

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

SANDRA DJURIĆ

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

PROBLEMATIKA DVOJNEGA PRIMANJKLJAJA V DRŽAVAH
ČLANICAH EU IN NJENIH KANDIDATKAH

Ljubljana, marec 2011

SANDRA DJURIĆ

IZJAVA

Študentka Sandra Djurić izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala v soglasju s svetovalcem dr. Aleksandrom Aristovnikom, in v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 JAVNE FINANCE IN TEKOČI RAČUN PLAČILNE BILANCE	3
1.1 Javnofinančno ravnovesje in fiskalna politika.....	3
1.1.1 Javnofinančni primanjkljaj, varčevanje, investicije in gospodarska rast.....	3
1.1.2 Financiranje javnofinančnega primanjkljaja	5
1.1.2.1 Financiranje javnofinančnega primanjkljaja z izdajanjem obveznic.....	5
1.1.2.2 Financiranje javnofinančnega primanjkljaja z izdajanjem količine denarja v obtoku	7
1.1.3 Vzdržnost javnofinančnega primanjkljaja	7
1.1.4 Vpliv fiskalne politike na devizni tečaj	9
1.1.4.1 Kratkoročni vplivi fiskalne ekspanzije	9
1.1.4.2 Dolgoročni vplivi fiskalne ekspanzije	10
1.2 Tekoči račun plačilne bilance	11
1.2.1 Vzroki in vrste plačilnobilančnega neravnotežja.....	13
1.2.2 Plačilnobilančno prilagajanje	14
1.3 Model sočasnega doseganja zunanjega in notranjega ravnotežja.....	19
2 HIPOTEZA DVOJNEGA PRIMANJKLJAJA.....	21
2.1 Teoretična izpeljava hipoteze dvojnega primanjkljaja.....	21
2.2 Keynesianski pristop in Mundell-Flemingov model.....	23
2.2.1 Mundell-Flemingov model	23
2.2.1.1 Monetarna politika in sistem fiksnih deviznih tečajev	24
2.2.1.2 Monetarna politika in sistem fleksibilnih deviznih tečajev	25
2.2.1.3 Fiskalna politika in sistem fiksnih deviznih tečajev.....	26
2.2.1.5 Fiskalna politika in sistem fleksibilnih deviznih tečajev	27
2.2.2 Keynesianski pristop	28
2.3 Rikardijanska ekvivalenca	30
2.4 Feldstein-Horioka uganka.....	32
3 EMPIRIČNE ŠTUDIJE O DVOJNEM PRIMANJKLJAJU.....	34
3.1 Pregled empiričnih študij o dvojnem primanjkljaju po svetu.....	34
3.2 Pregled empiričnih študij o dvojnem primanjkljaju v EU	36
4 PREGLED ZUNANJETRGOVINSKEGA IN JAVNOFINANČNEGA NERAVNOTEŽJA V DRŽAVAH EU IN NJENIH KANDIDATKA.....	39
4.1 Pregled gibanja zunanjetrgovinskega in javnofinančnega ravnotežja v EU 15....	39
4.1.1 Pregled gibanja javnofinančnega neravnotežja v EU 15	39
4.1.2 Pregled gibanja zunanjetrgovinskega neravnotežja v EU 15	42
4.1.3 Dinamika razvoja domačega varčevanja in investicij v EU 15	43
4.2 Pregled gibanja zunanjetrgovinskega in javnofinančnega ravnotežja v EU 12+3..	45
4.2.1 Pregled gibanja javnofinančnega neravnotežja v EU 12+3.....	46
4.2.2 Pregled gibanja zunanjetrgovinskega neravnotežja v EU 12+3	48
4.2.3 Dinamika razvoja domačega varčevanja in investicij EU 12+3.....	52
5 PREVERJANJE HIPOTEZE DVOJNEGA PRIMANJKLJAJA V DRŽAVAH EU IN NJENIH KANDIDATKAH	54
5.1 Empirična metodologija in podatki.....	55
5.2 Empirični rezultati.....	57
5.2.1 Preverjanje ustreznosti modela	57
5.3.2 Rezultati modela	59
SKLEP	73
LITERATURA IN VIRI	77
PRILOGE	

UVOD

Povezava med tekočim računom plačilne bilance in bilanco javnih financ je bila v ospredju akademske in empirične debate že v osemdesetih in zgodnjih devetdesetih letih. Tradicionalni pogled na gibanje omenjenih spremenljivk pravi, da ob veljavnosti predpostavke o polni zaposlenosti produkcijskih faktorjev (predpostavka *ceteris paribus*) vsako povečanje javnofinančnega primanjkljaja vodi v plačilnobilančni primanjkljaj (Hashemzadeh & Wilson, 2006, str. 112). Prve študije na temo dvojnega primanjkljaja so bile narejene na primeru ameriškega gospodarstva v osemdesetih letih. To obdobje je zaznamovala ekonomska politika takratnega ameriškega predsednika, ki je bila usmerjena v zniževanje davčnih stopenj z namenom, da bi se spodbudilo domače varčevanje in s tem gospodarska rast. Žal je takšen ukrep vodil v javnofinančni primanjkljaj, ki je posledično negativno vplival tudi na ameriško plačilno bilanco. Ponovna recesija ameriškega gospodarstva, leta 2001, je ekonomiste zopet spodbudila k proučevanju fenomena dvojnega primanjkljaja. Na podlagi študij, ki so bile narejene do zdaj, se ugotavlja, da je v času gospodarske nestabilnosti večja verjetnost za obstoj dvojnega primanjkljaja, zato intenzivnost njegovega proučevanja pričakujemo v naslednjem obdobju. Opisanemu oziroma tradicionalnemu pristopu pa nasprotuje t.i. rikardijanska ekvivalenca, ki zagovarja daljnovidnost ekonomskih subjektov, ki se kaže v racionalnem obnašanju oz. varčevanju za prihodnje generacije. Večina študij je bila v preteklosti omejena na ameriško gospodarstvo. Ob prelomu tisočletja so bile objavljene študije ekonomistov: McCoskey in Kao (1999), Taylor (2002), ki na primeru različnih struktur držav poskušajo razložiti povezavo med primanjkljajema. V zadnjih letih se pojavljajo študije, ki se osredotočajo na proučevanje dvojnega primanjkljaja v državah članicah Evropske unije (v nadaljevanju EU) in njenih kandidatkah. Omenjena skupina držav bo predmet magistrskega dela. Tako stara petnajsterica kot tudi tiste države, ki so se kasneje pridružile EU, beležijo v zadnjih letih istosmerna gibanja primanjkljajev. Predvsem pa je dvojni primanjkljaj realnost »tranzicijskih« držav, torej tistih, ki so v EU vstopile po letu 2004. Te so v proučevanem obdobju beležile visoke pritoke investicij, kar je predvsem negativno vplivalo na tekoči račun plačilne bilance in na drugi strani visoke proračunske izdatke, predvsem na račun prilagajanja in usklajevanja lastnih zakonodaj evropskim standardom.

Cilj magistrskega dela je na podlagi dosedanjih empiričnih študij prikazati sprva teoretično povezavo med bilanco tekočega računa in bilanco javnih financ, njuno povezanost z ostalimi makroekonomskimi spremenljivkami in na kratko predstaviti ključne ugotovitve in analitično primerjavo med študijami. S pomočjo rezultatov empiričnega dela se bo potrdila ali zavrnila veljavnosti hipoteze dvojnega primanjkljaja za države, ki so se EU priključile po letu 2004, ter potrdila oz. zavrnila veljavnosti le-te v starih državah članicah. Deskriptivna oz. opisna analiza primarnih in sekundarnih virov, strokovnih člankov z najnovejšimi spoznanji iz teorije in prakse na proučevanem področju, bodo predmet

začetnih poglavij. Kompilacijska metoda, ki bo združevala ideje in dognanja drugih avtorjev na proučevanem področju, ter komperativna metoda, ki bo predstavila agrumente za in proti fenomenu dvojnega primanjkljaja v proučevanih državah, bodo uvod v empirično analizo samega dela. Osrednji del predstavlja analiza panelnega modela. Proučevani vzorec zajema 27 držav članic in 3 države kandidatke. Letni podatki v obdobju od leta 1995 do leta 2008 so zajeti za pet spremenljivk vključenih v model, to so: bilanca tekočega računa, bilanca javnih financ, investicije, logaritem relativnega realnega dohodka na prebivalca in logaritem realnega efektivnega deviznega tečaja. Ključne ugotovitve bodo dane na podlagi rezultatov različnih metodologij: pooled OLS, FGLS, two way FEM in REM, OLS-PSCE.

Magistrsko delo v prvem poglavju predstavlja pomen javnofinančnega neravnotežja v gospodarstvu: vpliv njegovega financiranja na javni dolg in raven cen v državi ter njegovo korelacijo z deviznim tečajem. Slednja spremenljivka je bila dolgo časa zanemarjena od preučevalcev, saj je veljalo prepričanje, da fiskalna politika nima vpliva na devizni tečaj in da je ta pomemben le z vidika investicij. V nadaljevanju prvega poglavja sta na podoben način predstavljena vpliv in pomen primanjkljaja v tekočem računu. Dodelana teoretična razlaga je ključnega pomena za definiranje hipoteze dvojnega primanjkljaja v drugem poglavju, v katerem so predstavljene tudi temeljne predpostavke keynesianskega pristopa, rikardijanske ekvivalence in Feldstein-Horioka uganke. Gre za dva različna pogleda na tematiko dvojnega primanjkljaja in pomen povezanosti med domačim varčevanjem in domačimi investicijami. Povzetek empiričnih študij, ki so bile v zadnjem desetletju objavljene na temo dvojnega primanjkljaja, upoštevajoč predhodno omenjene pristope, so predstavljene v tretjem poglavju. Poudarek je predvsem na velikosti zajetih vzorcev, uporabljeni metodologiji in seveda ugotovitvah. V četrtem poglavju so predstavljene skupne značilnosti tridesetih držav, zajetih v vzorec. Ravno na njihovi osnovi se oblikujeta dve skupini držav: prvo sestavljajo »stare« države članice (v nadaljevanju EU 15), drugo pa države, ki so se evropski družini priključile po letu 2004, vključujoč tri države kandidatke (v nadaljevanju EU 12+3). Opisna statistika in korelacija med vključenimi spremenljivkami kažeta prve neempirične ugotovitve. Makroekonomsko ozadje držav predstavlja iztočnico za empirično analizo, ki je predmet petega poglavja. V petem poglavju so predstavljeni metodološki koncepti, podatki, osnove empiričnega modela in preverjanja njegove ustreznosti. V nadaljevanju magistrskega dela so podane ocene parcialnih korelacijskih koeficientov in rezultatov empiričnega modela. Na podlagi teoretičnih izhodišč, strukture podatkov in ocen regresijskega modela so podane osnovne ugotovitve celotne analize. S sklepno mislijo in povzetkom ključnih ugotovitev se zaključi magistrsko delo.

1 JAVNE FINANCE IN TEKOČI RAČUN PLAČILNE BILANCE

1.1 Javnofinančno ravnovesje in fiskalna politika

Država mora, tako kot gospodinjstva in podjetja, uskladiti svoje prihodke in izdatke. Stran izdatkov predstavljata dve skupini, in sicer: državni izdatki (v nadaljevanju G), katerih del so javna potrošnja, javne investicije in transferna plačila, prek katerih se kažejo stabilizacijska vloga fiskalne politike in obresti za poplačilo akumuliranega javnega dolga (v nadaljevanju iB) (Gärtner, 2004, str. 202).

Osnovni vir državnih prihodkov predstavljajo davki (v nadaljevanju T) (Priloga 1). Na določeni točki poslovnega cikla je dovoljeno, da proračun zaide v primanjkljaj ali presežek (Enačbi (1), (2)). Senjur trdi, da med recesijo, ko raven ekonomske aktivnosti upada, proračun zaide v primanjkljaj. Zato bi vsako povečanje davčnih stopenj (v nadaljevanju t) ali krčenje državnih izdatkov poglobilo recesijo (Senjur, 2001, str. 401).

O javnofinančnem primanjkljaju govorimo, ko izdatki presegajo proračunske prihodke ($G > T$). Takšno stanje od države zahteva, da zagotovi denar za poplačilo primanjkljaja. To lahko naredi z izdajo obveznic, emisijo denarja ali z zmanjševanjem deviznih rezerv centralne banke (CB) (Vyshnyak, 2000, str. 7). Način financiranja javnofinančnega primanjkljaja vpliva na ključne makroekonomske spremenljivke (več o tem v poglavju 1.1.2).

$$JF = G + iB - T \quad (1)$$

Za namene teoretične in empirične razlage upoštevamo definicijo primarnega primanjkljaja (enačba 2), ki ne upošteva poplačila obresti za javni dolg.

$$JF < 0 = T - G; G > T \quad (2)$$

1.1.1 Javnofinančni primanjkljaj, varčevanje, investicije in gospodarska rast

Pomen JF primanjkljaja za gospodarsko aktivnost je prikazan z enačbo nacionalnih računov (Gärtner, 1997, str. 206):

$$S - I + T - G + M - X = 0 \quad (3)$$

S preoblikovanjem Enačbe (3) dobimo:

$$I + (X - M) = S + (T - G) \quad (4)$$

Leva stran enačbe predstavlja celotne domače investicije v državi, desna pa celotno domače varčevanje ($I = S$). Ob predpostavki, da je ($M = 0, X = 0$), dobimo:

$$I = S + T - G \quad (5)$$

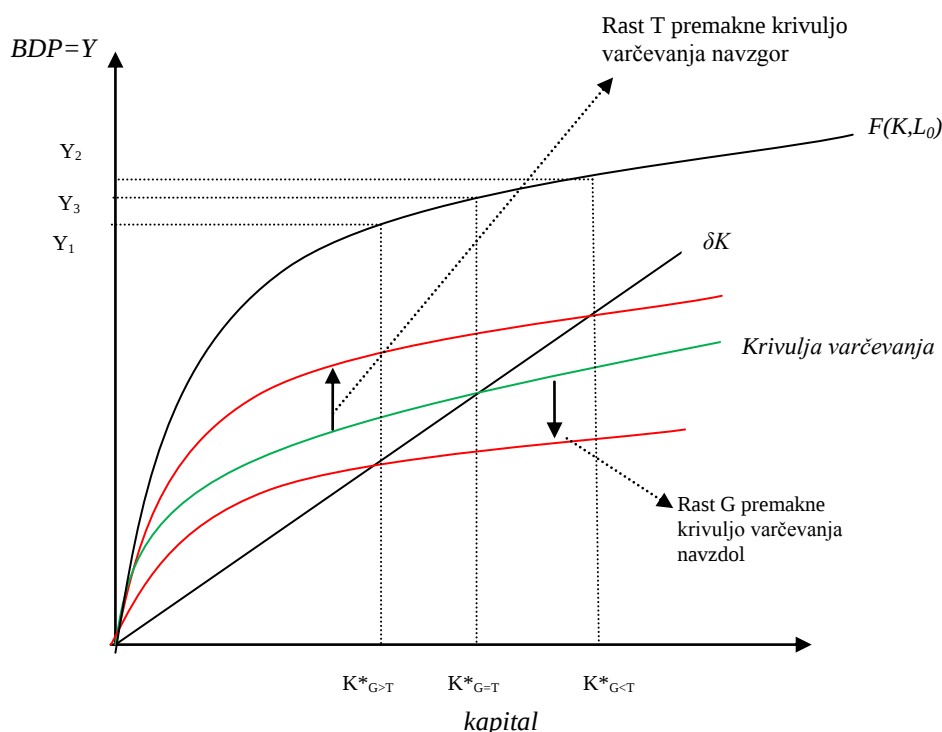
Ekonomski subjekti privarčujejo del razpoložljivega dohodka $(Y - T)$. Zaradi poenostavitve se predpostavlja, da je stopnja varčevanja konstantna ($S = s(Y - T) \rightarrow s = 1 - c$), dobimo:

$$I = s(Y - T) + T - G \quad (6)$$

Da bi lahko prikazali teoretični vpliv na gospodarstvo, vključimo produkcijsko funkcijo ($Y = F(K, L)$)¹, iz katere izhaja, da se obseg kapitala (K) spremeni, ko obseg I preseže amortizacijo obstoječega kapitala ($\Delta K = I - \delta K$). Naštete predpostavke vstavimo v enačbo 6 in dobimo:

$$\Delta K = sF(K, L) + (1 - s)T - G - \delta K \quad (7)$$

Slika 1: Visoki državni izdatki



Vir: M. Gärtner: *A Primer in European Fiscal Rules*, 1997, str. 207.

Slika 1 kaže, da rast državnih izdatkov premakne krivuljo varčevanja navzdol, zato se zmanjša obseg kapitala in se vzpostavi novo ravnotežje (angl. *steady-state*) v gospodarstvu pri nižjem dohodku. Nasproten učinek ima povečanje davkov, ki dejansko poveča obseg razpoložljivega kapitala, kar prispeva k novemu ravnotežnemu stanju pri višjem dohodku (Enačbi (6), (7)). Kljub pozitivnemu učinku davkov pa povečanje teh ni priporočljivo. Eden od razlogov, ki jih navaja Gärtner, je v dejstvu, da država zapravi vse, kar dobi, to pomeni, da bi se ob povečanju davkov tudi javni izdatki povečali. Slednji pa ne bi imeli pozitivnega učinka, saj bi se novo ravnotežje vzpostavilo pri nižjem dohodku. Drugi

¹ Produkcijska funkcija kaže, da je obseg dohodka v gospodarstvu odvisen od ravni kapitala in delovne sile.

argument proti povečevanju davkov leži v učinku izrivanja, saj višji davki dejansko znižujejo zasebno varčevanje, s čimer se zavira gospodarska rast (angl. *crowding out effect*) (Gärtner, 2002 str. 207–211).

1.1.2 Financiranje javnofinančnega primanjkljaja

Iz predhodnega poglavja je bilo moč ugotoviti, da uravnotežene javne finance vodijo v stabilno gospodarstvo. Vendar se žal večina držav, ki so vključene v empirični del magistrskega dela, spopada z neuravnoteženimi javnimi financami. Teoretično je vsaka raven javnofinančnega primanjkljaja sprejemljiva, v kolikor lahko država brez omejitev povečuje svoje obveznosti. Ravno zaradi vedno večjih zahtev, ki se pojavljajo na mednarodnih finančnih trgih, je dostopnost finančnih sredstev zelo omejena in zato fiskalna vzdržnost ključnega pomena za makroekonomsko stabilnost. Magistrsko delo v nadaljevanju predstavlja vpliv financiranja javnofinančnega primanjkljaja na javni dolg, gospodarstvo in inflacijo.

1.1.2.1 Financiranje javnofinančnega primanjkljaja z izdajanjem obveznic

Centralna banka se odloči, da ne bo izdajala dodatnega denarja, s katerim bi financirala javnofinančni primanjkljaj. Iz tega sledi, da bo količina denarja v obtoku ostala nespremenjena ($\Delta M = 0$). Poleg tega država teži k stabilnosti javnih financ, zato velja naslednja proračunska omejitev (Romer, 2000, str. 157):

$$T + \Delta B = G + iB \quad (8)$$

Enačba (8) kaže, da je sprememba v javnem dolgu (ΔB), ki je odvisna od javnofinančnega primanjkljaja oz. presežka, povezana z ravno javnega dolga (B). Stabiliziranje javnega dolga zahteva, da se ta ne spreminja ($\Delta B = 0$). To pa se zgodi zgolj v primeru, ko primarni primanjkljaj (Enačba (2)) poplača obresti za javni dolg (i).

$$T - G = iB \quad (9)$$

Maastrichtski kriteriji (glej str. 9) zahtevajo od države, da delež javnega dolga v bruto domačem proizvodu ($BDP=Y$) ($\frac{B}{Y}$) ne sme presegati 60 odstotkov BDP-ja. Zagotavljanje fiskalne stabilnosti zahteva izpolnitev še enega fiskalnega kriterija, ki pravi, da javnofinančni primanjkljaj ne sme presegati 3 odstotkov BDP-ja ($\frac{\Delta B}{Y}$). Zaradi poenostavitve same izpeljave je potrebna še predpostavka o konstantni ravni cen v državi ($P = 1$). Enačbo (8) delimo z Y , da dobimo stopnje ($b = \frac{B}{Y}$, $g = \frac{G}{Y}$, $t = \frac{T}{Y}$)².

$$\frac{\Delta B}{Y} + t = g + ib \quad (10)$$

² V tem poglavju t izjemoma označujemo kot davčno stopnjo. V nadaljevanju magistrskega dela t označujemo kot časovno spremenljivko.

Vendar $\frac{\Delta B}{Y} \neq \Delta\left(\frac{B}{Y}\right)$, saj leva stran neenačaja predstavlja stopnjo javnofinančnega primanjkljaja (glej zgoraj), desna pa meri spremembo preteklega akumuliranega javnega dolga v BDP-ju. Povezava med omenjenima stopnjama je možna skozi definicijo $b \equiv \frac{B}{Y}$, iz česar sledi: $B \equiv bY$. Za majhne spremembe b in Y se lahko uporabi približek:

$$\Delta B = \Delta bY + \Delta Yb \quad (11)$$

Obe strani delimo z Y :

$$\frac{\Delta B}{Y} = \Delta b + yb \quad (12)$$

V Enačbi (12) predstavlja $y \equiv \frac{\Delta Y}{Y}$ rast dohodka. Ker velja, da je inflacija enaka 0 ($\pi = 0$), je tudi nominalna obrestna mera enaka realni obrestni meri ($i = r$). Če vstavimo Enačbo (12) v Enačbo (10), dobimo:

$$\Delta b = g - t + (r - y)b \quad (13)$$

Diferencialna Enačba (13) kaže, kako se javni dolg kot delež BDP-ja spreminja skozi čas. V primeru, ko se slednji ne spreminja ($\Delta b = 0$), dobimo ravnotežno stopnjo dolga:

$$b^* = \frac{g - t}{y - r} \quad (14)$$

Enačba (14) nudi štiri možne scenarije (Romer, 2002, str. 158):

- a) Stabilno makroekonomsko stanje A: $g - t > 0$ (primarni primanjkljaj) $\wedge y > r$. Glede na stanje primarnega primanjkljaja in stopnje rasti BDP-ja ter realnih obrestnih mer bo delež dolga v BDP-ju (b) na dolgi rok limitiral k nič oziroma k uravnoteženi stopnji dolga (b^*). Rast realnih obrestnih mer določa rast javnega dolga, če je ta financiran z izdajanjem obveznic. Stabilna gospodarska rast in stabilnost na monetarnem področju zmanjšujeta pritisk na javne finance, s čimer se pretekli javni dolg zmanjšuje.
- b) Stabilno makroekonomsko stanje B: $g - t < 0$ (primarni presežek) $\wedge y > r$. V tem primeru javnofinančni presežek pozitivno vpliva na spodbujanje investicij oz. ustvarjanje ugodne podjetne klime v gospodarstvu, na podlagi česar se spodbuja in krepi gospodarska rast.
- c) Nestabilno makroekonomsko stanje A: $g - t > 0$ (primarni primanjkljaj) $\wedge y < r$. Država v tem primeru financira primanjkljaj z izdajanjem obveznic oz. zadolževanjem v tujini, kar zvišuje raven cen v gospodarstvu in s tem realne obrestne mere. Slednje lahko spodbudijo pritok spekulativnega kapitala, kar pripelje do apreciacije domače valute in s tem slabšanje konkurenčnosti domačega gospodarstva ter ustvarjanja primanjkljaja v trgovinski bilanci. Takšno stanje je nestabilno, saj vsaka majhna

sprememba bistveno vpliva na stopnjo javnega dolga. Stabilizacija je možna zgolj v primeru načrtnega zmanjševanja javnofinančnega primanjkljaja.

- d) Nestabilno makroekonomsko stanje B: $g - t < 0$ (primarni presežek) $\wedge y < r$. V tem primeru je ravnotežje možno zgolj v primeru, da država pogloblja javni dolg. Javnofinančni presežek se ne usmerja v spodbujanje gospodarske aktivnosti, zato gre za popolni primer nesmoternega ravnanja države.

1.1.2.2 Financiranje javnofinančnega primanjkljaja z izdajanjem količine denarja v obtoku

Splošna proračunska omejitev je (Romer, 2000, str. 158):

$$T + \Delta B + \Delta M = G + iB \quad (15)$$

Ker so vse zgornje spremenljivke nominalne, jih je potrebno deliti z ravno cen, da bi dobili realne vrednosti. Poleg tega pa jih delimo še z Y , da dobimo stopnje:

$$\frac{\Delta B}{PY} + \frac{\Delta M}{PY} + t = g + ib \quad (16)$$

V izrazu $\frac{\Delta B}{PY}$ preuredimo in za B vstavimo $b \equiv \frac{B}{PY}$:

$$\frac{\Delta B}{PY} = \Delta b + (\pi + y)b \quad (17)$$

Stopnja financiranja z denarjem ($\frac{\Delta M}{PY}$) je lahko izražena na naslednji način:

$$\frac{\Delta M}{PY} = \frac{\Delta M}{M} \frac{M}{PY} = \mu m \quad (18)$$

Kjer je $m \equiv \frac{M}{PY}$ realna vrednost denarja, μ pa je stopnja rasti denarja. Sedaj vstavimo Enačbi (17) in (18) v Enačbo (16) ter dobimo:

$$\Delta b = g - t - \mu m - (y - r)b \quad (19)$$

Enačba (19) kaže, da je proces stabilnosti odvisen od stopnje rasti BDP-ja in realnih obrestnih mer. Za razliko od Enačbe (13), Enačba (19) ne pogojuje konstantne ravni cen oz. dopušča možnost inflacije ($\pi \neq 0$). Poleg tega je opaziti še eno razliko, kjer je sprememba dolga odvisna tudi od obsega denarnega financiranja glede na BDP. Prihodek, ki ga zaradi dodatnega denarja v obtoku dobi država, je bolj poznan kot inflacijski davek (angl. *seignorage*) (Romer, 2000, str. 159).

1.1.3 Vzdržnost javnofinančnega primanjkljaja

Ekonomska literatura o stabilnosti javnih financ govori takrat, ko je prihodnja vrednost primarnih javnofinančnih presežkov enaka trenutni ravni javnega dolga. Gre za medčasovno opredelitev vzdržljivosti javnih financ, pri kateri se države poskušajo izogniti

akumulaciji javnega dolga in ga s časoma celo sanirati, s čimer se izognejo ne-solventnemu tveganju. Vzdržna fiskalna politika je tista, ki drastično ne spreminja svojih prihodkovnih in odhodkovnih instrumentov. Krejdl (2006) navaja različne indikatorje vzdržljivosti javnofinančnega primanjkljaja. Prvi med njimi je primarni razkorak (angl. *primary gap*), ki meri razkorak med vzdržno in dejansko ravno javnofinančnega primanjkljaja. Sicer je to osnovni pokazatelj reagiranja fiskalne politike v državi, vendar vsekakor ne bi smel biti edini, saj zanemarljivo pritisk na izdatke v prihodnosti, predvsem tiste, ki so povezani s staranjem prebivalstva. Drugi indikator je davčni razkorak (angl. *tax gap*), ki kaže razliko med dejanskim in vzdržnim deležem davčnih prihodkov v BDP-ju. Vzdržni delež prihodov je definiran kot tisti, ki onemogoča financiranje prihodnje potrošnje. Empirične študije so pokazale, da je primarni razkorak najbolj pogosto uporabljen indikator, a kljub temu ne najboljši, saj temelji na preteklih dogodkih in ne na predvidevanjih (Krejdl, 2006, str. 2). Večina ekonomskih študij se danes osredotoča na tematiko demografskih sprememb. Študija IMF (2006) ocenjuje, da se bo BDP zaradi sprememb na omenjenem področju v državah Srednje in Vzhodne Evrope (SVE) v obdobju 2000–2050 zmanjšal za 0,5-odstotne točke. Takšno znižanje bo seveda imelo negativen vpliv na davčne prihodke iz naslova dela, saj se bo število delovno aktivnega prebivalstva zmanjšalo, kar bo še dodatno omejilo rast BDP-ja. Največji pritisk pa se bo pojavil na javnih izdatkih, zlasti na področju pokojnin ter zdravstvene in socialne varnosti. Zaskrbljujoča je napoved za nekatere evropske države, predvsem Portugalsko, katere izdatki iz naslova pokojnin so v letu 2004 znašali 11 odstotkov BDP-ja, medtem ko se pričakuje, da bodo leta 2050 dosegli že 21 odstotkov (Almenberg & Nickel, 2006, str. 8, 9).

Pomena stabilnih javnih financ se zaveda tudi EU, saj je že s podpisom pogodbe v Maastrichtu, leta 1992, opredelila način usklajevanja javnih financ s proračunskimi potrebami za države članice, ki želijo vstopiti v ekonomsko in monetarno unijo (v nadaljevanju EMU) (Afonso, 2006, str. 34)³. Poleg omenjene ustanovitvene pogodbe je stabilnost javnih financ opredeljena tudi v paktu o stabilnosti in rasti, ki je pomemben mejnik za države kandidatke (angl. *Stability and Growth Pact*) (v nadaljevanju SGP). Kljub zapisanim pravilom v ustanovitvenem aktu EU je v povprečju večina držav, ki so pristopile k »stari« petnajsterici po letu 2004⁴, beležila javnofinančne primanjkljaje. V nekaterih državah so primanjkljaji krepko presegli 3 odstotke BDP-ja, izjema je Slovenija in Baltske države. V preteklosti se je v EU največ pozornosti usmerjalo na države

³ Maastrichtska pogodba opredeljuje tri fiskalne kriterije, in sicer (Program vstopa v ERM II in prevzem evra, 2003, str. 25):

- a) Javnofinančni primanjkljaj ne sme presegati 3 odstotkov BDP-ja, razen če je to razmerje znatno in neprestano upadalo ter dosegalo raven blizu referenčne vrednosti ali v drugem primeru, ko je prekoračitev referenčne vrednosti zgolj izjemna in začasna ter razmerje ostaja blizu referenčne vrednosti.
- b) Javni dolg ne sme presegati 60 odstotkov BDP-ja, razen če se to razmerje zadostno zmanjšuje in z zadovoljivo hitrostjo dosega referenčno vrednost.

⁴ Za omenjene države se v nadaljevanju uporablja kratica EU 12+3.

pristopnice ali kandidatke predvsem zaradi vzpostavljanja stabilnosti gospodarstev teh in zagotavljanja njihove realne konvergence. Problematika preseganja zapisanega mejnika pa ni značilna samo za države pristopnice. Tudi države članice EU 15 se soočajo z velikimi težavami, predvsem Francija, Španija in Grčija bistveno presegajo referenčne vrednosti (Corriceli, 2004, str. 3). Omemba pomembnosti fiskalne politike je zapisana tudi v lizbonski pogodbi, katere ratifikacija se je dokončno zgodila v letu 2009, kljub njenemu podpisu že leta 2000. K zavlačevanju njene veljavnosti je možno pripisati tudi člene, zapisane na temo fiskalne politike, saj ti bistveno omejujejo uporabo fiskalnih instrumentov. Problemi se bodo še dodatno poglobili z globalno finančno krizo, kateri smo priča danes.

1.1.4 Vpliv fiskalne politike na devizni tečaj

V preteklosti je veljalo, da so ključne determinante deviznega tečaja monetarne spremenljivke in da na njegovo ravnotežje vpliva dogajanje na mednarodnem finančnem trgu. Na drugi strani zagovorniki Ricardove ekonomske teorije trdijo, da so devizni tečaj, raven cen in javnofinančni primanjkljaj oz. presežek zgolj posledica usklajevanja medčasovne proračunske omejitve. Annicchiarico (2003) s svojo študijo ovrže predhodne trditve in pokaže tako kratkoročno kot tudi dolgoročno povezavo med fiskalno politiko in deviznim tečajem. Z vidika magistrskega dela je pomembna omemba tega, saj zagovorniki hipoteze dvojnega primanjkljaja trdijo, da primanjkljaja v javnih financah in tekočem računu vodita v apreciacijo valute.

1.1.4.1 Kratkoročni vplivi fiskalne ekspanzije

Model, povzet po Annicchiarico (2003), predpostavlja, da se gospodarstvo nahaja v ravnotežju, in da so ključne makroekonomske spremenljivke uravnotežene. V primeru, ko se država odloči, da bo trajno znižala davke, se takšna odločitev odrazi na potrošnji in nominalnem deviznem tečaju (E_{nom}), kar kaže naslednja enačba:

$$E_{nom} = \frac{M}{E} = \frac{\eta C}{r^*} \quad (20)$$

Potrošnja in devizni tečaj (E) se takoj odzoveta na ukrep fiskalne politike. Delni odvodi glede na potrošnjo in devizni tečaj potrdijo naslednjo povezavo:

$$\begin{aligned} C &= C(I_{tuje}, T) & C_{I_{tuje}} > 0; C_T > 0 \\ E &= E(I_{tuje}, T) & E_{I_{tuje}} > 0; E_T < 0 \end{aligned} \quad (21)$$

Potrošnja je pozitivno povezana z davki in obsegom tujih sredstev (I_{tuje}). Večji obseg tujih sredstev pozitivno vpliva na devizni tečaj (apreciacija). Ravno nasprotni učinek na devizni tečaj pa ima povečanje davkov (depresiasija).

Enačba (20) predpostavlja, da se zaradi zniževanja davkov nominalna vrednost denarja (M) ne spreminja, a kljub temu je obseg razpoložljivega dohodka večji, zato se nominalni devizni tečaj odzove na ukrepe fiskalne politike. Sklepa se, da je realna vrednost denarja (M^R) funkcija investicij in davkov:

$$M^R = M^R(I_{tue}, T) \quad M^R_T > 0; M^R_F > 0 \quad (22)$$

Povečanje tujih sredstev vpliva na izboljšanje infrastrukture, ki posledično stimulira potrošnjo in vrednost realnega denarja oziroma povečuje obseg razpoložljivega dohodka. Posledično se poveča potreba po zviševanju realne vrednosti denarja. Ravno povečano povpraševanje po domači valuti se kaže v njeni apreciaciji. Annicchiarico ugotavlja, da se zniževanje davkov kaže v apreciaciji deviznega tečaja in povečanju tako potrošnje kot tudi realne vrednosti denarja ne glede na način financiranja javnofinančnega primanjkljaja. Ugotavlja tudi, da so kratkoročni učinki večji v primeru, ko se javnofinančni primanjkljaj financira z emisijo denarja, kar je potrjeno tudi v poglavju 1.1.2 (Annicchiarico, 2003, str. 17-23).

1.1.4.2 Dolgoročni vplivi fiskalne ekspanzije

Dolgoročno ravnotežje je vzpostavljeno, ko velja naslednja enakost:

$$M^R(t) = F(t) = C(t) = 0^* \quad (23)$$

V primeru mešanega financiranja primanjkljaja se predpostavlja, da država financira javnofinančni primanjkljaj s seignoragom⁵ in deloma z zniževanjem davkov (glej 1.1.2). Dolgoročni učinek je odvisen predvsem od stopnje davčnega financiranja. V kolikor je seignorage osnovni vir financiranja primanjkljaja, potem se bosta raven tujih sredstev in potrošnja dolgoročno povečali čez njuno povprečno mejo. V kolikor pa je obdavčevanje uporabljeno zgolj kot sredstvo, s katerim se zapira primanjkljaj, bosta potrošnja in raven tujih sredstev na dolgi rok upadla. Seveda obstaja tudi meja davčnega financiranja, pri kateri povečanje davkov ne bi imelo dolgoročnega vpliva na potrošnjo in raven tujih sredstev (Annicchiarico, 2003, str. 17–23).

Glavna ugotovitev omenjene študije kaže, da v primeru, ko država poskuša zagotoviti medčasovno proračunsko omejitev z zniževanjem davkov, gospodarstvo na dolgi rok zabeleži deprecijacijo domače valute. Po začetnem fiskalnem šoku pride do apreciacije deviznega tečaja, vendar v nekem dolgoročnem obdobju deprecira kot posledica vzpostavitve novega ravnotežnega stanja. Skozi celoten proces prilagajanja se država sooča s primanjkljajem v tekočem računu, saj sta zasebna potrošnja in finančno premoženje pod začetno ravnjo. Povsem drugačna slika se pokaže, ko se država odloči za denarno financiranje primanjkljaja. V tem primeru se finančno premoženje trenutne

⁵ Seignorage je neto prihodek države, ki predstavlja razliko med stroški tiskanja denarja in dejansko vrednostjo tega.

generacije načeloma znižuje, zato pride tudi do upadanja potrošnje, vendar pa na drugi strani država zabeleži presežek v tekočem računu. Skozi proces prilagajanja prihaja do zmanjšanja tujih sredstev kot rezultat zmanjšane domače potrošnje, povečane inflacije in zmanjšane realne vrednosti denarja. Zmanjševanje obsega tujih sredstev se preneha na stopnji, ko se domača potrošnja zmanjša do stopnje, ko država zabeleži presežek v tekočem računu.

Potrditve omenjene teze je podana tudi s študijo Aloy, Moreno-Dodson in Nancy (2008), ki ugotavlja, da vsako povečanje davčnih stopenj, ob pogoju, da je delež javnih izdatkov večji od deleža uvoza v BDP-ju, stimulira pritok kapitala vsaj na kratek rok in povzroči depreciacijo realnega deviznega tečaja. Na dolgi rok fiskalna politika vpliva na realni efektivni devizni tečaj in s tem posledično na zunanjo konkurenčnost gospodarstva. Več o njuni povezanosti v poglavju 2.2.

1.2 Tekoči račun plačilne bilance

Plačilna bilanca je sistematičen zapis vseh ekonomskih transakcij rezidentov ene države z rezidenti drugih držav v določenem časovnem obdobju. Zajema tekoči račun, kapitalsko-finančni račun, napake in izpustitve ter mednarodne denarne rezerve (MDR)⁶ (Priloga 2). Tekoči račun vključuje prilive oziroma odlive tako od blagovne menjave kakor tudi od menjave storitev, dohodkov in enostranskih transferjev, torej od celotne »vidne« in »nevidne« zunanje trgovine države, in dejansko kaže, koliko deviznih prilivov oziroma odlivov ustvari država s svojimi rednimi dejavnostmi (Mrak, 2002, str. 7).

Tekoči račun (angl. *current account*) je indikator ekonomske aktivnosti in ima pomembno vlogo pri odločanju o nadaljnjih ukrepih ekonomske politike. Kaže stopnjo varčevanja in investicij v gospodarstvu. Povezan je z javnofinančnim ravnotežjem in z zasebnim varčevanjem, ki sta med drugim tudi ključna dejavnika gospodarske rasti. Poleg naštetega tekoči račun odraža razliko med izvozom in uvozom, s čimer prikazuje stanje na trgu dobrin in storitev ter hkrati prek neto obveznosti oz. terjatev države do preostalega dela sveta kaže medčasovne odločitve domačih in tujih rezidentov (Aristovnik, 2007, str. 1). Primanjkljaj v tekočem računu pomeni, da država s svojimi rednimi dejavnostmi ne ustvari dovolj deviznih sredstev, kot jih potrebuje. Zato mora primanjkljaj teh sredstev nadomestiti s prilivom kapitala v obliki povečanja svojih obveznosti do tujine ali z zmanjšanjem svojih terjatev do tujine (Mrak, 2002, str. 13–26). V nadaljevanju magistrsko delo z enačbo

⁶ Mednarodne denarne rezerve (MDR) so definirane v peti izdaji Plačilnobilančnega priročnika, ki ga je izdal Mednarodni denarni sklad (MDS) kot skupno metodologijo, po kateri države pripravljajo podatke o ekonomskih odnosih z nerezidenti. Po definiciji so MDR tista zunanja imetja, denominirana v tuji valuti (terjatve do nerezidentov), ki so prosto dostopna in kontrolirana od monetarne oblasti za namene financiranja v primerih PB neravnovesja, poseganja na mednarodne finančne trge zaradi zagotavljanja stabilnosti menjalnega tečaja domače valute ter za druge namene (IMF, 1995, str. 105).

nacionalnih računov in absorpcijske teorije kaže teoretično povezavo med investicijami in varčevanjem ter povezavo med posameznimi deli plačilne bilance.

Enačba (24) pravi, da se dohodek države razdeli na potrošnjo (C) in domače varčevanje (S_d).

$$Y = C + S_d \quad (24)$$

Porabo dobrin (A) (angl. *absorbtion*) je mogoče razdeliti na izdatke za potrošnjo in na izdatke za domače investicije (I_d).

$$A = C + I_d \quad (25)$$

Enačbi (24) in (25) združimo in dobimo:

$$Y - A = S_d - I_d \quad (26)$$

Ko obseg BDP-ja presega domačo potrošnjo, je domače varčevanje večje od domačih investicij. To pomeni, da je država v tem primeru neto izvoznica kapitala. Deli plačilne bilance so med seboj izjemno povezani in v skladu s pravili Mednarodnega denarnega sklada (MDS), zato mora ta biti na koncu izravnana.

Proizvodnjo neke države je mogoče nameniti za domačo porabo (A_d) in izvoz.

$$Y = A_d + X \quad (27)$$

Celotno porabo dobrin v državi sestavljajo poraba domačih dobrin kot tudi dobrine in storitve iz uvoza (M).

$$A = A_d + M \quad (28)$$

Enačbi (27) in (28) omogočita naslednjo ekvivalenco:

$$S_d - I_d = X - M \quad (29)$$

Enačba (29) kaže, da v primeru, ko velja naslednja neenakost: $S_d > I_d$, država beleži presežek v tekočem računu ($TR > 0$). Zaradi načela enakosti plačilne bilance takšno stanje pomeni, da ima država primanjkljaj v kapitalsko-finančnem računu ($KFR < 0$), saj obseg izvoza presega obseg uvoza blaga in storitev ($X > M$). Država je v tem primeru neto izvoznica kapitala (Enačba (26)). Takšno stanje vpliva na povečanje MDR. Enačba (29) kaže, da država lahko akumulira tuja sredstva ali pa prodaja svoje premoženje tujcem. Tako imajo države, ki beležijo visoke pritoke kapitala (neto uvoznice kapitala), predvsem v obliki neposrednih tujih investicij (NTI) primanjkljaje v svojih tekočih računih. Akumuliran primanjkljaj v tekočem računu je enak zunanjemu dolgu v določenem

obdobju, za katerega mora država plačevati obresti. Omenjene obveznosti poravnava s presežkom svojega izvoza. Primanjkljaj v tekočem računu mora biti vzdržan predvsem na dolgi rok. Na splošno je ta vzdržan, v kolikor je lahko financiran s pritoki kapitala. Težava se pojavi, ko država nima dostopa oz. ima omejen dostop do sredstev na mednarodnem trgu kapitala. Nekatere študije so pokazale, da je usklajeno delovanje tako tekočega kot kapitalsko-finančnega računa značilno za razvite države. Medtem ko za razvijajoče se države velja, da kapitalsko-finančni račun spodbuja primanjkljaj v tekočem računu, kar gre pripisati predvsem omejeni mobilnosti kapitala in visokemu deležu bančnih posojil (Hodon Yan, 2001, str. 3).

1.2.1 Vzroki in vrste plačilnobilančnega neravnotežja

Primanjkljaj v tekočem računu je lahko posledica zmanjševanja zasebnega varčevanja, povečanja investicij ali javnofinančnega primanjkljaja. Skrb zbujajoč je predvsem takrat, ko se pojavi trend dolgoročnega zmanjševanja zasebnega varčevanja ali naraščajočega javnofinančnega primanjkljaja (glej str. 8–9). Država v tem primeru zmanjšuje obstoječe devizne rezerve ali pa si izposoja denar na mednarodnih trgih kapitala z namenom, da bi raven potrošnje ohranila na sprejemljivi ravni. Manjši vzrok za skrb predstavlja primanjkljaj v tekočem računu, ki je posledica porasta investicij, saj država na tak način hitreje povečuje zalogo kapitala in s tem zagotavlja gospodarsko rast (Enačba (7), Slika 1) (Aristovnik, 2006, str. 146). Podobno tudi Gruber in Kamin (2005) v svoji študiji med vzroke za nastanek primanjkljaja v tekočem računu navajata fiskalno ekspanzijo, ki prek spodbujanja domače potrošnje vodi v višje obrestne mere in s tem povečan pritok tujega kapitala. Dodatne vzroke za primanjkljaj vidita tudi v padcu stopnje zasebnega varčevanja, visoki stopnji produktivnosti, popolni mobilnosti kapitala in gospodarskih krizah na razvijajočih se trgih (Gruber & Kamin, 2005 str. 7–9).

Mrak deli vzroke za nastanek plačilnobilančnega neravnotežja na kratkoročne, to so reverzibilne in enkratne motnje, ki so pomembne z vidika zunanje likvidnosti; ter na dolgoročne vzroke, ki pa so ključni z vidika gospodarskega razvoja. V tem sklopu govori o tako imenovanih kontinuiranih in progresivnih motnjah (Mrak, 2002, str. 36–37). Dolgoročne vzroke ekonomska teorija deli na strukturne in monetarne. Strukturni vzroki zahtevajo prerazdelitev proizvodnih resursov v gospodarstvu in se kažejo predvsem v neravnotežju med obsegom domačega varčevanja in investicij. Ena od razlag za visoke primanjkljaje je ravno v dejstvu, da so v obdobju hitrega tehnološkega razvoja in predvsem velikih vlaganj v znanje in izobraževanje številne države dvignile raven svoje produktivnosti in posledično tudi stopnjo gospodarske rasti. Z namenom da se proces ne bi zaustavil, je bilo potrebno zagotoviti ustrezno infrastrukturo. Ravno zaradi višje dodane vrednosti so takšni trgi postali zanimivi tujim investitorjem. Teorija pravi, da v primeru, ko država beleži višjo stopnjo produktivnosti v primerjavi s svojimi ključnimi trgovinskimi partnerji, zagotovo beleži tudi primanjkljaj v tekočem računu. Ob predpostavki ceteris

paribus se višja produktivnost kaže v višji investicijski potrošnji, ki na kratek rok povzroči, da celotna domača potrošnja dejansko preseže domačo proizvodnjo. Da bi se zapolnila luknja, ki je pri tem nastala, je seveda z ukrepi ekonomske politike potrebno povečati obseg uvoza, kar samo pogloblja primanjkljaj. Povečana produktivnost pa hkrati vpliva tudi na povečano donosnost domačih sredstev. Slednja so zelo privlačna za tuje investitorje in pritok tujega denarja, kar rezultira v povečani ponudbi deviznih sredstev na deviznem trgu in s tem posledično apreciaciji domače valute. Slednja pa po drugi strani pripelje do uskladitve plačilne bilance.

Monetarni vzroki se delijo na dve skupini, in sicer na inflacijo povpraševanja (angl. *demand-led inflation*) in inflacijo stroškov (angl. *cost-push inflation*). Inflacija povpraševanja povzroča zunanjetrgovinsko neravnotežje ravno zaradi presežka domačega povpraševanja, ki posledično vodi v kreditno ekspanzijo (Ribnikar, 2000, str. 178). Holman (2001) meni, da je borzni razcvet v devetdesetih bistveno prispeval k povečanju razpoložljivega dohodka zasebnega sektorja. Ta se je seveda kazal v povečanem povpraševanju tako po domačem kot po tujem blagu in storitvah. Izrazito potrošniška družba je poglobljala primanjkljaje v tekočih računih (Holman, 2001, str. 4). Inflacija povpraševanja ne vodi v spremembo relativnih cen pač pa po načelih ekonomske teorije; povečano povpraševanje po tujih dobrinah in storitvah poveča povpraševanje po tuji valuti, kar povzroči pritisk na depreciacijo domače valute. V tem primeru je s pomočjo instrumentov fiskalne in monetarne politike mogoče vzpostaviti plačilnobilančno ravnotežje. Inflacija stroškov pa vodi do spiralne inflacije, ki posledično vpliva na zmanjševanje konkurenčnosti gospodarstva (Mrak, 2002, str. 38–39). Strukturni in monetarni vzroki so med seboj povezani, zato je težko opredeliti, kateri od njih je dejansko povzročil plačilnobilančno neravnotežje.

1.2.2 Plačilnobilančno prilagajanje

Skozi zgodovino je opaziti različne pristope proučevanja pomena primanjkljaja v tekočem računu. Plačilnobilančno prilagajanje zahteva prerazporeditev resursov v gospodarstvu, spremembe v strukturi proizvodnje ter spremembe v strukturi izvoza in uvoza. Hitrost plačilnobilančnega prilagajanja je povezana z določenimi stroški, ki se kažejo v zniževanju življenjskega standarda in zaposlenosti kakor tudi v obliki povečevanja ekonomsko-socialnih in tudi političnih trenj v državi. V državah s primanjkljajem so ti stroški povezani z deflacijo in/ali depreciacijo domače valute, kar predvsem negativno vpliva na zaposlenost. Medtem ko se v državah s presežki v plačilni bilanci ti stroški kažejo v obliki inflacije in/ali apreciaciji domače valute, ki posledično vodijo v inflacijo (Mrak, 2002, str. 39–41).

Zaslediti je predvsem štiri pristope plačilnobilančnega prilagajanja.

PRISTOP CENOVNEGA (TEČAJNEGA) PRILAGAJANJA (angl. *price-specie-flow*)

Njegova uporabnost seže v obdobje zlatega standarda. Danes je takšen način zaslediti v državah, ki nimajo svoje nacionalne valute ali pa imajo kot režim deviznega tečaja v veljavi valutni odbor⁷. Mehanizem cenovnega (tečajnega) prilagajanja zagotavlja avtomatično odpravljanje plačilnobilančnega neravnotežja, pri katerem se morajo upoštevati določena pravila – država mora fiksirati zlato pariteto svoje valute, saj je zlato edina oblika deviznih rezerv, zagotoviti prost izvoz in uvoz zlata, popolno pokritje domačega denarja z zlatom ter fleksibilnost gibanja cen in mezd. Količina denarja v obtoku je tako odvisna od plačilne bilance, saj primanjkljaj v plačilni bilanci pomeni odtok zlata iz države in s tem zmanjševanje količine denarja v obtoku. Slednja vodi v višje obrestne mere, kar pozitivno vpliva na pritok tujih investicij, s čimer se ustvari presežek na kapitalsko-finančnem računu. Zmanjšana količina denarja v obtoku se kaže tudi na zniževanju cen domačega blaga in storitev, kar poveča konkurenčnost države in s tem obseg izvoza, ki rezultira v izboljšanju bilance tekočega računa. Ta se izboljša tudi zaradi dejstva, da zmanjševanje BDP-ja, na račun zmanjšane ekonomske aktivnosti, zmanjša obseg uvoza in pospeši obseg izvoza. Stroški takšnega plačilnobilančnega prilagajanja so zelo visoki, poleg nesamostojne monetarne politike se v realnosti kaže v poglobljanju gospodarske recesije in povečanju brezposelnosti (Mrak, 2002, str. 202–204).

ELASTIČNOSTNI PRISTOP

V obdobju po drugi svetovni vojni je teorija plačilnobilančnega prilagajanja temeljila na elastičnosti povpraševanja oz. povezavi med relativnimi cenami in trgovinskimi tokovi. Za razliko od predhodnega je v primeru elastičnostnega pristopa ključni element devizni tečaj oz. analiziranje njegovega vpliva na trgovinsko bilanco. Pri tem sta seveda pomembni cenovna elastičnost povpraševanja po izvozu (EL_X) in cenovna elastičnost povpraševanja po uvozu (EL_M). Pristop sta razvila ekonomista Alfred Marshall in Abbe Lerner. Predpostavila sta popolnoma elastični krivulji povpraševanja in ponudbe, iz česar sledi, da so tako domače in tuje cene fiksirane in da so torej spremembe v relativnih cenah odvisne od sprememb v nominalnem deviznem tečaju. Marshall-Lernerjev pogoj (Enačba (30)) pravi, da devalvacija oz. depreciacija deviznega tečaja izboljša plačilno bilanco samo v primeru, ko je vsota elastičnosti tujega povpraševanja po domačem blagu in domačega povpraševanja po tujem blagu večja od ena (več o tem glej Mrak, 2002, str. 208).

$$\frac{\Delta TR}{\Delta s} = M(EL_X + EL_M - 1) \quad (30)$$

Pri tem se pojavita dva učinka, in sicer cenovni in količinski. Prvi se kaže v pocenitvi izvoza oz. podražitvi uvoza. V primeru, ko država zabeleži devalvacijo oz. depreciacijo domače valute, se to posledično negativno odrazi na tekoči račun. Količinski učinek na

⁷ Valutni odbor je režim, v katerem se država zaveže, da bo zamenjevala domačo valuto za tujo po fiksnem deviznem tečaju, in da bo izdajala domači denar samo, če za to obstaja polno pokritje v deviznih sredstvih (Mrak, 2002, str. 92). Med državami, vključenimi v študijo, imajo omenjeni režim v veljavi Bolgarija, Estonija in Latvija.

drugi strani pa prispeva k večji konkurenčnosti, ker spodbudno deluje na izvoz in s tem na izboljšanje stanja v tekočem računu. Učinka se različno odzivata glede na velikost države. V kolikor gre za majhno državo, se takšna država sooča z neskončno elastičnostjo zunanjega povpraševanja po njenem izvozu, hkrati pa je svetovni trg sposoben zadovoljiti njeno povpraševanje po uvozu. Zato bo devalvacija oz. depreciacija domače valute prispevala k izboljšanju trgovinske bilance. V primeru velikih držav pa se bo to zgodilo le, v kolikor bo izpolnjen Marshall-Lernerjev pogoj (Enačba (30)) (Mrak, 2002, str. 206–212). Empirične študije so sicer pokazale, da Marshall-Lernerjev pogoj velja samo na dolgi rok, medtem ko na kratek rok niso potrdili njegove prisotnosti. Osnovni razlog je v J-krivulji, ki potrjuje tezo, da je cenovni učinek na kratek rok večji od količinskega, kar kaže, da depreciacija negativno vpliva na tekoči račun (več o tem glej Mrak, 2002, str. 214).

ABSORPCIJSKI PRISTOP

Elastičnostni pristop je predpostavljal, da se v primeru spremembe deviznega tečaja spreminjata samo obseg izvoza in uvoza, zanemarljiv pa je dohodkovni učinek. V absorpcijskem pristopu pa se tekoči račun obravnava kot razlika med ustvarjenim domačim dohodkom in domačo potrošnjo oz. kot razlika med izvozom in uvozom (α je mejna nagnjenost k potrošnji).

$$\Delta TR = (1 - \alpha)\Delta Y - \Delta A \quad (31)$$

Zgornja enačba predstavlja jedro absorpcijskega pristopa k plačilnobilančnemu prilagajanju in kaže, da bo devalvacija valute uspešna takrat, ko bo sprememba v ustvarjenem dohodku, ki ni prešla v potrošnjo, večja od spremembe v neposredni domači potrošnji.

Mrak navaja tri vplive devalvacije na tekoči račun (Mrak, 2002, str. 219–223):

- a) Višina mejne nagnjenosti k potrošnji (α) – realno je ta manjša od ene in večja od nič. V tem primeru bo povečanje dohodka izboljšalo tekoči račun. Če je mejna nagnjenost k potrošnji večja od ene, bo povečan dohodek povzročil še večje povečanje potrošnje, kar bo negativno vplivalo na tekoči račun.
- b) Vpliv na domači dohodek – popolna elastičnost krivulj povpraševanja in ponudbe, kot je to predpostavljala elastičnosti pristop, ni realna. Bolj verjetno je, da bo devalvacija (depreciacija) domače valute relativno bolj podražila cene uvoznih dobrin, kot se povečajo cene izvoznih dobrin. Poslabšanja pogojev menjave (angl. *terms of trade*) bo vplivalo na zmanjševanje dohodka. Ob veljavnosti Marshall-Lernerjevga pogoja (Enačba (30)) bo devalvacija povečala obseg izvoza in zmanjšala obseg uvoza. Hkrati se bo povečal dohodek zaradi povečanja proizvodnje tistega blaga, ki je namenjen izvozu, kar rezultira tudi v boljši zaposlenosti produkcijskih faktorjev. V primeru, ko Marshall-Lernerjev pogoj ne drži, pa se bo zgodilo ravno obratno.

- c) Vpliv na domačo potrošnjo – kaže se skozi tri učinke. Učinek prerazdelitve dohodka se kaže v dejstvu, da zmanjšanje vrednosti domače valute vodi v prerazdelitev dohodka, ki nima jasnega vpliva na domačo absorpcijo. Drugi neposredni učinek je učinek denarne blaginje, ki je posledica povečanja domačih cen uvoza zaradi zmanjševanja vrednosti domače valute. Višje cene zmanjšujejo realni dohodek prebivalstva in s tem absorpcijo. Tretji učinek pa je učinek denarne iluzije, ki se kaže v »naivnosti« subjektov, ki povečujejo absorpcijo kljub nespremenjenemu realnemu dohodku (Aristovnik, 2006, str. 62).

MODERNI PRISTOPI K PROUČEVANJU TEKOČEGA RAČUNA PLAČILNE BILANCE

Po razpadu brettonwoodskega sistema⁸ in prehodu na fleksibilne devizne tečaje so se pojavili tudi drugačni pristopi k plačilnobilančnemu prilagajanju. Uveljavijo se tako imenovani monetarni in premoženjski modeli usklajevanja. Vsi temeljijo na analizi vseh plačilnobilančnih transakcij, upoštevajo pariteto kupne moči in monetarni indikator (Mrak, 2002, str. 261).

Monetarni pristop proučuje spremembe stanja posameznih makroekonomskih agregatov in analizira plačilno bilanco kot izključno denarni pojav. **Premoženjski pristop** posveča pozornost povezavi med plačilnobilančnimi tokovi, deviznim tečajem in prilagoditvam prostega premoženja. V tem primeru usklajevanje plačilne bilance poteka izključno prek kapitalskega in finančnega računa plačilne bilance (Aristovnik, 2006, str. 67–70).

V sedemdesetih letih so se pojavili **medčasovni modeli**, ki so temeljili na konceptu nacionalnih računov in na opazovanju spremenljivk varčevanja in investicij skozi daljše življenjsko obdobje (Edwards, 2000, str. 4, 5). Znana študija Obstfelda in Rogoffa (1995, 1996) temelji na omenjenem medgeneracijskem oz. medčasovnem pristopu, s pomočjo katerega sta potrdila domnevo o negativnem vplivu investicij na tekoči račun. Trdita, da primanjkljaj v tekočem računu ni razlog za skrbi, saj država lahko financira investicije s povečevanjem javnih izdatkov ali pa izenači negativne dohodkovne šoke z zunanjim dolgom (Fidrmuc, 2002, str. 74).

Z vidika magistrskega dela je pomembno omeniti tudi Dornbuschev model z lepljivimi cenami, ki sicer temelji na nekaterih predpostavkah, vendar povezuje dogajanje na trgu blaga z monetarnimi spremenljivkami in deviznim tečajem. Razlaga temelji na pojavu zunanjega šoka v obliki nepričakovanega povečanja količine denarja v obtoku, katerega rezultati se sprva pokažejo v padcu obrestnih mer, ki negativno vplivajo na pritok investicij

⁸ Konferenca v Bretton Woodsu, julija 1944, oblikuje smernice nove mednarodne denarne ureditve. Na konferenci se je razpravljalo o predlogu J. M. Keynesa, ki je baziral na sistemu klirinške unije. Torej institucije, ki naj bi prejemale sredstva od držav s plačilnobilančnim presežkom in jih posojala državam s plačilnobilančnim primanjkljajem. Uveljavil pa se je predlog H. D. Whita, ki je temeljil na uvedbi zlatega deviznega standarda. Z naftno krizo v sedemdesetih letih omenjeni sistem doživi propad.

in s tem deviznih sredstev v državi. Dornbusch ugotavlja, da je na kratek rok zaznati pretiran padec deviznega tečaja (angl. *overshooting*). Depreciacija valute se kaže v večji konkurenčnosti domačega blaga, kar na dolgi rok pripelje do povečane potrošnje, pospešenega povpraševanja po uvozu in apreciacije domače valute (Mrak, 2002, str. 274). Razlaga je pomembna tudi z vidika Annicchiarico modela, predstavljenega v poglavju 1.1.4.

Tudi v sedanjem času številne študije temeljijo na prepričanju, da je problem primanjkljaja mogoče rešiti z apreciacijo domače valute, ki bi spodbudila produktivnost domačega gospodarstva in s tem tudi obseg izvoza. Takšen ukrep je leta 2005 izvedla Kitajska, s katerim je dejansko končala obdobje rigidne navezanosti na ameriški dolar, vendar se je čez čas izkazalo, da apreciacija kitajskega juana ni imela zadostnega vpliva na zmanjševanje zunanjega dolga (Algieri & Bracke, 2007, str. 6–10).

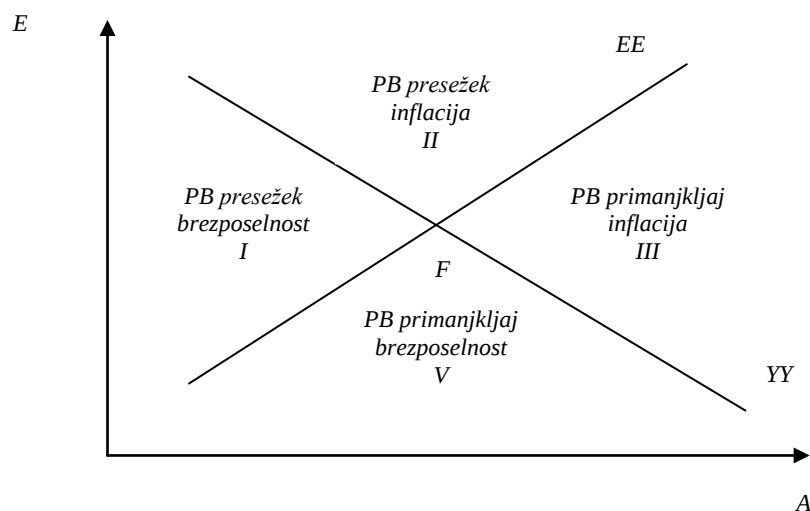
Povsem drugačen pristop na problematiko primanjkljaja v plačilni bilanci pa so razvili ekonomisti po dolžniški krizi v osemdesetih letih. Po njihovem mnenju je vsak primanjkljaj razlog za skrb, tudi tisti, ki se pojavi ob visoki stopnji domačega varčevanja. Fisher (1988) ugotavlja, da ni problem v visokih primanjkljajih, temveč v vzdržljivosti teh. V devetdesetih letih so razvijajoča se gospodarstva Latinske Amerike in Azije (t. i. *azijski tigri*) privabljala tuj kapital. Gospodarstva teh držav so se tako soočila z visokimi primanjkljaji v tekočih računih kot tudi z dokaj hitro akumulacijo MDR. Sredi desetletja pa se je večina teh borila z razvrednotenjem nacionalnih valut, ki je bistveno oskrunila omenjena gospodarstva (Edwards, 2000, str. 11, 12). Depreciacije oz. devalvacije valut teh gospodarstev so bistveno podražile uvoz, od katerega so bila sicer odvisne. Kljub ekonomskemu dejstvu, da depreciacija oz. devalvacija pozitivno vpliva na zunanjo konkurenčnost, te države tega niso mogle izkoristiti, saj je njihov izvoz temeljil na proizvodih nizke dodane vrednosti. Dolžniško krizo je poglobila tudi velika potratnost državnega sektorja. Ravno zaradi takšnih dogodkov se pozornost ekonomskih politik usmerja tako na zunanjeekonomsko kot tudi javnofinančno vzdržnost.

1.3 Model sočasnega doseganja zunanjega in notranjega ravnotežja

Plačilnobilančno prilagajanje je povezano z visokimi stroški (nezaposlenost, nižja gospodarska rast, inflacija ipd.), zato so dejansko metode prilagajanja osredotočene tako na doseganje zunanjetrgovinskega ravnotežja kot na zagotavljanje stabilne gospodarske rasti. Država se tako poslužuje dveh sklopov ekonomskih politik. Na eni strani so to ekonomske politike, ki temeljijo na spremembi obsega potrošnje (angl. *expenditure-changing* politike), to sta fiskalna in monetarna politika. Na drugi pa ekonomske politike, ki temeljijo na prerazdelitvi potrošnje (angl. *expenditure-switching* politike), katere pomemben del je tečajna politika.

Na Sliki 2 je prirejen Swanov diagram, kjer je na abscisni osi realna domača potrošnja (A), na ordinatni osi pa realni devizni tečaj (E). Krivulja EE prikazuje različne kombinacije deviznega tečaja in absorpcije, pri kateri pride do vzpostavitve zunanjega ravnotežja. Krivulja je naraščajoča, saj višji devizni tečaj prek povečane konkurenčnosti domačega gospodarstva pozitivno vpliva na plačilno bilanco. Ravnesje v točki F je možno doseči ob povečanju obsega potrošnje. Ta bo povečala obseg uvoza in s tem odpravila plačilnobilančni presežek. Vse točke, ki ležijo nad in levo od krivulje EE , so točke, kjer prevladuje plačilnobilančni presežek, vse točke pod in desno od ravnotežja pa so območje plačilnobilančnega primanjkljaja. Na podoben način krivulja YY prikazuje notranje ravnotežje. Krivulja je padajoča, ker višji devizni tečaj povzroči plačilnobilančni presežek. To dejansko pomeni, da bo presežno povpraševanje pritiskalo na raven cen v državi. Da bi se preprečila inflacija, je potrebno zmanjšati obseg potrošnje. To bo mogoče samo z restriktivno fiskalno politiko. Torej vse točke, ki so zgoraj in desno od krivulje YY , izkazujejo stanje inflacijskih pritiskov, vse točke spodaj in levo od krivulje pa stanje nepopolne zaposlenosti. V točki F je točka sočasnega zunanjega in notranjega ravnotežja.

Slika 2: Swanov diagram notranjega in zunanjega ravnotežja



Vir: D. Salvatore: *International Economics 6th Edition*, 1998, str. 578.

Osnovna ugotovitev Swanovega diagrama je, da je za sočasno doseganje tako zunanjega kot notranjega ravnotežja potrebno uporabiti dva instrumenta ekonomske politike. Države, vključene v magistrsko delo, so si različne, saj so porazdeljene med štiri predstavljene segmente diagrama. Kombinacija ekonomskih politik naj bi po mnenju nekaterih ekonomistov bila usmerjena na reduciranje javnofinančnega primanjkljaja, in sicer prek zmanjševanja javnih izdatkov, predvsem subvencij v kmetijstvu, in izdatkov za obrambo na eni ali s povečevanjem davkov na drugi strani. Rast izdatkov naj bi bila proporcionalna z rastjo inflacije. Trenutni trend v razvitih državah je vsekakor v nasprotju z omenjeno teorijo, saj izdatki za vojsko bistveno presegajo proračunske zmožnosti. Poleg tega pa se številna gospodarstva, kot že omenjeno, soočajo s težavami v pokojninskih sistemih. Pereč problem predstavlja upokojitev »baby boom«⁹ generacije, kar ustvarja dodatne pritiske na potrošnjo. V času ekonomske krize pa povečana brezposelnost dodatno obremenjuje državne izdatke.

⁹ »Baby boom« generacija je sinonim za generacijo, rojeno po drugi svetovni vojni.

2 HIPOTEZA DVOJNEGA PRIMANJKLJAJA

Zadnja leta hipoteza dvojnega primanjkljaja, ki na grobo pravi, da javnofinančni primanjkljaj napaja primanjkljaj v tekočem računu, prihaja v ospredje politične in ekonomske debate po vsem svetu. Večjo pozornost omenjenemu pojavu so namenjale študije v začetku osemdesetih let. To je dejansko obdobje razcveta teorije o dvojnem primanjkljaju, saj so ga zaznamovali visoki primanjkljaji v tekočih računih kot tudi naraščajoči primanjkljaji v javnih financah.

2.1 Teoretična izpeljava hipoteze dvojnega primanjkljaja

Hipotezo dvojnega primanjkljaja izpeljemo iz enačbe nacionalnih računov (Enačba (3)). Na podlagi že omenjene absorpcijske teorije (glej str. 13, 17) je domačo potrošnjo mogoče razdeliti na izdatke za potrošnjo končnih dobrin zasebnega sektorja (C_p), izdatke za investicije zasebnega sektorja (I_p) in izdatke oziroma porabo državnega sektorja.

$$A = C_p - I_p + G \quad (32)$$

Na podlagi Enačbe (32) se sklepa, da je dejansko presežna potrošnja zasebnega sektorja rezultat dveh faktorjev. Na eni strani je to presežek investicij zasebnega sektorja nad varčevanjem, ki jih je ta sektor ustvaril ($I_p > S_p$). Na drugi pa je presežna potrošnja posledica javnofinančnega primanjkljaja države, do katerega prihaja zaradi presežne porabe države ali prenizkega deleža zbranih prihodkov ($G > T$).

$$A - Y = I_p - S_p + G - T \quad (33)$$

Enačba (33) kaže, da je bilanca tekočega računa države enaka saldu varčevanja in investicij zasebnega sektorja ter saldu javnih financ. Glede na to, da zasebni sektor ponavadi privarčuje več kot investira, primanjkljaj v tekočem računu države dejansko pomeni, da zasebni sektor v državi ne ustvari dovolj neto prihrankov, da bi se z njimi pokrili javnofinančni primanjkljaj.

$$X - M = (S_p - I_p) + (T - G) \quad (34)$$

Enačba dvojnega primanjkljaja (Enačba (34)) pravi, da primanjkljaj v tekočem računu vpliva na javnofinančni primanjkljaj prek razlike med zasebnim varčevanjem in zasebnimi investicijami. Enačba (34) kaže, da obstajata dva vira varčevanja, na eni strani je to zasebno domače varčevanje, na drugi pa tuji kapitalski tokovi. Omenjena sredstva se namenijo tako za zasebne investicije kot tudi za pokrivanje javnofinančnega primanjkljaja (Afonso & Rault, 2008, str. 10). Magistrsko delo obravnava »zaskrbljujočo«, to je dolgoročno povezavo med primanjkljajem v tekočem računu in javnih financah. Hipoteza dvojnega primanjkljaja pravi, da ko država poveča javnofinančni primanjkljaj, na primer z

zniževanjem davkov, bodo potrošniki povečali potrošnjo in s tem povzročili upadanje domačega varčevanja. Padec stopnje varčevanja mora država nadomestiti s povečanim zadolževanjem v tujini ali z zmanjševanjem posojil tujini – država postane neto uvoznica kapitala (Enačba (26)). Tega ji ne bo potrebno storiti zgolj v primeru, ko porast domačih investicij nadomesti stopnjo upadanja domačega varčevanja (Bartolini & Lahiri, 2006, str. 1).

V ekonomski literaturi je mogoče zaslediti dva pristopa proučevanja hipoteze dvojnega primanjkljaja. Prvi pristop zagovarja predstavljeno hipotezo in temelji na pozitivni povezavi med javnofinančnim primanjkljajem in potrošnjo, kar predstavlja osnovo keynesianske absorpcijske teorije in Mundell-Flemingovega modela (več o tem v poglavju 2.2). Slednji s pomočjo povezave med javnofinančnim primanjkljajem in visokimi obrestnimi merami kaže negativen vpliv na tekoči račun. Osnovna logika sledi iz dejstva, da ekspanzivna fiskalna politika zvišuje domače obrestne mere, ki rezultirajo v pritoku tujega kapitala. Posledica presežne ponudbe tuje valute na deviznem trgu je apreciacija domače valute. Ekonomski subjekti dobijo občutek, da je tuje blago postalo cenejše, zato pospešijo povpraševanje po njem, kar poveča obseg uvoza in s tem negativno vpliva na tekoči račun plačilne bilance (Alfonso & Rault, 2008, str. 7). V nadaljevanju bo prikazano, da je omenjena korelacija močnejša v odprtejših gospodarstvih, za katere velja popolna mobilnost kapitala. Slednja je pomembna tudi z vidika zagovornikov dvojnega primanjkljaja ki pravijo, da se obseg domačega varčevanja ne poveča v tolikšni meri, da bi izpodrinil učinek povečanega javnofinančnega primanjkljaja, gre za tako imenovano Feldstein-Horioka uganko (v nadaljevanju FH) (Marinheiro-Fonseca, 2006, str. 3). Slednja temelji na dejstvu, da je v zaprtem narodnem gospodarstvu domače varčevanje identično domačim investicijam, gre za popolno korelacijo med omenjenima makroekonomskima spremenljivkama. Ravno nasprotno pa se pričakuje v odprtih gospodarstvih, ko zaradi popolne mobilnosti kapitala prihaja do procesa divergence med domačim varčevanjem in domačimi investicijami. Drugi pristop pa trdi, da javnofinančni primanjkljaj nima vpliva na makroekonomske spremenljivke, saj povečanje državnih izdatkov ali zmanjševanje davkov ne vpliva na potrošnjo generacije, ki je deležna takšnih fiskalnih ugodnosti (Nickel & Vansteenkiste, 2008, str. 6). Rikardijanska teorija zagovarja racionalnost oz. daljnovidnost ekonomskih subjektov, ki bodo povečan razpoložljivi dohodek na račun nižjih davkov danes preprosto privarčevali za kasnejše generacije.

2.2 Keynesianski pristop in Mundell-Flemingov model

2.2.1 Mundell-Flemingov model

Za razlago keynesianskega pristopa je sprva potrebno omeniti model, ki kaže povezavo med trgom blaga in storitev, trgom denarja in mednarodnimi tokovi kapitala. Model s kombinacijo instrumentov ekonomske politike kaže postopke za doseganje notranjega in zunanjega ravnotežja. Že predstavljen Swanov diagram je zelo uporaben pri razpravah o uporabnosti ekonomskih politik, vendar pa je v nekaterih svojih delih zelo poenostavljen. Osnovna pomanjkljivost modela se je pokazala v zanemarjanju politike deviznega tečaja (glej poglavje 1.3). Mundell-Flemingov model iz leta 1962, podobno kot Swanov diagram, zagovarja, da je instrumente fiskalne politike mogoče uporabiti za doseganje notranjega ravnotežja, instrumente monetarne politike pa za doseganje zunanjega. Bistveni prispevek in odstopanje od prej omenjenega modela se pokaže v vključitvi mednarodnih denarnih tokov. Mundell-Flemingov model zagovarja tezo, da fiskalna ekspanzija vodi v javnofinančni primanjkljaj in negativno vpliva na bilanco tekočega računa, ki posledično pripelje do realne apreciacije domače valute (Nouriel & Soyoung, 2003, str.7).

Model predpostavlja, da je za doseganje makroekonomskega ravnotežja potrebno zagotoviti notranje (trg blaga in storitev, trg denarja) in plačilnobilančno ravnotežje (devizni trg). Model uvaja tri krivulje, kjer vsaka izkazuje ravnotežje na naštetih trgih. Tako krivulja IS povezuje točke, v katerih sta trg blaga in storitev v ravnotežju. Krivulja LM prikazuje ravnotežje na trgu denarja. Krivulja BP pa povezuje točke, v katerih je plačilna bilanca v ravnotežju. Vse tri krivulje so del diagrama, ki je poznan pod imenom IS-LM-BP. V stičišču omenjenih krivulj se gospodarstvo nahaja v makroekonomskem ravnotežju. Učinkovitost makroekonomskih politik je odvisna od naklona in stičišča s krivuljo BP. V kolikor se krivulji IS in LM sekata levo od krivulje BP, pomeni to stanje plačilnobilančnega presežka, v katerem je raven dohodka prenizka ali pa je obrestna mera previsoka, da bi se zagotovilo makroekonomsko ravnotežje. V kolikor pa se krivulji IS in LM sekata desno od krivulje BP, pa pomeni stanje plačilnobilančnega primanjkljaja.

Naklon krivulje BP je odvisen od stopnje mobilnosti kapitala. Razlika med domačimi (i) in tujimi obrestnimi merami (i^*) določa kapitalske tokove (angl. *capital flows*) (CF). Slednji so definirani dejansko kot razlika med tujimi nakupi domačih sredstev in nakupi tujih sredstev s strani domačih rezidentov.

$$CF = CF(i - i^*) \quad (35)$$

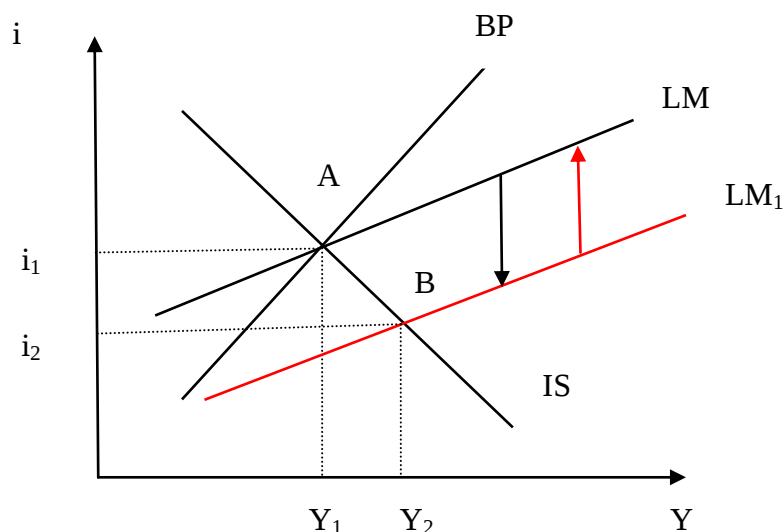
Ko govorimo o popolni nemobilnosti kapitala, rast domačih obrestnih mer nad svetovno obrestno mero ne bo imela vpliva na kapitalske tokove. V tem primeru je krivulja BP vertikalna na ravni dohodka, ki zagotavlja ravnotežje v tekočem računu plačilne bilance. V

kolikor pa je zagotovljena popolna mobilnost kapitala, bo še najmanjša sprememba domačih obrestnih mer nad svetovno obrestno mero privabila ogromne tokove kapitala, kar bo povzročilo pritisk na zniževanje domačih obrestnih mer na svetovno raven. V tem primeru je krivulja BP horizontalna na ravni svetovnih obrestnih mer. V območju opisanih ekstremov pa velja nepopolna mobilnost kapitala, ki je prikazana z različnimi nakloni krivulje BP. V nadaljevanju je predstavljena kombinacija ekonomskih politik v različnih makroekonomskih neravnotežjih ob delovanju gospodarstva v različnih sistemih deviznih tečajev in ob popolni oz. nepopolni mobilnosti kapitala.

2.2.1.1 Monetarna politika in sistem fiksnih deviznih tečajev

Točka A na Sliki 3 predstavlja ravnotežje v malem odprtem gospodarstvu s fiksnim deviznim tečajem. Učinek povečanja količine denarja v obtoku se pokaže v premaknjeni krivulji LM_1 . Novo notranje ravnotežje se vzpostavi v točki B, to je točka začasnega notranjega ravnotežja, saj hkrati predstavlja točko plačilnobilančnega primanjkljaja. Prvi razlog za takšno situacijo je v povečanem dohodku, ki pospeši potrošnjo in s tem tudi povpraševanje po tujem blagu oz. uvozu, kar negativno vpliva na bilanco tekočega računa. Drugi razlog pa je v padcu obrestnih mer, ki posledično pripeljejo do odtoka kapitala iz države (neto izvoznica kapitala), kar negativno vpliva na kapitalsko-finančni račun. Vzdrževanje fiksnega deviznega tečaja je možno le ob intervenciji države v obliki zmanjševanja svojih deviznih rezerv. Intervencija na deviznem trgu se bo pokazala skozi nakup domače valute, kar bo zmanjšalo količino denarja v obtoku in hkrati povečalo ponudbo tuje valute. Intervencija bo trajala toliko časa, dokler se krivulja LM_1 ne premakne v prvotno stanje, torej LM

Slika 3: Monetarna politika in sistem fiksnih deviznih tečajev



Vir: D. Salvatore: *International Economics*, 6th Edition, 1997, str. 264.

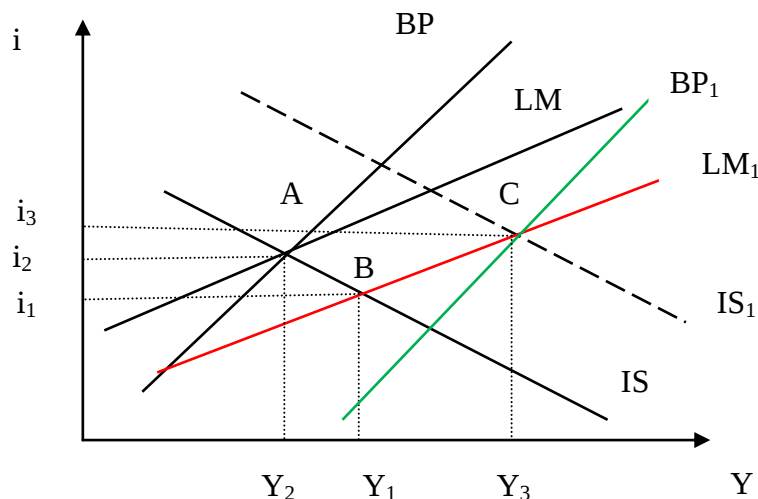
Iz opisanega sledi, da je monetarna politika v sistemu fiksnih deviznih tečajev, ne glede na stopnjo mobilnosti kapitala, neučinkovita. Sprememba v ponudbi denarja in mobilnosti kapitala v Mundell-Flemingovem modelu, znotraj sistema fiksnih deviznih tečajev, je pomembna le v kontekstu časovnega horizonta, ki kaže čas vrnitve makroekonomskega ravnotežja v prvotno stanje. V primeru popolne nemobilnosti kapitala se bo monetarna ekspanzija odrazila tako v primanjkljaju v tekočem računu plačilne bilance kot tudi v primanjkljaju v kapitalsko-finančnem računu. Višja kot je mobilnost kapitala, višji bo primanjkljaj v kapitalsko-finančnem računu zaradi padca domačih obrestnih mer.

2.2.1.2 Monetarna politika in sistem fleksibilnih deviznih tečajev

Fleksibilni devizni tečaj je za razliko od fiksnega tesno povezan z instrumenti monetarne politike. Povečanje količine denarja v obtoku (Slika 4) bo premaknilo krivuljo LM desno navzdol, kjer se bo vzpostavilo novo notranje ravnotežje v točki B. V tej točki se pojavi plačilnobilančno neravnotežje. Tako primanjkljaja v tekočem kot kapitalsko-finančnem računu vodita v depreciacijo domače valute, kar premakne krivuljo BP v desno. Zaradi depreciacije se bo obseg neto izvoza povečal, kar bo hkrati povzročilo premik krivulje IS v desno. Kolikšen bo premik IS krivulje, je odvisno od višine depreciacije. Višja kot je mobilnost kapitala, višja bo depreciacija domače valute in večji bo premik krivulje IS v desno. Njen premik poviša domače obrestne mere, kar zmanjša primanjkljaj v kapitalsko-finančnem računu. Hkrati se tekoči račun sooči s presežkom, kot rezultat dveh nasprotujočih si vplivov. Prvi se kaže v povečanem dohodku, ki sicer negativno vpliva na tekoči račun, skozi povečano potrošnjo. Drugi pa se kaže v depreciaciji domače valute, ki izboljša konkurenčnost domačega gospodarstva in s tem pozitivno vpliva na tekoči račun.

Točka C predstavlja točko notranjega in zunanjega ravnotežja. V primeru popolne mobilnosti kapitala se bo krivulja IS premaknila v desno, tako da se bo ponovno sekala s krivuljo LM na ravni svetovnih obrestnih mer. Torej v pogojih popolne mobilnosti kapitala lahko potrdimo učinkovitost instrumentov monetarne ekonomske politike.

Slika 4: Monetarna politika in sistem fleksibilnih deviznih tečajev

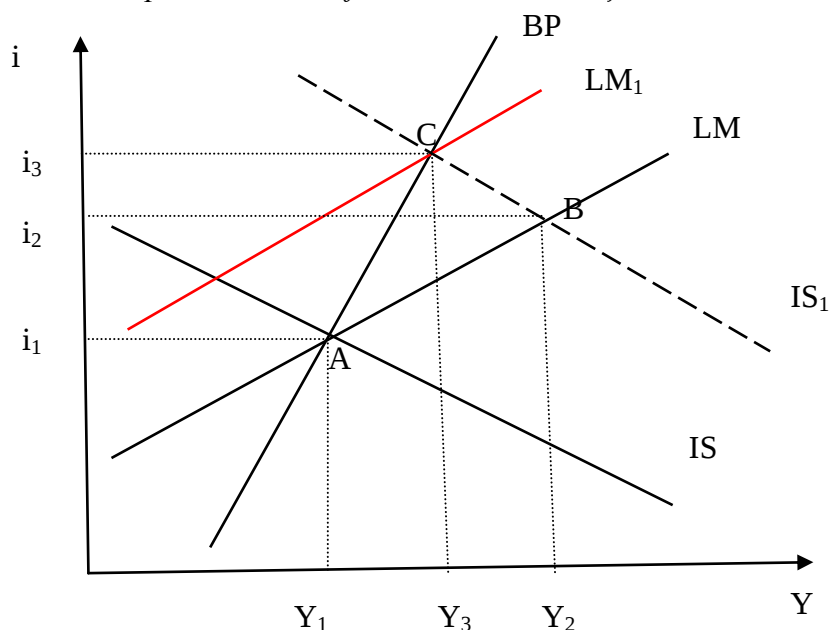


Vir: D. Salvatore: *International Economics*, 6th Edition, 1997, str. 274.

2.2.1.3 Fiskalna politika in sistem fiksnih deviznih tečajev

Učinki fiskalne ekspanzije v pogojih nizke mobilnosti kapitala so prikazani na Sliki 5. Zmanjševanje davkov oz. povečanje javnih izdatkov premakne IS krivuljo desno navzgor. Novo ravnotežje je v točki B, ki se nahaja desno od krivulje BP oz. na območju plačilnobilančnega primanjkljaja. V točki B se kaže tako primanjkljaj v tekočem računu, ki je posledica višjega dohodka, kot tudi presežek v kapitalsko-finančnem računu, ki je posledica višjih obrestnih mer. Vendar je učinek na tekoči račun večji od učinka na kapitalsko-finančni račun, saj se točka B še vedno nahaja na območju plačilnobilančnega primanjkljaja. Da bi se vzdrževal fiksni devizni tečaj, morajo monetarne oblasti intervenirati na deviznem trgu, in sicer bodo prodajale tujo in kupovale domačo valuto, dejansko bodo zmanjševale količino denarja v obtoku. Takšna intervencija premakne krivuljo LM levo, kjer se vzpostavi novo ravnotežje v točki C. V primeru popolne nemobilnosti kapitala, vertikalne BP krivulje, bo ekspanzivna fiskalna politika rezultirala v primanjkljaju v tekočem računu kot rezultat višjega dohodka. Ponudba denarja se bo zmanjšala, obrestne mere se bodo zvišale, in čez čas popolnoma izničile učinke fiskalne ekspanzije. Ko je mobilnost kapitala nizka, ampak ne nična, bo premik LM krivulje manjši oz. se ta ne bo premaknila v prvotno situacijo. V tem primeru je dohodek nad začetno ravno in država beleži primanjkljaj v tekočem računu. Vendar se primanjkljaj financira s pritoki kapitala, ki so posledica višjih obrestnih mer. Z rastjo kapitalne mobilnosti se učinkovitost fiskalne politike bolj pokaže v sistemu fiksnih deviznih tečajev.

Slika 5: Fiskalna politika, sistem fiksni deviznih tečajev in nizke mobilnosti kapitala



Vir: D. Salvatore: *International Economics*, 6th Edition, 1997, str. 275.

Visoka mobilnost kapitala bi se pokazala v položnejši krivulji BP od krivulje LM. Fiskalna ekspanzija premakne krivuljo IS desno navzgor v točko B pri višjem dohodku in višjih obrestnih merah. Slednje spodbudijo pritok kapitala, kar povzroči presežek v kapitalsko-finančnem računu, ki je večji od primanjkljaja v tekočem računu, ki je nastal zaradi višjega dohodka. Posledično se ponudba denarja poveča, ker monetarne oblasti prek nakupa deviznih rezerv na trgu povečujejo obseg denarja v obtoku. Celotni učinek fiskalne ekspanzije je višji kot začetni. Torej v pogojih popolne mobilnosti kapitala se LM krivulja premakne v desno, tako da seka krivuljo IS na začetni ravni obrestnih mer in višjem dohodku.

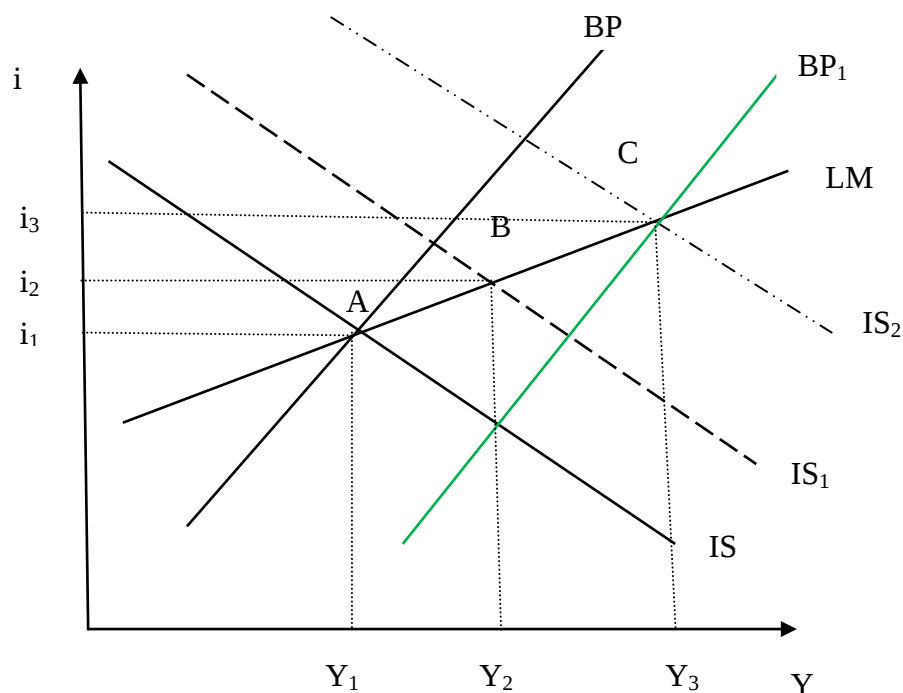
2.2.1.4 Fiskalna politika in sistem fleksibilnih deviznih tečajev

V primeru nepopolne mobilnosti kapitala (Slika 6) se bo premik krivulje IS, kot posledica fiskalne ekspanzije, pokazal v novem začasnem ravnotežju v točki B. Višji dohodek bo povzročil primanjkljaj v tekočem računu. Rast obrestnih mer v točki B spodbudi pritok kapitala, kar pripelje do presežka na kapitalsko-finančnem računu. Zaradi nastale situacije pride do depreciacije domače valute. Preusmerjanje iz tujega na domače blago kot posledica depreciacije in rasti obrestnih mer izboljša položaj plačilne bilance. IS se premakne v IS_2 , ki je nad IS_1 . Depreciacija premakne tudi krivuljo BP v desno, kar se pokaže v novem ravnotežju, točki C, pri višjem dohodku in višjih obrestnih merah.

V primeru večje mobilnosti kapitala se bodo premiki IS krivulje zaradi fiskalne ekspanzije zopet pokazali v plačilnobilančnem presežku (učinek pritoka kapitala bo večji od učinka večjega dohodka). Da bi se plačilna bilanca uravnovesila, je potrebna apreciacija domače

valute. Slednja združi učinka višjega dohodka na tekoči račun, tako da ga izenači s presežkom v kapitalsko-finančnem računu. IS in BP krivulji se premakneta na levo v točko C. V pogojih popolne mobilnosti kapitala bodo obrestne mere ostale na nespremenjeni ravni. Posledično bo apreciacija domače valute premaknila krivuljo IS nazaj v njen začetni položaj, kar nakazuje na popolno neučinkovitost fiskalne politike v sistemu fleksibilnih deviznih tečajev.

Slika 6: Fiskalna politika, sistem fleksibilnih deviznih tečajev in nizke kapitalne mobilnosti



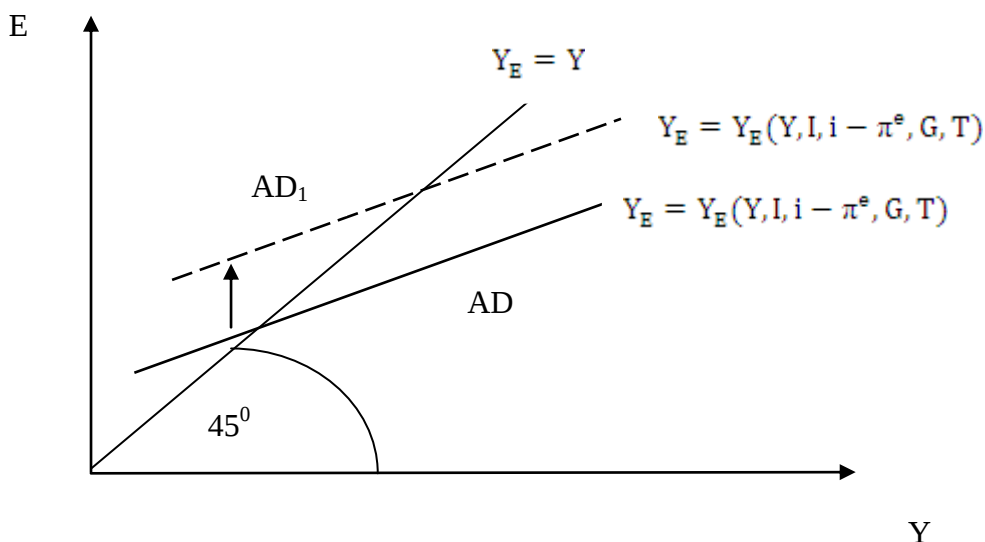
Vir: D. Salvatore: *International Economics*, 6th Edition, 1997, str. 275.

2.2.2 Keynesianski pristop

Skozi zgodovino so se kazale različne razlage vpliva javnofinančnega primanjkljaja na zasebno varčevanje in investicije. Osnovni pogled je povezan s keynesiansko teorijo fiskalne politike, ki pravi, da zmanjševanje davkov ali drugih javnofinančnih prihodkov, financirano z izdajanjem javnofinančnega primanjkljaja, povečuje dohodek prebivalstva in s tem domačo potrošnjo, ter hkrati zmanjšuje varčevanje (Bartolini & Lahiri, 2006, str. 2). Tradicionalni ali keynesianski pogled vključuje predpostavko o polni zaposlenosti produkcijskih faktorjev. Pravi, da javnofinančni primanjkljaj vključuje komponente agregatnega povpraševanja, med njimi tudi povpraševanja po uvozu. Stopnja izvoza se ne povečuje proporcionalno s stopnjo uvoza, zato se javnofinančni primanjkljaj odraža v povečanem javnem dolgu (glej poglavje 1.1.2). Zagovorniki keynesianskega pristopa trdijo, da povečanje primanjkljaja v javnih financah povečuje obrestne mere in povzroča apreciacijo domače valute (Hashemzadeh & Wilson, 2006, str. 111). Na podlagi ugotovitev v predhodnih poglavjih se torej sklepa, da premik IS krivulje zaradi povečane potrošnje kot

posledica nižjih davkov, povzroči rast dohodka in obresnih mer. Učinek višjih obresnih mer in vpliv na kapitalsko-finančni račun je večji od učinka povečane potrošnje in primanjkljaja v tekočem računu, zato se pričakuje apreciacija nacionalne valute. Omenjeno relacijo je potrdila tudi študija Annicchiarico, omenjena v podpoglavju 1.1.4. Osnovna logika keynesianskega pristopa izhaja iz krivulje agregatnega povpraševanja (AD), ki je padajoča, medtem ko je krivulja agregatne ponudbe (AS) naraščajoča, iz česar sklepamo, da spremembe v agregatnem povpraševanju vplivajo tako na raven proizvoda oz. dohodka kot tudi na raven cen v državi (Slika 7). Keynesianska absorpcijska teorija (glej stran 11–13 in 16) za razliko od Mundell-Flemingovega modela daje večji poudarek na potrošnjo, sicer pa velja enaka logika. Povečanje javnofinančnega primanjkljaja vodi v povečanje agregatnega povpraševanja (v Mundell-Flemingovem modelu se je kazal v premiku krivulje IS in s tem v povečanem dohodku) (glej str. 23–26), zaradi česar se poveča obseg uvoza, kar posledično pripelje do poglobljanja primanjkljaja v tekočem računu.

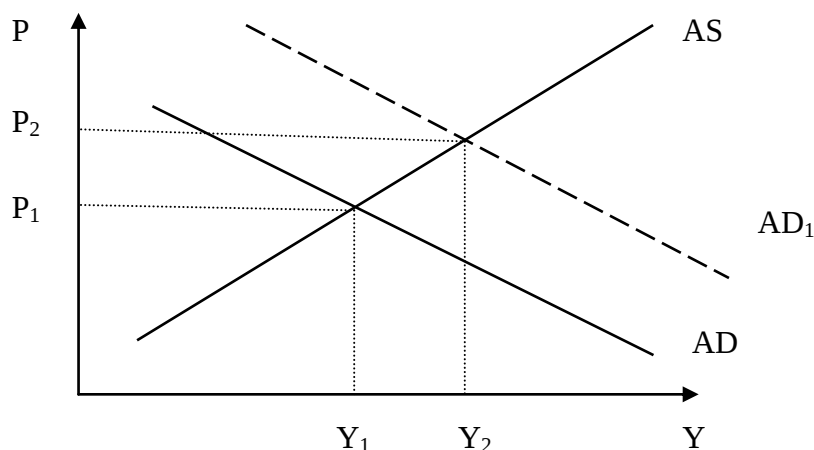
Slika 7: Keynesianski križ in povečanje javnih izdatkov



Vir: M. Gärtner: *A Primer in European Macroeconomics*, 1997, str. 196.

Krivulja agregatnega povpraševanja kaže stran povpraševanja v gospodarstvu in je izpeljana iz krivulj IS-LM (glej 2.2.1). V primeru, ko se povišajo državni izdatki, se bo načrtovana raven dohodka (Y_E) povišala (Slika 7). Slednja se premakne navzgor, kar povzroči porast dohodka pri nespremenjeni ravni obresnih mer. V Mundell-Flemingovem modelu se to odrazi na premiku krivulje IS desno navzgor, kar povzroči porast dohodka in investicij pri dani ravni cen. Če je krivulja agregatne ponudbe navpična, potem bo premik agregatnega povpraševanja povzročil zgolj povišanje ravni cen. Če je vodoravna, bo vpliv zaznati na višji ravni dohodka (Slika 8). Sprememba agregatnega povpraševanja in vpliv na raven cen v državi sta tista, ki nadgrajujeta predstavljen Mundell-Flemingov model in postavljata smernice keynesianske teorije (Romer, 2004, str. 224).

Slika 8: Premiki krivulj AD in AS kot posledica povišanja javnih izdatkov



Vir: M. Gärtner: *A Primer in European Macroeconomics*, 1997, str. 196.

Velikost vpliva javnofinančnih izdatkov na varčevanja, investicije in tekoči račun je odvisna od stopnje odprtosti gospodarstva¹⁰, kar je potrdil tudi Mundell-Flemingov model. V državah, ki so relativno zaprte za tuje tokove kapitala, mora biti zmanjšano domače varčevanje usklajeno z zmanjševanjem domačih investicij, saj se prebivalstvo ne more zadolževati v tujini. Gre za že omenjeni učinek izrivanja, ki posledično pripelje do višjih obrestnih mer in zaviranja gospodarske rasti (glej str. 4, Slika 1). Iz opisanega se ugotavlja, da je vpliv javnofinančnih izdatkov na tekoči račun dejansko odvisen od sistema deviznega tečaja in mobilnosti kapitala (glej str. 23–29). V skladu s predstavljenim Mundell-Flemingovim modelom so učinki premikov krivulj toliko večji.

2.3 Rikardijanska ekvivalenca

Kritika keynesianske teorije je podana z rikardijanskim pogledom na fiskalno politiko, ki jo je razvil Robert Barro (1974, 1989). Slednja pravi, da spreminjanje davčnih stopenj ne vpliva na potrošnjo. Tako imenovana rikardijanska ekvivalenca trdi, da črpanje sredstev od zasebnega sektorja zmanjšuje sredstva za vzdrževanje prebivalstva, kar velja tako za davčno kot za kreditno financiranje (glej str. 5–7). Učinek zniževanja davkov temelji na hipotezi, da so javni izdatki nespremenjeni, torej brez fiskalne ekspanzije. Zniževanje davkov ne vpliva na večjo zasebno potrošnjo, temveč izključno na večje zasebno varčevanje (Barro, 1994, str. 1095). Rikardijanska ekvivalenca predpostavlja, da so

¹⁰ Odprtost gospodarstva določajo tako zunanji kot notranji pogoji. Med osnovne zunanje pogoje, ki spadajo v okvir mednarodnega okolja, uvrščamo: gibanje tujega povpraševanja na izvoznih trgih, spremembe cen nafte, cen drugih surovin in proizvajalčevih domicilnih cen, ki večinoma določajo pogoje menjave, dinamiko obrestnih mer in intenzivnost kapitalskih tokov. Glavna notranja pogoja, ki vplivata na uvozno odprtost, pa sta dinamika gospodarske rasti in gibanje realnega efektivnega deviznega tečaja domače valute. Rast deleža pomeni večja integriranost države v mednarodne tokove. Na splošno obstaja negativna korelacija med velikostjo države in odprtostjo gospodarstva (Poročilo o razvoju/ Metodološki list – Plačilnobilančno ravnoesje, 2007, str. 1).

posamezniki daljnovidni, saj ti upoštevajo potrošnjo bodočih generacij in zaradi zmanjševanja davkov ne bodo spremenili svoje lastne potrošnje, pač pa bodo prepustili del premoženja generacijam, ki prihajajo (Stanovnik, 2002, str. 221). Zmanjševanje davkov se financira z zavarovanjem javnega dolga (izdajanje novih obveznic)¹¹, posamezniki se na to odzovejo s povečanim varčevanjem, kar se pokaže v nespremenjenem domačem varčevanju. Poleg tega so potrošnja, varčevanje in tekoči račun nespremenjeni (Bartolini & Lahiri, str. 3, 2006). Opisano stanje ne ustvarja pritiska na obrestne mere. V odprtem gospodarstvu primanjkljaj nima vpliva na bilanco tekočega računa, ker porast stopnje zasebnega varčevanja opusti potrebo po zunanjem financiranju. Posledično primanjkljaj ne izriva kapitala ali slabša stanje na tekočem računu, s tem tudi javni dolg ne vpliva na kupno moč prebivalstva (Marinheiro Fonseca, 2006, str. 5). Številni ekonomisti so nadgradili rikardijansko ekvivalenco s tezo, da prebivalstvo dejansko varčuje in akumulira svoje premoženje ali z zmanjševanjem potrošnje ali s povečevanjem svojega dohodka na račun zviševanja delovnih ur. Slednje vpliva na višjo produktivnost dela, kar spodbuja zasebne investicije. Povišanje investicij nadomesti zasebno varčevanje, tako da se dejansko stanje v tekočem računu ne spremeni (Cavallo, 2005, str. 15). Trajno povečanje javnih izdatkov ne bo imelo vpliva na tekoči račun, medtem ko bo vpliv na javnofinančno ravnovesje odvisen od tega ali je dodatno trošenje financirano takoj z davki ali pa je financirano z javnim dolgom. Slednje vpliva na poslabšanje javnofinančnega stanja (Nouriel & Soyoung, 2003, str. 3). Rikardijanska ekvivalenca temelji na predpostavki, da vlada pri nakupu dobrin deluje »patriotsko«, zato je povečanje v javnih izdatkih povezano s povečanim povpraševanjem po domačih dobrinah, kar vpliva na višje relativne cene domačih dobrin in s tem na realno apreciacijo (Barro, 1989, str. 40).

Rikardijansko ali keynesiansko obnašanje potrošnikov je tisto, ki kaže povezavo med proučevanima vrstama primanjkljajev. Večina novejših študij, med njimi tudi študiji Barben in Brosens (2005), trdijo, da je stopnja javnega dolga glede na BDP tisti indikator, ki ključno vpliva na pričakovanja zasebnega sektorja. Kadarkoli je stopnja dolga blizu referenčne vrednosti, v primeru držav EU je to 60 odstotkov BDP-ja, ali pa ko ta narašča po neki nadpovprečni stopnji, fiskalni konsolidacijski ukrepi ne vodijo v povečanje domačega varčevanja, zasebni sektor si želi izboljšati dolgoročni položaj s povečevanjem obsega varčevanja. V tem rikardijanskem modelu je višji javni dolg povezan s stabilno oz. z negativno povezavo med javnofinančnim primanjkljajem in primanjkljajem v tekočem računu plačilne bilance. Vendar v primeru, ko je stopnja javnega dolga dokaj nizka in potrošniki reagirajo na keynesianski način, se bodo fiskalne spodbude odrazile v višji potrošnji in s tem se bo potrdila pozitivna povezava med primanjkljajema (Berben & Brosen, 2005, str. 7).

¹¹ Javni dolg predstavlja obveznost javnega sektorja, za katere jamči država. Nastaja s kumuliranjem javnofinančnega primanjkljaja (Stanovnik, 2002, str. 224).

Kritike rikardijanske teorije se nanašajo predvsem na predpostavko o daljnovidnosti potrošnikov. Dosedanje empirične študije načeloma niso naklonjene omenjenim predpostavkam (Samuelson & Nordhaus, 2005, str. 702). Opisano miselnost je povezala tako imenovana ekonomika ponudbe (angl. *supply side economics*) ameriškega predsednika Ronalda Regana¹². Osnovne smernice omenjene politike so bile ravno v zniževanju davkov z namenom, da bi se izboljšalo razpolaganje z resursi in s tem gospodarska rast (Gwartney, 2002, str. 1)¹³. Vendar se je na tej osnovi stanje v gospodarstvu bistveno poslabšalo, saj so ZDA zabeležile velik javnofinančni primanjkljaj. Ameriški potrošniki niso povzeli rikardijanskega modela obnašanja, pač pa so višek razpoložljivega dohodka usmerili v povečanje zasebne potrošnje ter zniževanje ravni varčevanja in investicij. Da bi se zagotovilo financiranje primanjkljaja, je bilo potrebno zvišati obrestne mere, kar je posledično vplivalo na apreciacijo dolarja in s tem na slabšanje konkurenčnosti ameriškega gospodarstva (primanjkljaj v tekočem računu). Ravno obdobje ekonomike ponudbe je spodbudilo ekonomiste v prve študije na temo fenomena dvojnega primanjkljaja. Podobne ukrepe oz. nagibe k miselnosti ekonomike ponudbe je bilo v ameriški politiki mogoče zaslediti tudi leta 2000, ko je George W. Bush dvakrat zaporedoma znižal davek na dohodek z namenom izboljšanja učinkovitosti davčnega sistema in povečanja dolgoročne gospodarske rasti (Samuelson & Nordhaus, 2007, str. 703). Summers (1988), za razliko od prej omenjenih, ugotavlja, da poslabšanje stanja v tekočem računu vpliva na upočasnitev gospodarske rasti, kar posledično vodi v slabšanje stanja v javnih financah, s čimer dejansko potrdi obstoj dvojnega primanjkljaja. Njegov pristop poudari pomen deviznega tečaja in obrestnih mer ter izvozne politike na obravnavani vrsti primanjkljaja (Summers, 1988, str. 351). Več o empiričnem preverjanju hipoteze dvojnega primanjkljaja v poglavju 3.

2.4 Feldstein Horioka uganka

Nekatere študije so pokazale, da povezava med investicijami in varčevanjem na dolgi rok izvira iz omejitve proračuna in da je ta pogojena z mobilnostjo kapitala (Enačba (5)). Omenjen koncept je v ekonomski literaturi poznan pod imenom Feldstein Horioka uganka (FH) (angl. *Feldstein-Horioka puzzle*). Feldstein in Horioka (1980) sta v svoji študiji analizirala podatke o domačem varčevanju in investicijah šestnajst industrijsko razvitih držav v obdobju 1960–1974. Regresijska analiza je temeljila na presečnih podatkih med povprečnim deležem domačih investicij in povprečnim deležem domačega varčevanja v BDP. Potrdila sta visoko korelacijo med investicijami in varčevanjem. Zagovarjata tezo, da v primeru popolne kapitalne mobilnosti domače investicije niso pogojene z obsegom

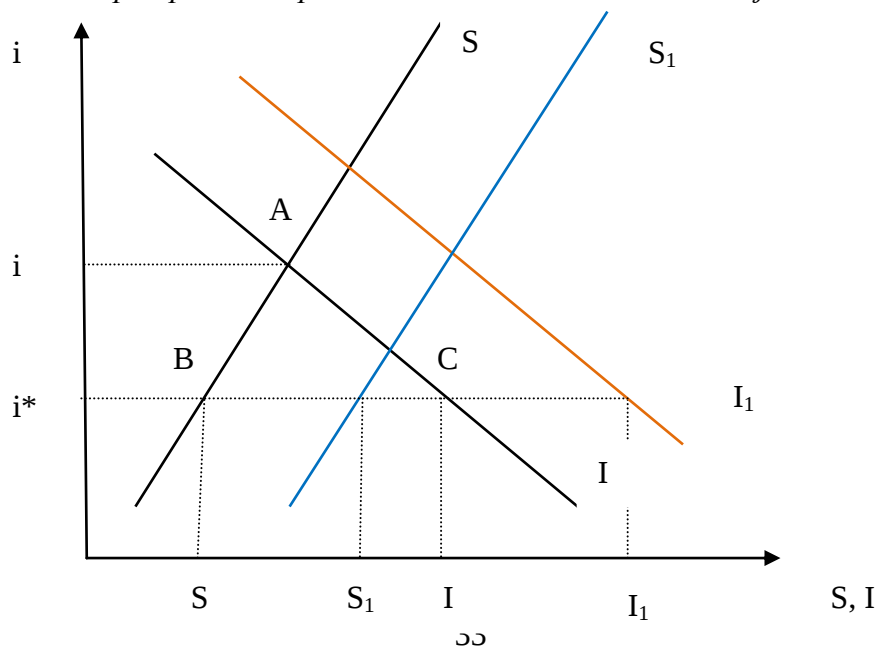
¹² Ronald Regan je bil 40. predsednik ZDA. Predsedoval je v obdobju 1981–1989.

¹³ Ekonomika ponudbe temelji na mejni davčni stopnji (davčna stopnja, ki jo oseba plača na dodatno denarno enoto prihodka), ki vpliva na delovno motivacijo prebivalstva, njihovo varčevanje in investiranje (Gwartney, str. 1, 2002). Ekonomika ponudbe je bila prisotna tudi v Veliki Britaniji pod vodstvom takratne britanske premierke Thatcher (1979–1990) (Samuelson, Nordhaus, 2007, str. 703).

domačega varčevanja, ampak z možnostjo izposojanja sredstev na mednarodnem trgu kapitala. Kakršnakoli korelacija med investicijami in varčevanjem, ob pogojih popolne mobilnosti kapitala, bi dejansko pomenila potrditev FH uganke (Marinheiro-Fonseca, 2006, str. 7). Študija Giannone in Lenza iz leta 2008 potrdi, da se je korelacija med investicijami in varčevanjem v zadnjih dveh desetletjih v državah OECD bistveno zmanjšala kot posledica povečane mobilnosti kapitala (Giannone & Lenza, 2008, str. 19). Dejstvo je, da je svetovno gospodarstvo dejansko zaprto gospodarstvo, zato velja, da se na dolgi rok tekoči račun uravnovesi, kar pomeni, da bi na dolgi rok tudi investicije in varčevanje morale biti povezane ne glede na stopnjo mobilnosti kapitala (Giannone & Lenza, 2008, str. 8). Vsekakor ekonomska teorija kaže, da so učinki fiskalne politike odvisni od mobilnosti kapitala (glej str. 26–28). Dostopnost trgov kapitala sicer zmanjšuje stroške prilagajanja zunanjim šokom in določa stopnjo konveriranja k svetovnemu dohodku (Levy, 2004, str. 1). FH uganke se dejansko kaže v vprašanju, ali je možna visoka korelacija med investicijami in varčevanjem kljub visoki mobilnosti kapitala. Nekateri ekonomisti so mnenja, da pozitivni strukturni šoki hkrati vplivajo na domače varčevanje in investicije.

Točka A na Sliki 9 kaže točko narodnogospodarskega ravnotežja zaprtega gospodarstva, kjer je svetovna obrestna mera nižja (i^*) od domače obrestne mere (i). Ob možnosti pretoka kapitala bi država beležila presežek investicij nad domačim varčevanjem (razdalja BC). Zadolževanje na mednarodnih trgih zaradi pritoka investicij bi povzročilo primanjkljaj v tekočem računu. Večja produktivnost bi pozitivno vplivala na domače investicije (premik I v I_1), kar bo ob nespremenjeni ravni svetovnih obrestnih mer povzročilo povečanje primanjkljaja na tekočem računu. V kolikor gre za trajno povečanje produktivnosti, se bo ta kazala v večjem dohodku in tudi večji stopnji varčevanja, kar bo izboljšalo tekoči račun.

Slika 9: Vpliv povečane produktivnosti na domače varčevanje in investicije



Druga razlaga za obstoj FH uganke leži v učinku velike države, kjer je opaziti popolni učinek izrivanja, saj je povečan obseg domačega varčevanja povezan s hkratnim povečanjem obsega domačih investicij. Tako študija Levy (2004) na primeru ZDA za obdobje dvajset let potrdi visoko korelacijo med investicijami in varčevanjem, hkrati pa zatrjuje, da sta neodvisni od mobilnosti kapitala in zgolj rezultat ustaljenih javnofinančnih omejitev (Levy, 2004, str. 16–18).

3 EMPIRIČNE ŠTUDIJE O DVOJNEM PRIMANJKLJAJU

3.1 Pregled empiričnih študij o dvojnem primanjkljaju po svetu

Večina študij z začetka devetdesetih let je temeljila na vzorcu razvitih držav. Kasneje so prišle v ospredje raziskave, ki so preverjale hipotezo dvojnega primanjkljaja na primeru razvijajočih se držav oz. držav v razvoju. Ravno slednje so beležile večje fiskalno in zunanjetrgovinsko neravnotežje, zato je bila korelacija med omenjenima primanjkljajema več kot očitna. Teoretična podlaga začetnih študij o dvojnem primanjkljaju je temeljila na Mundell-Flemingovem modelu in keynesianski absorpcijski teoriji (glej str. 23–31). Prve empirične študije so dela Endersa in Leeja (1990) ter Alsa in Oskooeeja (1992), ki niso potrdile sistematične povezave med javnimi financami in tekočim računom plačilne bilance. V nasprotju z omenjeno pa je Biswas (1992) na vzorcu ZDA, za obdobje 1950–1988, potrdil povezavo med javnimi financami in neto izvozom.

Številne študije so proučevale pomen fiskalne ekspanzije na varčevanje in tekoči račun. Tako so študije, Alessina in Perotti (1995, 1997), Giavazzi, Jappelli in Pagano (2000), Nickel in Vansteenkiste (2008), potrdile, da je povezava med javnimi financami in varčevanjem nelinearna in se kaže predvsem v pričakovanjih zasebnega sektorja. V kolikor ocenijo, da je fiskalno stanje nevzdržno, in bo prej ali slej pripeljalo do bankrota države, se bo fiskalna ekspanzija kazala v varčevanju za prihodnost. Študija Berben in Brosen pa pokaže, da je delež javnega dolga v BDP-ju dober indikator takšnega obnašanja. V kolikor je ta visok oz. raste z neko visoko stopnjo, potem se fiskalna ekspanzija ne bo odražala v povečanem domačem varčevanju (Nickel & Vansteenkiste, 2008, str. 8).

Osnova za številne študije predstavlja delo Obstfelda in Rogoffa (1995, 1996), ki sta na podlagi medčasovnega pristopa proučevala gibanje tekočega računa in s tem dejavnike, ki vplivajo na njegovo bilanco. Trdita, da lahko država pod predpostavko o tekoči potrošnji financira visoke investicijske in proračunske potrebe ali izenači negativne dohodkovne šoke z zunanjimi šoki, s presežki na kapitalskem računu oz. s primanjkljajem v tekočem računu (Fidrmuc, 2002, str. 74). Tekoči račun se na šoke v gospodarstvu prilagaja skozi neto denarne tokove ali neto proizvod vse samo z namenom, da bi se vzdrževala stopnja potrošnje oz. da bi se povečal obseg nacionalne blaginje. V pogojih produktivnih šokov se

odprte ekonomije raje odločajo za vzdrževanje primanjkljaja v tekočem računu in dodatnem zadolževanju na mednarodnih finančnih trgih, kot pa da bi zaradi teh šokov bile prisiljene zmanjšati potrošnjo. Novejše študije so tako pokazale, da so dejansko produktivni šoki posameznih držav tisti, ki predstavljajo ključno determinanto tekočega računa. Chinn in Prasad (2003) pa v svoji študiji poudarita pomen demografskih kazalcev. Ugotavljata, da visok delež delovno neaktivne populacije, ki na eni strani predstavlja breme državnemu proračunu, na drugi pa takšna generacija ne prispeva k domačemu varčevanju, negativno vpliva na tekoči račun. Taylor (2001) je na vzorcu tridesetih držav pokazal, da primanjkljaj v tekočem računu ključno vpliva na makroekonomsko stabilnost držav. Ugotovil je, da ima zunanje ravnotežje bistveno vlogo v svetovnem gospodarstvu, vendar se je njegova vloga skozi obdobja spreminjala.

Novejše študije se osredotočijo na konkretno proučevanje povezave med javnofinančnim primanjkljajem in primankljajem v tekočem računu. Najbolj pogosto uporabljena metodologija je temeljila na Granger casualty testu, s pomočjo katerega so ugotavljali ali javnofinančni primanjkljaj vpliva na primanjkljaj v tekočem računu ali pa gre za ravno obratno povezavo. Po letu 2000 pa se študije poglobijo in poleg samega dvojnega primanjkljaja ugotavljajo tudi njuno povezavo z ostalimi makroekonomskimi spremenljivkami. Tako študija Helpert in Megarbane (2002) proučuje negativne učinke dvojnega primanjkljaja, visokih obrestnih mer in depreciacij domačih valut na gospodarstva tranzicijskih držav. Milesi-Ferretti in Razin (1996) so v svoji študiji poudarili pomen makroekonomske politike na dvojni primanjkljaj (Fidrmuc, 2002, str. 72). Hashemzadeh in Wilson (2006) v svoji študiji obravnavata koncept dvojnega primanjkljaja v državah Bližnjega Vzhoda in Afrike¹⁴, s katero dejansko ugotovita, da gre za pojav, ki je povezan z davčnim sistemom, vpetostjo v trgovinske tokove, deviznim tečajem in mednarodno integriranostjo (Hashemzadeh & Wilson, 2006, str. 111–126).

Zanimiva je tudi študija, ki sta jo objavila Labonte in Makinen (2005), v kateri sta proučevala trend, značilen za zgodnja devetdeseta leta v ZDA. Obdobje sta zaznamovala nasprotujoča gibanja primanjkljajev. Makroekonomski kazalci so kazali upadanje javnofinančnega primanjkljaja in naraščanje primanjkljaja v tekočem računu. Njuna študija odgovarja na vprašanje, ali je bilo takšno stanje v nasprotju z ekonomsko teorijo. Izpostavi se, da je bilo v obdobju gospodarske ekspanzije v ZDA moč opaziti dve sili javnofinančnega primanjkljaja, ki sta vplivali na tekoči račun. Na eni strani varčevanje, na drugi investicije. Vsekakor je stran varčevanja izrinila obseg investicij, kar se je pokazalo v povečanem domačem financiranju javnofinančnega primanjkljaja. Po letu 2001 se trend presežka investicij nad domačim varčevanjem izkaže v poglobljanju primanjkljaja v javnih financah in tekočem računu plačilne bilance. Izpostavi se, da javnofinančni primanjkljaj ni

¹⁴ Proučevane države: Egipt, Iran, Jordanija, Kuvajt, Maroko, Oman, Sirija, Turčija in Jemen. Več glej v Hashemzadeh, Wilson (2006): *The Dynamics of Current Account and Budget Deficits in Selected Countries in the Middle East and North Africa*.

imel vpliva na obrestne mere in s tem na pritoke kapitala. Visoka produktivnost gospodarstva ZDA je tista, ki je privabila investicije, kar se je kazalo v naraščajočem primanjkljaju v tekočem računu (Labonte & Makinen, 2005, str. 1–6).

Potrebno je omeniti tudi študijo Marinheiro-Fonseca iz leta 2006. Slednja na primeru Egipta proučuje rikardovo ekvivalenco, dvojni primanjkljaj in FH uganke z Eulerjevo enačbo (angl. *reduced form consumption function*) in spremenljivkami: realne potrošnje na prebivalca, davčnih prihodkov, javne potrošnje in javnega dolga. Ugotavlja ali fiskalna ekspanzija pozitivno vpliva na potrošnjo ali varčevanje. Model zavrne rikardijansko ekvivalenco, saj ugotovi, da povečanje javnofinančnega primanjkljaja ne vpliva na zasebno varčevanje (Marinheiro Fonseca, 2006, str. 15–23).

3.2 Pregled empiričnih študij o dvojnem primanjkljaju v EU

Z vidika magistrskega dela so zanimive študije, ki so v vzorec zajele države, ki bodo predstavljale predmet obravnave empirične študije v nadaljevanju. Večina današnjih empiričnih študij temelji na osnovnem konceptu, ki ga je leta 2002 podal v svojem članku Jarko Fidrmuc. Model zajema države OECD in države na prehodu v obdobju 1970–2001. Za razliko od preteklih empiričnih študij je Fidrmuc uporabil kvartalne podatke, poleg tega pa je vključil tudi strukturne šoke in »nestalnost«, kar so avtorji pred njim sicer zanemarili. Kot ključne determinante tekočega računa je uporabil tako investicije kot tudi javnofinančni primanjkljaj. V določenem delu študije pa se usmeri samo na proučevanje primanjkljaja v tranzicijskih državah SVE. Fidrmuc poleg hipoteze dvojnega primanjkljaja proučuje tudi značilnosti FH uganke. Model je osnovan na enačbi nacionalne identitete (Enačba (34)). Trgovinska bilanca mora biti enaka razliki med domačim varčevanjem (dohodek zmanjšan za potrošnjo) in investicijami. Povečanje slednjih ima ceteris paribus negativen vpliv na bilanco tekočega računa. Na drugi strani politike, ki zmanjšujejo domačo ali javno potrošnjo, imajo pozitiven vpliv na bilanco tekočega računa skozi varčevanje.

Nadgrajena Fidrmucova študija iz leta 2003 razdeli varčevanja na zasebno in javno varčevanje. Slednje naj bi bilo enako javnofinančnemu ravnotežju, ki je definiran kot razlika med davkom na dohodek in javnimi izdatki ($T - G$). Zasebno varčevanje pa je označeno kot razpoložljivi dohodek ($Y - T$):

$$X_t - M_t = (Y_t - T_t - C_t) + (T_t - G_t) - I_t = S_{pt} - S_{gt} - I_t \quad (36)$$

Enačba (36) omogoča ugotavljanje dolgoročne povezave med tekočim računom ($X_t - M_t$), javnofinančnim primanjkljajem in investicijami. Regresijski model, ki ga je uporabil Fidrmuc v svoji študiji leta 2003, je naslednji :

$$X_t - M_t = Y_1 - Y_2(T_t - G_t) - Y_3 INV_{t+\varepsilon_t}^{15} \quad (37)$$

$Y_2 > 0 \wedge Y_3 < 0$, kar pomeni, da tako investicije kot javnofinančni primanjkljaj slabšata tekoči račun. Omenjena koeficienta naj bi bila približno enaka v primeru, ko je država popolnoma integrirana v mednarodne denarne tokove in ko so tako javnofinančni primanjkljaj kot investicije financirani s sredstvi na mednarodnem trgu kapitala (glej str. 5–8). Če je prisotna FH uganka, je zanjo značilno naslednje stanje: $Y_3 < Y_2$, iz česar sledi, da je $(Y_2 < 0)$, pomeni, da gre za obratno sorazmerje med javnofinančnim primanjkljajem in primanjkljajem v tekočem računu oz. situacijo, v kateri se hipoteze dvojnega primanjkljaja zavrne. Kritike Fidrmucove študije so osredotočene predvsem na dejstvo, da je enačba kot sama neprimerna za ugotavljanje povezave med primanjkljajem v javnih financah in tekočem računu ter da je veliko bolj primerna za testiranje FH uganke. Potrditev hipoteze »dvojnega primanjkljaja« bi bila učinkovitejša, če bi bile tudi investicije razdeljene na zasebne in javne. Ob predpostavki ceteris paribus in popolne mobilnosti kapitala bi povečanje zasebnih investicij vodilo v poglobljanje zunanega in javnofinančnega neravnotežja, torej k pojavu »dvojnega primanjkljaja«. Vendar v prvotni Fidrmucovi regresiji težko govorimo o dvojnem primanjkljaju, zato ker porast javnih investicij pusti delež javnega varčevanja nespremenjen. Poslabšanje trgovinske bilance je določeno s koeficientom Y_3 . Če je javno varčevanje (razlika med davki in izdatki) pravilno določeno, regresija ne bo zmožna prikazati poslabšanje TR zaradi porasta v zasebnih investicijah. Druga poenostavitev, ki jo je opaziti v Fidrmucovi študiji, se nanaša na definicijo tekočega računa. Trgovinska bilanca je del tekočega računa, a kljub temu tega sestavljajo tudi neto transferji, ki so zanemarjeni oz. se predpostavlja, kot da bi bili nič, kar je zelo stroga predpostavka.

Bussière, Fratzscher in Müller (2004) v svojo študijo vključijo poleg držav OECD tudi deset držav pristopnic EU. Metodologija temelji na medčasovnem pristopu in potrošni funkciji. Potrošniki so razdeljeni v dve skupini, in sicer: prva vključuje potrošnike, ki potrošijo ves svoj dohodek, drugo pa sestavljajo potrošniki, ki del dohodka varčujejo za prihodnje generacije (t. i. *rikardijanski potrošniki*). Ugotavljata, da je strukturni oz. dolgoročni primanjkljaj v tekočem računu v državah pristopnicah EU posledica učinka dohitevanja (angl. *catching up*) in povečanih investicij. Študija kaže, da so razlike v gospodarski razvitosti tako med državami OECD kot med državami pristopnicami EU tiste, ki pogojujejo visoke primanjkljaje v tekočih računih. Javnofinančno ravnotežje, raven relativnega dohodka in relativna pozicija investicij so tiste, ki vplivajo na tekoči račun v srednjeročnem obdobju. Študija je zanimiva tudi z vidika uporabljene metodologije, kjer poleg panelne analize uporabljata tudi instrumentalne spremenljivke (angl. *instrumental variables*) in GMM (angl. *Generalized Method of Moments*), s pomočjo katerih oceni dinamični panelni model (Bussière, Fratzscher & Müller, 2004, str. 1–40).

¹⁵ Spremenljivke so izražene kot delež BDP-ja.

Nickel in Vansteenkiste (2008) obravnavata izbrane države članice EU v obdobju 1981–2005. Ugotavljala sta vlogo, ki jo ima fiskalna politika na tekoči račun, in pomen rikardove ekvivalence na proučevane države. Analiza temelji na povezavi med fiskalno politiko in spremembo tekočega računa zaradi spremembe v javnem dolgu države. S pomočjo OLS modela ter naključnih in fiksnih učinkov panelne analize ugotovita, da v državah z nizko ravno javnega dolga obstaja pozitivna povezava med primanjkljajema. V srednje zadolženih državah, kjer je delež javnega dolga med 44 in 90 odstotki BDP-ja, je povezava še vedno pozitivna, vendar šibka. V zelo zadolženih državah pa je povezava statistično neznačilna (Nickel & Vansteenkiste, 2008, str. 11–20).

Študija Herrmann in Jochem (2005) proučuje determinante tekočega računa v državah SVE in njihov vpliv na evroobmočje. Kot osnovne sprmenljivke navaja investicije, dohodek na prebivalca, javnofinančni primanjkljaj/presežek in realni efektivni devizni tečaj. Empirične ugotovitve se nanšajo predvsem na dejstvo, da so visoki primanjkljaji v tekočih računih proučevanih držav posledica procesa dohitevanja, nizkega relativnega dohodka in kapitalnih pritokov. Rezultati potrdijo šibko prisotnost dvojnega primanjkljaja, saj je v večini primerov javnofinančni primanjkljaj financiran z zasebnim varčevanjem (Herrmann & Jochem, 2005, str. 22).

Po letu 2000 je bilo objavljenih kar nekaj študij na omenjeno temo. Sicer so le-te obravnavale različne skupine držav v različnih časovnih obdobjih, a kljub temu je mogoče podati nekaj skupnih ugotovitev. Študije Piersanti (2000), Vyshnyak (2000), Edwards (2001), Chinn in Prasad (2003), Bussière, Fratzcher in Müller (2004), Fidrmuc (2003), Marinheiro-Fonseca (2006), Funke in Nickel (2006), Afonso in Rault (2009) so potrdile pozitivno vendar šibko povezavo med javnofinančnim in plačilnobilančnim primanjkljajem v proučevanih državah. Skupna ugotovitev kaže, da je dvojni primanjkljaj posledica hitro razvijajočih se gospodarstev, saj se hipoteza za večino razvitih držav zavrne. Poleg omenjenega, pa se pokaže, da je bila pozitivna povezava bolj značilna za obdobje osemdesetih let, očitno je globalna vpetost gospodarstev in s tem pospešena finančna liberalizacija v devetdesetih letih prispevala k manjši povezavi med primanjkljajema. Zato se za to obdobje nekatere študije potrdile prisotnost FH uganke (več o tem v Giannone & Lenza, 2002; Blanchard & Giavazzi, 2002). Študiji Cuaresma in Reitschuler (2008) in Tuxen in Kyrme (2009) pa za razliko od zgoraj omenjenih ugotavljata, da so potrošniki v državah EU 15 daljnovidni, s čimer se zavrne kakršnakoli povezava med primanjkljajema in potrdi prisotnost rikardijanske ekvivalence. Povzetek empiričnih študij od leta 2000 do danes je podan v obliki preglednice v Prilogi 3.

4 PREGLED ZUNANJETRGOVINSKEGA IN JAVNOFINANČNEGA NERAVNOTEŽJA V DRŽAVAH EU IN NJENIH KANDIDATKAH

4.1 Pregled gibanja zunanjetrgovinskega in javnofinančnega ravnotežja v EU 15

4.1.1 Pregled gibanja javnofinančnega neravnotežja v EU 15

Skupino EU 15 predstavljajo tako imenovane »stare« države članice EU. Gre za države, ki so v taki obliki delovale od leta 1995 do leta 2004. Večina teh držav je tudi članica EMU, z izjemo Velike Britanije, Švedske in Danske. Fiskalna politika je v proučevani skupini decentralizirana, torej odvisna od načina delovanja posamezne države za razliko od monetarne politike, ki je enotna vsaj za večino držav skupine EU 15. Ravno fiskalna decentralizacija naj bi po mnenju številnih ekonomistov bila vzrok za neučinkovitost javnofinančnega sistema držav članic EU. Na podlagi teoretičnega dela, prikazanega v prvem poglavju, se ugotavlja, da so rikardijanski posamezniki tisti, ki javnofinančna neravnotežja usklajujejo z zasebnim varčevanjem brez vpliva na ključne makroekonomske spremenljivke (Hauner & Kumar, 2006, str. 3). Prvi poskus urejanja področja javnih financ v EU je bila Maastrichtska pogodba, s katero so opredeljeni konvergenčni kriteriji, potrebni za vstop in nemoteno uvajanje, ter delovanje EMU. Pomembnost srednjeročne vzdržnosti javnih financ so države EU okrepile leta 1997 s SGP-jem (Afonso & Rault, 2007, str. 7). Usklajevanje in izboljšanje tega področja se nadaljuje tudi z lizbonsko pogodbo, katere ratifikacija je dobila zeleno luč z uspešno realizacijo referendum na Danskem šele leta 2009 (glej tudi str. 8).

Tabela 1: Opisna statistika bilance javnih financ v EU 15 v obdobju 1995–2008 (% BDP)

Država	Minimalna vrednost	Maksimalna vrednost	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Avstrija	-5,8	0,0	-2,0	1,7
Belgija	-4,5	0,5	-1,1	1,6
Danska	-2,9	5,2	1,5	2,5
Finska	-6,2	6,9	1,8	3,7
Francija	-5,5	-1,5	-3,0	1,1
Grčija	-7,5	-2,8	-4,9	1,5
Irska	-7,1	4,7	0,6	2,8
Italija	-7,4	0,8	-3,4	1,9
Luksemburg	-1,2	6,1	2,5	2,1
Nemčija	-4,0	1,3	-2,2	1,6
Nizozemska	-4,4	2,0	0,8	1,7
Portugalska	-6,1	-2,6	-3,6	1,4
Španija	-6,5	2,2	-1,5	2,6
Švedska	-7,4	3,8	0,4	3,0
Velika Britanija	-5,9	3,6	-2,2	2,6

V obravnavanem obdobju so Francija, Italija, Grčija in Portugalska konstantno beležile primanjkljaje v javnih financah. Države z najvišjimi primanjkljaji so Finska, Grčija, Irska, Italija, Portugalska, Španija. Obdobja javnofinančne nestabilnosti so bila v omenjenih državah različna. Tako so Italija (7-odstotni), Francija (7-odstotni) in Španija (4,8-odstotni) primanjkljaj beležile v začetku opazovanega obdobja. Z leti so skušale uravnovežiti svoje javne finance, vendar jim to ni popolnoma uspelo. Oscilacije na javnofinančnem področju je predvsem zaznati v Španiji, ki je po dolgem obdobju javnofinančnih primanjkljajev leta 2005 prvič zabeležila presežek v višini enega odstotka BDP-ja. Žal je bilo takšno stanje kratkoročno, saj je že leta 2008 zaradi upada gospodarske aktivnosti, povečanja brezposelnosti, predvsem v gradbeništvu, in povečanja javnih izdatkov zabeležila 2-odstotni primanjkljaj. Stanje se po letu 2008 ni izboljšalo. Španija se danes sooča s 24-odstotno brezposelnostjo, ki je daleč najvišja v državah EU 15. Po mnenju nekaterih ekonomistov se stvari lahko izboljšajo le ob drastični spremembi makroekonomske politike. Izhod je viden predvsem v rigidnejši fiskalni in fleksibilnejši monetarni politiki, ki eventualno lahko pripelje tudi do depreciacije deviznega tečaja. A glede na dejstvo, da je Španija članica EMU, so instrumenti njene monetarne politike omejeni.

Specifičnost Grčije kot države, ki je v proučevanem obdobju konstantno beležila javnofinančni primanjkljaj, se kaže v njenih upočasnjenih ukrepih za stabiliziranje javnih financ, visoki stopnji korupcije v javnem sektorju, neučinkovitosti tega in nekonkurenčnosti grškega gospodarstva. Leta 2004 je grški javnofinančni primanjkljaj dosegel že 7,4 odstotka BDP-ja, poglobljanje primanjkljaja v tem letu pripisujejo tudi velikanskim izdatkom za organizacijo poletnih olimpijskih iger. Glede na opisano je delež javnega dolga v zadnjih letih skokovito naraščal. Naraščajoč javni dolg je seveda problematičen, ker eventualno državo lahko pripelje do nesolventnosti. Največja bojazen zadolževanja takšnih držav se kaže v stabilnosti skupne valute. Nemški ekonomist Ackermann opozarja na učinek »domine«, ki se kaže predvsem v dejstvu, da bi propad ene od držav članic EMU omajala in postavila pod vprašaj smiselnost obstoja skupne valute za vse ostale države članice.

Tabela 1 kaže, da je država z največjim standardnim odklonom Finska. Gospodarstvo slednje je bilo v začetku devetdesetih omajano zaradi izgube ruskega trga, takrat zabeleži celo 6,9-odstotni primanjkljaj. Kljub temu je s pravo proizvodno usmerjenostjo, ki je temeljila na visoki produktivnosti, spodbudila gospodarsko rast, investicije in s tem dodatne državne prihodke, kar je prispevalo k stabiliziranju javnih financ in beleženju presežka od leta 1998 dalje. Podobno zgodbo sta imeli tudi preostali skandinavski državi. Leta 1995 je Švedska beležila 7,4-odstotni primanjkljaj, medtem ko je bil na Danskem ta dokaj nižji in je znašal samo 2,9 odstotka BDP-ja. Sicer so skandinavske države konec devetdesetih predstavljale primer uspešnih evropskih gospodarstev.

Po začetnem obdobju visokih javnofinančnih presežkov v večini držav EU 15 so se ti po letu 2001 pričeli zmanjševati. Med njimi je predvsem pomembno omeniti Nemčijo, ki je sicer v obravnavanem obdobju vodila uravnoteženo fiskalno politiko, vendar zaradi upada gospodarske aktivnosti, povezane z ameriško krizo leta 2001, je tudi nemški proračun zašel v težave. Leta 2008 je javnofinančni primanjkljaj znašal že 3,4 odstotka BDP-ja. Razlog je v stimulacijskih ukrepih vlade za pomoč gospodarstvu, prizadetemu zaradi globalne ekonomske krize. Nemčija je sicer skozi celotno obdobje vodila restriktivno fiskalno politiko in tega trenda kljub pritiskom od ZDA, da bi zmanjševala davke ali povečala javno potrošnjo, očitno ne bo opustila.

Po podatkih Eurostata se je javnofinančni primanjkljaj v državah evroobmočja v letu 2005 glede na leto 2004 sicer zmanjšal iz 2,8 na 2,4 odstotka BDP-ja, a se je zato povečal obseg javnega dolga, in sicer iz 69,8 na 70,8 odstotka BDP-ja. V letu 2008 je bil javni dolg najvišji v Grčiji, in sicer 107,4 odstotka BDP-ja, sledila pa ji je Italija s 106,4 odstotka BDP-ja. Leta 2008 je Evropska komisija zaradi neizpolnjevanja dveh ključnih fiskalnih kriterijev zopet opozorila Grčijo, Španijo, Irsko, kot tudi Veliko Britanijo, Francijo in Italijo. Evropska komisija je prva opozorila glede vzdržnosti javnih financ podala že leta 2003. Pod drobnogledom ja bila poleg Grčije in Italije še Irska. Delež javnega dolga, omenjene trojice, je presegal 100 odstotkov BDP-ja. Opozorilo je bilo podano tudi Avstriji, Nemčiji in Franciji, katerih dolg je presegal referenčno vrednost, to je 60 odstotkov BDP-ja (Afonso, 2004, str. 36). Kljub opozorilu se v letu 2009 primanjkljaji niso zmanjšali. Slednji so se skokovito povečali zaradi posledic naraščajoče brezposelnosti in manjših dobičkov podjetij, kar je občutno zmanjšalo davčne prihodke. Skrb zbujajoče pa je tudi dejstvo, da je Velika Britanija z namenom zmanjševanja javnofinančnega primanjkljaja, ki je leta beležila podpovprečno stopnjo zadolževanja, zmanjšala stopnjo davka na dodano vrednost iz 17,5 odstotka na 15 odstotkov. Takšen ukrep pa je na drugi strani povečal zadolževanje države.

Iz opisanega sledi, da so javne finance trn v peti številnim državam obravnavane skupine. Eden ključnih razlogov je v njihovi »prijazni« socialni in pokojninski politiki. Številne pa se soočajo še s strukturnimi težavami, med njimi gre izpostaviti Italijo, Irsko, Grčijo in Španijo. Staranje prebivalstva vsekakor zahteva radikalne spremembe na področju socialne in pokojninske politike, saj naj bi se po nekaterih ocenah število populacije v EU 15 do leta 2050 podvojilo. Takšne napovedi so zaskrbljujoče, saj bi pridobivanje davčnih prihodkov na račun davčne obremenitve delovno dejavnega prebivalstva negativno vplivalo na ponudbo delovne sile in tudi na konkurenčnost evropskega gospodarstva. Prvi ukrep na tem področju je vsekakor nujna reforma pokojninskega sistema, ki temelji na zviševanju starostne meje ob upokojitvi, uveljavitvi tretjega pokojninskega stebra in predvsem ozaveščanju ljudi o pomembnosti takšnih ukrepov (Franco, Balassone & Francese, 2003, str. 42–56).

4.1.2 Pregled gibanja zunanjetrgovinskega neravnotežja v EU 15

Poleg stabilnosti javnih financ je za normalno delovanje gospodarstva pomembna tudi vzdržnost primanjkljaja v TR, saj je ta povezan z zunanjim dolgom države, ki eventualno v določeni fazi lahko pripelje do bankrota države. V zadnjih letih je trend držav opaziti ravno v namenskem zviševanju obrestnih mer, ki privabijo pritek tujega kapitala, kar posledično pomeni, da z obrestnim odplačevanjem država obremeni prihodnje generacije. Dokaz takšnega obnašanja so številne valutne krize, ki so v preteklosti zaznamovale predvsem gospodarstva držav Južne Amerike in Azije, v sedanjem času pa žal tudi Evropo. Sicer študija Holmesa, Otera in Panagiotidisa (2007) kaže, da so primanjkljaji v tekočih računih držav EU 15 dolgoročno vzdržni (Holmes, Otera & Panagiotidis, 2007, str. 13). A kljub številnim študijam, ki potrjujejo o vzdržnosti primanjkljaja v tekočih računih držav EU 15, ga nikakor ne gre zanemariti, saj so se primanjkljaji v zadnjih letih bistveno povečali, predvsem v državah članicah evroobmočja. Pri tem se postavlja vprašanje ali je takšno stanje rezultat makroekonomske nestabilnosti ali pa je mogoče posledica nestabilnosti skupne valute. Vsekakor pa je problem nevzdržnosti primanjkljaja v tekočem računu tudi v tem, da se države članice EMU ne morejo preprosto odločiti za devalvacije svojih nacionalnih valut, saj je njihova tečajna in monetarna politika popolnoma centralizirana. V skladu z ugotovitvami Mundell-Flemingovega modela v pogojih mobilnosti kapitala in fleksibilnega deviznega tečaja fiskalna ekspanzija vodi v višje obrestne mere, pritek kapitala in apreciacijo domače valute, kar povzroči primanjkljaj v tekočem računu (Slika 6, str. 28).

*Tabela 2: Opisna statistika bilance tekočega računa v EU 15 v obdobju 1995–2008
(% BDP)*

Država	Minimalna vrednost	Maksimalna vrednost	Aritmetična sredina	Standardni odklon
Avstrija	-2,9	3,5	0,3	2,4
Belgija	-2,5	7,2	4,0	2,5
Danska	-1,1	4,3	1,9	1,4
Finska	-1,6	8,8	5,0	2,7
Francija	-1,6	2,8	0,8	1,4
Grčija	-14,4	0,9	6,7	4,2
Irska	-5,4	2,8	0,7	2,6
Italija	-3,4	3,1	0,2	2,1
Luksemburg	5,5	13,6	10,1	2,1
Nemčija	-1,7	7,9	2,1	3,4
Nizozemska	1,9	9,3	5,5	2,4
Portugalska	-12,1	0,1	-7,8	3,0
Španija	0,0	0,1	-4,3	3,5
Švedska	2,7	8,6	5,6	2,1
Velika Britanija	-6,0	0,1	-3,6	1,9

Vir: World Bank: World Development Indicators – database , 2008; Eurostat: Statistic Database, 2009.

V opazovanem obdobju je zaslediti države, ki so beležile presežke v svojih tekočih računih, to so: Nizozemska, Švedska in Luksemburg. Največji presežek je vsekakor zaslediti v Luksemburgu, saj je ta leta 1995 znašal kar 13,6 odstotka BDP-ja. Luksemburg je svojo konkurenčnost gradil predvsem skozi razvoj sektorja finančnih storitev. Na drugi strani pa so države, ki so beležile dokaj visoke primanjkljaje. Portugalska je v celotnem obdobju beležila primanjkljaj, po letu 2005 se ta giblje celo okoli 10 odstotkov BDP-ja. Zgolj dve odstotni točki manj so v istem letu kazali primanjkljaji v Španiji in Grčiji. Omenjene tri države so z vstopom v EMU bistveno poglobile svoja zunanjetrgovinska neravnotežja. Predvsem zanimiv je primer Grčije, ki je leta 2008 imela kar 14,6-odstotni primanjkljaj v tekočem računu. Poleg tega je to država, ki je v obravnavanem obdobju beležila najvišje standardne odklone oz. nihanja. Blanchard (2006) ugotavlja, da so številne od naštetih držav zaradi želje po vključitvi v EMU zniževale obrestne mere, kar je načeloma prispevalo k hitri gospodarski rasti, zmanjševanju stopnje brezposelnosti, a je hkrati vodilo v zviševanje stopnje rasti plač, ki pa je presegala stopnjo rasti produktivnosti dela, s čimer so dejansko slabile svojo zunanjo konkurenčnost (Blanchard, 2006, str. 2–24).

Zanimiv primer je Nemčija, ki je sicer v začetku obdobja beležila majhen primanjkljaj, nato pa je ta leta 2001 prešel v presežek, ki se je z leti povečeval in je leta 2008 znašal 7,6 odstotka BDP-ja. Afonso (2006) v svoji študiji potrdi hipotezo, ki zagovarja, da so države, ki so povečale relativno konkurenčnost glede na ostale države članice EMU, dejansko pričele beležiti presežke v svojih tekočih računih (Afonso, 2006, str. 4,5). Nemčija je še vedno ena redkih držav EU 15, ki beleži presežek. Nekateri ekonomisti so našli razlago za takšno zunanjeekonomsko stanje v dejstvu, da Nemčija drži pozicijo vodilne sile v EU podobno kot to v svetovnem merilu velja za ZDA. Problem, ki je leta 2008 prišel v ospredje, je problem financiranja primanjkljajev. Ker gre za mednarodno vpeta gospodarstva, so ti večinoma financirani z zadolževanjem na mednarodnem finančnem trgu. Številni ekonomisti so mnenja, da bi se ravnotežje med državami s presežki in državami s primanjkljaji vzpostavilo z ekspanzivno fiskalno politiko, ki bi omejila agregatno povpraševanje v državah s primanjkljajem in tega pospeševala v državah s presežki. Problem se seveda pojavi, da kljub decentralizirani fiskalni politiki so države s presežki, kot sta na primer Nemčija in Nizozemska, ki bi s takšnimi ukrepi samo še poglobili svoja javnofinančna primanjkljaja.

4.1.3 Dinamika razvoja domačega varčevanja in investicij v EU 15

Kapitalski tokovi znotraj skupine EU 15 so se v obdobju 1995–2008 gibal okoli 20 odstotkov BDP. Na podlagi podatkov iz Tabele 3 se sklepa, da sta se obseg domačega varčevanja kot domačih investicij gibala v enaki smeri. V povprečju je obseg domačega varčevanja presegal obseg domačih investicij v obravnavanem obdobju v Avstriji, Belgiji, Luksemburgu, na Danskem, Finskem, Nizozemskem in Švedskem. Na drugi strani pa so

države, kot je Grčija, Španija in Portugalska, kjer je obseg domačega varčevanja manjši od obsega domačih investicij. Omenjena trojica je skušala gospodarsko rast pospeševati na račun dvigovanja obrestnih mer, privabljanja tujega kapitala in s tem poglobljanja tako javnofinančnega primanjkljaja kot primanjkljaja v tekočem računu. Prav tako ekonomska teorija nakazuje, da imajo revnejše države v skupini večji potencial za dohitevanje bogatejših držav tako skozi kapitalno akumulacijo kot tudi tehnološki razvoj. Ekonomska integracija z EU jim je dejansko olajšala finančne poti, kar je posledično pripeljalo do povečanega obsega investicij, vendar tudi do višjih primanjkljajev v tekočih računih po letu 2004. Blanchardova študija iz leta 2005 kaže, da je na primeru Portugalske in Grčije za obdobje 1991–2000 kar dve tretjini primanjkljaja v tekočem računu mogoče razložiti z zmanjševanjem deleža domačega varčevanja.

Tabela 3: Povprečno gibanje domačega varčevanja in investicij v EU 15 v obdobju 1995–2008 (% BDP)

Država	Domače varčevanje	Domače investicije
Avstrija	24,1	22,9
Belgija	24,7	20,3
Danska	22,8	20,0
Finska	25,3	19,0
Francija	19,8	19,3
Grčija	13,1	21,3
Irska	22,7	22,5
Italija	20,6	20,2
Luksemburg	33,6	21,1
Nemčija	21,6	19,7
Nizozemska	27,2	20,7
Portugalska	16,2	24,0
Španija	22,0	26,2
Švedska	23,3	17,1
Velika Britanija	15,6	17,0

Vir: World Bank: World Development Indicators – database , 2008; Eurostat: Statistic Database, 2009.

V nasprotju z Grčijo in s Portugalsko je imela Irska zelo podoben začetni položaj, saj je ob vstopu v EU leta 1987 veljala za eno revnejših držav. V začetku devetdesetih let je zabeležila visoko gospodarsko rast in konec devetdesetih že 20 odstotkov višji BDP na prebivalca od EU povprečja. Vzrok za različen razplet dogodkov na Irskem in v Luksemburgu leži v stopnji zasebnega varčevanja, ki se je gibala okoli 30 odstotkov BDP-ja, medtem ko je bila v Grčiji, na Portugalskem in v Veliki Britaniji manj kot 20-odstotna. Povečanje domačega varčevanja je prispevalo k prehodu iz stanja javnofinančnega primanjkljaja v stanje javnofinančnega presežka (Blanchard & Gaivazzi 2002, str. 3–17). Spodbujanje gospodarske aktivnosti prek privabljanja investicij z

zviševanjem obrestnih mer po letu 2000 v večini držav EU 15 niso prinesla pričakovanih učinkov. Danes so predvsem pritiski na Nemčiji, kot eni vodilnih evropskih velesil, saj ZDA od nemške vlade pričakujejo zniževanje davkov, izboljšanje podjetne klime, vse z namenom, da bi se spodbudila gospodarska rast. Vendar kot že omenjeno, Nemčija kljub temu previdno vstopa v obdobje nestabilnosti in ne uvaja drastičnih ukrepov.

Študija Stephan in Schrooten iz leta 2004 potrdi tezo, da je stopnja varčevanja odvisna od rasti dohodka in da so glavni instrumenti zasebnega varčevanja v državah EU 15 instrumenti fiskalne politike, medtem ko so instrumenti monetarne politike neučinkoviti. Dolgoročni učinek javnofinančnega primanjkljaja na zasebno varčevanje je tako višji od učinka povečanega dohodka, s čimer se empirično potrdi prisotnost rikardijanske ekvivalence (Schrooten & Stephan, 2004, str. 18). Na drugi strani pa študija OECD-ja potrjuje dejstvo, da je bila nadomestljivost javnega z zasebnim varčevanjem in obratno v državah EMU v obdobju 1990–2004 zelo nizka. Razlog je ravno v želji po povečanju učinkovitosti fiskalne politike tudi na račun stabilnosti javnofinančnega primanjkljaja in javnega dolga (Holmes, 2006, str. 295).

4.2 Pregled gibanja zunanjetrgovinskega in javnofinančnega ravnotežja v EU 12+3

Skupino EU 12+3 predstavljajo države v tranziciji (Slovenija, Slovaška, Poljska, Češka, Madžarska, Litva, Latvija, Estonija) skupaj s Ciprom in z Malto, ki so leta 2004 vstopile v EU¹⁶. V skupino se uvrščata tudi Romunija in Bolgarija, ki sta se priključili leta 2007, ter tri države, ki to še niso naredile in imajo status kandidatke, to so: Turčija, Hrvaška in Makedonija.

Države EU 12 so se v preteklem desetletju soočale s preoblikovanjem svojih gospodarstev, kar velja predvsem za države v tranziciji. Na eni strani so beležile ekspanzivno fiskalno politiko, ki se je kazala v večjih državnih izdatkih, namenjenih za izgradnjo potrebne infrastrukture ter v zmanjševanju davčnih obremenitev z namenom, da bi spodbudile pritok investicij. Javnofinančni primanjkljaj se je z upadanjem BDP-ja, ki je zaznamoval prvo polovico devetdesetih let, samo še poglobljajal. Na drugi strani pa je plačilnobilančni primanjkljaj kot posledica izgube izvoznih trgov in prevelikega deleža izdelkov z nizko dodano vrednostjo dosegel višave. Proces dohitevanja na ravni EU je delež uvoza tako potrošnih kot kapitalnih dobrin samo še povečeval, kar se je kazalo v realni apreciaciji deviznih tečajev (Aristovnik, 2005, str. 3).

Tri države kandidatke, ki so vključene v magistrsko delo, imajo sicer nekaj skupnih značilnosti in kar nekaj razlik. Tako Hrvaška kot Makedonija sta državi bivše Jugoslavije,

¹⁶ Za skupino držav: Slovenija, Slovaška, Poljska, Češka, Madžarska, Litva, Latvija, Estonija; je v ekonomski literaturi mogoče zaslediti različna pojmovanja. Najbolj pogosto uporabljena pa so: države na prehodu, države komunističnega bloka ter države v tranziciji.

katerih razvoj se je povsem različno odvijal. Z zaključkom vojne leta 1995 se je na Hrvaškem pričelo obdobje vzpostavljanja gospodarske stabilnosti. Poročilo o napredovanju držav kandidatk iz leta 2007 sicer navaja, da je izpolnitev kopenhagenskih kriterijev še vedno ključna naloga države, in opaza, da sta se javnofinančni primanjkljaj in inflacija od leta 1995 do leta 2007 bistveno znižala, izboljšala se je podjetna klima, ki je v omenjenem obdobju spodbudno vplivala na rast investicij (Key findings of the progress reports on the candidate countries, 2007, str. 2). A kljub pozitivnemu poročilu iz leta 2007 se Hrvaška še vedno nahaja v zelo težkem položaju. Korupcija, neučinkovitost pravosodnih organov, politična nestabilnost, visoka stopnja brezposelnosti, nekonkurenčnost gospodarstva, vse to prispeva k njeni javnofinančni nestabilnosti in vedno večjemu poudarjanju vzdržnosti teh. Na drugi strani je makedonsko gospodarstvo v času tranzicije kazalo večjo stopnjo stabilnosti kot hrvaško, sicer pa so za to obdobje značilna nizka stopnja inflacije, uravnotežena bilanca tekočega računa, a tudi nizka gospodarska rast in visoka stopnja brezposelnosti (Key findings of the progress reports on the candidate countries, 2007, str. 3). Tretja država kandidatka je Turčija, ki je proces pogajanja za vstop v EU pričela oktobra 2005. Turčija je sodelovanje z EU oblikovala že leta 1963 s podpisom tako imenovanega ankaranskega dogovora (angl. *Ankara agreement*), s katerim sta strani poglobili ekonomske in trgovinske vezi ter opredelili carinsko unijo v treh fazah. Vendar slednja zaradi različnih zadržkov držav članic EU ni bila realizirana v dogovorjenem roku. Napredek v medsebojnem pogajanju je bil dejansko dosežen šele leta 1999, ko je bil Turčiji dodeljen status kandidatke (Beneth & Cserey, 2005, str. 187). Poročilo o napredku držav kandidatk navaja, da so stabilnost turške valute, lire, in disciplinirani fiskalni ukrepi prispevali k zmanjševanju javnega dolga. V zadnjih letih država beleži visok delež investicij, predvsem v obliki nakupa turških tovarn od tujih rezidentov. Po letu 2007 je opaziti sicer slabšanje fiskalne situacije kot posledice višjih izdatkov za infrastrukturo in oteženega dostopa do tujih finančnih sredstev na mednarodnih finančnih trgih (Key findings of the progress reports on the candidate countries, 2007, str. 4).

4.2.1 Pregled gibanja javnofinančnega neravnotežja v EU 12+3

Na fiskalnem področju je v začetku proučevanega obdobja za skupino EU 12 največji zalogaj predstavljala prilagoditev zakonodaje in z njo povezano preoblikovanje javnih institucij.

V večini držav je bil javni dolg dokaj nizek v začetku devetdesetih let. Prioriteto je predstavljal hiter umik države iz gospodarstva, pri čemer se je zanemarilo preoblikovanje javne uprave, ki je nujno potrebna za učinkovito delovanje tržnega gospodarstva. Danes je poglobljanje javnofinančnega primanjkljaja in javnega dolga tako kot v državah EU 15 tudi v državah EU 12+3 posledica neuspešnih reform pokojninskega in zdravstvenega sistema ter sistema socialne varnosti. V obdobju po letu 1995 so se javnofinančni primanjkljaji držav EU 12 zmanjšali na približno 3 odstotke BDP-ja, kar gre pripisati predvsem

vzpostaviti gospodarske stabilnosti. Vendar že v drugi polovici devetdesetih let se ti spet povečajo, predvsem na račun povišanja javnofinančnih izdatkov in zmerne zmanjševanja javnofinančnih prihodkov. Eden najpomembnejših ukrepov, nadomestitev upada javnofinančnih prihodkov, je bila tudi uvedba davka na dodano vrednost. Tabela 4 kaže, da so najvišje primanjkljaje v proučevanem obdobju zabeležile Slovaška, Češka, Latvija in Bolgarija. Omenjene države so bile dodatno obremenjene tudi z izgubo najpomembnejšega trgovinskega partnerja, Rusije (Köhler, Backé & Schardax, 2003, str. 83, 84). Hkrati je tudi sedem držav, pri katerih so v celotnem proučevanem obdobju zabeleženi javnofinančni primanjkljaji: Češka, Litva, Malta, Poljska, Romunija, Slovaška in Turčija.

Tabela 4: Opisna statistika javnofinančnega presežka/primanjkljaja v EU 12+3 v obdobju 1995–2008 (% BDP)

Država	Minimalna vrednost	Maksimalna vrednost	Aritmetična sredina	Standardni odklon
EU 12				
Bolgarija	-13,4	3,0	-1,1	4,3
Češka	-13,4	0,6	-4,5	3,1
Ciper	-6,5	3,4	-2,6	2,6
Estonija	-3,5	2,9	0,4	1,9
Litva	-4,0	1,2	-1,4	1,5
Latvija	-11,9	0,4	-2,8	2,8
Madžarska	-9,2	0,0	-5,7	2,6
Malta	-9,9	-2,2	-5,9	2,5
Poljska	-6,3	-1,9	-4,3	1,2
Romunija	-5,4	-1,2	-2,9	1,4
Slovenija	-8,6	0,5	-2,6	2,1
Slovaška	-12,3	-1,9	-5,3	3,2
Kandidatke				
Makedonija	-6,3	2,5	-1,1	2,4
Hrvaška	-8,2	2,1	-3,1	3,1
Turčija	-33,0	0,1	-7,7	8,3

Vir: World Bank: World Development Indicators – database, 2008; Eurostat: Statistic Database, 2009.

Omenjena skupina držav se od EU 15 razlikuje že po sestavi javnih financ, saj največji delež v celotnih javnofinančnih prihodkih predstavljajo prispevki za socialno varnost in zelo nizek delež iz naslova davka na dohodek fizičnih oseb. Slednje lahko povežemo z nefleksibilnim trgom delovne sile v teh državah. Večina ekonomistov trdi, da so javnofinančni primanjkljaji teh držav strukturne narave. Na začetku so se na eni strani soočale z izpadom davčnih prihodkov in s tem povezanimi davčnimi reformami ter na drugi s povečanimi izdatki za preoblikovanje institucij in prilagoditev gospodarskega sistema. Zniževanje in stabilnost javnih financ pa sta predpogoja za vstop v EU, zato je morala omenjena skupina držav vzdrževati nizke javnofinančne primanjkljaje in s tem posledično nizke primanjkljaje v tekočem računu in nizke obrestne mere, ki bi preprečile

vstop špekulativnega kapitala (Report on macroeconomic and financial sector developments in candidate countries, 2002, str. 5).

Postopna upočasnitev gospodarske aktivnosti po letu 2005 v najpomembnejših trgovinskih partnericah je pustila hude posledice tako za javnofinančno kot zunanje-trgovinsko ravnotežje. Večina držav skupine EU 12 je svoje javnofinančne primanjkljaje financirala s pomočjo zunanjega zadolževanja v tuji valuti, kjer je večji del dolga pomenil dolg države. S pojavom finančne krize 2008 pa so omenjene težave prišle še bolj v ospredje. V hude javnofinančne težave sta že zašli Madžarska in Latvija, ki sta že dobili 25 milijard evrov pomoči od IMF. Za podobno pomoč je zaprosila tudi Romunija. Na evropskem vrhu, marca 2009, so sicer razglabljali o višji stopnji pomoči tem državam, vendar jim Nemčija zelo nasprotuje. Kljub dejstvu, da je EU homogena celota, se s finančno krizo pojavljajo tendence k protekcionistični politiki držav EU 15. Seveda bi takšni ukrepi zelo škodovali novim državam članicam in s tem celotnemu gospodarstvu EU.

V državah kandidatkah je proces prehoda negativno vplival na hrvaško in makedonsko javnofinančno ravnotežje. S propadom velikih javnih podjetij so bila ustanovljena številna majhna in srednje velika podjetja, s tem se je število davčnih zavezancev povečalo, a kljub temu je največji izziv predstavljalo vprašanje kako vzpostaviti učinkovito davčno »kulturo« (Aristovnik & Berčič, 2007, str. 3). Med državami kandidatkami ima Hrvaška največjo gospodarsko rast, vendar je bila fiskalna reforma, po mnenju študije Združenih narodov (ZN), izvedena zaradi političnih interesov in ne kot način izboljšanja ekonomske učinkovitosti, zlasti na področju lokalne oblasti. Čeprav se je v zadnjih letih primanjkljaj v javnih financah zmanjševal, predvsem na račun povečanega prihodka od turizma, saj so v zadnjih letih predstavljali 20 odstotkov BDP-ja, se problem pojavi s finančno krizo, saj se bodo prihodki iz tega naslova zmanjšali. Omenjeni državi sta najvišje primanjkljaje zabeležili ravno v letih 2000 in 2001. Turčija je v proučevanem obdobju zabeležila rekordno visok primanjkljaj, saj je leta 2001 znašal kar 33 odstotkov BDP-ja. Po letu 2001 pa države preidejo v obdobje fiskalne stabilnosti oz. zmernosti, normalizirajo javni dolg. Hrvaška ga je omejila na 35, Turčija na 36 in Makedonija na 23 odstotkov BDP-ja, kar gre pripisati predvsem nominalni gospodarski rasti omenjenih držav. Napredek v Turčiji oz. fiskalna normalizacija je posledica restriktivne fiskalne politike, nižjih obrestnih mer in apreciacija turške lire (Fiscal notifications of candidate countries: overview and assessment, 2008, str. 1–4).

4.2.2 Pregled gibanja zunanjetrgovinskega neravnotežja v EU 12+3

Tabela 5 kaže, da so visoki primanjkljaji v skupini EU 12+3 skupna značilnost, saj je vseh 15 držav v opazovanem obdobju zabeležilo primanjkljaje v tekočem računu. Začetek obdobja je dejansko obdobje visokih pritokov TNI predvsem na račun privatizacije javnega sektorja oz. preoblikovanja v tržna gospodarstva. Ravno investicije so prispevale k

financiranju primanjkljajev v tekočem računu in pospeševanju gospodarske rasti (Report on macroeconomic and financial sector developments in candidate countries, 2002, str. 3). Delež investicij v BDP-ju je bil in je še vedno v državah EU 12 bistveno višji kot v EU 15. Iz tega naslova so vse države, z izjemo Slovenije, beležile zelo visoke primanjkljaje v tekočih računih. V povprečju so se gibali okoli 5 odstotkov BDP-ja, medtem ko so se v EU 15 gibali okoli 1 odstotka BDP-ja. Po letu 2000 so se visoki primanjkljaji nadaljevali, kar je predvsem poglobljalo zunanji dolg držav. Večina ekonomistov je visoke primanjkljaje v tem času pripisovala realni konvergenci in kopičenju kapitala, zato tudi niso govorili o nevzdržnih primanjkljajih (Herrmann & Jochem, 2005, str. 3–9). Vendar v času, ko se soočamo s svetovno finančno krizo, kjer so države, kot sta na primer Češka in Madžarska blokirani na mednarodnih finančnih trgih, katerih obseg izvoza je bistveno upadel, kar samo še pogloblja plačilno bilančno neravnovesje in zunanji dolg teh držav, prihaja vzdržnost primanjkljajev v ospredje.

Tabela 5: Opisna statistika bilance tekočega računa v EU 12+3 v obdobju 1995–2008 (% BDP)

Država	Minimalna vrednost	Maksimalna vrednost	Aritmetična sredina	Standardni odklon
EU 12				
Bolgarija	-25,3	5,3	-8,2	9,2
Češka	-6,6	-1,3	-4,1	1,8
Ciper	-18,3	-1,7	-5,8	4,4
Estonija	-18,1	-4,2	-9,6	4,2
Latvija	-22,5	0,3	-9,9	6,4
Litva	-14,6	-4,7	-8,7	3,1
Madžarska	-8,6	-2,1	-6,4	2,1
Malta	-12,6	2,4	-6,4	3,9
Poljska	-9,1	0,8	-3,6	2,2
Romunija	-13,5	-3,3	-7,1	3,2
Slovaška	-9,5	2,2	-5,8	3,4
Slovenija	-5,5	1,0	-1,7	1,9
Kandidatke				
Hrvaška	-10,7	-2,5	-6,2	2,2
Makedonija	-13,1	0,9	-6,3	3,4
Turčija	-6,1	2,0	-2,4	2,6

Vir: World Bank: World Development Indicators – database , 2008; Eurostat: Statistic Database, 2009.

Od omenjene skupine držav izstopajo države kandidatke ter Romunija in Bolgarija že zaradi dejstva, da so z obdobjem prestrukturiranja lastnih gospodarstev pričele malce kasneje po letu 1995. Romunsko in bolgarsko gospodarstvo je bilo zelo prizadeto zaradi vojne na prostorih nekdanje Jugoslavije, kar je predvsem oskrunilo transportne povezave, trgovinske tokove in pritoke TNI. Nekonsistentna makroekonomska politika, politična nestabilnost in skope strukturne reforme so spremljale njun proces tranzicije. Bolgarija je v

obdobju 1995–1997 utrpela močno deprecijacijo domače valute (bolgarski lev), ki je bila povezana s hiperinflacijo in z znatnim padcem gospodarske aktivnosti. Slednja se je znižala tudi za deset odstotnih točk. Takšno ekonomsko stanje je povzročilo bankrot številnih finančnih institucij. Z ustreznim sklopom makroekonomskih politik, ki je temeljil na fiskalni vzdržnosti in s politiko deviznega tečaja, ki je temeljila na valutnem odboru (angl. *currency board*)¹⁷, je Bolgariji le uspelo vzpostaviti in vzdrževati stabilnosti kljub zunanjim šokom (ruska finančna kriza, svetovna finančna kriza, kosovska kriza ipd.). Podoben razvoj dogodkov s hiperinflacijo in z znatnim upadanjem gospodarske aktivnosti je utrpela tudi Romunija. Njen bistveni problem je po letu 1997 predstavljalo poplačilo zunanjega dolga. Po triletnem obdobju recesije je leta 2000 bilo zaznati okrepitev gospodarske aktivnosti, predvsem na račun povečanega povpraševanja na evropskih izvoznih trgih. Romunija se še vedno sooča z visoko stopnjo inflacije, ki v celotnem proučevanem obdobju ni padla pod dvoštevlično stopnjo. Slednja je povezana z deprecijacijo nacionalne valute in s pritiskom na rast plač, kar gre pripisati predvsem fiskalni nestabilnosti. Omenjeni državi še dodatno obremenjuje visoka stopnja korupcije, ki zavira investicije in ustvarja negativno podjetno klimo (Crespo-Cuaresma, Fidrmuc & Silgoner, 2006, str. 123, 124).

Po letu 1994, ko je Turčija zaradi neustrezne makroekonomske politike utrpela kar 12-odstotno inflacijo, je pričela z restriktivno denarno politiko in s fiskalnim prilagajanjem, ki je bilo usmerjeno predvsem v zniževanje stopnje inflacije pod 10 odstotkov do leta 2002. O vzpostavitvi makroekonomske stabilnosti v Turčiji je mogoče govoriti po letu 2004, saj je takrat prvič zabeležila enoštevlično stopnjo inflacije in 5-odstotno stopnjo gospodarske rasti. V preteklosti je bil tečaj turške lire vezan na dolar, vendar s poglobitvijo odnosov in vse večjo verjetnostjo, da bo Turčiji podeljen status kandidatke, se je tečaj lire vezal na evro in od leta 2005 beleži rahlo apreciacijo. Po mnenju nekaterih ekonomistov turško gospodarstvo za razliko od drugih držav kandidatki ni privlačno za tuje investitorje, saj zaradi pretekle makroekonomske situacije še vedno velja za dokaj tvegano območje (Crespo-Cuaresma, Fidrmuc & Silgoner, 2006, str. 122). Visoka gospodarska rast v državah kandidatkah je bila tako posledica večjega povpraševanja, ki je bil povezan z rastjo kreditov in s pritokom tujega kapitala. Vpetost in poglobljanje trgovinskih odnosov z EU je povečevalo obseg tako izvoza kot uvoza. Kazalci kažejo, da se je stopnja inflacije v zadnjih letih povečala, kar gre pripisati predvsem naraščajočim cenam energije, regulacijam cen, naravnim nesrečam in naraščajočim pritiskom na rast plač. Primanjkljaji v tekočih računih držav kandidatki so ohranili tendenco naraščanja. Zaradi zadolževanja njihovih bančnih institucij in podjetij v tujini se je bistveno povečal delež zunanjega dolga.

¹⁷ Devizni tečaj, v katerem se država obveže, da bo zamenjevala domačo valuto za tujo po fiksnem deviznem tečaju, in da bo izdajala domači denar samo, če za to obstaja polno pokritje v deviznih sredstvih (Mrak, 2002, str. 92).

V obravnavanem obdobju je Hrvaška v povprečju beležila najvišji primanjkljaj v tekočem računu, saj je v povprečju znašal 5,2 odstotka BDP-ja. Med obravnavanimi državami kandidatka ima Hrvaška najslabšo makroekonomsko oceno. Hrvaški ekonomist, Miheljak, v svoji študiji ugotavlja, da sta deleža javnega in zunanjega dolga v BDP-ju, visok delež zunanjega dolga glede na delež izvoza v BDP-ju, visok delež javnega dolga v celotnem zunanjem dolgu ter notranje zadolževanje hrvaškega prebivalstva in gospodarstva dejavniki, ki vplivajo na nevzdržnost primanjkljajev (Miheljak, 2004, str. 6). Glede na to, da je na izvozi strani turizem zelo pomemben, na drugi strani pa velja, da je Hrvaška zelo počasna pri prodiranju na tuje trge, se napoveduje celo bankrot države.

Začetek proučevanega obdobja je zaznamovala samostojna denarna politika držav skupine EU 12+3. S pristopom k EU so morale države EU 12 vstopiti v sistem ERM. Centralizirana monetarna politika je tista, ki omejuje instrumente za uravnavanje šokov posamezne države. Osnovni argument evropske monetarne politike za takšno pogojevanje je, da bi tisti monetarni ukrepi, ki so usmerjeni v pospeševanje gospodarske rasti ali zaposlovanje, povzročili inflacijski pritisk in s tem nestabilnost na celotnem področju EU. Slovenija, Latvija in Estonija so takoj postale tudi članice ERM, kasneje so jim sledile še druge¹⁸ (Buitert & Sibert, 2006, str. 1–5). Države kandidatke so prav tako vodile restriktivno monetarno politiko, s katero so predvsem ohranjale stabilnost nacionalnih valut. Politika deviznega tečaja držav kandidatke je sicer samostojna, vendar se veže na evropsko valuto, saj stabilnost deviznega tečaja podpira sodelovanje z EU kot najpomembnejšega partnerja držav kandidatke. Slednje kaže dejstvo, da se države kandidatke odločajo za režim fiksnega deviznega tečaja, saj predstavlja neposredno obvezo k stabilnosti lastnega gospodarstva in približevanju tega ravni EU. Države kandidatke se znotraj režima odločajo za različne vrste. Tako je Turčija v proučevanem obdobju vzdrževala drseči devizni tečaj. Na drugi strani je Hrvaška do leta 1999 vzdrževala fiksni devizni tečaj z dovoljenimi mejami gibanja, po omenjenem letu pa je prešla na uravnavano drsenje (Crespo-Cuaresma, Fidrmuc & Silgoner, 2004, str. 119–123). Na Hrvaškem predstavlja zaskrbljenost zadolženost domačih komercialnih bank, ki se je bistveno povečala v zadnjih letih, na račun katere se je tudi tekoči račun v zadnjih letih povečal čez 6 odstotkov BDP-ja (Transition report, 2007, str. 171).

Kombinacija hitre gospodarske rasti, primanjkljaja v tekočem računu, ki je bil strukturne narave, in naraščajočega javnofinančnega primanjkljaja so skupne značilnosti držav skupine EU 12+3. Visoki primanjkljaji v tekočih računih, ki so nastali predvsem kot posledica izgube konkurenčnosti, povečanega uvoza in presežne potrošnje, so prispevali tudi k višjemu zunanjemu dolgu držav. Po podatkih slovaškega statističnega urada so

¹⁸ Slovenija, Latvija in Estonija so postale članice ERM II že maja 2004, sledile so jim Ciper, Litva in Malta junija istega leta in leta 2005 Slovaška. Tri največje valute držav, ki so pristopile v tem obdobju: madžarski forint, češka krona in poljski zlot za zdaj še ne izpolnjujejo pogojev za vstop. Iz omenjene skupine držav so evro prevzele Slovenija (2007), Ciper in Malta (2008).

primanjkljaj v tekočem računu, rast javnofinančnega primanjkljaja in stopnja zunanjega dolga v BDP-ju na Slovaškem in Madžarskem bistveno hujši, kot je to bilo zaznati v državah Latinske Amerike v devetdesetih letih, tik pred začetkom valutne oz. finančne krize (Becker, 2006, str. 2).

4.2.3 Dinamika razvoja domačega varčevanja in investicij EU 12+3

Iz predhodnega poglavja je bilo razvidno, da je večina držav v skupini EU 12+3 v obravnavanem obdobju beležila primanjkljaje v tekočih računih plačilne bilance, kar odraža neravnotežja med domačim varčevanjem in investicijami.

Tabela 6: Povprečno gibanje domačega varčevanja in investicij v EU 12+3 v obdobju 1995 - 2008 (% BDP)

Država	Domače varčevanje	Domače investicije
EU 12		
Bolgarija	14,3	19,5
Češka	24,3	27,3
Ciper	15,8	19,1
Estonija	21,6	29,1
Latvija	17,8	24,8
Litva	14,6	22,5
Madžarska	19,8	22,2
Malta	16,8	20,5
Poljska	18,8	20,7
Romunija	18,2	22,9
Slovaška	22,6	27,9
Slovenija	24,8	24,9
Kandidatke		
Makedonija	17,4	17,4
Hrvaška	19,2	21,8
Turčija	21,8	20,9

Vir: World Bank: World Development Indicators – database , 2008; Eurostat: Statistic Database, 2009.

Začetek proučevanega obdobja je zaznamoval porast odstotka domačih investicij, kateremu pa ni sledil tudi povečana raven domačega varčevanja. Iz Tabele 6 je razvidno, da so odstotek investicij v povprečju znašali krepko nad 20 odstotkov BDP-ja, delež domačega varčevanja pa se je po letu 2000 začel zmanjševati. Na tem področju predvsem prednjačijo Poljska, Madžarska, Češka, Makedonija, Bolgarija, Litva in Latvija. Na drugi strani pa so tudi države, kot so: Poljska, Slovenija in Latvija, ki so v proučevanem obdobju beležile nižji odstotek domačih investicij v primerjavi s povprečjem držav EU 12+3. Nekateri ekonomisti predvidevajo, da je takšno neizkoriščanje potencialnega gospodarskega razvoja rezultat počasnih bančnih reform. Tržna koncentracija visokih obrestnih mer je sicer zelo prisotna v tranzicijskih državah, izstopata predvsem Estonija in Litva, med kandidatkami

pa je to Turčija. Na drugi strani pa je ta zelo nizka na Madžarskem in Poljskem. Na splošno je koncentracija višja kot v skupini EU 15, kar nakazuje, da se obrestne mere težje približujejo EU povprečju, zato so to še vedno države, ki so zanimive za špekulativne investicije – predvsem zaradi visoke koncentracije bančnega sektorja, tujih lastništev v bankah, visoke stopnje likvidnosti in bančne kapitalizacije, kar v bistvu povzroča, da so banke manj odvisne od domače monetarne politike. Iz česar se sklepa, da so dejansko gospodarstva teh držav zelo povezana z monetarno politiko evroobmočja, katere del sicer še niso bila oz. sploh še niso (Coricelli, Égert & MacDonald, 2006, str. 27–53).

Skupina EU 12+3 se bistveno razlikuje od EU 15 že po tem, da so te države v obdobju pred vključitvijo v EU vodile samostojno politiko deviznega tečaja kot tudi monetarno politiko. Češka, Poljska, Slovaška in Madžarska so imele sistem fleksibilnega deviznega tečaja, prostega drsenja, medtem ko je na drugi strani recimo Slovenija vzdrževala tečaj uravnavanega drsenja. Baltske države in Bolgarija so se v drugi polovici devetdesetih odločile za valutni odbor. Zaradi valutne krize, ki je prizadela češko gospodarstvo leta 1997, sta se tako Češka kot tudi Poljska odločili za inflacijsko ciljanje (angl. *inflation targeting*); Češka je za kratek čas uvedla sistem valutnega odbora. Države s fiksnimi deviznimi režimi nimajo možnosti nominalne apreciacije nacionalnih valut, s katero bi se zagotovila cenovna konvergenca. Kot posledica režima deviznega tečaja so bile obrestne mere zelo nizke. Ravno slednje so vzrok za kreditno ekspanzijo in s tem visoke zunanjetrgovinske primanjkljaje. Omenjen trend je predvsem opaziti v Baltskih državah. Države s sistemom fleksibilnega deviznega tečaja in z inflacijskim ciljanjem povečajo možnost nominalne apreciacije in s tem večje fleksibilnosti, s katero se nadzira inflacija in prilagaja cenovna konvergenca (Darvas & Szapáry, 2008, str. 6). Podatki Eurostata kažejo, da so valute manj razvitih držav EU 12+3 aprecirale v proučevanem obdobju. Predvsem gre za to, da se je v tem obdobju bistveno spremenilo povpraševanje po blagu in storitvah z nizko dodano vrednostjo. Poleg tega je tudi ekspanzivna fiskalna politika v skladu s teorijo, predstavljeno v predhodnih poglavjih, bistveno prispevala k realni apreciaciji deviznih tečajev. Produktivni šoki se niso održali samo skozi Balassa-Samuelsonov učinek, ki se kaže na ponudbeni strani, ampak tudi skozi strani investicijskih tokov, kjer večja produktivnost v sektorju zahteva tudi večji delež investicij, kar ustvarja dodaten pritisk na cene. Pojavlja se seveda vprašanje, ali so se države s fleksibilnejšimi deviznimi tečaji in samostojno denarno politiko hitreje in učinkoviteje ubranile učinkovitih produktivnih šokov in s tem pritiskov na inflacijo. Coricelli, Jazbec in Masten (2004) so ugotovili, da je v državah, ki so imele sistem uravnavanega drsenja, povezava med deviznim tečajem in inflacijo zelo močna. Politika deviznega tečaja je odigrala v tem prehodnem obdobju pomembno vlogo za države EU 12, saj so z njeno pomočjo uspele znižati stopnjo inflacije pod 10 odstotkov (Coricelli, Jazbec & Masten, 2004, str. 3, 24).

Velik pristik na makroekonomsko politiko teh držav je predstavljala tudi obveza o prevzemu skupne valute. Obdobje prehoda je seveda odvisno od izpolnitve maastrichtskih kriterijev nominalne konvergence. Kljub zahtevi po hitrem prilagajanju in stabiliziranju gospodarstva pa ima skupna valuta tudi številne prednosti. Na eni strani z ukinjanjem fluktuacij v deviznih tečajih in s tem povezanimi transakcijskimi stroški ter negotovostjo se spodbuja blagovna izmenjava in finančna integracija. Poleg tega je omogočena večja transparentnost cen in s tem večje konkurenčnosti. Vključenost v skupni monetarni sistem daje večjo kredibilnost sami državi v primerjavi, če bi ta vodila samostojni monetarni sistem. Da bi bila monetarna integracija uspešna, so potrebne še nekatere druge reforme, kot so reforma fiskalnega sistema, dohodkovne politike ipd. Vsi ti učinki spodbujajo gospodarsko rast in ekonomsko blaginjo prebivalstva.

5 PREVERJANJE HIPOTEZE DVOJNEGA PRIMANJKLJAJA V DRŽAVAH EU IN NJENIH KANDIDATKAH

Spodbujanje gospodarske aktivnosti na račun ekspanzivne fiskalne politike na eni strani sicer spodbudi pritok investicij in s tem gospodarsko rast, a na drugi poglobi primanjkljaj oz. zmanjša presežek na tekočem računu plačilne bilance. Povečan pritok tujega kapitala na deviznem trgu poveča ponudbo tuje valute, kar rezultira v apreciaciji domače valute v državah, katerih denarna politika ni predmet domače CB, kar vodi v makroekonomsko nestabilnost. Ugotovljeno je že, da bi se sorazmerno povečanje obsega domačega varčevanja s povečanim obsegom javnofinančnega primanjkljaja kazalo v nespremenjenih makroekonomskih spremenljivkah¹⁹.

Na podlagi opisanih pristopov k teoriji dvojnega primanjkljaja v predhodnih poglavjih bi tako za skupino EU 15 kot za skupino EU 12+3 težko potrdili rikardijansko ekvivalenco. Prisotnost FH uganke pa je vsekakor verjetnejša za skupino EU 12+3. Saj so te države v obravnavanem obdobju sledile procesu dohitevanja, kar je vključevalo hitro liberalizacijo finančnih trgov, javnofinčno nestabilnost na račun privabljanja investicij in s tem pospeševanja gospodarske rasti, nestabilnost na deviznih trgih ipd. Zadolževanje na tujih trgih je rezultiralo v presežku obsega domačih investicij nad obsegom domačega varčevanja. Povsem v nasprotju pa so »stare« države članice EU oz. države skupine EU 15, ki so imele ustaljene položaje na mednarodnih finančnih trgih in njihova gospodarstva so delovala stabilno.

Ugotovitve empirične analize bi lahko pomenile nadaljnje napotke glede fiskalne politike za obravnavane države. V primeru, ko bi se hipoteza dvojnega primanjkljaja potrdila, bi države tega lahko zmanjšale z zviševanjem davkov ali/ in s povečanjem domačega varčevanja. Fiskalna konsolidacija bi neposredno zmanjšala javnofinančni primanjkljaj in posredno prek zmanjšanja razpoložljivega dohodka vplivala na zmanjšanje povpraševanja

¹⁹ Empirična analiza temelji na predpostavah o nepopolni zaposlenosti produkcijskih faktorjev.

po uvoznih dobrinah in s tem na zmanjšanje primanjkljaja v tekočem računu (Normandin, 1994, str. 9).

5.1 Empirična metodologija in podatki

Empirična analiza bo na podlagi predhodnih teoretičnih in empiričnih dognanj Bussièreja, Fratzscher in Müller (2004), Herrmanna in Jochemma (2005), Marinheiro-Fonsece (2006) in Nickela in Vansteenkista (2008) ocenila model, kjer bilanca tekočega računa (TR) predstavlja odvisno spremenljivko za i -to državo v času t . Gre za opazovanje dveh dimenzij: i -tih opazovanih enot (i) (angl. *cross sectional*) ter na drugi strani opazovanje v času (t) (angl. *time series*).

Model lahko zapišemo v naslednji splošni obliki:

$$TR_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \beta_1 JF_{it} + \beta_2 RELBDP_{it} + \beta_3 I_{it} + \beta_4 REER_{it} + v_{it} \quad (38)$$

α_i zajema učinke, ki so fiksni za posamezno državo in se ne spreminjajo v času; $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ predstavljajo parcialne regresijske koeficiente za izbrane neodvisne spremenljivke (javnofinančni primanjkljaj/presežek (JF), investicije (I), logaritem relativnega realnega BDP na prebivalca (RELBDP) in logaritem realnega efektivnega deviznega tečaja (REER)). λ_t predstavlja časovne učinke, ki so značilni za posamezno leto, vendar konstantni za vse države; v_{it} predstavlja napake regresijskega modela, nastale zaradi slučajnih vplivov, ki so značilne za posamezno državo in leto.

V zgornjem modelu je specifična predvsem struktura statistične napake v_{it} , za katero sicer velja korelacija znotraj opazovanega obdobja za posamezno državo (u_i). Gre za tako imenovani individualni učinek (angl. *individual effect or group effect*) (Blackwell, 2005, str. 202–207).

Velja naslednje (Ballou, 2007, str. 45):

$$v_{it} = u_i + e_{it} \quad (39)$$

Panelni modeli vključujejo večje stopinje prostosti in variabilnost vzorca kot modeli, ki temeljijo samo na časovnih vrstah; omogočajo testiranje kompleksnejših značajskih lastnosti, kot je sicer to mogoče v modelih časovnih vrst ali presečnih podatkov; kontrolira nadzor nad ne vključenimi spremenljivkami (angl. *omitted variables*). To so tiste spremenljivke, ki sicer niso del modela, so pa povezane s pojasnjevalno spremenljivko X . Dinamičnost modela se kaže v tem, da se analiza osredotoča na razlike znotraj posamezne opazovane enote in s tem zmanjšuje korelacijo med tekočimi in odloženimi spremenljivkami (angl. *lag variables*). Omogoča jasnejše napovedi z združevanjem presečnih in časovnih podatkov (angl. *pooling data*). Na tak način je možno opazovati obnašanje posamezne enote z opazovanjem drugih. Poleg tega testira homogenost v

primerjavi s heterogenostjo opazovanih enot. V kolikor so te neodvisne, panelna analiza zagotavlja normalno oz. asimetrično porazdelitev (Hsiao, 2006, str. 2–8).

Sprva se empirična analiza osredotoči na OLS ocenjevanje modela (angl. *ordinary least square*), kjer se zanemarijo specifični časovni in individualni učinki opazovanih enot. Gre za tako imenovano enovito regresijo (angl. *pooled OLS regression*), ki se sicer uporablja za grobo oceno panelnih podatkov in je zato podvržena številnim napakam. Ocena regresijskih koeficientov je sicer lahko učinkovita, v kolikor so v model vključene »prave« pojasnjevalne spremenljivke. V tem primeru bi bila tako α_i medsebojno neodvisna od v_{it} in tudi od prej omenjenih spremenljivk. Njuna medsebojna odvisnost oz. dejstvo, da je statistična napaka sestavljena iz obeh determinant, bi pripeljalo do problema neopazovane heterogenosti (angl. *unobserved heterogeneity*). Vendar je povsem nemogoče pričakovati, da so v model vključene vse prave spremenljivke in prek njih kontrola individualnih učinkov posamezne države, zato je pričakovati, da bo α_i povezana z vsaj eno pojasnjevalno spremenljivko, kar nakazuje na nekonsistentnost modela (angl. *model missperfection*) in pristranskost ocen le-teh. Poleg tega je že test Wooldridge potrdil prisotnost avtokorelacije v nekaterih primerih (Tabela 7). Problem avtokorelacije in drugih pomanjkljivosti OLS metodologije poskuša empirična analiza rešiti z uporabo Prais-Winstenove OLS metodologije (v nadaljevanju OLS-PSCE) in s FGLS cenilko (angl. *feasable generalized least squares*).

Osnovna razlika med panelnimi in OLS modeli je v uporabi metodologije fiksnih (FEM, angl. *fixed effect models*) ali spremenljivih učinkov (REM, angl. *random effect model*). Pri čemer FEM fiksira del napake (odstopanj) pri ocenjevanih vrednostih kot konstanto, medtem ko REM dovoljuje variiranje tega dela napojasnjenih odklonov. Na podlagi Hausmanovega preizkusa, ki preverja obstoj značilnih razlik med ocenami regresijskih koeficientov, izračunanih na podlagi FEM in REM, preverjamo ničelno hipotezo, da učinki posamezne države niso povezani z drugimi, v model vključenimi spremenljivkami v vseh proučevanih primerih. Magistrsko delo se ne osredotoča na prvostopenjsko testiranje omenjenih učinkov, pač pa se osredotoča na dvostopenjsko (angl. *two-stage regression*), kjer kot pojasnjevalno spremenljivko vključi še časovno determinanto.

Javnofinančni primanjkljaj v državah EU in njenih kandidatkah se dejansko napaja prek zadolževanja na tujih kapitalskih trgih in s tem posledično vpliva na balance tekočih računov omenjenih držav. Zato se pričakuje pozitiven predznak za regresijski koeficient β_1 . Realni BDP p. c. v primerjavi z realnim BDP p. c. referenčne skupine držav predstavlja pomembno determinanto tekočega računa. Realna konvergenca držav in pričakovani višji dohodek v prihodnosti vodita v povečano zadolževanje, kar seveda dodatno obremeni tekoči račun plačilne balance, zato se pričakuje pozitiven predznak regresijskega koeficienta β_2 . Dodatno obremenitev na tekočem računu predstavlja tudi

dejstvo, da proces dohitevanja dejansko privablja investicije, zato se pričakuje negativni predznak za oceno regresijskega koeficienta β_3 (Priloga 8).

Magistrsko delo je za empirično analizo podatkov uporabilo statistični paket STATA10, saj omogoča integrirano in kompleksno ter hkrati tudi enostavno analiziranje podatkovnih baz. Podatkovna baza vključuje letne podatke za odvisno spremenljivko primanjkljaj/presežek tekočega računa in štiri pojasnjevalne spremenljivke na vzorcu tridesetih držav v obdobju 1995–2008. Osnovni vir podatkov predstavljajo baze, kot so: World Development Indicators (WDI), OECD database, Eurostat. Pri ocenjevanju modela predstavlja odvisno spremenljivko saldo tekočega računa plačilne bilance (*TR*), izražen kot odstotek BDP-ja (negativna vrednost izraža primanjkljaj na tekočem računu). Neodvisne spremenljivke v modelu so: saldo bilance javnih financ kot odstotek BDP-ja (*JF*), domače investicije kot odstotek BDP-ja (*I*), relativni dohodek na prebivalca posamezne države v primerjavi s povprečjem dohodka EU 27, izražen v logaritmih (*RELBDP*), ter spremenljivka realnega efektivnega deviznega tečaja (*REER*), ki je prav tako izražena v logaritmih (Priloga 4).

5.2 Empirični rezultati

5.2.1 Preverjanje ustreznosti modela

Z modelom sprva preverjamo nekatere njegove osnovne predpostavke. Prva predpostavka temelji na homoskedastičnosti pojasnjevalnih spremenljivk in rezidualov, to je na tako imenovani konstantni varianci rezidualov. V prid heterogenosti na račun makroekonomskih pogojev gospodarjenja in strukturnih ter drugih gospodarskih reform, govori zapisano četrto poglavje. Test Breusch-Pagan/Cook-Weisberg pa empirično ugotavlja, ali je ocenjena varianca ostankov regresijskega modela odvisna od vrednosti pojasnjevalnih spremenljivk, vključenih v model. Visoke vrednosti χ^2 -statistike, zlasti na primeru celotnega modela 54,7, potrdijo prisotnost heteroskedastičnosti oz. razlike med skupinami držav kot tudi razlike med posameznimi skupinami držav. Zato se ničelna domneva zavrne tudi za skupino EU 12+3 kot tudi za skupino EU 15. Heteroskedastičnost lahko vodi v pristranskost ocen predvsem kot posledica nepravilno specificiranega modela. Na podlagi ocen Wald-Remsey testa se je možnost takšnega vpliva na model ovrgla. Vsekakor se je empirična analiza zaradi omenjenega problema heteroskedastičnosti usmerila tudi v eliminiranje omenjenega problema z različnimi regresijskimi metodologijami.

Z Waldovim testom se je testiral pomen pojasnjevalnih spremenljivk in ali te statistično značilno vplivajo na odvisno spremenljivko. Gre za test, poimenovan po Albrahamu Waldu, ki se v STATI izvaja s postavitvijo ničelne domneve, da je pojasnjevalna spremenljivka enaka nič. Na podlagi izvedenih testov se ničelna domneva zavrne za vse tri

modele, kar nakazuje, da pri razlagi gibanja tekočega računa igrajo vključene pojasnjevalne spremenljivke pomembno vlogo.

Remsey test testira obstoj pristranskosti zaradi izpuščenih spremenljivk (angl. *omitted variable bias*). Test je statistično značilen za vse tri skupine, kar nakazuje dejstvo, da so ocene regresijskih koeficientov na podlagi OLS metodologije pristranske oz. da se model sooča s problemom ne vključenih spremenljivk. Testiranje panelne avtokorelacije na podlagi Wooldridge testa zavrne ničelno hipotezo o neprisotnosti serijske korelacije za model držav EU 30 in EU 15, medtem ko za skupino EU 12+3 ničelne domneve ni mogoče zavrniti. Da bi bili rezultati modela izboljšani, sta v magistrskem delu, kot že omenjeno, poleg metode najmanjših kvadratov in panelne metode fiksnih ter naključnih učinkov, uporabljeni še dve tehniki, tj. popravljena Parks-Kmenta GLS metoda (angl. *Generalized Least Square*) in metoda Beck-Katz PCSE (angl. *Panel-Corrected Standard Errors*).

Tabela 7: Rezultati testiranja avtokorelacije, heteroskedastičnosti in ne vključenosti spremenljivk v modelu v obdobju 1995–2008 (v % BDP)

Test	EU 27+3	EU 12+3	EU 15
Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test			
χ^2 - statistika	54,7 (0,00)	12,4 (0,00)	4,7 (0,03)
Remsey test			
F – statistika	4,8 (0,00)	9,6 (0,00)	6,9 (0,00)
Wald test			
F – statistika	407,1 (0,00)	25,2 (0,00)	533,5 (0,00)
Wooldridge test			
F – statistika	45,2 (0,00)	0,0 (0,94)	12,5 (0,00)

Opomba: V oklepajih so zapisane p-vrednosti.

Vir: World Bank: *World Development Indicators – database*, 2008; Eurostat: *Statistic Database*, 2009.

Panelni test enotnega korena (angl. *unit root test*) posamezne časovne vrste je zavrnil ničelno domnevo pri najmanj 5-odstotni stopnji značilnosti za spremenljivki JF in REER na primeru modela EU 30. S čimer se domneva, da se omenjeni spremenljivki ne spreminjata sami po sebi zaradi naključnih šokov, zavrne. Rezultati so precej različni za skupino EU 12+3, kjer se potrди dolgoročna povezava med tekočim računom in bilanco javnih financ, investicijami ter realnim efektivnim deviznim tečajem, medtem ko je realni bruto domači dohodek na prebivalca pod vplivom trenda. V primeru EU 15 se ničelna domneva zavrne za vse vključene pojasnjevalne spremenljivke, s čimer se potrди dolgoročna povezava nepojasnjeno spremenljivko s pojasnjevalnimi spremenljivkami. Povzetek rezultatov pooled ADF testa, povzeto po Levin-Lin-Chu metodologiji, je prikazan v Prilogi 5.

5.3.2 Rezultati modela

V skladu z ugotovitvami v predhodnih poglavjih parcialni korelacijski koeficienti kažejo različno povezavo med javnofinančnim (ne)ravnotežjem in zunanjim (ne)ravnotežjem v obravnavanih državah. Povezava je pozitivna, a šibka zgolj za skupino EU 15 (0,19). Zanimiva je negativna vrednost koeficienta za Grčijo (0,62), saj se je pričakovala pozitivna korelacija med spremenljivkama. V skupino EU 15 so vključene tudi države, ki so zabeležile visoke pozitivne vrednosti parcialnih korelacijskih koeficientov. Ti so bili nad 0,7 v Nemčiji, na Irskem in Nizozemskem. Na podlagi makroekonomskih dogajanj in osnovne teze dvojnega primanjkljaja je bilo sklepati, da bo večina držav EU 12+3 zabeležila pozitivno korelacijo med bilanco javnih financ in tekočim računom. Žal pa tega ne moremo niti zavrnila niti potrditi, saj so koeficienti statistično neznačilni za vse države, z izjemo Turčije.

Korelacija med investicijami in tekočim računom je negativna, torej v skladu s teoretičnimi pričakovanji, zgolj za skupino EU 15. Močnejša povezava se kaže v državah, ki so sicer finančno bolj integrirane v mednarodne tokove. Parcialni korelacijski koeficienti so namreč statistično značilni, z izjemo: Švedske, Velike Britanije, Nizozemske, Grčije, Italije in Finske, kjer povezave ne moremo niti potrditi niti zavrnila. Za skupino EU 12+3 je koeficient statistično neznačilen. A kljub temu številne države v tej skupini zabeležijo statistično značilno negativno vrednost parcialnih korelacijskih koeficientov: Bolgarija, Češka, Ciper, Makedonija, Litva, Malta, Poljska, Slovenija, Slovaška.

Zanimiva je tudi povezava med tekočim računom in relativnim realnim dohodkom na prebivalca²⁰. Za Dansko, Grčijo in Nizozemsko parcialni korelacijski koeficienti kažejo statistično značilne, a negativne vrednosti. V teh državah je očitno zmanjševanje presežka oz. povečanje primanjkljaja v tekočem računu povezano z večjo potrošnjo in zmanjšanjem obsega domačega varčevanja.

²⁰ Rezultate parcialnih korelacijskih koeficientov med relativnim realnim dohodkom na prebivalca in tekočim računom je možno dobiti pri avtorju.

Tabela 8: Parcialni korelacijski koeficienti držav EU 27+3 (1995–2008)

Država	Korelacijski koeficient (TR-I)	Korelacijski koeficient (TR-JF)	Država	Korelacijski koeficient (TR-I)	Korelacijski koeficient (TR-JF)
EU 15	-0,38 (0,00)	0,19 (0,00)	EU 12+3	-0,02 (0,72)	-0,13 (0,07)
Avstrija	-0,77 (0,01)	0,09 (0,79)	Bolgarija	-0,96 (0,00)	0,19 (0,58)
Belgija	-0,75 (0,01)	0,01 (0,99)	Česka	-0,63 (0,04)	-0,18 (0,61)
Danska	-0,73 (0,01)	0,22 (0,50)	Ciper	-0,79 (0,00)	-0,43 (0,19)
Finska	-0,54 (0,08)	0,12 (0,72)	Estonija	-0,61 (0,05)	-0,55 (0,07)
Francija	-0,86 (0,00)	0,63 (0,04)	Makedonija	-0,75 (0,01)	0,55 (0,08)
Grčija	-0,15 (0,65)	-0,62 (0,04)	Hrvaška	0,21 (0,54)	-0,16 (0,64)
Irska	-0,78 (0,00)	0,75 (0,01)	Latvija	-0,60 (0,05)	-0,58 (0,06)
Italija	-0,37 (0,27)	-0,35 (0,29)	Litva	-0,84 (0,00)	0,31 (0,36)
Luksemburg	-0,70 (0,02)	-0,53 (0,09)	Madžarska	0,04 (0,90)	-0,22 (0,52)
Nemčija	-0,83 (0,00)	0,81 (0,00)	Malta	-0,68 (0,02)	-0,52 (0,10)
Nizozemska	-0,28 (0,41)	0,79 (0,00)	Poljska	-0,71 (0,02)	-0,14 (0,68)
Portugalska	-0,72 (0,01)	0,12 (0,73)	Slovenija	-0,85 (0,00)	0,49 (0,12)
Španija	-0,72 (0,01)	0,49 (0,13)	Slovaška	-0,83 (0,00)	0,49 (0,13)
Švedska	0,48 (0,14)	-0,03 (0,93)	Romunija	-0,13 (0,70)	0,02 (0,96)
Velika Britanija	0,04 (0,92)	0,21 (0,55)	Turčija	0,32 (0,34)	-0,70 (0,02)

Opomba: V oklepajih so zapisane p-vrednosti

Vir: World Bank: World Development Indicators – database , 2008; Eurostat: Statistic Database, 2009.

V nadaljevanju so prikazani in analizirani rezultati modela, ocenjeni na podlagi metodologije FEM, REM in OLS-PSCE²¹. Najprej smo proučevali raznolikost vpliva pojasnjevalnih spremenljivk na zunanje (ne)ravnotežje v regiji kot celoti kakor tudi po posameznih skupinah držav. Standardne napake ocen so nizke za večino spremenljivk, vključenih v model, kar pomeni, da se ocenjene vrednosti približujejo pravi vrednosti modela. Do odstopanj prihaja pri spremenljivkah REER in RELBDP, predvsem kot rezultat oscilacij med državami, slednja se kaže tudi skozi nizke p-vrednosti. Z vidika hipoteze dvojnega primanjkljaja je najpomembnejša ravno povezava med javnofinančnim in zunanjim (ne)ravnotežjem. Za prvotno ocenjen model, ki vključuje vseh trideset držav v obdobju 1995–2008, je ocenjen regresijski koeficient statistično neznačilen. Pri pregledu ocen regresijskega koeficienta za dve obravnavani podskupini držav v obdobju 1995–2008 se prav tako ugotovi, da je ocenjen regresijski koeficient za države skupine EU 15 in EU 12+3 statistično neznačilen, s čimer se hipoteza dvojnega primanjkljaja ne more niti potrditi niti zavrniti.

Ocene so v skladu s študijo Afonso in Rault (2009), ki proučuje države EU 25 in države OECD-ja v obdobju 1970–2007. Negativna povezava med bilancama se potrdi za Finsko, Italijo, Luksemburg, Španijo, Slovaško, Švedsko in Veliko Britanijo, a hkrati za države, kot so: Avstrija, Belgija, Češka, Irska, Latvija in Malta potrdi pozitivno, a šibko povezavo med javnofinančnim in zunanjim (ne)ravnotežjem. Ključna ugotovitev študije pravi, da v državah EU 25 restriktivna fiskalna politika ne bo izničila oz. bistveno vplivala na primanjkljaje v tekočih računih teh držav (Afonso & Rault, 2009, str. 20–28). Podobno ugotovitev podajo tudi študije Hashemzadeh in Wilson (2006), Bussière, Fratzscher in Müller (2005), ki pravijo, da je hipoteza dvojnega primanjkljaja pregrobo posploševanje zapletenih ekonomskih sil. Po njihovem mnenju je dvojni primanjkljaj specifična posamezne države, odvisna od davčnega sistema, izvozne usmerjenosti, deviznega tečaja in kompleksnega skupka notranjih in zunanjih dejavnikov, ki vplivajo na gospodarstvo posamezne države (Hashemzadeh & Wilson, 2009, str. 9). Bussière, Fratzscher in Müller (2005), kot tudi Corsetti in Müller (2007) ugotovijo, da imajo produktivnostni šoki oz. cikličnost gospodarstva veliko večji vpliv na tekoči račun razvitih držav, kot pa njihova bilanca javnih financ. Podobne rezultate poda tudi študija Bagnai (2007), ki ob upoštevanju strukturnih sprememb zavrne hipotezo dvojnega primanjkljaja v večini držav skupine EU 27+3 (Danska, Nemčija, Italija, Španija, Švedska, Turčija, Portugalska, Nizozemska, Avstrija)²².

²¹ Tabela prikazuje ocene modela po 3 metodologijah. Cenilke po metodologiji OLS in FGLS pa so dostopne pri avtorju.

²² Več o ugotovitvah v študiji Bagnai, A. (2007). *Structural breaks and the twin deficits hypothesis*.

Ocene regresijskih koeficientov preostalih pojasnjevalnih spremenljivk potrjujejo teoretično povezavo, predstavljeno v začetnih poglavjih. Relativni realni dohodek na prebivalca je kazalec realne konvergence. Glede na to, da se bili primanjkljaji v tekočih računih držav EU 12+3 predvsem posledica procesa dohitevanja, se je pričakoval vpliv omenjene spremenljivke na tekoči račun. Gospodarska rast v teh državah je bazirala na povečanem domačem povpraševanju, predvsem, večjih investicijah, ki so bile v večini primerov financirane s pomočjo sredstev na mednarodnem trgu prihrankov. Ocenjen regresijski koeficient je statistično značilen (giblje se med 0,29 do 0,31). Proučevano obdobje pa je za države EU 15, zaznamovano kot potrošniško obdobje, kar je prav tako vplivalo na spremenljivko relativnega realnega dohodka na prebivalca. Ocena regresijskega koeficienta je tudi v tem primeru negativna, šibka in statistično značilna (regresijski koeficient 0,04). Ocenjena vrednost regresijskega koeficienta se ne razlikuje bistveno od ocen, ugotovljenih v drugih študijah (npr. Nickel in Vansteenkiste (2008), 0,11).

Ključna spremenljivka tekočega računa je vsekakor delež investicij v BDP-ju. Ocena regresijskega koeficienta je potrdila teoretično povezavo, da povečanje investicij v državah EU 15 kot tudi v državah EU 12+3 poglobi primanjkljaj v tekočem računu, ocenjen regresijski koeficient se v prvi skupini giblje med 0,15 do 0,34, v drugi pa med 0,30 in 0,41.

Zaradi želje, da bi v model vključili tudi vpliv drugih faktorjev, se je empirična analiza usmerila v proučevanje dinamičnega panelnega modela, zato je vključena odložena odvisna spremenljivka TR_1. Njena statistična značilnost in pozitivna povezava z bilanco tekočega računa v vseh treh skupinah držav nakazuje na dejstvo, da se primanjkljaj v tekočem računu napaja sam po sebi. Ocena regresijskega koeficienta je v skladu z ugotovitvami študije Chinn in Prasad (2003) ter, Bussière, Fratzscher in Müller (2004). Tekoči račun je dejansko predstavnik neto varčevalnih in s tem tudi potrošnih odločitev, a rezultati teh odločitev se pokažejo z zamikom. Iz opisanega sledi, da se tekoči račun ne odzove takoj na spremembe ključnih spremenljivk modela.

Realni efektivni devizni tečaj igra pomembno vlogo v relativnem dohodku in pri sami kapitalni poziciji države. V teoriji dvojnega primanjkljaja velja, da realna apreciacija negativno vpliva na stopnjo domačega varčevanja, saj se stopnja razpoložljivega dohodka poveča in odrazi v večji potrošnji. Empirične ocene niso potrdile niti zavrnile opisane povezave v državah EU 12+3, saj so ocenjeni regresijski koeficienti statistično neznačilni. Vendar pa je empirična analiza potrdila negativno povezavo med realnim efektivnim deviznim tečajem in tekočim računom za države skupino EU 15 (regresijski koeficient 0,14), kar je v skladu z ocenami empirične študije Nickel in Vansteenkiste (2008), ki za

industrijsko razvite države (večina držav skupine EU 15) zavrne keynesiansko tezo, da apreciacija realnega efektivnega deviznega tečaja države vpliva na zmanjševanje njenega realnega dohodka. Na podlagi keynesianske teorije in teorije izravnane potrošnje (angl. *Consumption smoothing behaviour*) bi se zaradi apreciacije realnega efektivnega deviznega tečaja, moral zmanjšati tudi obseg domače potrošnje, vendar se je ta v vseh obravnavanih državah zgolj povečeval. Ocenjeni regresijski koeficient tako kaže, da apreciacija realnega efektivnega deviznega tečaja zmanjša (poveča) presežek (primanjkljaj) v tekočem računu plačilne bilance (Nickel & Vansteenkiste, 2008, str. 17). Omenjeno povezavo potrди tudi študija Afonso in Rault (2009).

Tabela 9: Ocena modela za EU 27+3, EU 15 in EU 12+3 v obdobju 1995–2008

Pojasnjevalne spremenljivke	OLS-PSCE	FEM (two-way)	REM (two-way)
EU 27+3			
TR _{i,t-1}	0,28 (0,08; 0,00)	0,42 (0,04; 0,00)	0,79 (0,03; 0,00)
JF _{i,t}	-0,05 (0,05; 0,23)	-0,07 (0,04; 0,08)	-0,04 (0,03; 0,26)
RELBDP _i	-5,22 (4,43; 0,24)	-3,68 (3,94; 0,35)	3,80 (0,73; 0,00)
I _{i,t}	-0,64 (0,08; 0,00)	-0,53 (0,06; 0,00)	-0,22 (0,04; 0,00)
REER _{i,t}	-2,68 (3,41; 0,43)	1,23 (3,04; 0,69)	1,57 (2,22; 0,48)
Št. opazovanj	390	390	390
Št. držav	30	30	30
Prilagojen R ²	0,85	0,60	0,97
Wald test	143,73 (0,00)		2.132,12
Hausman test (χ ²)		179,92 (0,00)	
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test (χ ²)		10,67 (0,00)	
EU 15			
TR _{i,t-1}	0,70 (0,07; 0,00)	0,73 (0,06; 0,00)	0,92 (0,04; 0,00)
JF _{i,t}	-0,02 (0,06; 0,80)	0,00 (0,07; 0,97)	0,01 (0,05; 0,89)
RELBDP _{i,t}	1,51 (4,93; 0,76)	-0,54 (5,54; 0,92)	3,71 (1,48; 0,01)
I _{i,t}	-0,34 (0,09; 0,00)	-0,30 (0,08; 0,00)	-0,15 (0,04; 0,00)
REER _{i,t}	-13,84 (4,40; 0,00)	-11,76 (5,28; 0,03)	-7,72 (4,49; 0,09)
Št. opazovanj	195	195	195
Št. držav	15	15	15
Prilagojen R ²	0,94	0,97	0,99
Wald test	143,29 (0,00)		2580,99
Hausman test (χ ²)		35,54 (0,01)	
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test (χ ²)		1,36 (0,24)	

se nadaljuje

nadaljevanje

Pojasnjevalne spremenljivke	OLS-PSCE	FEM (two-way)	REM (two-way)
EU 12+3			
$TR_{i,t-1}$	0,32 (0,07; 0,00)	0,33 (0,08; 0,00)	0,29 (0,08; 0,00)
$JF_{i,t}$	-0,03 (0,07; 0,70)	-0,03 (0,08; 0,74)	-0,02 (0,08; 0,85)
$RELBDP_{i,t}$	-28,89 (6,78; 0,00)	-31,10 (7,27; 0,00)	1,46 (3,62; 0,69)
$I_{i,t}$	-0,31 (0,08; 0,00)	-0,30 (0,08; 0,00)	-0,41 (0,08; 0,00)
$REER_{i,t}$	5,11 (4,23; 0,24)	3,78 (4,80; 0,43)	-3,97 (4,38; 0,36)
Št. opazovanj	194	194	194
Št. držav	15	15	15
Prilagojen R^2	0,55	0,03	0,25
Wald test	4866,16 (0,00)		
Hausman test (χ^2)		22,36 (0,22)	
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test (χ^2)		42,58 (0,00)	

Opomba: vrednosti standardnih napak in p-vrednosti so v oklepajih (*se*; *p*).

Vir: World Bank: World Development Indicators – database, 2008; Eurostat: Statistic Database, 2009.

Na podlagi ocen, predstavljenih v Tabeli 9, je bilo moč ugotoviti, da hipoteze dvojnega primanjkljaja ne moremo niti potrditi niti zavrniti za obravnavane skupine držav. Zato se je nadaljnja empirična analiza usmerila v proučevanje dveh skupin držav (EU 15 in EU 12+3) v dveh različnih podobdobjih. Ključni mejnik za delitev je bilo leto največje širitve v zgodovini EU, leto 2004. Proučevano obdobje je dejansko obdobje visoke gospodarske rasti, povezane z izredno izvozno usmerjenostjo gospodarstev, nizko inflacijo in nizkimi obrestnimi merami (z izjemo treh držav kandidat). Širitev je na eni strani oblikovalo gospodarstvo EU in ga postavilo v paralelno igro z dvema ključnima svetovnima velesilama (ZDA, Japonska). Po poročilu Evropske komisije je ta dogodek prinesel številne prednosti tako za stare kot za nove države članice. Kazal se je predvsem v večji produktivnosti, gospodarski rasti, finančni integraciji, rastoči blaginji vseh Evropejcev. Ali so zapisane prednosti potrdili rezultati empirične analize in ali je širitev prispevala k potrditvi oz. zavrnitvi hipoteze dvojnega primanjkljaja je predstavljeno v nadaljevanju.

Statistično značilna povezava med bilanco javnih financ in tekočim računom se potrdi za skupino EU 15 v prvem podobdobju. Ocenjena vrednost regresijskega koeficienta po FEM metodologiji je 0,32. Pozitivno povezavo so izkazovali tudi parcialni korelacijski koeficienti v Tabeli 8, kot tudi Slika 1 v Prilogi 6. Kljub temu, na podlagi zbranih statističnih podatkov, žal ne moremo niti potrditi niti zavrniti povezave med spremenljivkama v drugem podobdobju. V obdobju pred širitvijo kot obdobju po širitvi je

moč zaznati smernice keynesianske teorije, saj ga je zaznamovala ekspanzivna fiskalna politika (na račun povečanih državnih izdatkov), ki je sicer spodbujala gospodarsko rast, vendar predvsem skozi učinek povečane potrošnje in investicij. V skladu z Mundell-Flemingovim modelom se učinek ekspanzivne fiskalne politike pokaže v premiku krivulje IS v desno, kar sicer pripelje do višjega dohodka. Slednji, kot že omenjeno, se je predvsem odrazil na povečani potrošnji prek povečanega povpraševanja po uvozu (poglavje 2.2.1.3 in 2.2.1.4). Pritisk na skupno valuto se je kazal v apreciaciji evra v primerjavi z dolarjem, kar je rezultiralo v zmanjšanju konkurenčnosti gospodarstev evroobmočja na svetovnem trgu. Na račun ohranjanja stabilnosti skupne valute je državam članicam evroobmočja v drugem proučevanem obdobju težave predstavljala naraščajoča stopnja inflacije. Razlago empiričnih ocen v drugem podobdobju bi lahko pozveli po študiji Nickel in Vansteenkiste (2008), ki trdi, da se v bolj zadolženih državah vpliv fiskalne politike ne odraža na bilanco tekočega računa. Njun model, ki je zajemal države evroobmočja, ugotovi statistično neznačilno povezavo med bilanco javnih financ in bilanco tekočega računa za države srednje (56–80 odstotkov BDP-ja) oz. visoke zadolženosti (nad 80 odstotkov) (Nickel & Vansteenkiste, 2008, str. 18)²³. Kar implicitno pomeni, da gre v takšnih državah za rikardijanske potrošnike, ki so vpliv povečanega javnofinančnega primanjkljaja na tekoči račun izničili z zmanjševanjem zasebne potrošnje in ohranjanjem domačega varčevanja na nespremenjeni ravni.

Veliko večji vpliv na tekoči račun plačilne bilance v državah EU 15 kažejo preostale pojasnjevalne spremenljivke. Empirična analiza ocenjuje, da so največji vpliv v prvem podobdobju odigrale investicije, saj se ocenjeni regresijski koeficient giblje med 0,18 in 0,73. Potrdi se tudi bojazen starih držav članic EU, da bodo s širitvijo izgubile ravno na področju investicij, saj se je vpliv investicij na tekoči račun plačilne bilance po letu 2004 zmanjšal (ocenjeni regresijski koeficient je 0,21). Ocenjene vrednosti regresijskih koeficientov so v skladu s študijo Bussière, Fratzscher in Müller (2004), katere zanimiva ugotovitev pravi, da v kolikor obseg domačih investicij presega 18 odstotkov BDP-ja, potem bodo te vplivale na primanjkljaj v tekočem računu²⁴ (Bussière, Fratzscher & Müller, str. 20, 2004). V skladu s podatki, predstavljenimi v četrtem poglavju, se lahko ugotovi, da so države skupine EU 15, z izjemo Švedske in Velike Britanije, presegle referenčno vrednost omenjene študije. Za omenjeni državi je tudi ocenjeni parcialni korelacijski koeficient statistično neznačilen.

V državah skupine EU 15 je sicer ocena regresijskega koeficienta relativnega realnega dohodka na prebivalca statistično značilna samo v prvem podobdobju, sicer po REM metodologiji, katerega kredibilnost ocen zavrne Hausmanov in Breusch/ Pagan Lagrangian

²³ Srednje oz. visoko zadolžene države evroobmočja: Grčija, Belgija, Irska, Italija, Portugalska, Španija, Francija, Nizozemska.

²⁴ Ocenjeni regresijski koeficient se v omenjeni študiji giblje med 0,4 in 0,3 (Bussière, Fratzscher, Müller, str. 20, 2004).

multiplier test (regresijski koeficient je 0,06). Namensko povečanje dohodka v državah članicah EU 15 na račun zmanjševanja davkov po letu 2004, s čimer so ustvarjale ugodno klimo za tuje investitorje, ne potrdi pozitivne korelacije med spremenljivkama. Ponovno se potrdi povezava, da je bila rast dohodka po širitvi posledica večje potrošnje, predvsem na račun kreditne ekspanzije. S priključitvijo novih držav članic se relativni realni dohodek držav članic EU 15 zmanjša, saj so se skupini priključile države, katerih gospodarstva so bila usmerjena v proizvodnjo blaga z nizko dodano vrednostjo. Povečan obseg uvoza ravno na račun večjih potreb novih držav članic je dejansko zamajal zunanjo konkurenčnost skupine EU 15, kar je posledično negativno vplivalo na tekoči račun plačilne bilance. Slika 2 v Prilogi 6 kaže pozitivno povezavo med spremenljivko relativnega realnega dohodka na prebivalca in tekočim računom v obeh podobdobjih.

Vpliv na primanjkljaj v tekočem računu je kazal tudi realni efektivni devizni tečaj. V obdobju 1995–2003 je ocenjen regresijski koeficient kazal negativne vrednosti in se je gibal med 0,11 in 0,21. Negativna vrednost ocenjenega regresijskega koeficienta kaže, da so se države članice EU 15 soočale z apreciacijo realnega efektivnega deviznega tečaja. V četrtem poglavju je bilo ugotovljeno, da se je pritisk na skupno valuto skozi povečano kreditno ekspanzijo, povečano potrošnjo, povpraševanju po uvozu, v drugem podobdobju povečeval in rezultiral v nadaljnji apreciaciji realnega efektivnega deviznega tečaja oz. upadu konkurenčnosti gospodarstva skupine EU 15. Vendar empirična analiza kaže, da so ocene regresijskega koeficienta statistično neznačilne, zato ne moremo potrditi niti zavrniti vpliva omenjene spremenljivke na tekoči račun v drugem podobdobju.

Tabela 10: Ocena modela za države skupine EU 15 v dveh podobdobjih (1995–2003 in 2004–2008)

Pojasnjevalne spremenljivke	OLS-PSCE	FEM (two-way)	REM (two-way)
<i>EU 15, prvo podobdobje (1995-2003)</i>			
$TR_{i,t-1}$	0,39 (0,12; 0,00)	0,32 (0,09; 0,00)	0,79 (0,06; 0,00)
$JF_{i,t}$	0,10 (0,05; 0,06)	0,32 (0,10; 0,00)	0,10 (0,09; 0,24)
$RELBDP_{i,t}$	6,82 (7,55; 0,37)	5,45 (7,84; 0,49)	5,66 (2,28; 0,01)
$I_{i,t}$	-0,73 (0,12; 0,00)	-0,66 (0,13; 0,00)	-0,18 (0,06; 0,00)
$REER_{i,t}$	-11,05 (4,05; 0,01)	-21,31 (6,99; 0,00)	-1,26 (7,36; 0,87)
Št. opazovanj	119	119	119
Št. držav	15	15	15
Prilagojen R^2	0,94	0,77	0,98
Hausman test (χ^2)	59,54 (0,00)		
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test (χ^2)	0,53 (0,47)		

se nadaljuje

nadaljevanje

Pojasnjevalne spremenljivke	OLS-PSCE	FEM (two-way)	REM (two-way)
<i>EU 15, drugo podobdobje (2004-2008)</i>			
$TR_{i,t-1}$	0,71 (0,11; 0,00)	0,68 (0,16; 0,00)	0,93 (0,07; 0,00)
$JF_{i,t}$	-0,01 (0,21; 0,96)	-0,08 (0,16; 0,62)	-0,04 (0,11; 0,72)
$RELBDP_{i,t}$	7,83 (16,67; 0,64)	2,83 (29,13; 0,92)	2,67 (13,46; 0,44)
$I_{i,t}$	-0,34 (0,24; 0,17)	-0,39 (0,27; 0,16)	-0,21 (0,10; 0,04)
$REER_{i,t}$	-3,39 (11,62; 0,77)	-0,88 (9,67; 0,99)	-7,51 (7,42; 0,31)
Št. opazovanj	60	60	60
Št. Držav	15	15	15
Prilagojen R^2	0,99	0,95	0,98
Hausman test (χ^2)		7,67 (0,36)	
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test (χ^2)		1,14 (0,29)	

Opomba: vrednosti standardnih napak in p-vrednosti so v oklepajih (se; p).

Vir: World Bank: World Development Indicators – database, 2008; Eurostat: Statistic Database, 2009.

Rezultati ocene modela v dveh podobdobjih so zanimivi tudi za skupino EU 12+3. Ocenjena povezava med bilanco tekočega računa in bilanco javnih financ je sicer statistično značilna, vendar negativna tako za obdobje pred širitvijo (ocenjeni regresijski koeficient je 0,21) kot v obdobju po širitvi (ocenjeni regresijski koeficient 0,08). Na podlagi rezultatov lahko za skupino EU 12+3 zavrnilo hipotezo dvojnega primanjkljaja. Ocene se od študije do študije razlikujejo, tako so v nasprotju s študijami Fidrmuca (2002), Aristovnika (2006), ki potrdijo statistično pozitivno, a zelo šibko povezavo med spremenljivkama, a zopet v skladu s študijo Köhler, Backé in Schardax (2003), ki zavrne hipotezo dvojnega primanjkljaja na primeru držav v tranziciji, vendar poudarja, da je pri razlagi rezultatov potrebno biti previden. Za nekatere države, kot so Estonija, Madžarska in Litva, se je pokazalo, da se je domače povpraševanje odražalo v poglobljanju primanjkljaja v tekočem računu in ne v inflacijskih pritiskih. Najzanimivejše pa je dejstvo, da je javnofinančni primanjkljaj vplival na domače povpraševanje, kar dejansko pomeni, da sta bila primanjklja povezana (Köhler, Backé & Schardax, 2003, str. 93). Poleg tega pa makroekonomski podatki kažejo, da je v večini držav javnofinančni primanjkljaj financiran s tujimi finančnimi sredstvi, kar pogloblja njihov zunanji dolg in dejansko kaže korelacijo med tekočim računom in bilanco javnih financ (Aristovnik, 2005, str. 12), vendar v našem modelu že ocenjeni parcialni korelacijski koeficienti niso kazali značilne povezave, kar potrdi tudi Slika 1 v Prilogi 6.

Države EU 12 so v celotnem obdobju proučevanja imele omejene instrumente denarne politike, predvsem na račun vstopa v sistem ERM II. Zato so z namenom pospeševanja gospodarskega razvoja uporabljale predvsem instrumente fiskalne politike, podobno kot države skupine EU 15. Poleg tega je realna konvergenca izvajala pritisk na uravnavanje cen s tistimi na ravni držav EU 15. Po nekaterih ocenah se je zato inflacija v teh državah povečala tudi za 1,5–3,5-odstotne točke več kot v drugih državah evroobmočja (Maier, 2004, str. 14). V proučevani skupini izstopajo tri države kandidatke, kot že omenjeno gre za dve tranzicijski državi, ki sta svojo gospodarsko stabilnost pričeli graditi po letu 1995 in Turčijo. Visok javnofinančni primanjkljaj Turčije je bil povezan z restriktivno fiskalno politiko prek modernizacije fiskalnih institucij in celotnega fiskalnega sistema. Dejansko je to država, katere javnofinančni primanjkljaj se je sprva zmanjševal in po letu 2004 zopet začel skokovito naraščati. Rezultati empirične analize niso v skladu z rezultati študije Akbostanci in Tunç iz leta 2002, ki sta potrdila obstoj dvojnega primanjkljaja v Turčiji za obdobje 1978–2001. Ugotavljata, da sta primanjkljaja med seboj povezana na kratek rok, medtem ko sta na dolgi rok potrdila obstoj Ricardove ekvivalence (Akbostanci & Tunç, 2002, str. 10).

Neizkorišчени gospodarski potencial v državah EU 12+3 je zaznamoval obdobje privabljanja investicij in kapitala, tudi na račun zniževanja davka od dohodka pravnih oseb. V povprečju se je ta skozi celotno proučevano obdobje zmanjšal za 13,6 odstotka. Edina država EU 12+3, kjer se davčna obremenitev ni bistveno spreminjala, je Malta. Na podlagi podatkov in opisanega bi lahko sklepali, da je na ravni EU (EU 27+3) prihajalo do tekmovanja med proučevanima skupinama držav na področju investicij. Takšno tendenco je bilo mogoče zaslediti leta 2007, ko sta se pridružili Rumunija in Bolgarija. Ravno slednji sta imeli najnižjo davčno obremenitev pravnih oseb, ki je bila krepko pod povprečjem EU, a ne za dolgo, saj so stare dražve članice insistirale na zviševanju le-teh. Slavin je sicer v svoji študiji zavrnil omenjeno domnevo o tekmovanju na področju privabljanja investicij med državami EU 15 in EU 12+3 (Slavin, 2008, str. 540). Ocene modela sicer potrdijo zmanjšanje obsega investicij v državah EU 15 zaradi širitve EU. Na drugi strani pa je zato zaznati bistveno večji vpliv investicij na tekoči račun po letu 2004 v državah EU 12+3. Investicije so v omenjeni skupini vsekakor imele zelo pomembno vlogo pri poglobljanju neravnotežja v tekočem računu. Ocena regresijskega koeficienta se giblje med 0,23 in 0,68 v obdobju pred širitvijo in med 0,50 in 1,19 v obdobju po širitvi. Ocene so v skladu z ugotovitvami predhodnih empiričnih študij, saj so si vse skladne pri trditvi, da so investicije poglobljale primanjkljaje v tekočih računih plačilnih bilanc držav EU 12+3 (Fidrmuc, 2000, str. 80). Bussière, Fratzscher in Müller (2004) potrdijo domnevo, da v kolikor so investicije podvr zene večjim spremembam, kot so to  r javni izdatki, potem bodo te imele bistveno večji vpliv na primanjkljaj v tekočem računu. Frankel (2006) ugotavlja, da v kolikor prihaja do pritoka investicij kot posledica eksogenih dejavnikov (proces dohitevanja), potem prihaja do povečanja primanjkljaja v tekočem računu, ne da bi se

povečal (zmanjšal) primanjkljaj (presežek) v javnih financah. Na drugi strani tudi ugotavlja, da v kolikor je javnofinančni primanjkljaj posledica avtomatičnih stabilizatorjev v času stagniranja gospodarstva, se bo ta z različno težo odrazil na tekoči račun in zmanjšanje zasebnih investicij (Afonso & Rault, 2009, str. 9).

Ocene sicer kažejo, da revnejše države rastejo hitreje od povprečja in so zato nagnjene k zadolževanju zaradi večjega realnega dohodka v prihodnosti (Bussière, Fratzscher & Müller, 2004, str. 3). V skladu s pravili realne konvergence je bilo pričakovati, da bo vpliv relativnega realnega dohodka na prebivalca na tekoči račun v državah EU 12+3 znaten. Vendar so ocene regresijskega koeficienta statistično neznačilne, zato tega ne moremo z gotovostjo potrditi niti zavrniti (glej tudi Slika 2, Priloga 6). Rezultati so sicer v skladu s študijam Jochem in Herrmann (2005), kjer vpliva relativnega realnega dohodka za nekatere države EU 12+3 ni bilo mogoče potrditi. Eden od razlogov leži tudi v heterogenosti obravnavane skupine, saj so v prvem podobdobju države, kot so Hrvaška, Makedonija in Baltske države, beležile nizke ravni realnega bruto domačega proizvoda na prebivalca v primerjavi s povprečjem EU 27. Temu primerno je v teh državah mogoče zaznati tudi visoke primanjkljaje v tekočih računih, kar nakazuje, da nadaljnje slabšanje položaja v tekočem računu temelji predvsem na procesu dohitevanja. Faktorska produktivnost je dejansko najbolj prispevala k rasti dohodka držav kandidatk: Hrvaške, Makedonije in Turčije, medtem ko se je po nekaterih empiričnih študijah pomen te v preostalih dvanajstih državah po letu 2004 zmanjševal. Močna gospodarska rast, izboljšanje trga delovne sile, rast investicij, predvsem na račun tujih investicij, so dejavniki, ki raven dohodka teh držav približujejo povprečju EU 27 (Borys, Polgár & Zlate, 2008, str. 30–45). Na drugi strani so Ciper, Malta, Češka in Slovenija beležile najvišje realativne dohodke na prebivalca v primerjavi s povprečjem EU 27. Te države so imele sicer nižje stopnje gospodarske rasti kot ostale države EU 12+3, kar je sicer povsem razumljivo, saj so ravno države z najnižjimi dohodki na prebivalca beležile najvišje cenovne razkorake v primerjavi z ravno cen v državah evroobmočja. Poleg tega so te države imele najnižji delež kreditov v BDP-ju, s čimer so predstavljale največji kreditni potencial za kreditne »balone« in pregorevanje gospodarstva. Ugotavlja se, da je bila višja gospodarska rast v celotnem proučevanem obdobju posledica višje potrošnje in investicij. Rast zasebne potrošnje je bila višja v državah z nižjim relativnim dohodkom na prebivalca. Ekspanzija potrošnje je bila predvsem posledica rasti plač in povečanja obsega kreditiranja gospodinjstev. Po širitvi se je realni relativni dohodek na prebivalca zmanjšal, kar nakazuje na dejstvo, da se je dosegla neka raven realne konvergence. Vendar pa so ravno v tem istem obdobju tri države kandidatke beležile najvišje stopnje gospodarske rasti, najhitrejšo kreditno ekspanzijo, najvišje primanjkljaje v tekočih računih in najvišjo rast plač.

Vpliv realnega efektivnega deviznega tečaja na tekoči račun plačilne bilance ni mogoče argumentirati. Ocene regresijskega koeficienta so namreč statistično neznačilne tako v obdobju pred širitvijo kot v obdobju po širitvi.

Tabela 11: Ocena modela za države skupine EU 12+3 v dveh podobdobjih (1995–2003 in 2004–2008)

Pojasnjevalne spremenljivke	OLS-PSCE	FEM (two-way)	REM (two-way)
EU 12+3, prvo podobdobje (1995-2003)			
TR _{i,t-1}	-0,02 (0,09; 0,84)	-0,05 (0,10; 0,63)	0,30 (0,09; 0,00)
JF _{i,t}	-0,02 (0,06; 0,70)	-0,04 (0,08; 0,62)	-0,21 (0,07; 0,00)
RELBDP _i	0,49 (4,06; 0,90)	0,72 (4,86; 0,88)	2,98 (1,88; 0,11)
I _{i,t}	-0,68 (0,11; 0,00)	-0,63 (0,11; 0,00)	-0,23 (0,07; 0,00)
REER _{i,t}	3,17 (3,10; 0,31)	4,59 (5,78; 0,43)	3,16 (4,48; 0,51)
Št. opazovanj	120	120	120
Št. držav	15	15	15
Prilagojen R ²	0,51	0,01	0,60
Hausman test (χ ²)		17,43 (0,18)	
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test (χ ²)		3,96 (0,05)	
EU 12+3, drugo podobdobje (2004-2008)			
TR _{i,t-1}	0,17 (0,12; 0,14)	-0,14 (0,11; 0,21)	0,39 (0,10; 0,00)
JF _{i,t}	-0,08 (0,03; 0,02)	-0,03 (0,10; 0,76)	-0,14 (0,12; 0,25)
RELBDP _{i,t}	-1,65 (24,09; 0,95)	17,82 (23,35; 0,45)	2,74 (3,73; 0,46)
I _{i,t}	-1,03 (0,16; 0,00)	-1,19 (0,20; 0,00)	-0,50 (0,13; 0,00)
REER _{i,t}	-3,02 (16,18; 0,85)	17,48 (15,79; 0,27)	2,74 (5,24; 0,60)
Št. opazovanj	60	60	60
Št. držav	15	15	15
Prilagojen R ²	0,22	0,26	0,82
Hausman test (χ ²)		691,77 (0,00)	
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test (χ ²)		0,56 (0,46)	

Opomba: vrednosti standardnih napak in p-vrednosti so v oklepajih (*se*; *p*).

Vir: World Bank: World Development Indicators – database, 2008; Eurostat: Statistic Database, 2009.

Tako EU 15 kot tudi EU 12+3 predstavljata sklop petnajst različno velikih gospodarstev, ki so različno integrirane v svetovno gospodarstvo in so na različnih stopnjah razvoja. Zaradi česar imajo tudi različno izhodišče na mednarodnih kapitalskih trgih. Ali je v državah EU 27+3 prisotna popolna mobilnost kapitala, ki je posledično lahko tudi vzrok za visoke primanjkljaje v tekočih računih nekaterih držav, ali pa na njihovem primeru lahko

potrdimo prisotnost FH uganke, preverja magistrsko delo v nadaljevanju (glej tudi podpoglavje 2.4). Korelacija med domačimi investicijami in domačim varčevanjem je v ospredju ekonomske debate že od leta 1980, ko sta Feldstein in Horioka, potrdila visoko korelacijo med omenjenima spremenljivkama za države OECD. Njuna ugotovitev je dejansko v nasprotju s pravili popolne mobilnosti kapitala v razvitih državah. Uporabljen je naslednji model:

$$I_{it} = \alpha_i + \beta_1 S_{it} + u_i \quad (40)$$

FH uganke ne velja, v kolikor ni povezave med domačim varčevanjem in domačimi investicijami. V tem primeru ocenjeni regresijski koeficient konvergira k nič. Takšen rezultat bi si v današnjem globaliziranem finančnem sistemu lahko razlagali kot zmožnost države po globalni razpršenosti svojih privarčevanih sredstev z namenom izkoristiti investicijsko boljše priložnosti na svetovnem trgu, in hkrati z zmožnostjo financiranja domačih investicij s svetovnim kapitalom. Glede na to, da je zgornja enačba tudi funkcija kapitalne mobilnosti, je pričakovati nižjo ocenjeno vrednost regresijskega koeficienta v zgornjem modelu v obdobju večje finančne liberalizacije.

Model, v katerem je nepojasnjeno spremenljivko predstavljal delež domačih investicij v BDP-ju, pojasnjevalno pa delež domačega varčevanja v BDP-ju, je pokazal, da sta spremenljivki med seboj pozitivno povezani tako v državah EU 15 kot v državah EU 12+3. V obdobju pred širitvijo se ocenjeni regresijski koeficient za skupino EU 15 giblje med 0,10 in 0,11, medtem ko se za skupino EU 12+3 giblje med 0,21 in 0,76. Ocenjeni regresijski koeficienti so v skladu s pričakovanji, za skupino EU 15 je ta dokaj nizek, kar nakazuje na visoko stopnjo finančne liberalizacije, za skupino EU 12+3 pa na podlagi ocen po OLS metodologiji še vedno zelo visok.

Širitev z vidika finančne integracije za skupino EU 15 ni imela bistvenega vpliva, ocenjeni regresijski koeficient je 0,13. Za države EU 12+3 pa se širitev kaže v večji mobilnosti kapitala, saj se ocenjeni regresijski koeficient bistveno zmanjša in se giblje med 0,27 in 0,11. Države omenjene skupine so s širitvijo izboljšale svoj status na svetovnem denarnem prizorišču, predvsem na račun manjšega tveganja in ugodnejših kreditnih priložnosti.

Ocene so v skladu s študijo Giannone in Lenza (2004), ki sicer ugotovi, da je finančna liberalizacija po letu 1980 vodila v manjšo povezavo med domačimi investicijami in domačim varčevanjem²⁵. Podobno ugotovitev podata tudi študiji Fouquau, Hurlin in Rabaud (2007) in Rao, Tamazian in Kumar (2009), kjer navajajo tri spremenljivke, ki bistveno vplivajo na stopnjo domačega varčevanja, to so: stopnja odprtosti in velikost gospodarstva ter delež tekočega računa v BDP-ju (Fouquau, Hurlin & Rabaud, 2007, str. 18). Preverjanje FH uganke na primeru držav EU 15 v obdobju 1970–2002 pa je prav tako

²⁵ Več o tem glej Giannone in Lenza, 2004, str. 12–14.

potrdila visoko stopnjo mobilnosti kapitala v zadnjih dveh desetletjih, ocenjeni regresijski koeficient domačega varčevanja pa se giblje med 0,12 in 0,16, kar je v skladu z ocenami našega modela. Pri opazovanju časovne serije so ugotovili, da je premik k večji mobilnosti kapitala evropskih držav pomenila tudi uvedba skupne valute, v svetovnem kontekstu pa je to bila ukinitvev sistema Bretton-Woods (Kollias, Mylonidis & Paleologou, 2006, str. 13–18).

V treh državah kandidatkah (Turčija, Hrvaška in Makedonija) so investicije dosegle tudi 30 odstotkov BDP-ja. Kapitalno revne države v primerjavi z državami EU 15 so privabljale donosne a hkrati tudi špekulativne kapitalske tokove. Ti so in še vedno spodbujajo delovno produktivnost v novih članicah, kar je spodbujalo gospodarsko rasti oz. pospešeno realno konvergenco. Kljub dejstvu, da je v tem obdobju veliko držav beležilo zelo visoke plačilnobilančne primanjkljaje, tega ne moremo pripisati samo investicijam, ampak tudi povečani potrošnji in s tem povečanemu obsegu uvoza ter pretiranemu zadolževanju na mednarodnih denarnih trgih (Jakubiak & Markiewicz, 2007, str. 4–15). Zniževanje davkov v skladu z Enačbo (6) kaže, da povečanje razpoložljivega dohodka dejansko pripelje do povečanega obsega investicij in s tem povečanja gospodarske rasti. Ukrepi tako s strani EU 15 kot EU 12+3 so bili usmerjeni v doseganje tega cilja. Vendar se je v teh skupinah istočasno izjemno hitro povečevala tako zasebna kot javna potrošnja, ob zniževanju oz. stagniranju obseg domačega varčevanja.

Tabela 12: Testiranje FH uganke- Ocene regresijskih koeficientov

Obdobje	Skupina držav	OLS	OLS-PSCE	FGLS	FEM (two way)	REM (two way)
1995–2003	EU 15	0,06 (0,21)	0,14 (0,07)	0,11 (0,00)	0,10 (0,03)	0,04 (0,15)
	EU 12+3	0,76 (0,00)	0,24 (0,01)	0,69 (0,00)	0,21 (0,01)	0,29 (0,00)
2004–2008	EU 15	-0,02 (0,76)	0,13 (0,00)	-0,04 (0,08)	-0,13 (0,14)	-0,10 (0,14)
	EU 12+3	0,25 (0,04)	0,11 (0,03)	0,27 (0,00)	0,11 (0,35)	0,06 (0,54)

Opomba: V oklepajih so prikazane p-vrednosti

Vir: World Bank: World Development Indicators – database , 2008; Eurostat: Statistic Database, 2009.

SKLEP

Magistrsko delo poskuša ugotoviti, ali javnofinančni primanjkljaj povzroča primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance v državah članicah EU in treh državah kandidatkah (Hrvaška, Makedonija, Turčija). Preučevanje tako imenovanega fenomena dvojnega primanjkljaja se je pričelo v osemdesetih letih, ko so ameriški ekonomisti poskušali dokazati, da je zniževanje davčnih stopenj vzrok za primanjkljaj v javnih financah in tekočem računu. Teoretično razlago podpira keynesianska teorija in Mundell-Flemingov

model. Osnovna logika trdi, da na eni strani zmanjševanje davčnih stopenj pogloblja javnofinančni primanjkljaj, na drugi pa nižji davki spodbudno delujejo na potrošnjo kot posledica povečanega razpoložljivega dohodka. Večja potrošnja vpliva na večje povpraševanje po uvoznih dobrinah, kar pogloblja primanjkljaj v tekočem računu. Povečan uvoz dobrin iz tujine povzroči povečano ponudbo tuje valute, ki se na deviznem trgu izkaže kot apreciacija nacionalne valute.

Nasprotniki teorije dvojnega primanjkljaja zagovarjajo, da zniževanje davčnih stopenj ne vpliva na makroekonomske spremenljivke – šlo naj bi zgolj za povečanje razpoložljivega dohodka zdajšnje generacije, ki ga privarčuje za prihodnje generacije. Opisana situacija ne ustvarja pritiska na obrestne mere. V odprtem gospodarstvu primanjkljaj nima vpliva na bilanco tekočega računa, ker porast zasebnega varčevanja opusti potrebo po zunanjem financiranju. Tako imenovana rikardijanska ekvivalenca popolnoma zavrača možnost obstoja dvojnega primanjkljaja. S poglobljanjem mobilnosti kapitala se v odprtih gospodarstvih zmanjšuje povezava med domačimi investicijami in domačim varčevanjem. Povezavo med domačim varčevanjem in investicijami sta v svoji študiji prikazala Feldstein in Horioka (1980), ki zagovarjata tezo, da v primeru popolne mobilnosti kapitala domače investicije niso pogojene z obsegom domačega varčevanja, ampak z možnostjo izposojanja sredstev na mednarodnem trgu kapitala. Omenjen koncept je v ekonomski literaturi poznan pod imenom FH uganka.

Model zajema 27 držav članic EU in 3 države kandidatke. Na podlagi skupnih značilnosti (zgodovinske, politične, ekonomske in geografske) je trideseterica razdeljena v dve skupini: tako imenovane »stare« države članice EU (EU 15) in »nove« države članice ter tri države kandidatke (EU 12+3). Obdobje opazovanja se razteza od leta 1995 do leta 2008. Osnovne značilnosti predstavljene v četrtem poglavju so nakazovale na možnost potrditev hipoteze dvojnega primanjkljaja za države skupine EU 12+3. Slednja je v obravnavanem obdobju sledila procesu dohitevanja, kar je vključevalo hitro liberalizacijo finančnih trgov, javnofinančno nestabilnost na račun privabljanja investicij in s tem poglobljanje primanjkljajev v tekočih računih. Povsem v nasprotju pa se je pričakovala zavrnitev hipoteze dvojnega primanjkljaja za države skupine EU 15, katerih gospodarstva so bila že vpeta v mednarodne finančne tokove in so delovala stabilno.

Na podlagi ocen, predstavljenih v poglavju 5.3.2, je bilo moč ugotoviti, da hipoteze dvojnega primanjkljaja ne moremo potrditi in ne zavrniti za obravnavane skupine držav v celotnem proučevanem obdobju (1995–2008). Zato se je empirična analiza usmerila v proučevanje dveh skupin držav v dveh različnih podobdobjih. Ključni mejnik za delitev je bilo leto 2004, ki je leto največje širitve v zgodovini EU.

Skupino EU 15 na eni strani sestavljajo države, ki v proučevanem obdobju beležijo javnofinančne presežke in primanjkljaje v tekočih računih (Belgija, Luksemburg,

Švedska). Po mnenju nekaterih ekonomistov je takšna ekonomska situacija odraz upada stopnje zasebnega varčevanja oz. povečanja zasebnih investicij v teh državah. Na drugi pa so države: Grčija, Španija, Portugalska, Italija, ki so beležile tako javnofinančne primanjkljaje kot primanjkljaje v tekočih računih. Ocene regresijskega modela v začetnem proučevanem obdobju (1995–2003) kažejo statistično značilno in pozitivno povezavo med primanjkljajema, zato lahko potrdimo hipotezo dvojnega primanjkljaja. Nasprotno te v drugem podobdobju ni mogoče niti zavrniti niti potrditi. Ena izmed razlag leži v visokem deležu zasebnega varčevanja, katerega so države namenile za financiranje javnofinančnega primanjkljaja, kar se posledično ni nujno odražalo v poglobljanju primanjkljaja v tekočem računu. Vendar bi takšne domneve lahko z gotovostjo potrdil ali zavrnili zgolj v primeru preverjanja rikardijanskega obnašanja ekonomskih subjektov. Več o teh ugotovitvah v študijah drugih avtorjev: Crespo in Reitschuler (2008), Nickel in Vansteenkiste (2008), Kyrme (2009) in Afonso in Rault (2009).

Kljub pričakovanju potrditve hipoteze dvojnega primanjkljaja za EU 12+3 so rezultati empirične analize le-to zavrnili v obeh podobdobjih. Ključna spremenljivka tekočega računa v celotnem proučevanem obdobju so investicije. Kot že omejeno v poglavju 1.2 takšen primanjkljaj ni vzrok za skrb, saj država na tak način hitreje povečuje zalogo kapitala in s tem zagotavlja gospodarsko rast. Skrb zbujač pa je bil primanjkljaj v javnih financah, saj se je proces dohitevanja v državah EU 12+3 med drugim izvajal z zniževanjem davkov, s pomočjo katerih so države spodbujale pritok investicij. Tako je z gotovostjo lahko zavrnemo domnevo, da je primanjkljaj v javnih financah ključni vzrok za primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance. Slednjega je v državah, kjer proces dohitevanja predstavlja osnovno smernico ekonomske politike, mogoče pripisati investicijam. Vzdržnost dvojnega primanjkljaja v EU 12+3 so države EU 15 poskušale rešiti s pogojevanjem vstopa v EMU. Kljub temu je potrebno omeniti, da je bila takšna poteza z vidika EU 15 tvegana, saj gre za trgovino, ki temelji na izvozu izdelkov z nizko dodano vrednostjo iz držav EU 12+3 in uvozu izdelkov z visoko dodano vrednostjo iz držav EU 15. Takšna trgovinska struktura je lahko povod za asimetrične šoke, ki dodatno poglobljajo primanjkljaje v tekočih računih držav. Zato bi kot drugi razlog za zavrnitev omenjene hipoteze pripisali srednje in visoko zadolženim državam (javni dolg nad 60 odstotkov BDP-ja). V skupini EU 12+3 je 9 držav, katerih javni dolg, predvsem v drugem proučevanem podobdobju, presega referenčno vrednost. To so: Češka, Ciper, Latvija, Madžarska, Malta, Poljska, Slovaška, Hrvaška in Turčija.

Povezava med domačimi investicijami in varčevanjem je pomembna tudi z vidika hipoteze dvojnega primanjkljaja. Liberalizacija finančnih trgov na eni strani omogoča prelivanje domačih prihrankov na trge z večjo donosnostjo, na drugi pa zadolževanje na trgih z nižjo obrestno mero. V skladu s hipotezo dvojnega primanjkljaja pa velja že znana povezava, da javnofinančni primanjkljaj pozitivno vpliva na domače obrestne mere. Višje domače

obrestne mere ravno zaradi prostega pretoka kapitala privabijo tuje investicije. Pritok teh rezultira v apreciaciji domače valute (povečana ponudba deviz na deviznem trgu). Aprecijacija dejansko pomeni pocenitev tujega blaga in storitev, zato domači rezidenti povečajo povpraševanje po uvozu, kar rezultira v primanjkljaju v tekočem računu. Povezavo med domačimi investicijami in domačim varčevanjem preverja tudi empirični del študije. Visoka medsebojna korelacija oz. relativno nizka mobilnost kapitala bi ustrezala ugotovitvi študije Feldstein in Horioka (1980), ki sta to potrdila na primeru držav OECD. Rezultati empiričnega preverjanja korelacije med omenjenima spremenljivkama na primeru držav EU 15 v obeh proučevanih obdobjih potrdijo pozitivno, a šibko povezavo med spremenljivkama, kar govori v prid relativno visoki mobilnosti kapitala. Takšen rezultat je posledica tako uvedbe skupne valute leta 1999 kot tudi procesa širitve leta 2004. Rezultati so v skladu z empiričnimi ugotovitvami predhodnih študij. Pozitivna, a šibka povezava med domačimi investicijami in domačim varčevanjem se je namreč potrdila tudi za skupino EU 12+3. Kot že omenjeno so bile glavna determinanta gospodarske rasti in s tem tudi primanjkljaja v tekočem računu držav EU 12+3 investicije. Ravno zaradi neizkoriščenih gospodarskih potencialov so tuji tokovi kapitala preplavili gospodarstva držav EU 12+3. Relativno hiter proces pridruževanja oz. realne konvergence je bil mogoč le ob pogoju zadostne odprtosti omenjenih gospodarstev. Rezultati empirične analize so to tudi potrdili. Povezava je pozitivna, a šibka in se je v drugem obdobju nekoliko znižala, s čimer se potrdi domneva o relativno visoki mobilnosti kapitala v obeh proučevanih obdobjih. Finančna liberalizacija je v državah EU 12+3 doživela razmah v devetdesetih letih kot posledico procesa pridruževanja EU. Širitev leta 2004 pa je samo še izboljšala njihov položaj na mednarodnih finančnih trgih.

Empirični koncept je povzet po različnih študijah, ki so se pojavile v zadnjem desetletju. Prednosti modela se kažejo v širšem zajemanju vključenih spremenljivk. Tako tekoči račun ne vključuje samo trgovinske bilance, pač pa tudi bilanco dohodkov in neto transferjev. Javnofinančni primanjkljaj ni baziran na primarnem primanjkljaju, saj vključuje tudi subvencije in obresti za poplačilo javnega dolga. Prednost empirične študije se kaže tudi v raznolikosti uporabljenih metodologij (OLS, OLS-PSCE, FLGS, FEM, REM). Model bi vsekakor pokazal boljše rezultate, če bi v analizo vključili kvartalne podatke, če bi specificirali spremenljivki zasebnega in javnega varčevanja ter zasebne in javne investicije. Poleg uporabljenih metodologij bi bilo mogoče uporabiti tudi analizo časovnih vrst. Rezultati empirične analize so podvrženi tudi heterogenosti obravnavanih podskupin (stopnja ekonomskega razvoja, demografske raznolikosti ipd.). Osnovna bojazen omenjene analize leži tudi v endogenosti uporabljenih spremenljivk. Zato se predpostavlja, da bi bile ocene regresijskih koeficientov boljše ob uporabi empiričnih metodologij kot so: metoda splošnih momentov (angl. *generalized method of moments*). Vsekakor so omenjene pomanjkljivosti lahko del nadaljnjih empiričnih raziskav.

LITERATURA IN VIRI

1. Afonso, A. (2006). *Sustainability of Fiscal Policy in EU 15. Research Report. CESifo DICE Report 1/2006*. Str. 34–38. Najdeno 18. aprila 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ifo.de/pls/guestci/download/CESifo%20DICE%20Report%202006/CESifo%20DICE%20Report%201/2006/dicereport106-rr1.pdf>.
2. Afonso, A., & Rault, C. (2009). *Budgetary and External Imbalances Relationship: A Panel Data Diagnostic*. (CESIFO Working paper No. 2559). Frankfurt am Main: European Central Bank. Najdeno 23. aprila 2010 na spletnem naslovu: http://www.ifo.de/pls/guestci/download/CESifo%20Working%20Papers%202009/CESifo%20Working%20Papers%20February%202009/cesifo1_wp2559.pdf.
3. Afonso, A., & Rault, C. (2007). *What do we really know about fiscal sustainability in the EU. A Panel data diagnostic*. European Central Bank (Working paper series no. 820) Frankfurt am Main: European Central Bank. Najdeno 5. julija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp820.pdf>.
4. Afonso, A., & Rault, C. (2008). *Budgetary and External Imbalances Relationship. A Panel Data Diagnostic*. European Central Bank (Working Paper Series No. 961.) Frankfurt am Main: European Central Bank. 2008. Najdeno 3. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp961.pdf>.
5. Afonso, A., & Sousa, M. R. (2009). *The Macroeconomic Effects of Fiscal Policy in Portugal: a Bayesian SVAR Analysis*. (Working paper series: NIPE WP 3/2009). Frankfurt am Main: European Central Bank. Najdeno 20. aprila 2010 na spletnem naslovu: http://www3.eeg.uminho.pt/economia/nipe/docs/2009/NIPE_WP_3_2009.pdf.
6. Akbostanci, E. & Tunç İpek, G. (2002). *Turkish Twin Deficits: an error correction model of trade balance*. ERC Working Papers in Economics 01/06. Istanbul: Middle East Technical University. Najdeno 23. marca 2009 na spletnem naslovu: <http://www.erc.metu.edu.tr/menu/series01/0106.pdf>.
7. Algieri, B., & Bracke, T. (2007). *Patterns of Current Account Adjustment. Insights from past experience*. (Working paper series. No. 762). Frankfurt am Main: European Central Bank. Najdeno 28. aprila 2008 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp762.pdf>.
8. Almenberg, J., & Nickel, C. (2006). *Ageing, pension reforms and capital market development in transition countries*. (Working paper No. 99). London: European Bank for Restructuring and Development. Najdeno 6. oktobra 2007 na spletnem naslovu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1082007.
9. Aloy, M., Moreno-Dodson, B., & Nancy, G. (2008). *Intertemporal Adjustment and Fiscal Policy under Fixed Exchange Rate Regime*. (Policy Research Working Paper

- 4607). Washington: World Bank. Najdeno 5. septembra 2009 na spletnem naslovu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1149110.
10. Andrusz, K. (2009). *Poland Should Follow IMF Euro-Adoption Proposal, Deutsche Says*. Najdeno 12. aprila 2009 na spletnem naslovu: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601095&sid=a3N9nQB4m2eQ&refer=east_europe.
 11. Angrist, J., & Krueger, A. (2001). *Instrumental Variables and the Search for Indentification: From Supply and Demand to Natural Experiments*. *Journal of Economic Perspectives*, 15(4) 65–89. Najdeno 28. oktobra 2008 na spletnem naslovu: <http://www.hec.unil.ch/hec/doctorats/phdmanagement/ResearchHandbook/instrumenta%20variables%202.pdf>.
 12. Annicchiarico, B. (2003). *Fiscal Policy and Exchange Rates*. (Research Paper Series, 3(7)). Rome: CEIS Tor Vergata. Najdeno 15. aprila 2009 na spletnem naslovu: <ftp://www.ceistorvergata.it/repec/rpaper/No-07-Annicchiarico.pdf>.
 13. Aristovnik, A. (2005). *Twin deficits hypothesis and Horioka-Feldstein puzzle in Transition Economies*. Ljubljana: University of Ljubljana: Faculty of Administration. Najdeno 21. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://129.3.20.41/eps/if/papers/0510/0510020.pdf>.
 14. Aristovnik, A. (2006). *Vzdržnost tekočega računa plačilne bilance izbranih držav na prehodu*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta (doktorska disertacija).
 15. Aristovnik, A. (2007). *Short-and medium-term determinants of current account balances in Middle East and North Africa countries*. Ljubljana: University of Ljubljana: Faculty of Administration.
 16. Aristovnik, A., & Berčič, B. (2007). *Fiscal Sustainability in Selected Transition Countires*. Ljubljana: University of Ljubljana: Faculty of Administration. Najdeno 14. septembra 2009 na spletnem naslovu: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/122/1/MPRA_paper_122.pdf.
 17. Bagnai, A. (2007). *Structural breaks and the twin deficits hypothesis.*, Pescara: University »Gabriele D'Annunzio«, Dipartimento di Economia e Storia del Territorio. Najdeno 5. maja 2010 na spletnem naslovu: <http://w3.uniroma1.it/econometria/research/IEEPFinal.pdf>.
 18. Bagnai, A. (2010). Twin deficits in CEEC economies: evidence from panel unit root test. *Economic Bulletin* 2(30) 1071-1081. Najdeno 29. decembra 2010 na spletnem naslovu: <http://www.accessecon.com/Pubs/EB/2010/Volume30/EB-10-V30-I2-P100.pdf>.
 19. Ballou, D. (2007). *Advanced econometrics*. Ljubljana: Study material for internal use College of Education and Human Development in cooperation with Faculty of Economics Ljubljana. Ljubljana: Faculty of Economics.

20. Banka Slovenije (2003). *Program vstopa v ERM II in prevzem evra*. Ljubljana: Banka Slovenije. Najdeno 21. oktobra 2007 na spletnem naslovu: www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=161.
21. Barbieri, L. (2006). *Panel Unit Root Tests. A Review*. Piacenza: Università Cattolica del Sacro Cuore. Najdeno 12. januarja 2010 na spletnem naslovu: <http://www3.unicatt.it/unicattolica/dipartimenti/DISES/allegati/LBarbieri43.pdf>.
22. Barro, R. J. (1974). Are Government Bonds Net Wealth. *Journal of Political Economy*, 82(6). 1095–1117.
23. Barro, R. J. (1989). The Ricardian Approach to Budget Deficit. *Journal of Economic Perspectives*, 3(2), 37–52.
24. Bartolini, L., & Lahiri, A. (2006). Twin Deficits, Twenty Years Later. *Current issues in Economics and Finance*, 12(7) 1-7. Najdeno 26. oktobra 2007 na spletnem naslovu: http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci12-7.pdf.
25. Baum, C., Schaffer, M., & Stillman, S. (2003). *Instrumental Variables and GMM: Estimation and Testing*. (Working paper no. 545). Boston: Boston College, Department of Economics. Najdeno 14. avgusta 2008 na spletnem naslovu: http://www.google.si/search?source=ig&hl=sl&rlz=&=&q=Instrumental+Varibales+and+GMM%3A+Estimation+and+Testing&aq=f&aqi=&aql=&oq=&gs_rfai=.
26. Becker, J. (2006). *Slovakia: External Deficit and Euro*. Vienna: Institute for Studies in Political Economy. Najdeno 27. junija 2008 na spletnem naslovu: http://www.ipe.or.at/?art_id=42.
27. Berben, R. P., & Brosens, T. (2005). *The Impact of Government Debt on Private Consumption in OECD Countries*. (DNB Working Paper No. 45). Amsterdam: Netherlands Central Bank, Research Department. Najdeno 27. maja 2009 na spletnem naslovu: http://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20No.%2045-2005_tcm47-146702.pdf.
28. Blackwell, Lloyd, J. (2005). Estimation and testing of fixed-effect panel data systems. *The Stata Journal*, (2) 202–207. North Dakota: University of North Dakota. Department of Economics.. Najdeno 12. marca 2008 na spletnem naslovu: <http://www.statajournal.com/sjpdf.html?articlenum=st0084>.
29. Blanchard, O. (2006). *Adjustment with the Euro: The Difficult Case of Portugal*. (Working paper No. 06-04). Cambridge: MIT Department of Economics. Najdeno 8. marca 2009 na spletnem naslovu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=887184#.
30. Blanchard, O., & Giavazzi, F. (2002). *Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle?* (Working Paper Series. Working paper 03-05). Cambridge: Massachusetts Institute of Technology. Department of Economics. Najdeno 2. septembra 2007 na spletnem naslovu: <http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1552/papers/giavazzi.pdf>.

31. Borys, M.M, Polgár, E.K., & Zlate, A. (2008). *Real Convergence and the Determinants of Growth in the EU Candidate and Potential Candidate Counties. A panel Data Approach*. (Occasional Paper Series no. 86). Frankfurt am Main: European Central Bank. Najdeno 13. julija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp86.pdf>.
32. Bound, J., Jaeger, D., & Baker, R. (2005). Problems with Instrumental Variables Estimation When the Correlation Between the Instrumental and the Endogenous Explanatory Variables is Weak. *Journal of the American Statistical Association* 90(430), 443–450.
33. Brüderl, J. (2005). *Panel Data Analysis*. Mannheim: University of Mannheim. Najdeno 28. februarja na spletnem naslovu: <http://www.sowi.uni-mannheim.de/lehrstuehle/lessm/veranst/Panelanalyse.pdf>.
34. Buiter, W.H., & Sibert, A.C. (2006). *Eurozone Entry of New EU Member States from Central Europe: Should They? Could They?* London: University of London. Najdeno 26. maja 2008 na spletnem naslovu: <http://www.nber.org/~wbuiter/eurozone.pdf>.
35. Bussière, M., Fratzscher, M., & Müller, J. G. (2004). *Current account dynamics in the OECD and EU acceding countries – an intertemporal approach*. (Working paper Series No. 311). Frankfurt am Main: European Central Bank. Najdeno 24. maja 2008 na spletnem naslovu: <http://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/20040311.html>.
36. Bussière, M., Fratzscher, M., & Müller, J. G. (2005). *Productivity shocks, budget deficits and the current account*. (Working paper Series No. 509). Frankfurt am Main: European Central Bank. Najdeno 18. marca 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp509.pdf>.
37. Chinn, M., & Prasad, E. (2003). *Medium-term Determinants of Current Account in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration*. (Working Paper No. 00/46). Washington: International Monetary Fund. Najdeno 9. marca 2009 na spletnem naslovu: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0046.pdf>.
38. Commission of the European Communities (2009). *Five years of an enlarged EU – Economic achievements and challenges*. Brussels: European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee, The Committee of the Regions & The European Central bank. Najdeno 26. januarja 2010 na spletnem naslovu: http://ec.europa.eu/enlargement/5years/documents/impact/commission_communication_5_years_enlarged_en.pdf.
39. Coricelli, F., Égert, B., & MacDonald, R. (2006). *Monetary Transmission Mechanism in Central & Eastern Europe: Gliding on a Wind of Change*. (Working paper Number 850). Michigan: The University of Michigan, The William Davidson Institute. Najdeno 7. oktobra 2008 na spletnem naslovu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=949468.

40. Coricelli, F., Jazbec, B., & Masten, I. (2004). *Exchange Rate Pass-Through in Acceding Countries: The Role of Exchange Rate Regimes*. (Working Paper ECO No. 2004/16). San Domenico: European University Institute, Department of Economics. Najdeno 13. novembra 2008 na spletnem naslovu: <http://ideas.repec.org/p/eui/euiwps/eco2004-16.html>.
41. Corricelli, F. (2004). *Fiscal Policy in an Enlarged EU*. (Special issue). Siena: University of Siena. Najdeno 8. avgusta 2008 na spletnem naslovu: http://www.cairn.info/article.php?ID_REVUE=REOF&ID_NUMPUBLIE=REOF_075&ID_ARTICLE=REOF_075_0191.
42. Corsetti, G., & Müller, G. J. (2007). *Twin Deficits, Openness and the Business Cycle*. (Discussion paper). Rome, Frankfurt: European University Institute & Goethe University Frankfurt. Najdeno 27. maja 2007 na spletnem naslovu: <http://www.eui.eu/Personal/corsetti/research/eea2007.pdf>.
43. Crespo-Cuaresma, J., & Reitschuler, G. (2008). *Is the Ricardian Equivalence Proposition an »Aerie Fairy« Theory for Eruope?* London: London School of Economics and Political Science. Najdeno 1. julija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.itax.at/pdf/cueresma.pdf>.
44. Crespo-Cuaresma, J., Fidrmuc, J., & Silgoner, M. A. (2008). *Exchange Rate Developments and Fundamentals in Four EU Accession and Candidate Countries: Bolgaria, Croatia, Romania and Turkey*. (Discussing paper 2/04). Vienna: Institut for Studies in Political Economy. Najdeno 3. junija 2008 na spletnem naslovu: http://www.oenb.at/de/img/feei_2004_2_special_focus_4_tcm14-25040.pdf.
45. Darvas, Z., & Szapáry, G. (2008). *Euro area enlargement and euro adoption strategies*. (Economic Papers 301). Bruselj: European Commision: Economic and Fiancial Affairs. Najdeno 21. septembra 2009 na spletnem naslovu: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12093_en.pdf.
46. Edwards, S. (2000). *Does the current account metter?* Los Angeles: University of California, National Bereau of Economic Research. Najdeno 3. junija 2008 na spletnem naslovu: <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/currentaccount5.pdf>.
47. Edwards, S. (2004). *Fiancial openness, sudden stops and current account reversals*. (NBER Working Paper 10277). Cambridge: National Bureau of Economic Research. Najdeno 25. januarja 2010 na spletnem naslovu: <http://www.nber.org/papers/w10277.pdf>.
48. Eghbal, M. (2009, 15. januar). The global financial crisis: Eastern Europe and CIS countries hit hard. *Euromonitor International* (2). Najdeno 3. februarja 2009 na spletnem naslovu: http://www.euromonitor.com/The_global_financial_crisis_Eastern_Europe_and_CIS_hit_hard.

49. European Bank for Reconstructing and Development (2007). *Transition Report 2007. People in Transition*. London: European Bank for Reconstructing and Development.
50. European Central Bank (2006). *Macroeconomic and Financial Stability Challenges for Acceding and Candidate Countries*. (Occasional Paper Series No. 48). Brussels: European Central Bank. Najdeno 28. oktobra 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp48.pdf>.
51. European Commission (2002). *Report on macroeconomic and financial sector stability developments in candidate countries*. (Enlargement papers. ECFIN/143/02-EN-Final). Brussels: European Commission. Najdeno 15. oktobra 2008 na spletnem naslovu: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication1565_en.pdf.
52. European Commission (2007). *Key findings of the progress reports on the candidate countries: Croatia, Former Yugoslav Republic of Macedonia, Turkey*. Brussels: European Commission. Najdeno 27. aprila 2008 na spletnem naslovu: http://ec.europa.eu/enlargement/press_corner/key-documents/reports_nov_2008_en.htm.
53. European Commission (2008). *Fiscal notifications of candidate countries: overview and assessment*. (Occasional Papers 42). Brussels: European Commission. Najdeno 14. marca 2009 na spletnem naslovu: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13366_en.pdf.
54. Eurostat (2008). Eurostat Yearbook 2008. Luxembourg: Eurostat.
55. Feldstein, M., & Horioka, C. (1980). Domestic Savings and International Capital Flows. *The Economic Journal*, 90(358) 314-329. Najdeno 20. septembra 2007 na spletnem naslovu: <http://www.jstor.org/pss/2231790>.
56. Fidrmuc, J. (2002). *Twin Deficits: Implications of Current Account and Trade Imbalances for the Accession Countries*. (Focus on Transition 2, 72-84). Vienna: Oesterreichische Nationalbank. Najdeno 22. avgusta 2007 na spletnem naslovu: http://www.oenb.at/de/img/fidrmuc_ftr_202_tcm14-10382.pdf.
57. Fischer, C. (2002). *Real currency appreciation in accession countries: Balassa-Samuelson and investment demand*. (Discussion paper 19/02). Frankfurt am Main: Economic Research Center of the Deutsche Bundesbank. Najdeno 15. julija 2008 na spletnem naslovu: http://www.icegec.hu/eng/res_projects/_docs/hlsc/Fischer-presentation.pdf.
58. Fouquau, J., Hurlin, C. & Rabaud, I. (2007). *The Feldstein-Horioka Puzzle: A Panel Smooth Transition Regression Approach*. (Working paper). Orléans: Université d'Orléans. Najdeno 6. junija 2010 na spletnem naslovu: http://halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/16/63/09/PDF/FH_avril07.pdf.
59. Franco, D., Balassone, F., & Francese, M. (2003). The Debate on European Fiscal Rules. Oesterreichische Nationalbank: *Focus on Transition* 1, 42–56. Najdeno 28.

- oktobra 2009 na spletnem naslovu: http://www.oenb.at/en/img/ftr_20031_tcm16-1668.pdf.
60. Funke, K., & Nickel, C. (2006). *Does Fiscal Policy Matter for the Trade Account? A Panel Cointegration Study*. (Working paper series No. 620). Frankfurt am Main: European Central Bank. Najdeno 15. avgusta 2008 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp620.pdf>.
 61. Ganchev, G. T. (2010). The Twin Deficit Hypothesis: The Case of Bulgaria. *Financial Theory and Practice* 34(4) 357-377. Najdeno 29. decembra na spletnem naslovu: <http://www.ijf.hr/eng/FTP/2010/4/ganchev.pdf>.
 62. Gärtner, M. (1997). *A Primer in European Macroeconomics* (1st ed.). Financial Times: Prentice Hall.
 63. Giannone, D., & Lenza, M. (2004). *The Feldstein-Horioka fact*. Brussels: Universite Libre de Bruxells. Najdeno 22. avgusta 2007 na spletnem naslovu: http://student.ulb.ac.be/~mlenza/paper_fig2.pdf.
 64. Giavazzi, F., Jappelli, T., & Pagano, M. (2000). *Searching for non-linear effects of fiscal policy: evidence from industrial and developing countries*. (NBER Working paper 7460). Cambridge: National Bureau of Economic Research. Najdeno 24. aprila 2009 na spletnem naslovu: <http://www.nber.org/papers/w7460.pdf>.
 65. Gibson, D. H., & Tsakalots, E. (2003). *Capital flows and speculative attacks in prospective EU member states*. (Working paper no. 6). Athens: Bank of Greece. Najdeno 20. septembra 2008 na spletnem naslovu: <http://ideas.repec.org/p/bog/wpaper/06.html>.
 66. Gruber, W. J., & Kamin, S. B. (2005). *Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances*. (International Finance Discussion Papers No. 846). New York: Board of Governors of the Federal Reserve System. Najdeno 2. junija 2009 na spletnem naslovu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=854224.
 67. Gwartney, J. (2002). Supply Side Economics. *The Concise Encyclopedia of Economics*. New York: The Library of Economics and Liberty. Najdeno 22. decembra 2007 na spletnem naslovu: <http://econlib.org/library/Enc/SupplySideEconomics.html>.
 68. Hashemzadeh, N., & Wilson, L. (2006). *The Dynamics of Current Account and Budget Deficit in Selected Countries in the Middle East and North Africa*. 1, 111-126. Radford: International Research Journal of Finance and Economies. Najdeno 22. avgusta 2007 na spletnem naslovu: <http://www.eurojournals.com/IRJFE%206%20nozar.pdf>.
 69. Hauner, D., & Kumar, M. S. (2006). *Fiscal Policy and Interest Rates: How Sustainable Is The »New Economy«?* (Working paper WP/06/112). New York: International Monetary Fund. Najdeno 27. januarja 2008 na spletnem naslovu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=910677.

70. Hermann, S., & Jochem, A. (2005). *Determinants of current account developments in the central and east European EU member states – consequences of the enlargement of the euro area*. (Discussion Paper Series 1/23). Frankfurt am Main: European Central Bank. Najdeno 22. avgusta 2007 na spletnem naslovu: <http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/dkp/2005/200532dkp.pdf>.
71. Ho-don, Y. (2001). *Does Capital Mobility Finance or Cause a Current Account Imbalance?* The Quarterly Review of Economics and Finance 47/1. Illinois: University of Illinois. Najdeno 1. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.econ.fcu.edu.tw/files/Yan-study%20group.pdf>.
72. Holman, A. J. (2001). *Is The U.S. Current Account Deficit Sustainable?* (Economic Review) Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City. Najdeno 1. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/ECONREV/PDF/1q01holm.pdf>.
73. Holmes, J. M. (2006). *To what extent are public savings offset by private savings in the OECD?* New York: Journal of Economics and Finance. 30/3, 285–295. Najdeno 26. aprila na spletnem naslovu: <http://www.springerlink.com/content/n8w41624333504n1/fulltext.pdf>.
74. Holmes, J.M., Otero, J., & Panagiotidis, T. (2007). *On the sustainability of the EU's current account deficits*. (Discussion paper series ISSN 1750-4171, working paper 2007-06). Loughborough: Loughborough University, Department of Economics. Najdeno 21. novembra 2008 na spletnem naslovu: http://www.lboro.ac.uk/departments/ec/RePEc/lbo/lbowps/EU_sustainability.pdf.
75. Hsiao, C. (2006). *Panel Data Analysis: advantages and challenges*. (IEPR Working Paper 06.49). Los Angeles: University of Southern California. Najdeno 13. marca na spletnem naslovu: <http://ideas.repec.org/p/scp/wpaper/06-49.html>.
76. Hugh, E. (2008, 28. avgust). *Spain's Budget Deficit Raising Sharply and Other Matters*. Najdeno 23. marca 2009 na spletnem naslovu: <http://spaineconomy.blogspot.com/2008/08/spains-budget-deficit-rising-sharply.html>.
77. International Monetary Fund (1995): *Balance of Payments Manual. 5th Edition*. Washington: International Monetary Fund.
78. International Monetary Fund (2003). *International Financial Statistics. Yearbook 2003*. Washington: International Monetary Fund.
79. International Monetary Fund (2009). *International Financial Statistics. Yearbook 2009*. Washington: International Monetary Fund.
80. Jakubiak, M., & Markiewicz, M. (2007). *Capital Mobility and Tax Competition between Old and New EU Member States*. Varšava: Center of Social and Economic Research. Najdeno 29. septembra na spletnem naslovu: http://www.cerge.cuni.cz/pdf/gdn/RRCVI_63_paper_01.pdf.

81. Johnson, P. (2004). *Cross Sectional Time Series: The Normal Model and Panel Corrected Standard Errors*. Kansas: University of Kansas. Najdeno 24. januarja 2010 na spletnem naslovu: <http://pj.freefaculty.org/stat/CXTS/CXTS-PCSE.pdf>.
82. Ketenci, N., & Uz, I. (2010). *Determinants of current account in the EU: the relation between internal and external balances in the new members*. (MPRA Paper No. 27466). Istanbul: Yeditepe University. Najdeno 29. decembra 2010 na spletnem naslovu: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/27466/1/MPRA_paper_27466.pdf.
83. Ketenci, N. (2010). *The Feldstein-Horioka Puzzle and structural breaks: evidence from EU members*. (MPRA Paper No. 26010). Istanbul: Yeditepe University. Najdeno 15. oktobra 2010 na spletnem naslovu: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/26010/1/MPRA_paper_26010.pdf.
84. Kohler, U. & Kreuter, F. (2005). *Data Analysis Using STATA*. Texas: Stata Press. Najdeno 16. marca 2008 na spletnem naslovu: <http://books.google.com/books?id=4rrsRqUSls8C&printsec=frontcover>.
85. Köhler, W., Backé, P., & Schardax, F. (2003). *Fiscal Developments in Central and Eastern European EU Accession Countries – An Overview One-and-Half Years before the May 2004 Enlargement of the European Union*. (Focus on Transition 1/2003, 84-103. Vienna: Oesterreichische Nationalbank. Najdeno 21. novembra 2008 na spletnem naslovu: http://www.oenb.at/en/img/fttr_20031_tcm16-1668.pdf.
86. Kollias, C., Mylonidis, N., & Paleologou, S. M. (2006). *The Feldstein-Horioka Puzzle Across EU Members*. Volos: University of Thessaly: Argonafton & Filellinon. Najdeno 3. oktobra 2009 na spletnem naslovu: http://www.econ.uoi.gr/working_papers/FH%20Paper.pdf.
87. Kouassi, E., Mougoue, M., & Kymn, O. K. (2004). *Casuality tests of the relationship between the twin deficits*. *Emperical Economics* 29/3, 503-525. Najdeno 26. septembra 2008 na spletnem naslovu: <http://ideas.repec.org/a/spr/empeco/v29y2004i3p503-525.html>.
88. Krejdl, A. (2006). *Fiscal Sustainability – Definitino, Indicators and Assessment of Czech Public Finance Sustainability*. (Working paper serise no. 3). Praga: Czech National Bank. Najdeno 5. junija 2009 na spletnem naslovu: http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/cnb_wp/download/cnbwp_2006_03.pdf.
89. Labonte, M., & Makinen, G. (2005). *The Budget Deficit and the Trade Deficit: What is Their Relationship?* *CRS Web*. Najdeno 22. septembra 2008 na spletnem naslovu: https://www.policyarchive.org/bitstream/handle/10207/3686/RS21409_20050324.pdf?sequence=2.
90. Levy, D. (2004). *Is the Feldstein-Horioka Puzzle really a puzzle?*. London: Bar-Ilan University, Emory University. Najdeno 26. avgusta 2007 na spletnem naslovu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=500402.

91. Maier, P. (2004). *EMU enlargement, inflation and adjustment of tradable goods prices: What to expect*. (DNB Working paper, No. 10). Amsterdam: Dutch National Bank. Najdeno 28. januarja 2010 na spletnem naslovu: http://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20No%2010-2004_tcm46-146667.pdf.
92. Marinheiro-Fonseca, C. (2006). *Ricardian Equivalence, Twin Deficits, and the Feldstein-Horikoa puzzle in Egypt*. Coimbra; University of Coimbra. Najdeno 3. oktobra 2008 na spletnem naslovu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1009788.
93. McCoskey, S., & Kao, C. (1999): *Comparing Panel Data Cointegration Tests with an Application to the »Twin Deficits«*. New York: Syracuse University. Najdeno 28. aprila 2008 na spletnem naslovu: <http://faculty.maxwell.syr.edu/cdkao/working/monte.pdf>.
94. Miheljak, D. (2004). *Sustainability of Croatian Public and External Debt*. (Croatian Economic Survey 7(1)/11-52). Zagreb: The Institute of Economics. Najdeno 12. marca 2009 na spletnem naslovu: <http://www.eizg.hr/AdminLite/FCKeditor/UserFiles/File/7-chapter1.pdf>.
95. Milesi-Ferretti, G. M., & Razin, A. (1996). *Current account sustainability*. (Princeton Studies in International Economics No. 81). New Jersey: Princeton University. Najdeno 20. septembra 2007 na spletnem naslovu: http://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S81.pdf.
96. Morgese-Borys, M., Polgár-Katalin, E., & Zlate, A. (2008). *Real Convergence and the Determinants of Growth in EU Candidate and Potential Candidate Countries. A Panel Data Approach*. (Occasional Paper Series No. 86). Frankfurt am Main: European Central Bank. Najdeno 20. septembra 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp86.pdf>.
97. Mrak, M. (2002): *Mednarodne finance*. Ljubljana: Založba Gospodarski Vestnik.
98. Nichols, A., & Schaffer, M. (2007). *Clustered Errors in Stata*. Overview of Problems. Najdeno 22. januarja 2010 na spletnem naslovu: <http://repec.org/usug2007/crse.pdf>.
99. Nickel, C., & Vansteenkiste, I. (2008). *Fiscal policies, the current account and Ricardian equivalence*. (Working paper series no. 935). Frankfurt am Main: European Central Bank. Najdeno 12. maja 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp935.pdf>.
100. Normandin, M. (1994). *Budget deficit persistence and the twin deficits hypothesis*. (Working Paper No. 31). Montreal: University of Montreal. Najdeno 24. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://129.3.20.41/eps/mac/papers/9607/9607001.pdf>.
101. Nouriel, R., & Soyoung, K. (2003). *Twin Deficit or Twin Divergence? Fiscal Policy, Current Account, and Real Exchange Rate in the US*. New York: New York

- University. Najdeno 22. avgusta 2007 na spletnem naslovu <http://ideas.repec.org/p/red/sed004/792.html>.
102. Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1995): The Intertemporal Approach to the Current Account. *Handbook of International Economics*. Chapter 34, 1731-1799. New York: Princeton University.
 103. Pantelidis, P., Trachanas, E., Athanasenas, L. A., & Katrakilidis, C. (2009). On the Dynamics of the Greek Twin Deficits: Empirical evidence over the period 1960-2007. *International Journal of Economic Science and Applied Research* 2/2, 9-32. Najdeno 23. aprila 2010 na spletnem naslovu: http://www.ijesar.org/docs/volume2_issue2/dynamics.pdf.
 104. Piersanti, G. (2000). Current account dynamics and expected future budget deficits: some international evidence. *Journal of International Money and Finance*: Elsevier. Vol. 19(2), 255-271. Najdeno 3. avgusta 2008 na spletnem naslovu: <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6V9S-405SWNX-5/2/6024ea30c49e9b63b1874a7d4a24ccd7>.
 105. Polanec, S. (2006). Uvod v statistični paket Stata 9.0. Interno gradivo. Ljubljana: Ekonomska Fakulteta.
 106. Rao, B. B., Tamazian A, & Kumar. S. (2009). *Systems GMM Estimates of the Feldstein-Horioka Puzzle for the OECD Countries and Tests for Structural Breaks*. (MPRA Paper No. 15312). Sydney: University of Western Sydney, Sydney. Najdeno 28. aprila 2010 na spletnem naslovu: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/15312/1/MPRA_paper_15312.pdf.
 107. Research Laboratory (2004). *Introduction to STATA. Handout 1: Getting Started*. London: Research Laboratory. Najdeno 23. aprila 2009 na spletnem naslovu: http://rlab.lse.ac.uk/it/it_docs/Introduction_to_stata.pdf.
 108. Ribnikar, I. (2000). Monetarna ekonomija III. Denarna teorija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 109. Roderic, J. (1992). *Regression With Missing X's: A Review*. of the American Statistical Association 87(420), 1227-1237. Los Angeles: American Statistical Association. Journal.
 110. Romer, D. (2000). *Advanced Macroeconomics* (2nd edition). New York: McGraw-Hill/Irwin Publishing.
 111. Rossini, G., & Zanghieri, P. (2002). *Saving and Investment in Euroland, the EU and the enlarged EU*. Bologna: University of Bologna. Najdeno 2. septembra 2010 na spletnem naslovu: <http://www2.dse.unibo.it/wp/438.pdf>.
 112. Salvatore, D. (1998). *Transparency Masters t/a. International Economics*. (6th edition). New York: Prentice-Hall. Najdeno 5. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.wiley.com/college/econ/salvatore364584/pdf/ch18.pdf>.

113. Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (2007). *Ekonomija* (18th edition). Zagreb: School of Economics and Management.
114. Santos, C. (2006). *B203 Quantitative Economics and Econometrics. Compact Introduction to Intercooled Stata 8.2 on Windows*. London: London's Global University. Najdeno 11. oktobra 2009 na spletnem naslovu: <http://www.ucl.ac.uk/~uctppca/B203/Stata.pdf>.
115. Schmidheiny, K. (2009). *A Short Guide to Stata 10 for Windows. Short Guides to Microeconometrics*. Zürich: Universität Pompeu Fabra. Najdeno 20 januarja 2009 na spletnem naslovu: <http://kurt.schmidheiny.name/teaching/stataguide.pdf>.
116. Schrooten, M., & Stephan, S., (2004). *Does Macroeconomic Policy Affect Private Savings in Europe? Evidence From a Dynamic panel Data Model*. (Discussion Papers 431). Berlin: German Institute for Economic Research 2004. Najdeno 26. aprila 2010 na spletnem naslovu: http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.41975.de/dp431.pdf.
117. Senjur, M. (2001). *Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva* (3 izdaja). Ljubljana: Univerza v Ljubljani.
118. Slavin, M. (2008). *Tax competition and capital mobility between old and new EU member states*. Timișoara: West University of Timișoara. Najdeno 28. septembra 2009 na spletnem naslovu: <http://steconomice.uoradea.ro/anale/volume/2008/v3-finance-banks-accountancy/096.pdf>.
119. Stanovnik, T. (2002). *Javne finance*. Ljubljana: Univerza v Ljubljani.
120. STATA (2001). *Data Analysis and Statistical Software. Resources and support*. <http://www.stata.com/support/faqs/stat/xtreg2.html>.
121. Summers, L. (1986). *Tax Policy and International Competitiveness*. (NBER Working Paper No. 2007). Chicago: University of Chicago. Najdeno 15. septembra 2008 na spletnem naslovu: http://www.nber.org/papers/w2007.pdf?new_window=1.
122. Svetina-Senčar, E., Zorman, V., Golob, T., & Progar-Zupan, R. (2006). *Statistična obravnava mednarodnih denarnih rezerv ob vstopu Slovenije v evroobmočje*. Ljubljana: Banka Slovenije. Najdeno 22. novembra 2007 na spletnem naslovu: www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=2558.
123. Taylor, A. M. (2002). *A century of current account dynamics*. (Working Paper 8927). Cambridge: National Bureau of Economic Research. Najdeno 23. aprila 2008 na spletnem naslovu: <http://www.econ.ucdavis.edu/faculty/amtaylor/papers/w8927.pdf>.
124. Tuxen-Kyrme, C. (2009). *Debt dynamics and fiscal policy in the euro area*. Copenhagen: University of Copenhagen. Najdeno 1. julija 2009 na spletnem naslovu: [http://www.econ.ku.dk/Kalender/seminarer/institutseminar13052009/Tuxen_\(2009\)_Fiscal_policy.pdf/](http://www.econ.ku.dk/Kalender/seminarer/institutseminar13052009/Tuxen_(2009)_Fiscal_policy.pdf/).

125. United Nations (2005). *Fiscal Decentralization in Transition Economies: Case Studies from the Balkans and Caucasus*. New York: United Nations. <http://www.undp.org/europeandcis>.
126. Urad za makroekonomske zadeve in razvoj (2006). *Poročilo o razvoju / Metodološki list – Plačilnobilančno ravnoesje*. Ljubljana: Urad za makroekonomske zadeve in razvoj. Najdeno 21. Junija 2008 na spletnem naslovu: http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/pr/2007/ml/ML-Izvoz%20in%20uvoz%20v%20BDP%20_Markic_.pdf
127. Vyshnyak, O. (2000). *Twin Deficit Hypothesis: The Case of Ukraine*. Kijev: National University of Kijev. Najdeno 28. oktobra 2008 na spletnem naslovu: <http://www.kse.org.ua/uploads/file/library/2000/Vyshnyak.pdf>.
128. William, N. (2007). Using Stata 9 for OLS Regression. Najdeno 7. julija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.nd.edu/~rwilliam/stats1/OLS-Stata9.pdf>.
129. Yaffee, A. R. (2002). *Getting started with STATA for MS Windows: A brief introduction*. New York: New York University. Najdeno 27. julija 2007 na spletnem naslovu: http://www.nyu.edu/its/statistics/Docs/Intro_stata5.pdf.

PRILOGE

PRILOGA 1.....	1
Konsolidirana bilanca javnega financiranja	1
PRILOGA 2.....	2
Plačilna bilanca	2
PRILOGA 3.....	1
Pregled empiričnih študij.....	1
PRILOGA 4.....	5
Opis spremenljivk, vključenih v model.....	5
PRILOGA 5.....	7
Panelni test enotnega korena (ADF test – Levin-Lin-Chu metodologija)	7
PRILOGA 6.....	8
Gibanje bilance javnih financ in tekočega računa plačilne bilance.....	8
Gibanje bilance tekočega računa in realnega relativnega dohodka na prebivalca	9
Gibanje domačih investicij in domačega varčevanja.....	10
PRILOGA 7.....	11
Seznam uporabljenih kratic in okrajšav.....	11
PRILOGA 8.....	14
Povzetek rezultatov.....	14

PRILOGA 1

Konsolidirana bilanca javnega financiranja

Konsolidirana bilanca javnega financiranja (Stanovnik, 2002, str. 203):

A. BILANCA PRIHODKOV IN ODHODKOV

1. PRIHODKI

I. Tekoči prihodki:

- davki;
- prispevki za socialno varnost;
- nedavčni tekoči prihodki (takse, nadomestila cestnine, kazni, podjetniški in lastniški dohodki itd.).

II. Kapitalski prihodki:

- Prihodki od prodaje realnega premoženja, ki je v javni lasti.
- Kapitalski transferji: to so davki, ki se plačujejo iz kapitala (in ne dohodkov od kapitala, npr. davek od zapuščine ipd.), investicijske dotacije.

III. Dotacije

2. ODHODKI

I. Tekoči odhodki:

- tekoča potrošnja,
- plače,
- tekoči nakupi blaga in storitev,
- plačilo obresti na javni dolg.
- Tekoči transferji:
- tekoči transferji (subvencije) gospodarstvu,
- tekoči transferji gospodinjstvom (socialni transferji),
- tekoči transferji v inozemstvo.

II. Kapitalski odhodki:

- nakup osnovnih sredstev in drugega realnega premoženja,
- kapitalski transferji (predvsem investicijske dotacije).

B. RAČUN FINANČNIH TERJATEV IN NALOŽB

1. PREJEMKI

I. Prejeta vračila posojil, ki jih je javni sektor dodelil privatnemu sektorju za specifične namene.

II. Prodaja kapitalskih deležev.

III. Privatizacijske kupnine.

2. IZDATKI

I. Dana posojila, ki jih javni sektor za specifične namene in v skladu s politiko javnega sektorja namenja privatnemu sektorju.

II. Kapitalske naložbe.

III. Poraba privatizacijskih kupnin.

C. FINANČNI RAČUN (RAČUN FINANCIRANJA)

1. Zadolževanje

I. Zadolževanje v tujini

II. Zadolževanje doma

2. Odplačilo dolga

I. Odplačilo dolga v tujino

II. Odplačilo dolga doma

3. Neto povečanje (+) oziroma neto zmanjšanje (-) sredstev na računu

PRILOGA 2

Plačilna bilanca

Poenostavljena porazdelitev transakcij v plačilni bilanci države (Mrak, str. 16, 2002):

A. TEKOČI RAČUN	
1. Izvoz blaga	
2. Uvoz blaga	
3. Trgovinska bilanca	(1+2)
4. Izvoz storitev	
5. Uvoz storitev	
6. Priliv na osnovi dohodkov	
7. Odliv na osnovi dohodkov	
8. Priliv na osnovi tekočih transferov	
9. Odliv na osnovi tekočih transferov	
10. Bilanca tekočega računa	(3+4+5+6+7+ 8+9)
B. KAPITALSKI RAČUN	
11. Saldo kapitalskih transferov	
12. Saldo patentov in licenc	
13. Bilanca kapitalskega računa	(11+12)
C. FINANČNI RAČUN	
14. Saldo neposrednih naložb	
15. Saldo naložb v vrednostne papirje	
16. Saldo drugih naložb	
17. Bilanca finančnega računa	(14+15+16)
D. NAPAKE IN IZPUSTITVE	
18. Bilanca neto napak in izpustitev	0 – (10+13+17+23)
E. MEDNARODNE DENARNE REZERVE	
19. Zlato	
20. SDR	
21. Rezervna imetja pri IMF	
22. Devizna sredstva	
23. Bilanca mednarodnih denarnih rezerv	(19+20+21+22)

PRILOGA 3

Pregled empiričnih študij

Tabela 1: Pregled empiričnih študij in njihovih ugotovitev od leta 2000 do danes (po kronološkem zaporedju)

Avtor/Leto	Velikost vzorca	Metodologija	Ugotovitev
Piersanti, G. (2000)	Države: OECD Obdobje: 1970–1997	Panelna analiza Test: Casuality test	Potrjena pozitivna povezava med primanjkljajema.
Yyshnyak, O. (2000)	Država: Ukrajina Obdobje: 1995–1999	Panelna kointegracija med spremenljivkama Test: Granger-causality	Potrditev hipoteze dvojnega primanjkljaja. Javnofinančni primanjkljaj povzroča primanjkljaj v tekočem računu.
Edwards, S. (2001)	Države: 147 držav (razvitih in razvijajočih se držav). Obdobje: 1970–1997	Medčasovni pristop k proučevanju determinant in vzdržnosti tekočega računa. Testi: unit root, Granger-causality test	Povezava med tekočim računom in investicijami. Ugotovi se povezava z javnofinančnim primanjkljajem.
Blanchard, O. & Giavazzi, F. (2002)	Države: članice OECD Obdobje: 1985–2001	Medčasovni pristop Panelni model Test: unit root test	Potrditev FH uganke za države članice OECD.
Fidrmuc, J. (2002)	Države: 11 držav OECD, 3 razvijajoče se države, 4 tranzicijske države. Obdobje: 1980–2001	Analiza časovnih vrst (angl. <i>time series</i>). Test: enotnega korena (angl. <i>unit root test</i>)	Potrditev hipoteze dvojnega primanjkljaja za osemdeseta leta, zavrnitev hipoteze za obdobje devetdesetih let.
Chinn, M. D. & Prasad, E. S. (2003)	Države: 18 industrijsko razvitih držav in 71 razvijajočih se držav. Obdobje: 1971–1995	Panelni model – pooled OLS.	Bilanca javnih financ pozitivno vpliva na bilanco tekočega računa.
Bussière, M., Fratzcher, M. & Müller, G. J. (2004)	Države: 33 držav (21 držav članic OECD in 12 držav, ki so se priključile EU po letu 2004). Obdobje: 1980–2002	Mečasovni pristop s pomočjo panelne analize. Test: Unit root	Potrditev, da 9-odstotna sprememba v javnofinančnem primanjkljaju vpliva na spremembo bilance tekočega računa.

se nadaljuje

nadaljevanje

Avtor/Leto	Velikost vzorca	Metodologija	Ugotovitev
Kouassi, E., Mougoue, M. & Kymn, O. K. (2004)	Države: 20 razvitih in razvijajočih se držav. Obdobje: 1960-2000	Panelna analiza Test: Granger causality	Potrditve povezave med bilancama za razvijajoče države in zavrnitev hipoteze za večino razvitih držav.
Herrmann, S. & Jochem, A. (2005)	Države SVE, ki so se leta 2004 priključile EU. Obdobje: 1994-2004	Panelna analiza, FGLS, IV, GMM	Potrditve šibke pozitivne povezave med primanjkljajema.
Marinheiro-Fonseca, C. (2006)	Država: Egipt Obdobje: 1974-2002	Granger-causality test, panelna analiza Preverjanje, FH, rikardijanske ekvivalence in dvojnega primanjkljaja	Zavrne rikardijansko ekvivalenco in potrdi dolgoročno, vendar šibko povezavo med primanjkljajema.
Funke, K. & Nickel, C. (2006)	Države: skupine G 7. Obdobje: 1970-2002	Panelna analiza	Povečanje državnih izdatkov slabša stanje na tekočem računu.
Hashemzadeh, N., Wilson, L. (2006)	Egipt, Iran, Jordanija, Kuvajt, Maroko, Oman, Sirija, Turčija, Jemen Obdobje: 1970-1999	Vector-auto-regression model (VAR)	Sirija, Jemen – 77-94 odstotkov variance v bilanci javnih financ je pojasnjeno s spremembo v tekočem računu. Kuvajt, Iran, Oman, Jemen – prihodki so predvsem odvisni od izvoza nafte – 22-33 odstotkov variance v javnih financah je pojasnjeno s spremembo v tekočem računu.
Afonso, A., & Rault, C. (2007)	Države: EU 15 Obdobje: 1970-2006	Preverjanje stabilnosti javnih financ s pomočjo panelne analize	Potrditve keynesianske teorije (financiranje javnofinančnega primanjkljaja vpliva na tekoči račun).
Afonso, A., & Rault, C. (2008)	Države: države EU in OECD Obdobje: 1970-2007	Panelna analiza – uporaba SUR modela (angl. <i>seemingly unrelated regression</i>). Panelna konintegracija med primanjkljajema in efektivnimi realnim deviznim tečajem.	Potrditve hipoteze dvojnega primanjkljaja za naslednje države: Avstrija, Belgija, Češka, Irska, Latvija in Malta.

se nadaljuje

nadaljevanje

Avtor/Leto	Velikost vzorca	Metodologija	Ugotovitev
Giannone, D., & Lenza, M. (2002, 2008)	24 držav članic OECD. Obdobje: 1970–1999, 1970–2004	Factor augmented panel regression – preverjanje FH uganke	Korelacija med spremenljivkama se skozi obdobje zmanjšuje in je v zadnjih dveh desetletjih zelo nizka.
Cuaresma-Crespo, J., & Reitschuler, G. (2008)	Države: EU 15 Obdobje: 1960–2002	Analiza časovnih vrst	Potrditve rikardijanske ekvivalence za nekatere države po letu 1993 (Francija, Nizozemska) in zavrnitev te za Irsko in Avstrijo.
Nickel, C., & Vansteenkiste, I. (2008)	Države: 22 industrijsko razvitih držav Obdobje: 1991–2005	OLS model, random in fixed effect estimations	Pozitivna povezava med primanjkljajema za države z nizko stopnjo javnega dolga.
Tuxen-Kyrme, C. (2009)	Države: EU 15 Obdobje: 1960–2002	OLS model, maximum likelihood test	Za osem držav se potrdi rikardijanska ekvivalenca.
Afonso, A., & Rault, C. (2009)	Države EU in OECD Obdobje: 1970–2007	SUR metodologija (angl. <i>seemingly Unrelated Regression</i>)	Ni mogoče potrditi direktne povezave med bilanco tekočega računa in javnimi financami.
Pantelidis, P., Trachanas, E., Athanasenes, & L.A., Katrakilidis, C., (2009)	Država: Grčija Obdobje: 1960–2007	VAR model, analiza časovnih vrst Cointegracijski testi	Potrdi se prisotnost dvojnega primanjkljaja za celotno obravnavano obdobje.
Afonso, A., & Sousa, M. R. (2009)	Obdobje: 1979–2007	Bayesian Structural Autoregression model	Povečanje javnih izdatkov ima negativni vpliv na BDP skozi učinek izrivanja.
Bagnai, A. (2010)	Države: Albanija, Bolgarija, Hrvaška, Češka, Estonija, Madžarska, Latvija, Litva, Makedonija, Poljska, Romunija, Slovaška, Slovenija Obdobje: 1995–2006	Panelni model, test enotnega korena	Zavrnitev hipoteze dvojnega primanjkljaja. Veliko večji vpliv na bilanco tekočega računa imajo investicije.
Ganchev, G. T. (2010)	Država: Bolgarija. Obdobje: 2000–2010	VAR model, Granger-casuality test	Zavrnitev hipoteze dvojnega primanjkljaja na kratek rok, in možnost njune dolgoročne povezave.

se nadaljuje

nadaljevanje

Avtor/Leto	Velikost vzorca	Metodologija	Ugotovitev
Ketenci, N., & Uz I. (2010)	Države. Bolgarija, Češka, Estonija, Latvija, Litva, Slovenija, Slovaška Obdobje: 1995-2008	Autoregressive distributed lag model (ARDL)	Potrditve hipoteze dvojnega primanjkljaja na Češkem, Latviji, Latviji, Sloveniji in Slovaškem.

Vir: Munich Personal RePec Archive, RePec Author Service, IDEAS, EconPapers, 2010.

PRILOGA 4

Opis spremenljivk, vključenih v model

Tabela 2: Viri podatkov empirične analize

Spremenljivka	Opis	Vir	Enota/Izračun
Tekoči račun (angl. <i>current account balance</i>) (TR)	Bilanca tekočega računa je sestavljena iz bilance blaga in storitev, bilance dohodkov in enostranskih transferjev. Negativen predznak predstavlja primanjkljaj.	Eurostat Database, 4. 9. 2009	Letni podatki, izražena v % BDP.
Bilanca javnih financ (angl. <i>general government balance</i>) (JF)	Bilanca javnih financ je dejansko razlika med državnimi neto prihodki in neto izdatki. Negativen predznak predstavlja primanjkljaj.	Eurostat Database, 4. 9. 2009	Letni podatki, izraženi v % BDP.
Domače investicije (angl. <i>gross fixed capital formation</i>) (I)	Bruto investicije v osnovna sredstva so sestavljene iz investicij v nova osnovna sredstva, iz stroškov transakcij rabljenih osnovnih sredstev, iz nabav nerabljenih nematerialnih osnovnih sredstev in iz povečanja vrednosti neproizvedenih nefinančnih sredstev.	Eurostat Database, 4. 9. 2009, World Development Indicators	Letni podatki, izraženi v % BDP.
Domače varčevanje (angl. <i>gross national saving</i>) (S)	Bruto varčevanje je razlika med bruto razpoložljivim dohodkom in izdatki za končno potrošnjo.	OECD Database	Letni podatki, izraženi v % BDP.

se nadaljuje

nadaljevanje

Spremenljivka	Opis	Vir	Enota/Izračun
Realni efektivni devizni tečaj (angl. <i>real effective exchange rate</i>) (REER)	Tehtano povprečnje deviznih tečajev valute ene države, relativno glede na košarico valut trgovinskih partnerjev, ki je korigirano še za stopnjo inflacije.	Eurostat Database	Letni podatki, izraženi v logaritmih.
Relativni realni BDP p. c (angl. <i>real GDP p. c.</i>) (REALBDP)	Indeks BDP p. c v pogojih PPS posamezne države v primerjavi z realnim BDP p. c. EU 27.	Eurostat Database	Letni podatki, izraženi v logaritmih.

Vir: Eurostat Database, 2009.

PRILOGA 5

Panelni test enotnega korena (ADF test – Levin-Lin-Chu metodologija)

Tabela 3: Panelni test enotnega korena (ADF test) po posameznih skupinah držav

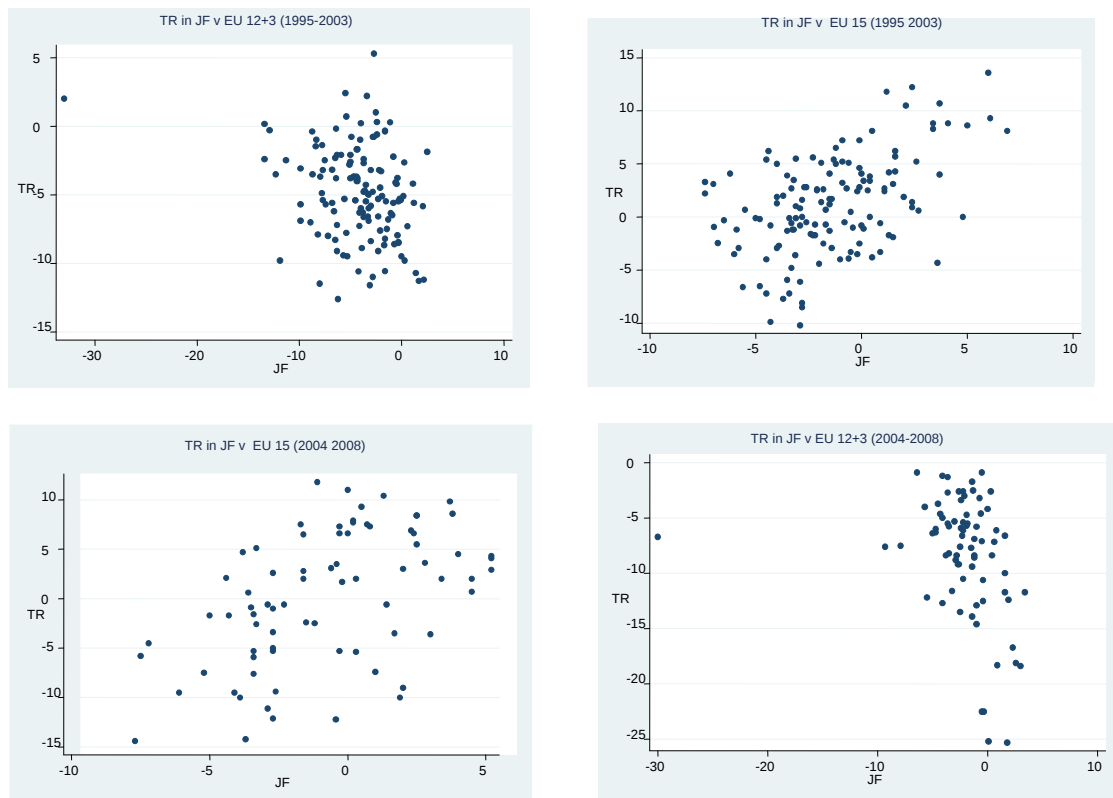
	<i>JF</i>	<i>REALBDP</i>	<i>I</i>	<i>REER</i>
EU 30				
Koeficient	0,61	0,01	0,21	0,25
t-vrednost	-13,05	0,68	-7,44	-8,96
t-star	-4,86	4,76	-2,65	-4,28
P>t	0,00	1,00	0,00	0,00
EU 12+3				
Koeficient	-0,75	-0,09	-0,22	-0,39
t-vrednost	-11,18	-2,58	-4,96	-7,04
t-star	-4,74	3,54	-1,22	-2,86
P>t	0,00	0,99	0,12	0,00
EU 15				
Koeficient	0,50	0,16	0,18	0,24
t-vrednost	-7,12	-4,99	-5,95	-6,30
t-star	-1,95	-2,92	-2,72	-2,85
P>t	0,03	0,00	0,00	0,00

Vir: Prirejeno po Stata, 2010

PRILOGA 6

Gibanje bilance javnih financ in tekočega računa plačilne bilance

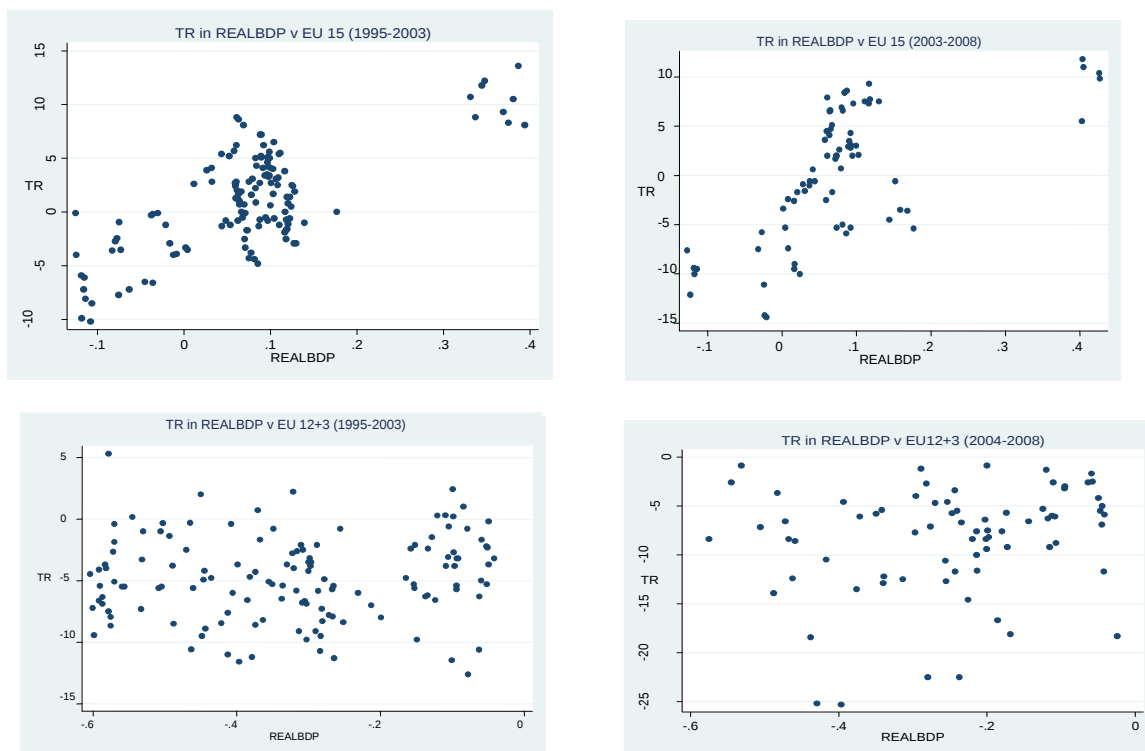
Slika 1: Gibanje bilance javnih financ in tekočega računa plačilne bilance v EU 15 in EU 12+3 v obravnavanih obdobjih



Vir: Prirejeno po STATA, 2010

Gibanje bilance tekočega računa in realnega relativnega dohodka na prebivalca

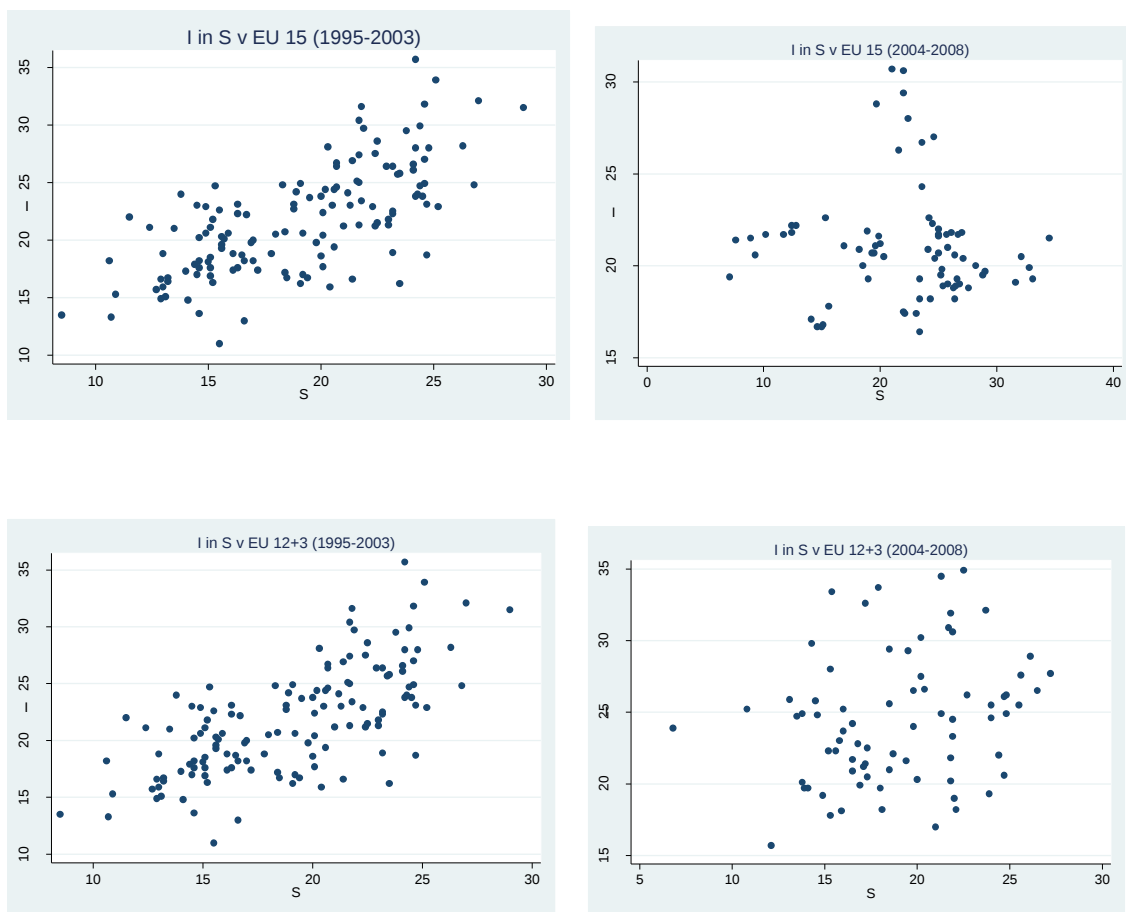
Slika 2: Gibanje bilance tekočega računa in realnega relativnega dohodka na prebivalca v državah EU 15 v obravnavanih podobdobjih



Vir: Prirejeno po STATA, 2010

Gibanje domačih investicij in domačega varčevanja

Slika 3: Gibanje domačih investicij in domačega varčevanja v državah EU 15 in EU 12+3 v obravnavanih podobdobjih



Vir: Prirejeno po STATA, 2010

PRILOGA 7

Seznam uporabljenih kratic in okrajšav

-	znak za odštevanje
$\frac{\Delta B}{Y}$	delež javnofinančnega neravnotežja v bruto domačem proizvodu
$\frac{B}{Y}$	delež javnega dolga v bruto domačem proizvodu
+	znak za seštevanje
<	manjše
=	enako
>	večje
A	absorbcija
A _d	domača absorbcija
BDP	bruto domači proizvod
BP	krivulja plačilnobilančnega ravnotežja
C	potrošnja
CF	kapitalski tokovi
C _p	potrošnja zasebnega sektorja
e _{it}	statistična napaka
El _{IM}	cenovna elastičnost povpraševanja po izvozu
El _X	cenovna elastičnost povpraševanja po izvozu
E _{nom}	nominalni devizni tečaj
EU	Evropska Unija
F	funkcija
FEM	metoda fiksnih učinkov (angl. <i>fixed effect method</i>)
FGLS	metoda možnih splošenih najmanjših kvadratov (angl. <i>feasible generalized least square</i>)
FH	Feldstein-Horioka uganka
G	državni izdatki
I	investicije
i	nominalna obrestna mera
i*	nominalna tuja obrestna mera
iB	obresti za javni dolg
I _d	domače investicije
IM	uvoz
I _p	investicije zasebnega sektorja
IS	krivulja ravnotežja na trgu blaga in storitev

I_{tuje}	tuja sredstva
JF	bilanca javnih financ
K	kapital
L	delo
LM	krivulja ravnotežja na trgu denarja
M	obseg uvoza
OECD	Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj (angl. <i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>)
OLS	metoda najmanjših kvadratov (angl. <i>ordinary least square method</i>)
P	ravan cen v državi
PSCE	Prais-Winstenova metodologija
r	realne obrestne mere
RELBDP	logaritem relativnega realnega bruto domačega proizvoda na prebivalca
REER	logaritem realnega efektivnega deviznega tečaja
REM	metoda naključnih učinkov (angl. <i>random effect method</i>)
s	stopnja varčevanja
S	varčevanje
S_d	domače varčevanje
S_g	javno varčevanje
S_p	zasebno varčevanje
t	čas
TNI	tuje neposredne investicije
T	davki
TR	bilanca tekočega računa
TR_1	odložena spremenljivka tekočega računa
u_i	individualni učinek države
V_{it}	statistična napaka panelnega modela
WDI	Svetovni kazalci razvoja (angl. <i>World Economic Indicators</i>)
X	izvoz
Y	dohodek (bruto domači proizvod)
α	mejna nagnjenost k potrošnji
β	regresijski koeficient
Δ	sprememba
ΔB	sprememba v javnem dolgu
δK	amortizacija kapitala
μ	stopnja rasti denarja

π

stopnja inflacije

PRILOGA 8

Povzetek rezultatov

Tabela 4: Povzetek pričakovanih in dejanskih predznakov regresijskih koeficientov ocenjenega modela

Spremenljivka	Pričakovan predznak	EU 27+3	EU 15			EU 12+3		
		1995-2008	1995-2008	1995-2003	2004-2008	1995-2008	1995-2003	2004-2008
Tekoči račun (TR)	+	+	+	+	+	+	+	+
Bilanca javnih financ (JF)	+	0	0	+	0	0	-	-
Investicije (I)	-	-	-	-	-	-	-	-
Relativni realni dohodek na prebivalca (REALBDP)	-	+	+	+	0	-	0	0
Realni efektivni devizni tečaj (REER)	+	0	-	-	0	0	0	0

Vir: Prirejeno po Stata, 2010