,345	0,070	0,378
(t-stat.)	[1,874]	[0,296]	[3,611]

Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

Vrednosti posameznih koeficientov so skladne z ekonomsko teorijo. Druga vrstica prvega stolpca kaže, da je vrednost koeficienta odloženega salda tekočega računa statistično značilna in negativna. Presežek na tekočem računu torej napoveduje manjše spremembe neto dohodka. Odziv tekočega računa na spremembe variabilne obrestne mere je razviden iz druge vrstice tretjega stolpca. Presežek na tekočem računu nakazuje, da se bodo obrestne mere povišale. Ocenjena vrednost koeficienta variabilne obrestne mere je pozitivna, vendar statistično neznačilna. Razmerje med pričakovanim permanentnim dohodkom in dejanskim dohodkom v slovenskem gospodarstvu je od tretjega četrletja 2006 večje od 1, posebno pa se je povečalo v obdobju po prevzemu evra (1,05). To pomeni, da je naše gospodarstvo gladilo potrošnjo glede na šoke v neto dohodku in variabilnih obrestnih merah, kar se je odrazilo tudi v naraščajočem primanjkljaju v tekočih transakcijah. Relativno kvaliteto medčasovnega modela prikazujeta varianci dejanskega in optimalnega salda tekočega računa. V opazovanem obdobju je bila varianca optimalnega salda nižja od dejanskega salda, razmerje 0,71.

Slika 67: Razmerje med pričakovanim permanentnim dohodkom in tekočim dohodkom



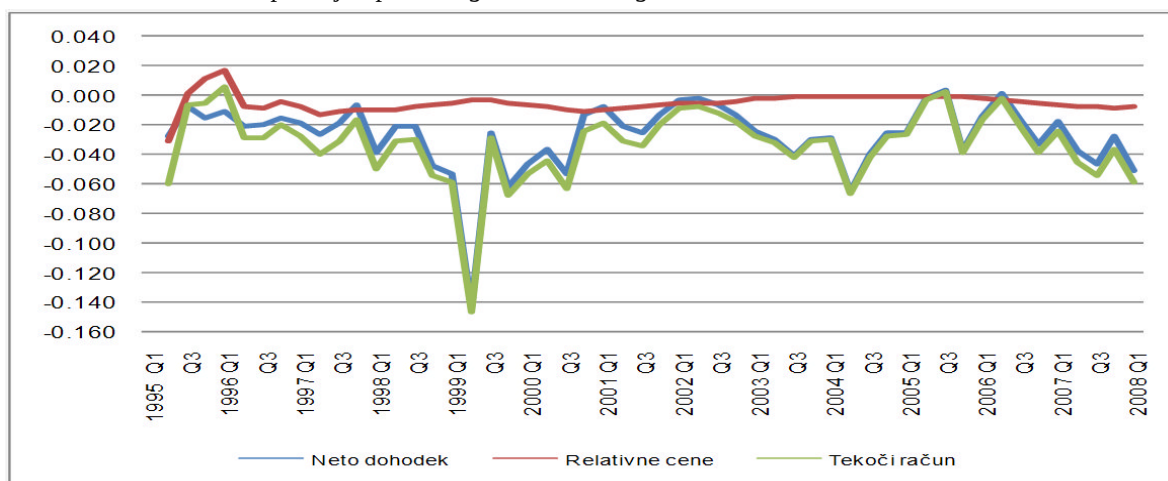
Vir: SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi (SURS), 2008; lastni izračuni.

Nihanja v saldu tekočega računa nastajajo na eni strani zaradi pričakovanih sprememb v neto dohodku, na drugi strani pa zaradi pričakovanih sprememb v relativnih cenah. Za ekonomsko politiko je slednja dekompozicija pomembna, da v kontekstu fiskalne politike odpravlja plačilnobilančno neravnovesje.

$$CA^*_t = -E_t \sum_{i=1}^{\infty} \beta^i (\Delta NO_{t+i}) + E_t \sum_{i=1}^{\infty} \beta^i (r^*_{t+i}) \quad (87)$$

Prispevek posamezne komponente k nihanju modelsko ocenjenega salda tekočega računa je izračunan na osnovi gornje enačbe. Ocenjujem, da je bilo več kot 80 % spremembe salda tekočega računa posledica pričakovanih sprememb v neto dohodku, 20 % pa so k tem prispevale spremembe v relativnih cenah, oziroma realni stroški posojanja in izposojanja (obrestne mere in devizni tečaj).⁴⁵

Slika 68: Dekompozicija optimalnega salda tekočega računa: neto dohodek in relativne cene



Vir: Lastni izračuni.

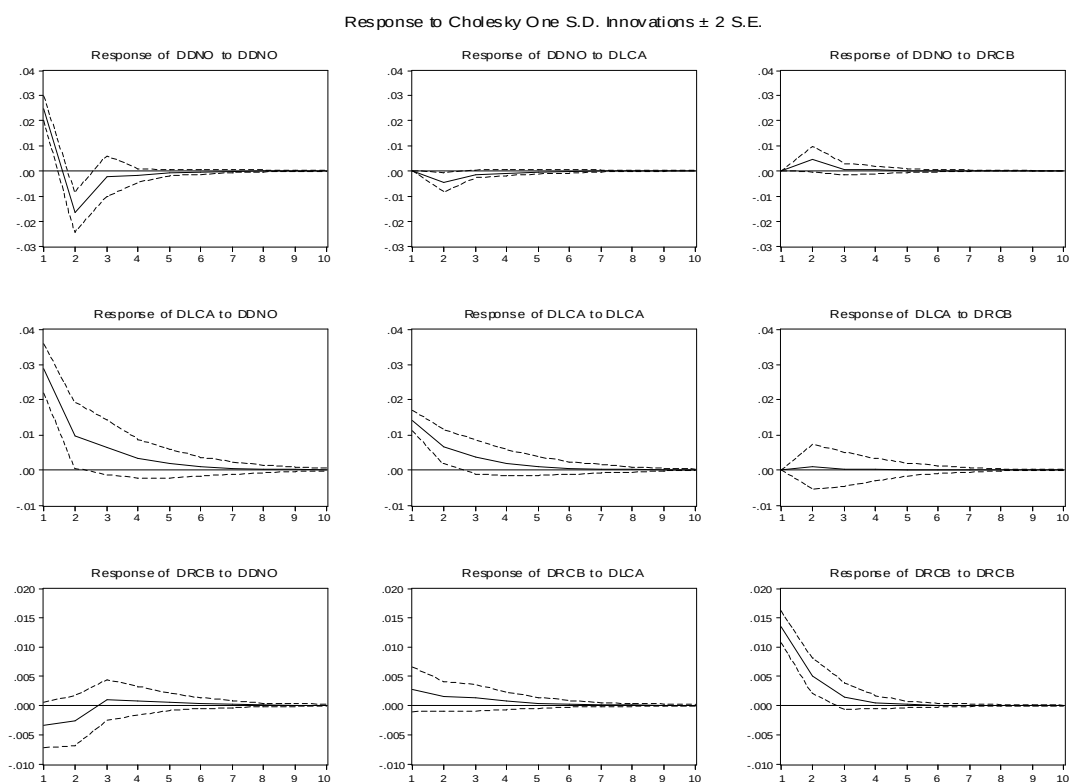
⁴⁵ Campa in Gavilan (2006) sta v svoji analizi ugotovila, da omenjene spremembe različno vplivajo na saldo tekočega računa v nekaterih državah evroobmočja. Pričakovanja o prihodnjem gibanju relativnih cen so glavni dejavnik nihanj na tekočem računu Francije, Italije in Nizozemske, saj so spremembe v obrestnih merah in deviznem tečaju pri tem prispevale okoli 70 %. V Belgiji, Španiji in Portugalski pa so glavni dejavnik nihanj v tekočem računu pričakovane spremembe v neto dohodku. Slednje v Portugalski k nihanju salda tekočega računa prispevajo več kot 80%.

Tabela 62: Ocenjeni saldo tekočega računa, volatilnost in dekompozicija

	Belgija	Francija	Italija	Niz.	Portugal.	Španija	SLO
Stand. odkl. pca/ca	1,397	1,020	1,029	0,451	0,459	0,647	0,715
Povprečje (dNO/pca)	0,594	0,471	0,277	0,230	0,845	0,577	0,842
Povprečje (r^*/pca)	0,406	0,529	0,723	0,770	0,155	0,423	0,158
Povprečje (pca/ca)	1,342	1,088	0,990	0,616	0,804	0,771	0,747

Vir: Campa in Gavlán, 2006, str. 47, tabela, lastni izračuni za Slovenijo.

Slika 69: Funkcija impulznih odzivov salda tekočega računa, difference neto dohodka in variabilne obrestne mere.



Vir: Izpis s programskim paketom EViews, lastni prikaz.

S funkcijo impulznih odzivov je prikazana odzivnost odvisne spremenljivke v VAR sistemu na šoke velikosti ene standardne napake enemu od rezidualov v sistemu. Zaradi medsebojne povezanosti obeh spremenljivk se šok v eni enačbi (npr. saldu tekočega računa) posreduje tudi na obe drugi endogeni spremenljivki. Z vidika dekompozicije vpliva s strani domačega neto dohodka in sprememb mednarodnih obrestih mer je zanimiv odziv salda tekočega računa. Na spremembo neto dohodka (prikaz v drugi vrstici prvega stolpca) se je saldo tekočega računa relativno močno odzval že takoj v prvem četrletju, šok pa je večinoma pojenjal v obdobju enega leta. Na spremembo salda tekočega računa vpliva tudi sama višina salda. Šok s strani variabilne obrestne mere ima skromen vpliv na dinamiko tekočih transakcij, učinek pa je različen od nič v drugem četrletju po spremembi in kasneje usahne. Rezultati medčasovnega modela kažejo, da se slovenskem gospodarstvu lahko delno potrdi Rikardijansko ekvivalenco.

7 SCENARIJI MOŽNEGA ZUNANJEGA ZADOLŽEVANJA V OBDOBJU 2007–2011

Slovensko gospodarstvo je bilo v preteklem obdobju likvidno in solventno, kapitalski tokovi pa ne preveč nestabilni. Vpetost Slovenije v mednarodne kapitalne tokove se nadalje krepi. Finančni pritoki zasebnega sektorja, ki so leta 2006 predstavljali 15 % BDP, so v prvem polletju leta 2008 znašali že četrtno ocenjenega BDP.

V strukturi kaptalskih pritokov zasebnega sektorja so še naprej prevladovala tuja posojila domačim poslovnim bankam in vloge nerezidentov v bankah. Med drugimi kapitalskimi pritoki so se tuje neposredne naložbe ohranile na ravni predhodnega leta. Zadolževanje podjetij v tujini se je znižalo, skromne so bile tudi portfeljske naložbe tujcev. Med odlivi kapitala so v prvem polletju leta 2008 medletno najbolj povečale portfeljske naložbe in kratkoročni komercialni krediti. Zmanjšanje posojil, odobrenih tujini in skromne vloge v tujino so večinoma posledica večjega tveganja zaradi finančne krize. Ocenjujem, da se bodo tako obseg bruto zunanjskega dolga kot tudi obseg terjatev povečevali počasneje kot v preteklem obdobju. Na slednje bo vplivala tudi predvidena upočasnitev gospodarske rasti in nestanovitnost svetovnih finančnih trgov.

Ker v valutni strukturi zunanjskega dolga močno prevladuje evro, ne pričakujem dodatnega tveganja zaradi tečajnih nihanj. Morebitno tveganje lahko nastane zaradi šokov v ponudbi, zaradi katerih se lahko upočasni gospodarska rast, to pa bi bil vzrok, da bi se delež zunanjskega dolga v BDP še hitreje povečeval. Dejavniki, ki bi povečali tveganje, je porast obrestnih mer, ki so se v preteklem obdobju (1995–2005) zniževale, zdaj pa naraščajo. Slednje bi povečalo servisiranje dolga in obremenilo izvozne prihodke. Delež zunanjskega dolga v BDP bi se povečal tudi zaradi upočasnitve rasti tujega povpraševanja. Na rast zunanjskega dolga pa bi lahko vplivalo tudi nadaljnje povečevanje t. i. reziduala oziroma zadolževanja bank in podjetij v tujini, kakršno je bilo v zadnjih štirih letih, in ki ni nujno povezano samo z gospodarsko rastjo ter ni nujno neposredno vezano na financiranje primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance.

Analiza sprememb zunanjskega dolga kaže vpliv različnih dejavnikov na spremembe stanja bruto zunanjskega dolga. Omogoča globlji vpogled v samo dinamiko zadolževanja, saj na spremembe zunanjskega dolga ne vplivajo le plačilnobilančni tokovi, ampak tudi obrestne mere, realna rast BDP, tečajne in cenovne spremembe ter druge vrednostne prilagoditve.

Evolucijo stanja bruto zunanjskega dolga zapišemo z naslednjo identiteto:

$$D_t - D_{t-1} = C_t - NFDI_t + r_t(D_{t-1}) + Z_t, \quad (88)$$

pri čemer je:

$D_t - D_{t-1}$ – sprememba stanja bruto zunanjskega dolga med zaporednima obdobjema,

C_t – saldo tekočega računa plačilne bilance (brez plačil obresti tujini),

$NFDI_t$ – neto priliv tujih neposrednih naložb,

$r_t(D_{t-1})$ – plačila obresti na zunanji dolg,

Z_t – rezidual, upoštevajoč tudi spremembe stanja bruto terjatev.

Spremembe stanja zunanjega dolga, ki temeljijo na ocenah in projekcijah ključnih makroekonomskih spremenljivk realnega, zunanjega in finančnega sektorja, določajo torej naslednje komponente: (i) saldo tekočega računa; (ii) neto pritok tujih neposrednih naložb; (iii) endogena dinamika tokov zunanjega zadolževanja in (iv) rezidual. Prve tri komponente predstavljajo zadolževanje na osnovi transakcij v plačilni bilanci, popravljeno s spremembami obrestnih mer, gospodarske rasti, cen in tečaja (endogena dinamika dolga; angl. *automatic debt dynamics*). Skupni neto učinek omenjenih dejavnikov odseva neto tokove zunanjega zadolževanja (angl. *net debt-creating external flows*). V postavki rezidual pa so zajeti vsi drugi tokovi, kot so: kapitalski račun in statistična napaka, drugi neto lastniški kapitalski tokovi, spremembe mednarodnih denarnih rezerv ter spremembe ostalih terjatev in spremembe vrednotenja.⁴⁶ V nadaljevanju podrobneje predstavljam posamezne komponente (glej Tabelo 63 na naslednji strani), kjer so komponente prikazane v primerjavi z BDP.

⁴⁶ Analiza tokov na osnovi plačilnobilančne enačbe omogoča globlji vpogled tako v dinamiko neto finančne pozicije kot bruto zunanjega dolga.

Tabela 63: Srednjeročni osnovni scenarij vzdržnosti bruto zunanjega dolga Slovenije, v % BDP*

	2007	2008	2009	2010	2011
	ocena	napoved	napoved	napoved	napoved
OSNOVNI SCENARIJ					
Bruto zunanji dolg	95,9	99,7	101,6	102,5	103,2
Sprememba stanja dolga	17,4	3,8	2,0	0,8	0,7
Tokovi zadolževanja	- 0,5	- 1,0	- 1,7	- 2,6	- 2,9
Tekoči račun (brez plačil obr.)	0,6	- 0,2	- 1,4	- 1,9	- 2,3
Saldo menjave s tujino	1,7	1,6	0,5	0,0	- 0,4
Izvoz blaga in storitev	72,4	75,8	79,3	82,0	84,8
Uvoz blaga in storitev	74,2	77,4	79,9	82,0	84,4
Lastniški tokovi FDI (neto)	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Endogena dinamika dolga	- 1,1	-0,7	- 0,3	- 0,8	- 0,6
Prispevek obrestne mere	3,0	3,4	3,4	3,5	3,6
Prispevek gospodarske rasti	- 4,2	- 4,1	- 3,8	- 4,3	- 4,2
Rezidual	17,9	4,8	3,7	3,5	3,6
Delež dolga v izvozu, v %	132,3	131,5	128,1	125,1	121,7
Ključne predpostavke					
Realna rast BDP, v %	5,8	4,6	4,1	4,5	4,3
Implic. deflator BDP, v %	3,0	3,6	2,9	2,7	2,3
Implic. obrestna mera, v %	4,2	3,8	3,7	3,7	3,7
Nominalna rast izvoza, v %	17,4	13,4	12,0	10,9	10,4
Nominalna rast uvoza, v %	18,5	13,0	10,5	10,2	9,9
Tekoči račun (brez plačil. obr.)	- 0,6	0,2	1,4	1,9	2,3
Lastniški tokovi FDI (neto)	- 0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Scenarij na osnovi 10-letnega povprečja¹					
Bruto zunanji dolg	95,9	98,1	99,2	100,2	101,2

Opomba: * – razen če ni navedeno drugače. Pri kompoziciji bruto zunanjega dolga gre za tehnične predpostavke in ne za napoved.¹ Upoštevano je 10-letno povprečje (1997–2006) ključnih spremenljivk, kakršne so: gospodarska rast, nominalna obrestna mera, implicitni deflator BDP, saldo tekočega računa brez plačil obresti in neto lastniške neposredne naložbe.

Vir: Bilten BS (2007); lastni izračuni.

Izračuni po osnovni projekciji kažejo, da se bo delež bruto zunanjega dolga povečeval, tako da bo leta 2011 presegel BDP za 3,2 %, pri tem pa bodo spremembe stanja postopoma počasnejše. Poleg rasti bruto zunanjega dolga se bodo namreč povečevale tudi bruto terjatve do tujine. Neto lastniški prilivi iz naslova neposrednih naložb, ki ne spadajo med zunanji dolg, bodo razmeroma skromni. Saldo tekočega računa (brez plačanih obresti tujini) pa bo predvidoma izkazoval presežek.

Menim, da Slovenija z večjo odprtostjo gospodarstva pri naraščajočem zadolževanju, kot izhaja iz osnovnega scenarija, ne bo bolj ranljiva,⁴⁷ saj je predvidena hitrejša rast izvoznih od uvoznih tokov. Breme zunanjega dolga naj bi se postopoma zmanjševalo, saj se bo predvidoma znižal delež zunanjega dolga v celotnem izvozu. Zaradi predvidene hitrejša dinamike izvoznih od uvoznih tokov se bo primanjkljaj salda menjave s tujino postopoma zniževal in bo leta 2011 izkazoval rahel presežek. Čeprav se bodo plačila obresti na zunanji dolg povečevala, jih bo v opazovanem obdobju v povprečju za 3,4 % BDP. Več kot

⁴⁷ Detragiache in Spilimbergo sta ugotavljala povezanost med nastankom finančne krize in posameznimi sklopi pojasnjevalnih spremenljivk v obdobju 1972–1998. Pri tem rezultati raziskave med drugim kažejo, da je bila za celotno obdobje značilna pozitivna povezanost med finančno krizo in precenjenim realnim tečajem valute, medtem ko je z odprtostjo gospodarstva za obdobje 1984–1998 značilna negativna povezanost. Države z večjo stopnjo trgovinske integracije so torej postale ranljivejše.

nadomestila jih bo realna rast BDP, kar bo omogočilo, da bo »endogena dinamika dolga« še naprej blažila rast zunanjega dolga.

Dodatni scenarij kaže občutljivost zunanjega zadolževanja na morebitne šoke s strani domače ponudbe, obrestnih mer in tujega povpraševanja ter reziduala plačilnobilančne enačbe. Pri ponudbenih šokih gre predvsem za dejavnike, ki povečujejo potrebo po zagotavljanju dodatnih finančnih sredstev zaradi naraščanja cen proizvodov, ki kot strošek vstopajo v proizvodnjo. Primer slednjega so narašajoče cene nafte in ostalih primarnih surovin, ki vplivajo na poslabšanje razmerja med rastjo uvoznih in izvoznih cen, kar vodi v tako imenovano poslabšanje pogojev menjave. Glede na močno vključenost Slovenije v mednarodno trgovino je ta dejavnik vsekakor pomemben. Negativni vplivi iz tujega okolja lahko tudi vplivajo na upočasnitev gospodarske rasti. Vendar slednje neposredno ne pomeni nujno večje potrebe po zadolževanju. Lahko pa zaradi upočasnjene rasti obsega bruto domačega proizvoda povsem tehnično vpliva na poslabšanje kazalca bruto zunanjega dolga v BDP.

Pri dejavnikih, ki lahko povečajo potrebo po zadolževanju, je predvsem pomembno, kako močni so in kaj je do njih privedlo, ne glede na to ali prihajajo iz domačega ali tujega okolja. Ti šoki so lahko tudi pozitivni z vidika gospodarskega razvoja, recimo odločitev za pospešeno dokončanje izgradnje avtocestnega križa ali modernizacija železniške infrastrukture. Če pride do upočasnitve gospodarske rasti zaradi splošnega poslabšanja razmer v mednarodnem okolju, kar bi se v določenem obsegu utegnilo zgoditi zaradi finančne krize, to ne pomeni nujno potrebe po večjem zadolževanju, temveč se lahko samo delež bruto zunanjega dolga v BDP tudi ob nespremenjenem tempu zadolževanja tehnično poveča.

V analizi sem v dodatnem scenariju na osnovi modelskih izračunov, narejenih ob tehničnih predpostavkah sprememb v gibanju domače ponudbe, obrestnih mer, tujega povpraševanja ter t.i. reziduala plačilnobilančne enačbe ocenil možna gibanja kazalcev zadolženosti:

- porast implicitne obrestne mere na zunanji dolg – osnovni scenarij plus polovica standardnega odklona,
- upočasnitev gospodarske rasti – osnovni scenarij minus polovica standardnega odklona,
- poslabšanje salda tekočega računa (brez plačil obresti tujini) – osnovni scenarij minus polovica standardnega odklona,
- razmeroma visoka vrednost reziduala⁴⁸ – povprečje preteklih štirih let.

⁴⁸ Rezidual je razmeroma visok od vstopa Slovenije v EU.

Tabela 64: Nekatere osnovne opisne statistike v preteklem desetletju (1997–2007)

	Realna rast BDP, v %	Nominalna implicitna obrestna mera, v %	Saldo tekočega računa (brez plačil obresti), v % BDP
Povprečje	4,20	3,64	0,19
Mediana	4,10	3,70	0,10
Maksimalna vrednost	5,70	4,40	2,70
Minimalna vrednost	2,80	3,00	-2,10
Standardni odklon	0,92	0,44	1,58

Vir: Lastni izračuni.

Tabela 65: Vpliv posameznih šokov in reziduala na stanje bruto zunanjega dolga, v % BDP

	2007	2008	2009	2010	2011
Osnovni scenarij	95,9	99,7	101,6	102,5	103,2
Porast nominalne obrestne mere	96,0	100,0	102,2	103,3	104,2
Upočasnitev gospodarske rasti	96,2	100,4	102,8	104,1	105,2
Poslabšanje salda tekočega računa	96,7	101,2	104,0	105,7	107,1
Razmeroma visoka vrednost reziduala	95,9	106,9	117,2	126,5	135,6

Opombi: Pri prikazovanju vpliva šokov in reziduala (pod dvojno črto) gre za vpliv posamezne kategorije na spremembo bruto zunanjega dolga in ne za skupni vpliv vseh šokov. Postavka rezidual, predstavljena kot mednarodne denarne rezerve BS in ostale terjatve do tujine najbolj – in z naraščajočim pomenom – izstopa v obdobju 2003–2006. Vsebinsko ta člen enačbe pokriva tudi naraščajoče naložbe slovenskih podjetij in bank v tujini, ki so bile delno financirane iz deviznih rezerv, delno pa iz zunanjega zadolževanja.

Vir: Lastni izračuni.

Ob predpostavljenih šokih bi imelo razmeroma močan vpliv na rast deleža bruto zunanjega dolga v BDP večje poslabšanje salda tekočega računa. Še močneje pa bi se kazalec zadolženosti poslabšal v primeru, da bi se banke in podjetja v prihodnjih štirih letih zadolževala enako intenzivno kot v zadnjem obdobju. Vendar bi bila tudi v tem primeru Slovenija še precej pod povprečjem držav EMU.

SKLEP

Plačilna bilanca je pomemben kazalec razvoja ekonomskih odnosov s tujino, saj predstavlja sistematičen zapis transakcij med rezidenti (nacionalno gospodarstvo) in nerezidenti (tujina). Preko blagovne in storitvene menjave ter finančnih tokov povezuje mednarodno okolje z domačo ekonomsko aktivnostjo. Merjenje in ocenjevanje neto finančne pozicije posamezne države je pomembno pri izvedbi posameznih ukrepov ekonomske politike države.

Na področju analize plačilne bilance obstajajo različni teoretični pogledi (mekantilizem, mehanizem zlate veljave, vidik elastičnosti, absorbcije, monetarni vidik, Mundell-Flemingov model in sodobne teorije kaptalskih tokov povezane z varčevalno-investicijsko vrzeljo), ki so se razvijali z razvojem domačega gospodarstva in mednarodnih ekonomskih odnosov. Po tem ko se je zlati standard dejansko končal leta 1935, so se začela plačilnobilančna neravnotežja obravnavati v luči i) sprememb relativnih cen in nekonkurenčnosti, ii) presežnega domačega povpraševanja glede na dohodek in iii) presežne denarne ponudbe. Razvili so se tradicionalni pristopi kot so pristop elastičnosti, absorbcije in monetarni vidik plačilne bilance. Skupna značilnost vseh tradicionalnih pristopov je, da so analizirali zgolj tokove tekočega računa plačilne bilance. Tako sinteza

pristopa elastičnosti in pristopa absorbcije pokaže, da se oba omenjena pristopa dopolnjujeta. Pri pristopu elastičnosti gre za neposredni učinek devalvacije na saldo menjave s tujino. Pristop absorbcije je bolj celovit, saj se učinek devalvacije realizira skozi temeljne agregate nacionalnih računov. V nasprotju s keynesianskima pristopoma absorbcije in elastičnosti, monetarni pristop obravnava plačilno bilanco kot celoto (tekoči in kapitalsko-finančni račun).

Mundell-Flemingov model predpostavlja hkratno doseganje notranjega ravnotežja (visoka zaposlenost) in zunanjega ravnotežja (ravnotežje v plačilni bilanci). Poleg tokov tekočega računa je analiziral tudi dolgoročno odzivnost kapitalskega in finančnega računa. Mundell-Flemingov model je umestitev *IS-LM* modela v odprto gospodarstvo. Za ekonomsko politiko je pomemben, ker omogoča analizo učinkov monetarne in fiskalne politike pri različni mobilnosti kapitala in različnih sistemih oblikovanja deviznega tečaja. Mundell-Flemingov model je uporaben predvsem za kratkoročne analize razvoja plačilne bilance, ne pojasni pa vzroke dolgoročnega primanjkljaja v plačilni bilanci, ker ne analizira stanja neto zunanjega oziroma neto finančne pozicije. V nasprotju s keynesianskima pristopoma absorbcije in elastičnosti, monetarni pristop obravnava plačilno bilanco kot celoto (tekoči in kapitalsko-finančni račun), zanemarija strukturne spremembe, še posebna gibanja na tekočem računu plačilne bilance, ki vplivajo na realni dohodek, zaposlenost in nezaposlenost.

Od leta 1973 plačilnobilančna neravnotežja niso bila odsev vzrokov, ki jih je navajal monetarni pristop, ampak so odražala strukturna neskladja, tako na tekočem kot tudi kapitalskem delu plačilne bilance. Države uvoznice nafte so bile pod vplivom močnih nihanj pogojev menjave, države v razvoju pa so imele strukturne probleme, povezane z nizko dohodkovno elastičnostjo povpraševanja po njihovem izvozu v primerjavi z uvozno elastičnostjo. V luči omenjenih sprememb se je začel razvijati medčasovni pristop, ki obravnava tekoči račun plačilne bilance v luči dinamičnih odločitev varčevalcev in investorjev. Spodbuda za razvoj medčasovnega pristopa je bilo gibanje na mednarodnih kapitalskih trgih, kjer so nastajala plačilnobilančna neravnotežja kot posledica naftnih kriz v letih 1973–1974 in 1979–1980. Divergentna zunanja neravnotežja tako industrijskih kot razvijajočih se gospodarstev so odražala takoimenovani medčasovni problem pri določitvi optimalnega odziva gospodarstva na zunanje šoke. Niti klasični monetarni niti keynesianski modeli niso mogli pojasniti vzrokov dolgoročnih plačilnobilančnih neravnotežij. Porast zunanjega dolga razvijajočih se držav po prvi naftni krizi je narekovalo vrednotenje optimalnega medčasovnega primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance.

Medčasovni (dolgoročni) vidik plačilne bilance Slovenije nam kaže, da v obdobju 1995–2007 domače varčevanje ni zadoščalo za financiranje domačih investicij, saj je saldo tekočega računa v povprečju izkazoval rahel primanjkljaj. Po liberalizaciji kapitalsko finančnega računa, vstopu Slovenije v EU in po prevzemu evra se primanjkljaj na tekočem računu povečuje. Slovenija se vse bolj vključuje v mednarodne kapitalске tokove. Poleg skupnih finančnih obveznosti do tujine se povečujejo tudi skupne finančne terjatve, tako da je stanje mednarodnih naložb (neto finančna pozicija) razmeroma ugodno. Po popolni liberalizaciji kapitalsko-finančnega računa se je trgovanje s terjatvami in obveznostmi še okrepilo, delež le-teh pa je presegel internacionalizacijo trgovinskih tokov.

Bruto zunanji dolg, ki predstavlja približno štiri petine skupnih finančnih obveznosti, se je začel po letu 1995 povečevati, in sicer predvsem zaradi zadolževanja zasebnega sektorja

(poslovnih bank in ostalih sektorjev), zadolževanje državnega sektorja in kapitalsko povezanih oseb pa je bilo skromnejše. V obdobju 1995–2007 je bila večina zunanje dolga dolgoročnega, kratkoročni pa se je v strukturi postopoma zniževal. Statični in dinamični kazalniki potrjujejo, da Slovenija ni imela problemov s kratkoročno likvidnostjo. Saldo tekočega računa ni ustvarjal večjega pritiska na rast bruto zunanje dolga, saj je bila gospodarska rast v povprečju višja od rasti obrestne mere. Primanjkljaj v tekočih transakcijah, ki predstavlja tudi razliko med bruto domačim varčevanjem in bruto domačimi investicijami, se je večinoma financiral z zadolževanjem zasebnega sektorja. Čeprav skromni, so rast zunanje dolga blažili neto lastniški tokovi neposrednih naložb. Zaradi počasne depreciacije evra, ki je v valutni strukturi zunanje dolga prevladujoč, so cenovne in tečajne spremembe zniževale breme zunanje dolga. Kljub naraščanju kratkoročne in dolgoročne zunanje zadolženosti, je v celotnem opazovanem obdobju raven skupnih deviznih rezerv Slovenije zadoščala za kritje kratkoročnega dolga po zapadlosti in tudi primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance. Slovenija se je po omenjenem merilu uvrščala med države, ki niso imele problemov s kratkoročno likvidnostjo. Kljub primanjkljaju ob koncu leta 2007 (21,9 % BDP) je bila neto finančna pozicija Slovenije (ki poleg neto zunanje dolga vključuje tudi neto lastniške obveznosti) relativno ugodna v primerjavi z nekaterimi novimi članicami EU, ki so konec leta 2006 izkazovale velike primanjkljaje, merjene kot delež v BDP.

Slovensko gospodarstvo se je v obdobju 1995–2007 soočalo z relativno majhno varčevalno-investicijsko vrzeljo, saj je povprečni primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance znašal 1,6 % BDP. Pri naraščajočem deležu tako varčevanja kot tudi investicij je bil povprečni delež bruto varčevanja v BDP nekoliko nižji (24,7 %) od deleža bruto investicij (26,3 %). Slovenski delež varčevanja in investicij pa je bil v primerjavi z državami evroobmočja v povprečju višji za 3,5 in 5,5 odstotnih točk. Slovenija ima med državami evroobmočja drugi najvišji delež tako varčevanja kot tudi investicij v BDP.

Z vidika medčasovnega modela nihanja v saldu tekočega računa nastajajo na eni strani zaradi pričakovanih sprememb v neto dohodku, na drugi strani pa zaradi pričakovanih sprememb v relativnih cenah. Pri tem je 80 % sprememb v saldu tekočega računa posledica pričakovanih o gibanju prihodnjega neto dohodka, 20 % pa je neto vpliv obrestne mere in realnega deviznega tečaja.

Primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance Slovenije je bil v obdobju 1995q1–2008q1 vzdržen. Kljub relativno visokemu primanjkljaju v prvem četrtletju leta 2008, pa z vidika ohranjanja solventnosti, maksimalna ocenjena višina primanjkljaja tekočega računa znaša 18,9 % BDP. Čeprav so se v preteklih letih povečala neto plačila obresti na posojila domačih poslovnih bank, najeta v tujini, in transfer kapitala v tujino, je bilo neto varčevanje vedno na dovolj visoki ravni, da je pokrilo primanjkljaj v saldu primarnih dohodkov s tujino. Menim, da zato višina primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance še ni kritična in zaskrbljujoča. Problematično pa bi seveda bilo v primeru če bi se kapitalski tokovi prelivali v zasebno potrošnjo.

Rezultati medčasovnega modela kažejo, da se v slovenskem gospodarstvu lahko delno potrdi Rikardijansko ekvivalenco. Primanjkljaj tekočega računa se sicer povečuje, vendar se generira z okrepljeno rastjo, ne samo gradbeništva, ampak tudi investicij v stroje in opremo, ki kasneje povečujejo dohodek. Ekonomski politiki zaenkrat ni potrebno ukrepati v smislu »trade off« med gospodarsko rastjo in obsegom neto zunanje zadolženosti.

Umestitev medčasovnega modela v slovensko gospodarstvo je primerna za poglobljeno analizo in razumevanje povezanosti plačilnobilančnih tokov s stanjem neto finančne pozicije. Gre predvsem za razvojno-narodnogospodarski vidik plačilne bilance, ki se kaže preko varčevalno-investicijske vrzeli in njenega vpliva na gospodarsko rast.

Za ohranitev likvidnosti in solventnosti slovenskega gospodarstva bo pri nadaljnjem zadolževanju v tujini potrebna previdnost. Ker v valutni strukturi zunanjšega dolga močno prevladuje evro, ne pričakujemo dodatnega tveganja zaradi tečajnih nihanj. Morebitno tveganje lahko nastane zaradi šokov pri ponudbi, zaradi katerih se lahko upočasnijo gospodarska rast, višjih obrestnih mer, upočasnitvi rasti tujega povpraševanja in v primeru nadaljnje visoke rasti najemanja posojil v tujini (rezidual). Analiza občutljivosti sprememb bruto zunanjšega dolga je pokazala, da bi se delež slednjega najbolj povečal ob relativno visoki vrednosti reziduala. Kljub temu bi bil delež bruto zunanjšega dolga Slovenije tudi v letu 2011 (135,6 % BDP) precej nižji od povprečnega deleža bruto zunanjšega dolga držav evroombočja v letu 2007 (181,9 % BDP). Menim, da ob prevladujoči evrski strukturi trgovinskih in kapitalskih tokov, usklajenem delovanju fiskalne in dohodkovne politike ter konkurenčnem izvozu, vzdržnost zunanjšega dolga Slovenije ne bi smela biti ogrožena.

LITERATURA

1. Abdessatar, O. & Subhash, T.(1997). *Macroeconomic Accounting Analysis in Transition Economies*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
2. Abel, A. & Blanchard, O. (1983). An Intertemporal Model of Saving and Investment. *Econometrica*, 51 (3), 675–692.
3. Agenor, P.R., Bismut, C., Cashin, P. & McDermott, J. (1999). Consumption smoothing and the Current Account: Evidence for France. *Journal of International Money and Finance*, 18 (1), 1–12.
4. Ahmed, S. (1987). Government Spending, the Balance of Trade and the Terms of Trade in British History. *Journal of Monetary Economics*, 20 (2), 195–220.
5. AIECE Working Group Reports - Spring 1997. (1997). *World Commodity Prices*. Den Haag: Central Planbureau.
6. Aitken, B. & Harrison, A. (1994). Spillover, Foreign Investment, and Export Behavior. *Journal of International Economics*, 43 (1–2), 103–132.
7. Alba, P., Hernandez, L. & Klingebiel, D. (1999). *Financial Liberalization and the Capital Account: Thailand 1988–1997*. Washington, D.C.: World Bank and Lima: Central Bank of Chile.
8. Aristovnik, A. (2005). *Obrati tekočega računa plačilne bilance izbranih držav na prehodu*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
9. Artis, M.J. & Bayoumi, T.A.(1989). *Saving, Investment, Financial Integration, and the Balance of Payments*. IMF Working Paper No. 102, (1989). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
10. Backus, D.A., Kehoe, P.J. & Kydland, F.E. (1992). International Real Business Cycles. *Journal of Political Economy*, 100 (4), 745–775.
11. Bahmani-Oskooee, M. & Rhee H.J. (1997). Are Imports and Exports of Korea Cointegrated? *International Economic Journal*, 11 (1), 109–114.
12. Bahmani-Oskooee, M. (1998). Cointegration Approach to Estimate the Long-run Trade Elasticities in LDCs. *International Economic Journal*, 12 (3), 89–96.
13. Balassa, B. (1965). Trade Liberalisation and »Revealed« Comparative Advantage. *The Manchester School of Economic and Social Studies*, 33 (2), 99–117.
14. Barro, R.J. (1989). The Ricardian Approach to Budget deficits. *Journal of Economics Perspectives*, 3 (2), 37–54.
15. Baxter, M. & Crucini, M.J. (1993). Explaining Saving-Investment Correlations. *American Economic Review*, 83 (3), 416–436.

16. Beko, J. (1998). *Devizni tečaj in zunanjetrgovinska menjava v majhnih gospodarstvih*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
17. Beko, J. (2000). Exports and Economic Growth: Some Stylized Facts and Preliminary Results About Exogeneity of Exports in Slovenia. *IB Revija*, 34 (1), 24–43.
18. Bergin, P. & Sheffrin S. (1999). *Interest Rates, Exchange Rates and Present Value Models of the Current Account*. Department of Economics, University of California: Davis.
19. Besanger, S., Guest R. & McDonald, I. (2000). *Demographic Change in Asia: The Impact on Optimal National Saving, Investment, and the Current Account*. IMF Working Paper No. 115. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
20. Blejer, M. & Škreb, M. (1999). *Central Banking and Monetary Policies: Major issues and Implications for Transition Economies*. Dordrecht, Norwell: Kluwer Academic Publishers.
21. Bobek, V. et al. (1996). *Strategija ekonomskih odnosov s tujino*. Ljubljana: Ministrstvo za ekonomske odnose in razvoj.
22. Bole, V. (1997). *Podatkovni model plačilnobilančnih prihodkov od potovanj*. Ljubljana: Ekonomski inštitut Pravne fakultete.
23. Bole, V. (1997). Vzdržnost viška v tekočih transakcijah. *Gospodarska gibanja*, junij 1997, str. 21–36.
24. Bole, V. (1999). Zunanje ravnotežje na prehodu v leto 2000. *Gospodarska gibanja*, november 1999, str. 23–42.
25. Bole, V. (2001). *Notranje neravnotežje in omejitve ekonomske politike*. Ljubljana: Gospodarska zbornica Slovenije.
26. Bordo, M. (1981). The Classical Gold Standard – Some Lessons for Today. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 63 (5), 2–17.
27. Branson, W., Braga, J. & Hagen, J. (1998). *Macroeconomic Policy and Institutions During The Transition To European Union Membership*. NBER Working Paper No. 655. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
28. Buiter, W. (1995). *Measuring Fiscal Sustainability*. Cambridge: University of Cambridge.
29. Burda, M. & Wyplosz, C. (1997). *Macroeconomics*. (str. 167–295). An European Text. Oxford: Oxford University Press.
30. Campa, M. & Gavilan, A. (2006). Current Accounts in the Euroarea: An Intertemporal Approach. Documentos the Trabajo No. 0638. Barcelona: Banco de Espana.

31. Calderon, C., Chong, A. & Loayza, N. (1999). Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries. Washington, D.C.: World Bank Development Research Group, Lima: Central Bank of Chile.
32. Cashin, P. & McDermot. (1998a). Are Australia's Current Account Deficits Excessive? *The Economic Record*, 74 (227), 346–361.
33. Cashin, P. & McDermot. (1998b). *International Capital Flows and National Creditworthiness: Do the Fundamental Things Apply as Time Goes By ?* IMF Working Paper No. 102. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
34. Cheong Tang, T. (2002). *Aggregate Import Demand Behavior in India: Stable or Unstable*. Kuala Lumpur: Monash University, School of Business and Information Technology. Malaysia.
35. Cimperman, F. et al. (1996). *Kvartalni model slovenskega gospodarstva*. Analize, raziskave in razvoj. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
36. Clarida, R. & Prendergast, J. (1999). *Recent G3 Current Account Imbalances: How Important are Structural Factors?* NBER Working Paper No. 6935. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
37. Crafts, N.F.R. (1973). Trade as Handmaiden of Growth: An Alternative View. *The Economic Journal*, 83 (331), 875–884.
38. Decressin, J. & Disyatat, P. (2000). *Capital Markets and External Current Accounts: What to Expect from the Euro*. IMF Working Paper No. 154. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
39. De Grauwe, P. (1994). *The Economics of Monetary Integration*. Str. 3-94. Oxford: Oxford University Press.
40. Diebold, F.X. & Kilian, L. (1999). *Unit Root Tests Are Useful For Selecting Forecasting Models*. NBER Working Paper No. 6928. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
41. Dornbush, R. (2001). *A Primer on Emerging Market Crises*. Boston: Massachusetts Institute of Technology.
42. Dornbush, R. & Fischer, S.(1994). *Macroeconomics*. International Edition. New York: McGraw-Hill.
43. Drenovec, F. (1999). Kakšen je transmissijski mehanizem v Sloveniji. *Prikazi in analize*, 7 (4), 5–24.
44. Duttagupta, R. & Spilimbergo, A. (2000). *What Happened to Asian Exports During the Crisis?* IMF Working Paper No. 200. Washington, D.C.: International Monetary Fund

45. Edwards, S. (1995). *Why Are Saving Rates So Different Across Countries?: An International Comparative Analysis*. NBER Working Paper No. 5097. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
46. Edwards, S. (2001). *Does The Current Account Matter?* Los Angeles: University of California & Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
47. *Ekonomski izzivi*. (2008). Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj.
48. Elliot, G. & Fatas, A. (1996). International Business Cycles and the Dynamics of the Current Account. *European Economic Review*, 40 (2), 361–387.
49. Emery, R.F. (1967). The relation of exports and economic growth. *Kyklos*, 20 (2), 470–485.
50. Evans, M.K. (1969). *Macroeconomic Activity, Forecasting and Control*. An Econometric Approach. (Str. 221-228). New York: Harper and Row.
51. Feldstein, M. & Horioka, C. (1980). Domestic Savings and International Capital Flows. *The Economic Journal*, 90 (358), 314–329.
52. Fernandez-Arias, E. & Montiel, P. (1996). The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview. *World Bank Economic Review*, 10 (1), 151–177.
53. Flajs, A. (1996). Realni bruto domači dohodek in realni neto razpoložljivi nacionalni dohodek. Zbornik referatov 6. mednarodnega statističnega posvetovanja Statistični dnevi 96 (str. 38–43). Radenci: Statistični urad Republike Slovenije in Statistično društvo Slovenije.
54. Fougere, M. & Merette, M. (1998). *Population Ageing and the Current Account in Selected OECD countries*. Paris: OECD.
55. Gács, J. et. al. (1999a). *The Mixed Blessing of Financial Inflows: Transition Countries in Comparative Perspective*. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar Publishing.
56. Gács, J. et. al. (1999b). *Macroeconomic Developments in the Candidate Countries with Respect to the Accession Process*. IIASA-ETI research project. Laxenburg: International Institute for Applied Systems Analysis.
57. Gandolfo, G. (1986). *International Economics*. Part I. Berlin: Springer-Verlag.
58. Gandolfo, G. (1986). *International Economics*. Part II. Berlin: Springer-Verlag.
59. Geoffrey, A. & Fildes, R. (1999). *Econometric Forecasting Principles and Doubts: Unit Root Testing First, Last or Never*. Amherst: University of Massachusetts & Bailrigg: University of Lancaster.

60. Gerald, P. (2001). *Why Are Vector Autoregressions Useful in Finance?* Rome: University of Rome Tor Vergata.
61. Ghosh, A. (1995). International Capital Mobility amongst The Major Industrialised Countries: Too Little or Too Much? *The Economic Journal*, 105 (428), 107–128.
62. Gylfason, T. & Risager, O. (1984). Does devaluation improve the current account? *European Economic Review*, 25 (1), 65–68.
63. Glick, R. & Rogoff, K. (1995). Global Versus Country Specific Productivity Shocks and the Current Account. *Journal of Monetary Economics*, 35 (1), 159–192.
64. Godley, W. (2000). *Trade and Balance of Payments Deficits*. Strategic Analysis. Interim Report: Notes on the U.S. New York: The Jerome Levy Economics Institute.
65. Hoffmann, M. (1999). *International Macroeconomic Fluctuations and the Current Account*. Southampton: University of Southampton.
66. Hymans, S., Deardorff, A. & Stern, R. (2000). *A Quaterly Forecast of U.S. Trade in Services and the Current Account, 2000–2003*. Dearborn, Ann Arbor, Flint, MI: The University of Michigan.
67. Humphries, S. (1998). Trade in services, National statistics of Balance of payments. *United Kingdom quarterly national accounts*.
68. Husted, S. (1992). The Emerging U.S. Current Account Deficit in the 1980s: A Cointegration Analysis. *The Review of Economics and Statistics*, 74 (1), 159–166.
69. Irandoust, M. & Sjo, B. (2000). The Behavior of the Current Account in Response to Unobservable and Observable Shocks. *International Economic Journal*, 14 (4), 41–57.
70. Jaewoo, L. & Chin, M. (1998). *The Current Account and The Real Exchange Rate: A Structural Var Analysis of Major Currencies*. NBER Working Paper No. 6495. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
71. Jacobson, T. et. al. (1999). *A VAR Model for Monetary Policy Analysis in a Small Open Economy*. Stockholm: Institute for International Economic Studies.
72. Jazbec, B. & Masten, I. (2004). Razvoj slovenskega bančnega sektorja z vidika vstopanja v EMU. Ljubljana: časnik *Finance*, str. 83–97.
73. Johansson, K. (1998). *Exports in the Econometric Model Cosmos*. NIER Working Paper No. 62. Stockholm: National Institute of Economic Research.
74. Johansen, S. (1991). Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models. *Econometrica*, 59 (6), 1551–1581.

75. Johansen, S. (1997). *Mathematical and Statistical Modelling of Cointegration*. ECO Working Paper No. 14. Florence: European University Institute.
76. Kaminsky, G., Lizondo, S. & Reinhart, C. (1997). *Leading Indicators of Currency Crises*. IMF Working Paper No. 79. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
77. Kim, K., Hall, V. & Buckle, R. (2001). *New Zealand's Current Account Deficit: Analysis based on the Intertemporal Optimisation Approach*. Treasury Working Paper Series 01/02. Wellington: New Zealand Treasury.
78. Knight, M. & Scacciavillani, F. (1998). *Current Accounts: What Is Their Relevance for Economic Policymaking?* IMF Working Paper No. 71. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
79. Košmelj, B. (1989). *Analiza odvisnosti za vzorčne podatke*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
80. Kaufmann, S., Scharler, J. & Winckler, G. (1999). *The Austrian Current Account Deficit: Driven by Twin Deficits or by Intertemporal Expenditure Allocation?* Vienna: University of Vienna.
81. Kraay, A., Serven, L., Loayza, N. & Ventura, J. (2000). *Country Portfolios*. NBER Working Paper No. 7795. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
82. Kraay, A., Ventura, J. (2000). Current Accounts in Debtor and Creditor Countries. *The Quarterly Journal of Economics*, 115 (4), 1137–1166.
83. Kraay, A. & Ventura, J. (2002) *Current Accounts in the Long and Short Run*. NBER Working Paper No. 9030. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
84. Krishna, K., Ozyldirim, A. & Swanson, N. (1998). *Trade, Investment, and Growth: Nexus, Analysis, and Prognosis*. NBER Working Paper No. 6861. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
85. Križanič, F. (1999). Usmerjenost slovenske zunanjetrgovinske menjave po območjih, sektorjih in produkcijskih faktorjih. *Gospodarska gibanja*, avgust 1999, str. 29–50.
86. Krueger, T., Ostry, J. & Yuen, C. (1997). *Intertemporal Open Economy Macroeconomics*. (2nd ed.) MIT Press.
87. Krugman, P. (1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money and Banking*, 11 (3), 311–325.
88. Krugman, P. & Obstfeld, M. (1994). *International Economics*. Str. 315–510. New York: HarperCollins.

89. Kumar, A. (1987). *Mednarodni ekonomski odnosi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
90. Kumar, A. (1999). *Mednarodna ekonomika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
91. Landesmann, M. & Poschl, J. (1996). Balance-of-Payments Constrained Growth in Central and Eastern Europe and Scenarios of East-West Integration. *Russian and East European Finance and Trade*, 32 (6), 30–84.
92. Landon, L.Y. (2000). *Imposing Restrictions on Drift in a VAR*. Sydney: The University of New South Wales.
93. Lane, P. & Milesi-Ferretti, G.M. (2000). *External Capital Structure: Theory and Evidence*. IMF Working Paper No. 152. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
94. Lane, P. & Milesi-Ferretti, G.M. (2004). *Financial Globalization and Exchange Rates*. Washington, D.C.: International Monetary Fund & London: CEPR.
95. Lutkepohl, H. (1999). *Vector Autoregressions*. Berlin: Institut für Statistik und Ökonometrie Berlin.
96. Manzocchi, S. (1997). *Eternal Finance and Foreign Debt in Central and Eastern European Countries*. IMF Working Paper No. 134. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
97. Markič, J. (2000). *Plačilna bilanca in napovedovanje njenega razvoja*. Delovni zvezek, 9 (3). Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj.
98. Markič, J. (2000). *Ekonometrični model tekočega računa plačilne bilance Slovenije*. 5. letna konferenca Sekcije za ekonomsko politiko. Str. 47–76. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
99. McCallum, B.T. (1989). *Monetary Economics*. Str. 55–73. Oxford: MacMillan.
100. McDermott, J. & Cashin P. (1998). *Terms of Trade Shocks and the Current Account*. IMF Working Paper No. 177. Washington, D.C.: International Monetary Fund
101. Mencinger, J. (1989). Približevanje ali oddaljevanje? *Gospodarska gibanja*, december 1998, str. 23–32.
102. Mendoza, E.G. (1995). *The Terms of Trade, the Real Exchange Rate and Economic Fluctuations*. *International Economic Review* 36 (1), 101–137.
103. Milbourne, R. & Otto G. (1992). Consumption Smoothing and the Current Account. *Australian Economic Papers*, 31 (59), 369–384.

104. Milesi-Ferretti, G.M. & Razin, A. (1996a). *Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences*. NBER Working Paper No. 5791. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
105. Milesi-Ferretti, G.M. & Razin, A. (1996b). *Sustainability of Persistent Current Account Deficits*. NBER Working Paper No. 5467. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
106. Milesi-Ferretti, G.M. & Razin, A. (1998). *Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities*. IMF Working Paper No. 89. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
107. Moreno-Brid, J.C. (1999). Mexico Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint: A Cointegration Analysis. *International Review of Applied Economics*, 13 (2), 149–159.
108. Moudud, J.K. (2000). *Harrod versus Thirlwall: A Reassessment of Export-Led Growth*. Working Paper No. 316. New York: The Jerome Levy Economics Institute.
109. Musso, A. & Phillips, S. (2001). *Comparing Projections and Outcomes of IMF-Supported Programs*. IMF Working Paper No. 45. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
110. Nason, J.M. & Rogers, J.H. (1999). *Investment and the Current Account in the Short Run and the Long Run*. International Finance Discussion Papers No. 647. Washington: International Monetary Fund.
111. Nelson, M. (2000). *International Macroeconomics and Finance*. (3rd ed.) Oxford: Blackwell Publishers.
112. Obstfeld, M. (1982). Aggregate Spending and the Terms of Trade: Is There a Laursen-Metzler Effect? *Quarterly Journal of Economics*, 90 (1982), 251–270.
113. Obstfeld, M. (1982). Can We Sterilize? Theory and Evidence. *American Economic Review*, 72 (1), 45–50.
114. Obstfeld, M. (1983). Intertemporal Price Speculation and Optimal Current Account Deficit. *Journal of International Money and Finance*, 2 (1983), 2.
115. Obstfeld, M. & Rogoff, K. (1994). *The Intertemporal Approach to the Current Account*. NBER Working Paper No. 4893. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
116. Obstfeld, M. (2000). *International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model*. Berkeley: University of California.
117. OECD gospodarski pregledi, 1996–1997. Slovenija. (1997). Ljubljana: Ministrstvo za zunanje zadeve, Urad za evropske zadeve.

118. Olivei, G.P. (2000). *The Role of Savings and Investment in Balancing the Current Account: Some Empirical Evidence from the United States*. Boston: Federal Reserve Bank of Boston.
119. Ovin, R., Borak, N. & Beko, J. (2002). *Plačilna bilanca Slovenije*. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije in Inštitut za novejšo zgodovino.
120. Perez de Gracia, F. & Cunado J. (2001). *Intertemporal Current Account, Investment and Productivity Shocks: Evidence for some European Countries*. Navarra: University of Navarra.
121. Pfajfar, L. (1994). *Ekonometrija z zapiski predavanj*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
122. Pfajfar, L. (1996). *Ekonometrija z obrazci in postopki*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
123. Pitchford, J. (1995). *The Current Account and Foreign Debt*. Routledge: Taylor & Francis Group.
124. Polak, J. (2001). *The Two Monetary Approaches to the Balance of Payments: Keynesian and Johnsonian*. IMF Working Paper No. 100. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
125. Potočnik, J. et. al. (1995). *Približevanje Evropi - rast, konkurenčnost in integriranje*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
126. Prasad, E. & Gable, J. (1997). *International Evidence on the Determinants of Trade Dynamics*. IMF Working Paper No. 172. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
127. Razin, A. & Svensson L. (1983). The Terms of Trade and the Current Account: The Harberger-Laursen-Metzler Effect. *Journal of Political Economy*, 91(1), 97–125.
128. Reisen, H. (1998). *Sustainable and Excessive Current Account Deficits*. OECD Working Paper No. 132. Paris: OECD development centre.
129. Riis, J. (1996). Forecasting Danish Timber Prices with an Error Correction Model. *Journal of Forest Economics*, 2 (3), 257–271.
130. Rojec, M. (1998). *Prestrukturiranje z neposrednimi tujimi investicijami: Slovenija*. Analize, raziskave in razvoj. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
131. Roubini, N. & Wachtel, P. (1998). *Current Account Sustainability in Transition Economies*. NBER Working Paper No. 6468. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
132. Rojas, L. & Ghezzi, P. (2000). *Current Accounts in Latin America: Can They Achieve Sustainability?* Global Markets Research: Deutsche Bank.

133. Ruffles, D. (1998). Trade in goods, National statistics of Balance of payments. *United Kingdom quaterly national accounts*.
134. Salazar, J. & Prasada, D. S. (1988). *World Comparison of Incomes, Prices and Product*. (str. 237-263). Miami: Florida International University, USA and Armidale: University of New England, Australia.
135. Sarte, P.D. (1997). On the Indetification of Structural Vector Autoregressions. *Economic Quaterly*, 83 (3), 45–67. Richmond: Federal Reserve Bank of Richmond.
136. Sawyer, M. C. (1989). *The Challenge od Radical Political Economy*. New York & London: Harvester Wheatsheaf.
137. Senhadji, A. & Montenegro, C. (1998). *Time Series Analysis of Export Demand Equations: A Cross Country Analysis*. IMF Working Paper No. 149. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
138. Senhadji, A. (1997). *Time Series Estimation of Structural Import Demand Equations: A Cross Country Analysis*. IMF Working Paper No. 132. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
139. Shelburne, R. (2008). *Current Account Deficits in European Emerging Markets*. Discussion Paper Series No. 2. United Nations: Geneva.
140. Sims, C.A. & Leeper, E. (1994). Toward A Modern Macroeconomic Model Usable for Policy Analysis. V Fischer S. and Rotemberg, J., ed. (1994). *NBER Macroeconomics Annual*. (Str. 81–117). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
141. Slovenia and European Union-Macroeconomic Development Scenarios. (2000). Laxenburg: International Institute for Applied Systems Analysis.
142. Stock, J. & Watson, M. (2001). *Vector Autoregressions*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
143. Strojan, A. (1999). Analiza blagovih tokov z modelom popravljjanja napak. *Prikazi in analize*, 7 (1), 23–42.
144. Strategija Republike Slovenije za vključitev v Evropsko unijo. Ekonomski in socialni del. (1998). Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
145. *Strategija gospodarskega razvoja Slovenije. Razvojni scenariji* (1999). Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
146. Štiblar, F. (2000). Vzdržnost neravnotežja v ekonomskih odnosih Slovenije s tujino. *Gospodarska gibanja*, marec 2000, str. 26–36.
147. Taylor, A.M. (2002). *A Century of Current Account Dynamics*. NBER Working Paper No. 8927. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

148. Tesar, L. (1998). Savings, Investments and International Capital Flows. *Journal of International Economics*, 31 (1991), 55–78.
149. *The Vienna Handbook of Statistics, Countries in Transition*. (1998). Vienna: The Vienna Institute for Comparative Economic Studies.
150. Thirwall, A.P. (1979). The Balance of Payments Constraints as an Explanation of International Growth Differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 128, 45–54.
151. Thirwall, A.P. (2003). *Trade, The Balance of Payments and Exchange Rate Policy in Developing Countries*. Cheltenham: Edward Elgar.
152. Tornell, A. & Lane, P. (1994). *Are Windfalls a Curse? A Non-representative Agent Model of The Current Account and Fiscal Policy*. NBER Working Paper No. 4839. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
153. Uribe, M. (2007). *Lectures in Open Economy Macroeconomics*. Duke University.
154. Ventura, J. (2001). A Portfolio View of the U.S. Current Account Deficits. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2001 (1), 241–253.
155. Westermann, F. & Wong Cheung, Y. (1999). An Analysis of German Effects on the Austrian Business Cycle. *Review of World Economics*, 135 (3), 522–531.

VIRI

1. Banka Slovenije. Metodološke opombe časovnih vrst. Ekonomski odnosi s tujino. Najdeno 1. oktobra 2007 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/financni-podatki-r.asp?MapaId=911>
2. Bilten BS. (januar, februar–marec, julij-avgust 2008). Ljubljana: Banka Slovenije.
3. *Gross national savings and investments*. Najdeno 15. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/weoselser.aspx?a=1&c=001%2c110%2c200&t=3>
4. *Income, saving and net lending*. Najdeno 8. marca 2008 na spletnem naslovu http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=0,1136173,0_45570701&_dad=portal&_schema=PORTAL
5. Letno poročilo. Leto 2006. (2007). Ljubljana: Banka Slovenije.
6. Neposredne naložbe. (1994–2003). Ljubljana: Banka Slovenije.
7. Neposredne naložbe. (maj 2007). Ljubljana: Banka Slovenije.
8. Poročilo o razvoju 2008. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
9. SI-Stat podatkovni portal - *Nacionalni računi*. (2007). Ljubljana: Statistični urad Republike Slovenije. Najdeno 8. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.stat.si/tema_ekonomsko_nacionalni_bdp.asp.
10. Slovenia: 2007. Article IV Consultation – Staff Report. *IMF Country Report* No. 07/183. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
11. World Bank Analytical Classifications, april 2007.
12. World Bank Indebtedness Classifications, april 2007.
13. World Bank list of economies, april 2007.
14. World Economic Outlook. (2007). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
15. Zakonom o deviznem poslovanju. (1999). *Uradni list RS*. (Št. 23/1999, 8. april 1999).