

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**DEJAVNIKI TEKOČEGA RAČUNA PLAČILNE BILANCE
SLOVENIJE**

Ljubljana, junij 2002

ANTONIJA PUNGERČAR

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega
diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom _____
in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____.

Podpis: _____

KAZALO

1	Uvod	1
2	Vsebinski okvir in teoretični pristopi analize plačilne bilance ...	2
2.1	Pojem plačilne bilance in njene temeljne sestavine	2
2.1.1	Transakcije v okviru tekočega računa	2
2.1.2	Transakcije v okviru kapitalskega in finančnega računa	3
2.1.3	Neto napake in izpustitve	4
2.2	Opredelitev plačilnobilančnega neravnovesja	4
2.3	Načini uravnovešanja plačilne bilance	5
2.3.1	Financiranje plačilnobilančnega neravnovesja	6
2.3.2	Prilagajanje plačilnobilančnemu ravnovesju	7
2.4	Teoretični pristopi k analizi zunanega neravnovesja	8
2.4.1	Cenovni mehanizem	8
2.4.2	Mehanizem dohodka	8
2.4.3	Elastičnostni pristop	9
2.4.4	Absorbcijski pristop	11
2.4.5	Mundell-Flemingov model	13
2.4.6	Denarna razlaga plačilne bilance	15
2.4.7	Premoženjski modeli	17
3	Plačilnobilančni tokovi Slovenije po osamosvojitvi	18
3.1	Uvod	18
3.2	Oris plačilnobilančnih gibanj Slovenije v obdobju 1992-2001	21
3.2.1	Oris tekočega računa plačilne bilance Slovenije	21
3.2.2	Oris kapitalskega in finančnega računa plačilne bilance Slovenije	24
3.3	Načini uravnovešanja plačilnobilančnega primanjkljaja Slovenije	25
3.4	Ukrepi ekonomske politike in uravnovešanje plačilne bilance Slovenije	26
4	Analiza dejavnikov tekočega računa plačilne bilance Slovenije.	29
4.1	Pregled teoretičnih spoznanj o dejavnikih tekočega računa plačilne bilance	29
4.2	Pregled empiričnih spoznanj o dejavnikih tekočega računa plačilne bilance	31
4.3	Empirični model	33
4.4	Podatki in metode	34
4.5	Rezultati ocen	35
5	Sklep	38
	Literatura	40
	Viri ..	42
	Priloga	

1 **Uvod**

V mnogih raziskavah se saldu tekočega računa pogosto pripisuje vlogo enega glavnih kazalcev bodočega gospodarskega dogajanja. Osnovo za kakršnokoli analizo zunanje ekonomskega položaja države predstavljajo sistematično zbrani podatki v plačilni bilanci. Namen pričujočega diplomskega dela je najprej podati osnovne teoretične koncepte zunanjega neravnovesja in njegovega uravnovešanja. Ker pa vsaka ekonomska teorija sledi praksi, je nadaljnji namen dela analizirati neravnovesja, ki so se pojavila v slovenski plačilni bilanci po osamosvojitvi in z empirično analizo prikazati vpliv izbranih dejavnikov gospodarjenja (notranjih in zunanjih) na saldo tekočega računa plačilne bilance Slovenije. Z empiričnim modelom so preizkušene teoretično utemeljene zveze med tekočim računom in izbranimi makroekonomskimi spremenljivkami. Podlaga analizi predstavlja pregled empiričnih modelov in ugotovitev v raziskavi Calderon, Chong in Loayza (1999), ter izsledki raziskav Milesi-Ferretti in Razin (1996, 1998).

Uvodnemu poglavju, v katerem sta podana namen in kratka vsebina diplomskega dela, sledi drugi, teoretični del, ki predstavlja vsebinski okvir in teoretične pristope pri analizi plačilne bilance. Znotraj poglavja so predstavljene glavne sestavine plačilne bilance, opredeljeno plačilnobilančno neravnovesje ter podan pregled načinov financiranja neravnovesja in ukrepov plačilnobilančnega prilagajanja. Poglavje je zaključeno s prikazom teoretičnih pristopov k analizi plačilne bilance.

Tretje poglavje opisuje dogajanje v slovenski plačilni bilanci po osamosvojitvi. Najprej so predstavljene splošne značilnosti Slovenije v obdobju tranzicije, v nadaljevanju pa sledi oris plačilnobilančnih gibanj in ukrepov ekonomske politike. Analizirani so tudi glavni vzroki povečanega plačilnobilančnega primanjkljaja v zadnjem obdobju in predstavljeni načini prilagajanja plačilnobilančnega neravnovesja.

Četrto poglavje je namenjeno empirični analizi tekočega računa plačilne bilance Slovenije. Najprej je predstavljen pregled teoretičnih spoznanj o dejavnikih tekočega računa plačilne bilance, nato sledijo pregledi ugotovitev tujih empiričnih raziskav s področja analize tekočega računa. Cilj analize je raziskati empirično zvezo med tekočim računom plačilne bilance in izbranimi ekonomskimi spremenljivkami. Postavljen empirični model temelji na multipli regresiji časovnih vrst izbranih makroekonomskih spremenljivk. Pri ocenjevanju modela so uporabljeni četrletni podatki (od prvega četrletja leta 1992 do tretjega četrletja 2001) tekočega računa plačilne bilance in izbranih dejavnikov, ki določajo zunanje ravnovesje Slovenije. Na koncu poglavja so prikazani rezultati analize.

2 Vsebinski okvir in teoretični pristopi analize plačilne bilance

2.1 Pojem plačilne bilance in njene temeljne sestavine

Uspešnost posamezne države na mednarodnem področju se kaže v obliki ekonomskih in finančnih tokov med državami izraženih v posebni obliki imenovani plačilna bilanca. Po splošno sprejeti definiciji Balance of Payments Manual (1993) je plačilno bilanco mogoče opredeliti kot sistematični zapis vseh ekonomskih transakcij rezidentov ene države z rezidenti drugih držav v določenem časovnem obdobju. Plačilna bilanca zajema *tokove* blaga, storitev in kapitala s tujino v določenem časovnem obdobju. Zato je ne gre zamenjevati z bilanco stanja mednarodnih naložb, ki prikazuje vrednost in sestavo stanja finančnih terjatev in obveznosti rezidentov do nerezidentov na določen dan.

Z vidika beleženja transakcij v plačilni bilanci ločimo dve vrsti ekonomskih transakcij. Kreditne transakcije se izražajo v prilivu deviz, posledica debetnih transakcij pa je odliv le teh. Med kreditne transakcije, ki se označujejo z znakom plus (+) tako spadajo izvoz blaga ali storitev, enostranski transferi kapitala v državo, priliv kapitala na osnovi kreditov, neposrednih in portfeljskih naložb ter črpanje deviznih rezerv. Med debetne transakcije, ki se označujejo z znakom minus (-) pa se uvrščajo uvoz blaga in storitev, enostranski transferi v tujino ter odlivi kapitala na osnovi kreditov odobrenih tujini, neposrednih in portfeljskih naložb v tujini ter nalaganje deviznih rezerv v tujini.

Splošno sprejeta delitev plačilne bilance je delitev na tri podbilance: tekoči račun, kapitalsko-finančni račun in bilanca neto napak in izpustitev. V nadaljevanju so prikazane mednarodne transakcije, ki se uvrščajo v posamezen del plačilne bilance.

2.1.1 Transakcije v okviru tekočega računa

Tekoči račun zajema vse realne transakcije med rezidenti in nerezidenti. V okviru tega so transakcije razdeljene na štiri osnovne skupine (Gandolfo, 1995, str. 57-60).

Blagovna menjava vključuje izvoz in uvoz blaga. V kolikor je država v določenem časovnem obdobju ustvarila z izvozom blaga več deviznih sredstev, kot jih je porabila za uvoz blaga, potem ima država presežek v blagovni menjavi.

V skupino *storitvene menjave* se uvrščajo prilivi in odlivi deviz za vrste transakcij kot so transport, potovanja, finančne storitve vključno z bančništvom in zavarovalništvom, poslovne storitve itd. Beleženje pretoka storitev v praksi predstavlja mnogo več težav kot pa beleženje blaga, saj so storitve nevidne in jih ni enostavno beležiti, ko prehajajo državno mejo.

Naslednjo skupino predstavljajo tako imenovani *dohodki*. Gre za dohodke od produkcijskih faktorjev, torej kapitala in dela. Med dohodki od kapitala se prištevajo dohodki od neposrednih tujih naložb, naložb v vrednostne papirje (dividende) in drugi dohodki od kapitala, kot so npr. obresti na dane kredite¹. Ti dohodki se vključujejo v tekoči del plačilne bilance, medtem ko se sami krediti in investicije v tujini vključujejo v finančni del plačilne bilance. Med dohodke od dela se štejejo predvsem zaslužki, ki jih ljudje ustvarijo v državi kot nerezidenti.

Tekoči transferi predstavljajo zadnjo skupino transakcij v tekočem računu. Predstavljajo finančne transakcije, ki nimajo za posledico povratnega toka finančnih sredstev. Sredstva lahko izvirajo bodisi iz javnih bodisi iz privatnih virov. Primer javnega vira je nepovratna finančna pomoč države drugi državi, tuje rente in pokojnine, ter drugi socialni prejemki. Najpogostejši primer privatnih virov so nakazila, ki jih zdomci pošiljajo svojem v domovino.

2.1.2 Transakcije v okviru kapitalskega in finančnega računa

V kapitalskem in finančnem računu plačilne bilance se beležijo ekonomske transakcije, ki se nanašajo na prilive oziroma odlive kapitala v/iz države.

V *kapitalski račun* se vključujejo *kapitalski transferi* – transakcije, ki zajemajo prenos lastništva nepremičnin, transfere sredstev povezanih s pridobitvijo/odtujitvijo nepremičnin, ter transakcije povezane z odpisi dolgov; in *pridobitev/odtujitev neproizvedenega in nefinančnega premoženja* – transakcije povezane s patenti, licencami, avtorskimi pravicami, blagovnimi znamkami in drugimi industrijskimi pravicami, pogodbe o lizingu ipd.

Finančni račun sestavljajo štiri kategorije ekonomskih transakcij. Prvo skupino predstavljajo *neposredne naložbe*. Sem uvrščamo vrsto investicij, kjer investitor želi maksimirati profit preko upravljalne kontrole subjekta, v katerega je investiral. Investitor mora v tem primeru razpolagati z znatnim deležem celotnega kapitala podjetja, da lahko prevzame upravljalno kontrolo. Balance of Payment Manual (1993) je sprejel usmeritev, da se kot neposredna investicija beleži vsaka tista investicija, kjer ima tuji investitor 10 ali več odstotni delež v kapitalu podjetja, v katerega je investiral. Drugo skupino predstavljajo *naložbe v vrednostne papirje* oziroma portfeljske investicije. Sestavljajo jih naložbe v različne dolžniške vrednostne papirje (obveznice in drugi dolžniški instrumenti s katerimi se trguje na finančnih trgih) in naložbe v lastniške vrednostne papirje, kamor spadajo nakupi delnic, kjer delež tujega investitorja v kapitalu ne preseže 10 odstotkov in se investitor ne želi vključevati v aktivno upravljanje podjetja. Med *ostale naložbe*, kot obliko rezidualne kategorije, se vključujejo trgovinski krediti in vse druge oblike dolgoročnega in

¹ Postavka dohodka od neposrednih naložb se deli na reinvestirani dobiček in razdeljeni dobiček, medtem ko je t. i. zadržani dobiček, ki povečuje delniški kapital korporacije, vključen v kapitalski račun (Malačič, 2001, str. 80).

kratkoročnega zadolževanja v tujini, vključno s krediti Mednarodnega denarnega sklada (*ang. IMF – International Monetary Fund*) in bančnimi krediti. Zadnjo kategorijo v okviru finančnega računa predstavljajo *mednarodne denarne rezerve države*. Sestavljene so iz deviznih sredstev, s katerimi razpolaga centralna banka države, monetarnega zlata, imetij SDR (pravice črpanja) in rezervne pozicije države pri Mednarodnem denarnem skladu. Povečanje mednarodnih denarnih rezerv se beleži kot debetna postavka, saj gre dejansko za odliv deviz v tujino, zmanjšanje pa se beleži kot kreditna postavka.

2.1.3 Neto napake in izpustitve

Zaradi nepopolnega beleženja plačilnobilančnih transakcij je bilo potrebno uvesti posebno postavko, ki se imenuje *napake in izpustitve*. Med razloge zaradi katerih prihaja do slabosti v beleženju transakcij spadajo časovne razlike med izvedbo določene transakcije in njenim plačilom. Obstaja torej problem časovne neusklajenosti, ko transakciji nista zabeleženi v plačilni bilanci za isto časovno obdobje, čeprav sta bili izvedeni v istem trenutku. Pomemben razlog za neto napake in izpustitve je tudi neregistrirana blagovna menjava s tujino, na primer ilegalna trgovina z mamili. V literaturi se pogosto namesto izraza neto napake in izpustitve uporablja izraz statistična napaka.

2.2 Opredelitev plačilnobilančnega neravnovesja

Plačilna bilanca kot celota nikoli ne more biti v primanjkljaju ali presežku zaradi načela dvojnega knjigovodstva. Vsota vseh transakcij zabeleženih v plačilni bilanci je torej enaka nič. Iz analitičnih namenov se plačilna bilanca preseka v dva dela, to je na tistega, ki zajema tako imenovane avtonomne transakcije in tistega, ki zajema tako imenovane kompenzatorne transakcije. Z avtonomnimi transakcijami se razumejo transakcije, do katerih pride neodvisno od gibanj v plačilni bilanci, medtem ko so kompenzatorne transakcije tiste s katerimi se financira razlika med avtonomnimi prilivi in avtonomnimi odlivi v plačilni bilanci. V kolikor so avtonomni prilivi večji od odlivov, beleži država presežek v plačilni bilanci in obratno. O presežku ali primanjkljaju se torej govori le, ko je mišljen določen presek plačilne bilance.

Najpogostejši so naslednji preseki (Gandolfo, 1995, str. 65-66):

- a) Trgovinska bilanca (*ang. trade balance*) obsega izvoz in uvoz blaga. Izvozni tokovi blaga so vrednoteni po trgovinski klavzuli FOB oziroma franko na ladijski krov (*ang. Free On Board*). Uvozni tokovi blaga pa so vrednoteni po klavzuli CIF oziroma stroški zavarovanja in prevoznina (*ang. Cost, Insurance, Freight*). Klavzula CIF se od FOB razlikuje v tem, da stroški in tveganja preidejo na kupca šele v namembnem pristanišču.

- b) Bilanca tekočega računa (*ang. current account balance*) vključuje prilive oziroma odlive blagovne menjave, menjave storitev, dohodkov in enostranskih transferov. Presežek v tekočem delu plačilne bilance tako pomeni, da ima država primanjkljaj v kapitalsko finančnem delu in da je neto izvoznica kapitala. Primanjkljaj v tekočem delu pa pomeni, da država z rednimi dejavnostmi ustvari manj deviz kot jih potrebuje, in mora ta primanjkljaj pokriti s prilivi kapitala iz tujine. Ko je uravnotežen tekoči račun plačilne bilance država dosega dolgoročno zunanje ekonomsko ravnovesje. Le v tem primeru ima država uravnotežen tudi svoj kapitalski in finančni račun in ne prihaja do sprememb v stanju njenih terjatev in obveznosti do tujine.
- c) Bazična bilanca (*ang. basic balance*) je vsota bilance tekočega računa in bilance dolgoročnih kapitalskih in finančnih transakcij. Koncept bazične bilance je uporaben za opredeljevanje zunanjega neravnovesja države na srednji rok. Morebitni primanjkljaj v tekočem delu se financira s prilivi dolgoročnega kapitala.
- d) Celotna bilanca (*ang. overall balance*) obsega vse plačilnobilančne transakcije z izjemo tistih, ki se uvrščajo v kategorijo mednarodnih denarnih rezerv. Tako je na kratek rok gibanje mednarodnih denarnih rezerv osnovni pokazatelj plačilnobilančnega neravnovesja. Država se nahaja v kratkoročnem zunanjem neravnovesju takrat, ko se spreminja raven njenih mednarodnih denarnih rezerv. Kot avtonomne transakcije se jemljejo transakcije vseh rezidentov v državi z izjemo denarnih oblasti. Kompenzatorne transakcije pa so vse tiste, ki so namenjene odpravljanju neravnovesja s spreminjanjem mednarodnih denarnih rezerv.

V prihodnjih poglavjih diplomskega dela bo plačilnobilančni primanjkljaj oziroma zunanje ekonomsko neravnovesje predstavljal primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance v določenem letu.

Pri vzpostavljanju plačilnobilančnega ravnovesja (ravnovesja na tekočem računu) se države poslužujejo bodisi možnosti financiranja, pri čemer je velikost potrebnega financiranja do določene mere odvisna od komponent tekočega računa, bodisi ukrepov prilagajanja plačilne bilance. Najboljši način je kombinacija obeh možnosti. V naslednjem podpoglavju sta ti dve možnosti podrobneje prikazani.

2.3 Načini uravnovešanja plačilne bilance

Načini reševanja posledic plačilnobilančnih neravnovesij se od države do države razlikujejo, odvisno od vzrokov, ki so povzročili neravnovesje, od objektivnih možnosti, ki jih ima država na razpolago (na primer stanja mednarodnih denarnih rezerv) in subjektivnih preferenc posamezne države. Ko se pojavi potreba po ukrepanju, se zastavi pomembno vprašanje izbire ustrezne kombinacije med financiranjem in prilagajanjem

neravnovesja plačilne bilance. V okviru financiranja gre bodisi za ukrepe spodbujanja prilivov tujih sredstev, bodisi za spreminjanje mednarodnih denarnih rezerv (zmanjševanje, ko gre za primanjkljaj, in povečanje, ko gre za presežek). V okviru uporabe instrumentov prilagajanja država s pomočjo ustreznih makroekonomskih ukrepov kot tudi preko strukturnih reform odpravlja zunanje neravnovesje.

Mehanizmi avtomatičnega plačilnobilančnega prilagajanja samodejno spodbujajo plačilnobilančne tokove k uravnovešanju primanjkljaja na tekočem računu. Med mehanizme avtomatičnega prilagajanja se uvrščajo (Salvatore, 1995, str. 475-650):

- a) cenovni mehanizem prilagajanja;
- b) dohodkovni mehanizem prilagajanja;
- c) denarni mehanizem prilagajanja.

Zaradi slabosti, ki jih imajo ti mehanizmi avtomatičnega prilagajanja, jih skušajo nosilci ekonomskih politik v primeru nevdržnosti primanjkljaja tekočega računa nadomestiti s sprejemanjem različnih ukrepov, ki se nanašajo na financiranje ali instrumente plačilnobilančnega prilagajanja s strani denarne ali zakonodajne oblasti.

2.3.1 Financiranje plačilnobilančnega neravnovesja

Financiranje primanjkljaja preko mednarodnih denarnih rezerv

V primeru primanjkljaja tekočega računa centralna banka lahko intervenira s znižanjem mednarodnih denarnih rezerv. Običajno uporabo mednarodnih denarnih rezerv pogojujejo vzroki primanjkljaja. Če so ti vzroki enkratne narave (kot je bila na primer uvedba davka na dodano vrednost v Sloveniji leta 1999), potem lahko uporaba mednarodnih denarnih rezerv s strani centralne banke predstavlja nekakšen blažilec, ne da bi bilo potrebno začasno spreminjati dolgoročno načrtano ekonomsko politiko države. Mednarodne denarne rezerve se pogosto uporabljajo tudi v primeru odpravljanja sezonskih nihanj v mednarodnih plačilih.

Financiranje s prilivi tujega kapitala

Možnost financiranja primanjkljaja z neto prilivi tujega kapitala poteka tako s pomočjo tujih neposrednih investicij in portfeljskih investicij, kot tudi preko postavke ostalih naložb v plačilni bilanci.

Ustrezna denarna in fiskalna politika, ki podpira ekonomsko stabilizacijo, trajno privablja finančne tokove v državo. Prilive kapitala je mogoče spodbuditi tudi s dvigom obrestnih mer, še posebej, če je do primanjkljaja prišlo zaradi prevelikega agregatnega povpraševanja. Restriktivna denarna politika namreč z dvigom obrestnih mer zmanjšuje presežno povpraševanje in omogoča kratkoročno financiranje dolga.

Financiranje primanjkljaja plačilne bilance je predvsem smiselno v obliki neposrednih kapitalskih tokov (tujih neposrednih investicij), ki ne ustvarjajo zunanjega dolga. Vendar pa v trenutku priliva običajno ti tokovi še povečajo primanjkljaj zaradi večjega uvoza potrebne investicijske opreme, namesto da bi financirali obstoječi primanjkljaj.

Kapitalski pritoki, ki se skozi financiranje primanjkljaja še povečujejo, lahko povzročijo dve nevarni posledici. Kot prvo je tu nestabilnost in možnost nenadnega hitrega obrata v kapitalskem toku, kot drugo povzročajo apreciacijo domače valute, kar zmanjšuje mednarodno konkurenčnost domačega gospodarstva, primanjkljaj pa se še poveča.

2.3.2 Prilagajanje plačilnobilančnemu ravnovesju

Prilagajanje neravnovesja tekočega računa se deloma nanaša na avtomatične sile trga, ki se lahko dopolnijo z različnimi stopnjami ukrepov ekonomske politike. Običajno razlikujemo med:

- politiko sprememb ravni potrošnje (*ang. expenditure-changing policies*) in
- ukrepi prerazdelitvenih ekonomskih politik oz. politik redistribucije produkcijskih faktorjev (*ang. expenditure-switching policies*), ki prerazporejajo potrošnjo iz tujih na domače blago in storitve.

Med ukrepe politike spremembe ravni potrošnje spadata *denarna politika*, ki spreminja nivo obrestne mere in *fiskalna politika*, ki preko davkov prerazporeja potrošnjo iz privatne na javno. Denarna politika vpliva na spremembo obrestne mere in s tem na enega ključnih instrumentov stabilnosti v gospodarstvu, ki zagotavlja zadostno varčevanje in spodbudo investicijam. Denarna politika zagotavlja, da je nivo domače potrošnje v skladu s produktivnimi možnostmi gospodarstva. Skupaj s fiskalno politiko pa omejuje domačo potrošnjo na višino, ki jo je mogoče financirati z domačimi oziroma tujimi viri. Fiskalna politika s spreminjanjem državne potrošnje in davkov izravna vrzel med varčevanjem in investicijami in tako pripomore k vzpostavljanju ravnovesja na tekočem računu plačilne bilance.

Med ukrepe prerazdelitvenih politik se prišteva zunanjetrgovinska ter devizna politika. Zunanjetrgovinska politika, katere učinkovitost je pogosto omejena z rigidnostjo cen in plač, se običajno dopolnjuje s spremembami deviznega tečaja, seveda če je devizni tečaj fleksibilen (Catte, 1998, str. 155). Zunanjetrgovinska in devizna politika v principu ravno tako prerazporejata potrošnjo, vendar pa za razliko od sprememb deviznega tečaja ne delujeta na vse postavke plačilne bilance hkrati (Kovač, 2001, str. 11-12).

Ukrepi denarne in fiskalne politike se uporabljajo za odpravo denarnih vzrokov primanjkljaja, ko mora država zmanjšati preveliko agregatno povpraševanje. Učinki uporabe teh politik so neposredni in hitri. Ukrepi prerazdelitvenih politik se uporabljajo tako za odpravo strukturnih vzrokov kot tudi v primeru, ko primanjkljaj povzročajo tako strukturni kot denarni vzroki skupaj.

2.4 Teoretični pristopi k analizi zunanjega neravnovesja

2.4.1 Cenovni mehanizem

Cenovni (*price-specie-flow*) mehanizem je bil v splošni veljavi v času zlatega standarda in vsebinsko pomeni mehanizem, ki temelji na tokovih zlata. Zagotavljal je avtomatično odpravljanje plačilnobilančnega neravnovesja, pri čemer je država morala fiksirati zlato pariteto svoje valute, zagotoviti prost uvoz in izvoz zlata, popolno pokritje domačega denarja z zlatom in fleksibilnost gibanja cen in plač. Poleg naštetih pogojev pa je zlato predstavljalo edino obliko deviznih rezerv. Ti pogoji za delovanje mehanizma pomenijo, da je količina denarja v obtoku odvisna od plačilne bilance. Plačilnobilančni presežki so povzročili priliv zlata in vzporedno povečanje količine denarja v obtoku, primanjkljaj pa odliv zlata in zmanjšanje količine denarja v obtoku. To je povzročilo povečanje obrestnih mer v državi in posledično priliv kapitala, kar je izboljšalo kapitalski račun plačilne bilance. Druga možna posledica zmanjšanja količine denarja je znižanje cen, kar izboljša mednarodno konkurenčnost in posledično povečanje izvoza, to pa izboljšuje tekoči račun plačilne bilance (Mrak, 2001, poglavje 6, str. 2-4).

Relevantnost mehanizma danes je predvsem za države, ki nimajo svoje lastne valute in namesto nje uporabljajo valuto druge države. Plačilnobilančni primanjkljaj se dejansko odraža na način, da več denarja iz države odteka kot vanjo priteka, saj država nima svoje centralne banke, ki bi lahko z intervencijo nevtralizirala vpliv primanjkljaja na količino denarja v obtoku. Enako velja za države, ki so namesto centralne banke vpeljale valutni odbor (*ang. currency board*). Tako je denarni oblasti onemogočeno da sterilizira prilive/odlive deviznih rezerv. O podobnem načinu delovanja cenovnega mehanizma se lahko govori tudi v primeru plačilnobilančnega prilagajanja posameznih držav, ki so vključene v monetarno unijo.

2.4.2 Mehanizem dohodka

Pomembnost dohodkovnega prilagoditvenega mehanizma ob predpostavki nepopolne zaposlenosti produkcijskih faktorjev poudarjajo predvsem keynesianski modeli ravnovesja. Glavne predpostavke mehanizma predvidevajo konstantnost vseh cen v državi, torej uporabo fiksnega deviznega tečaja, ter konstantnost cen, plač in obrestnih mer. Poleg tega mehanizem predpostavlja tudi nezaposlenost v gospodarstvu. Neravnovesje tekočega dela plačilne bilance, na primer plačilnobilančni presežek, vpliva na povečanje domačega proizvoda in dohodka. To je povezano z rastjo uvoza, ki povratno vpliva na trgovinske tokove, s tem pa se zunanje neravnovesje postopoma odpravi. Rast dohodka torej vpliva k oblikovanju primanjkljaja tekočega dela plačilne bilance, ta pa negativno vpliva na domačo gospodarsko rast. Pri tem igra pomembno vlogo multiplikator zunanje trgovine, ki pove za koliko se bo povečal ali zmanjšal dohodek pri določeni spremembi investicij, izvoza ali uvoza (Walther, 1997, str. 224). V primeru, da uvoz blaga preseže izvoz blaga (primanjkljaj v trgovinski bilanci), morajo domače investicije preseči domače varčevanje v

višini neto tujih dezinvesticij. Gospodarstvo ima namreč ravnovesni dohodek takrat, ko je vsota domačih investicij in neto tujih investicij enaka domačemu varčevanju. V primeru neravnovesja med domačim varčevanjem in investicijami (na primer presežka investicij nad varčevanjem), bo ravnovesna raven dohodka dosežena takrat, ko ima gospodarstvo v enaki višini primanjkljaj v trgovinski bilanci. Tako mehanizem dohodka, kot mehanizem cen lahko pri svojem delovanju ovirajo ali celo popolnoma onemogočijo ukrepi denarne in fiskalne politike.

2.4.3 Elastičnostni pristop

Pristop elastičnosti obravnava spremembe povpraševanja in ponudbe deviz glede na gibanje deviznega tečaja. Osnovni namen tega pristopa je analizirati, kako sprememba relativnih cen med domačim in tujim blagom – torej sprememba deviznega tečaja – vpliva na trgovinsko bilanco. Pri tem ostaja v gospodarstvu po keynesianski predpostavki nepopolna zaposlenost proizvodnih dejavnikov in nespremenjena raven cen. Ker domači dohodek ni na svoji maksimalni možni ravni, je vpliv znižanja vrednosti domače valute usmerjen predvsem na povečanje dohodka. Vpliv devalvacije domače valute na saldo tekočega računa pa se kaže v cenovnem in dohodkovnem učinku. Cenovni učinek devalvacije prispeva k poslabšanju tekočega računa, saj se izvoz države, katere vrednost valute se je zmanjšala, poceni. Na drugi strani količinski učinek devalvacije vpliva na izboljšanje tekočega računa, saj cenejši izvoz prispeva k povečani konkurenčnosti blaga v tujini in posledično k povečanemu obsegu izvoza. Neto učinek delovanja obeh učinkov je odvisen od relativnega pomena enega oziroma drugega učinka v trenutku, ko pride do devalvacije valute.

Elastičnostni pristop prilagajanja plačilne bilance spada v okvir avtomatičnega mehanizma prilagajanja, kar pomeni, da se plačilna bilanca prilagaja brez poseganja države. Do mednarodnih privatnih tokov kapitala pride zaradi trgovinskega neravnovesja, saj elastičnostni pristop namreč predpostavlja neobstoj avtonomnih mednarodnih privatnih tokov kapitala.

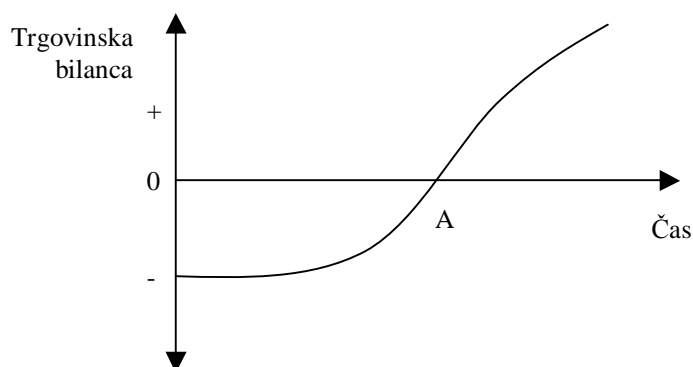
Povečanje vrednosti izvoza in zmanjšanje vrednosti uvoza sta v glavnem odvisna od cenovnih elastičnosti izvozne ponudbe in uvoznega povpraševanja. Če je vsota elastičnosti tujega povpraševanja po domačem izvozu in elastičnosti domačega povpraševanja po tujem blagu večja od ena, bo zmanjšanje vrednosti domače valute lahko izboljšalo tekoči račun plačilne bilance. Ta ugotovitev je znana kot Marshall-Lernerjev pogoj (Salvatore, 1995, str. 484-485). Kot osnova za delovanje Marshall-Lernerjevega pogoja se predpostavlja, da za izvoz domačega blaga in uvoz tujega blaga veljata cenovno popolnoma elastični krivulji povpraševanja in ponudbe. Upoštevanje te predpostavke dejansko pomeni, da so domače in tuje cene fiksirane in so torej spremembe v relativnih cenah povzročene s spremembami v nominalnem deviznem tečaju.

Elastičnostni pristop v praksi in J-krivulja

Učinki spremembe deviznega tečaja na plačilno bilanco se pojavijo šele na daljše obdobje in Marshall-Lernerjev pogoj na kratek rok ne drži. Zaradi devalvacije se plačilna bilanca prične izboljševati šele po poteku prilagoditvenega obdobja. To zaostajanje pri uskladitvi izvoznih tokov je znano kot učinek J-krivulje. Tekoči račun plačilne bilance se namreč neposredno po devalvaciji poslabša, šele na daljši rok pa se izboljša. Cenovni učinek spremembe deviznega tečaja namreč na kratek rok preseže količinski učinek in posledično poslabša tekoči račun. Kasneje se vpliv devalvacije začne odražati v povečanem obsegu izvoza, kar pomeni, da se nasprotno delovanje obeh učinkov najprej izenači, nato pa količinski učinek prevlada nad cenovnim.

Slika 2.1 prikazuje odziv trgovinske bilance na devalvacijo domače valute skozi časovno obdobje, pri čemer se predpostavlja, da je pred spremembo tečaja tekoči račun uravnovešen.

Slika 2.1: J -krivulja



Vir: Salvatore, 1995, str. 489.

Med razloge za slabšo odzivnost obsega izvoza in uvoza na spremembo deviznega tečaja se prišteva časovni zamik v reagiranju domačih in tujih potrošnikov na spremembe v mednarodni konkurenčnosti države, katere valuta je devalvirala. Na drugi strani tudi proizvajalci s časovnim zamikom reagirajo na nove signale trga, poleg tega se le ti lahko zavarujejo pred tveganji spremembe deviznega tečaja. Nezanemarljiv razlog je tudi nepopolna konkurenca, saj devalvacijo določene valute pogosto spremlja znižanje cen, po katerih ta država blago uvaža oziroma izvaža.

2.4.4 Absorpcijski pristop

Osnovna značilnost tega pristopa je, da upošteva polno zaposlenost in inflacijo, čeprav še naprej temelji na keynesijskih principih. Dejansko ta teorija prilagajanja povezuje avtomatičen mehanizem cenovnega (tečajnega) in dohodkovnega prilagajanja plačilne bilance.

Z vidika absorpcije je saldo tekočega računa plačilne bilance enak razliki med ustvarjenim dohodkom na eni strani in domačo potrošnjo oziroma absorpcijo na drugi. Tako zmanjšanje primanjkljaja tekočega računa lahko dosežemo s povečanjem domačega dohodka ob nespremenjeni domači potrošnji, z zmanjšanjem potrošnje ob nespremenjenem domačem dohodku ali s kombinacijo obeh.

Formalna izpeljava absorpcijskega pristopa je sledeča:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (2.1)$$

Y	- domači dohodek
C	- končna zasebna potrošnja
I	- bruto investicije
G	- državna potrošnja
X	- izvoz
M	- uvoz

Če domačo potrošnjo oziroma absorpcijo zapišemo kot vsoto končne potrošnje, bruto investicij in potrošnje države, torej $A = C + I + G$, lahko enačbo preuredimo:

$$Y = A + X - M \quad (2.2)$$

$$CA = X - M = Y - A \quad (2.3)$$

Enačba (2.3) pove, da je bilanca tekočega računa (CA) enaka ne le razliki med izvozom in uvozom, temveč tudi razliki med domačim dohodkom in domačo potrošnjo. Država beleži primanjkljaj v tekočem računu, če je domača potrošnja večja od domačega dohodka.

Vpliv spremembe deviznega tečaja na domačo potrošnjo se lahko razdeli v dva dela. Prvi učinek je v mejni nagnjenosti k potrošnji, drugi učinek pa je neposredni učinek na domačo potrošnjo, ki dejansko vključuje vse druge vplive spremembe tečaja na domačo potrošnjo.

Sprememba v domači potrošnji se lahko zapiše:

$$\Delta A = a\Delta Y + \Delta A_n \quad (2.4)$$

- a - mejna nagnjenost k potrošnji
- Δ_n - neposredni učinek spremembe deviznega tečaja na domačo potrošnjo

Sprememba v tekočem računu se lahko zapiše:

$$\Delta CA = \Delta Y - \Delta A \quad (2.5)$$

Enačba (2.5) pove, da je sprememba tekočega računa odvisna od razlike med spremembo domačega proizvoda oziroma dohodka in spremembo domače absorpcije oziroma potrošnje. Da se tekoči račun ob devalvaciji domače valute izboljša, se mora ali povečati Y ali zmanjšati A . Ker se Y v primeru polne zaposlenosti v kratkem roku ne more povečati, se bilanca tekočega računa lahko izboljša le z zmanjšanjem absorpcije.

Če povežemo enačbi (2.3) in (2.4), pridemo do naslednje enačbe:

$$\Delta CA = (1-a) \Delta Y - \Delta A_n \quad (2.6)$$

Ta enačba predstavlja jedro absorpcijskega pristopa in prikazuje, da bo devalvacija uspešna takrat, ko bo sprememba v ustvarjenem dohodku, ki ni šla v potrošnjo, večja od neposrednega učinka devalvacije na domačo potrošnjo. Enačba jasno kaže, da obstajajo tri vrste vplivov, ki jih je potrebno proučiti pri vplivu devalvacije na tekoči račun. Ti vplivi so:

- A - višina mejne nagnjenosti k potrošnji,
- ΔY - učinek devalvacije na domači dohodek,
- ΔA_n - neposredni učinek devalvacije na domačo potrošnjo.

Ob predpostavki, da je vrednost mejne nagnjenosti k potrošnji med 0 in 1, bo povečanje dohodka izboljšalo tekoči račun plačilne bilance, ker se bo dohodek povečal bolj kot potrošnja.

Znižanje vrednosti domače valute vpliva na domači dohodek preko treh učinkov. Prvi je učinek pogojev menjave. Devalvacija namreč podraži uvozne cene izražene v domači valuti relativno bolj kot se povečajo izvozne cene. Država, ki je devalvirala svojo valuto, mora tako izvoziti več za enak obseg uvoza, kot je bilo to potrebno pred znižanjem vrednosti domače valute. Poslabšanje pogojev menjave torej zmanjšuje dohodek države. Drugi učinek je učinek neizkoriščenosti razpoložljivih kapacitet. V kolikor drži Marshall-Lernerjev pogoj bo devalvacija povzročila povečanje izvoza in zmanjšanje uvoza. V nasprotnem primeru pa bo devalvacija povzročila poslabšanje tekočega računa. Tretji učinek predstavlja učinek realokacije proizvodnih resursov. V primeru, da devalvacija preko vpliva na spremembo relativnih cen vpliva na izboljšano alokacijo proizvodnih resursov, se bo posledično povečal tudi dohodek.

Vpliv devalvacije na neposredno domačo potrošnjo se kaže preko učinka prerazdelitve dohodka in učinka realnih blagajn. Realno je pričakovati, da bo devalvacijo spremljala višja inflacija. Če inflacija prerazdeli dohodek od ekonomskih subjektov z nizko k subjektom z visoko mejno nagnjenostjo k potrošnji, se bo posledično povečala neposredna domača potrošnja. Pri učinku realnih blagajn, vpliv na neposredno domačo potrošnjo povzroča želja ekonomskih subjektov, da se njihove realne blagajne ne spremenijo. Ob podvojitvi cen ekonomski subjekti želijo razpolagati s še enkrat večjo količino denarja. Ker povečanje cen, ki sledi devalvaciji, zmanjša realno vrednost denarja, naj bi se stopnja prihrankov povečala in zagotovila, da se bodo realni dohodki vrnili na raven pred spremembo tečaja. To na kratek rok zmanjšuje neposredno domačo potrošnjo.

Osnovni zaključek, ki ga podaja absorpcijski pristop je naslednji. V kolikor se domač dohodek poveča bolj kot potrošnja, je pričakovati izboljšanje plačilnobilančnega položaja. Uspešnost znižanja vrednosti domače valute je torej odvisna od uspešnosti ukrepov ekonomske politike na področju povečevanja dohodka ob sočasnem omejevanju potrošnje. Omejitev tega sklepa je v različni uporabnosti v državah, ki so v stanju bodisi nepopolne zaposlenosti bodisi polne zaposlenosti. V pogojih polne zaposlenosti je ugoden vpliv devalvacije na tekoči račun odvisen predvsem od njegovega vpliva na znižanje domače potrošnje. V pogojih nepopolne zaposlenosti, pa je vpliv devalvacije usmerjen predvsem na povečanje dohodka.

2.4.5 Mundell-Flemingov model

Mundell-Flemingov model se že od zgodnjih šestdesetih let pojavlja v različnih verzijah kot zelo popularen način analiziranja zunanjega neravnovesja. Predstavlja model sočasnega doseganja zunanje-ekonomskega ravnovesja (ravnovesje v tekočem računu) z ukrepi denarne politike in notranje-ekonomskega ravnovesja (stabilna gospodarska rast, nizka stopnja nezaposlenosti in inflacije) z ukrepi fiskalne politike. Ta razlaga torej predstavlja teoretični okvir, ki omogoča sočasno doseganje obeh ravnovesij brez uporabe tečajne politike. Druga pomembna lastnost tega modela je, da je to prvi model plačilnobilančnega prilagajanja, ki poleg ekonomskih transakcij v okviru tekočega računa upošteva tudi mednarodne tokove kapitala oziroma transakcije na finančno-kapitalskem računu.

Mundell-Flemingov model temelji na keynesianskih predpostavkah cenovne neelastičnosti in nepopolne zaposlenosti proizvodnih dejavnikov v gospodarstvu, zato je rast realnega dohodka povezana z rastjo agregatnega povpraševanja. Dodatne predpostavke so dano izvozno povpraševanje, tuja realna obrestna mera, tuja raven cen ter upoštevanje mednarodne mobilnosti kapitala in veljavnosti Marshall-Lernerjevega pogoja.

V osnovi Mundell-Flemingov model izhaja iz IS-LM analize in je razširjen v smislu analiziranja odprtega gospodarstva. Model predpostavlja, da je za doseganje makroekonomskega ravnovesja potrebno doseči ravnovesje v naslednjih treh segmentih narodnega gospodarstva:

- a) *Ravnovesje na trgu blaga* kaže krivulja IS, ki določa višino obrestne mere, ki je potrebna, da se ponudba blaga in povpraševanje po blagu uskladita. Povezava med dohodkom in višino obrestne mere je zaradi vpliva na naložbe negativna.
- b) *Ravnovesje na denarnem trgu* prikazuje krivulja LM, ki določa tisto obrestno mero in dohodek, kjer je povpraševanje po denarju izenačeno z njegovo ponudbo. Naklon krivulje denarnega ravnovesja je pozitiven, saj povečanje domačega dohodka povzroči večje povpraševanje po denarju ter dvig obrestne mere. Odvisen je od elastičnosti povpraševanja po denarju, pri tem pa velja, da je krivulja tem bolj položna, čim bolj je povpraševanje po denarju občutljivo na spremembo obrestne mere.
- c) *Plačilnobilančno ravnovesje* kaže krivulja BP. Krivulja je navpična, ko ni mednarodnega pretoka kapitala, in vodoravna ob popolni mednarodni mobilnosti kapitala. Plačilnobilančno ravnovesje pomeni, da mora obseg deviznih rezerv ostati nespremenjen in da mora biti presežek/primanjkljaj na tekočem računu enak neto odlivu/neto prilivu kapitala.

Analitični instrument za proučevanje teh ravnovesij je IS-LM-BP diagram. V točki, kjer se vse tri krivulje sekajo, je doseženo makroekonomsko ravnovesje². Model predpostavlja, da se kratkoročno gibanje kapitala odziva na razlike v obrestnih merah. Ta predpostavka pa omogoča ločitev fiskalne od denarne politike.

Kritike Mundell-Flemingovega modela

Mundell-Flemingov model je ob svojih predpostavkah preveč poenostavljen približek realnosti, da bi lahko pojasnil dolgoročen razvoj tekočega računa. Njegova slabost je predvsem v njegovi statičnosti in osredotočenosti na kratek rok. Ker obravnava kratkoročno obdobje, ne upošteva vpliva neto investicij na obseg produktivnosti kapitala in tudi ne vpliva primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance na zunanjo zadolženost države (Knight, 1997, str. 6). Pričakovanja glede gibanja deviznega tečaja so statična, kar je v sistemu fleksibilnih deviznih tečajev popolnoma nerealno. Sporna je tudi predpostavka Marshall-Lernerjevega pogoja, saj je veljavnost le tega na kratek rok vprašljiva. Model omogoča predstavitev le kratkoročnih učinkov ekonomske politike na tekoči račun, ne pa dolgoročnega razvoja, ki izhaja iz medsebojnih povezav med stanji in tokovi. Krivulja LM namreč temelji na stanjih (obseg ponudbe in povpraševanja po denarju), krivulja BP pa na tokovih (prilivi/odlivi kapitala v določenem obdobju). Model vključuje tudi nerealno predpostavko o kontinuiranem prilivu kapitala, kot posledici enkratnega povečanja obrestnih mer. Vendar, če želi država stalen priliv kapitala za financiranje svojega plačilnobilančnega primanjkljaja, bo to lahko zagotovila le s stalnim povišanjem obrestnih mer.

² Za analizo razlogov, zaradi katerih lahko pride do premikov teh krivulj ter predstavitev delovanja modela v različnih pogojih mobilnosti kapitala in pri različici fiksnega in fleksibilnega tečaja, glej Mrak, 2001, 6. poglavje, str. 29- 45.

2.4.6 Denarna razlaga plačilne bilance

Denarna razlaga plačilnobilančnega prilagajanja je edina od teorij, ki je v ekonomski literaturi poznana kot »moderna razlaga«. Značilnost te razlage je, da temelji na stanjih, pri čemer se v ospredje postavlja stanje denarja, in plačilno bilanco obravnava kot izključno denarni pojav. Analiza prilagajanja je skoncentrirana na analizo učinkov povpraševanja in ponudbe denarja na plačilnobilančni položaj. Plačilno bilanco upošteva kot celoto, kar pomeni, da vključuje tako tekoči račun kot tudi kapitalsko-finančni račun, zato je plačilnobilančno neravnovesje definirano kot sprememba nivoja deviznih rezerv.

Glavne predpostavke denarne razlage so naslednje:

- povpraševanje po denarju je stabilna in pozitivna funkcija nominalnega dohodka,
- ponudba denarja je funkcija primarnega denarja,
- raven cen v gospodarstvu je v skladu s teorijo paritete kupne moči vezana na svetovno raven cen, pri čemer predpostavlja učinkovitost mednarodnih trgov blaga, storitev in kapitala,
- presežno ponudbo ali povpraševanje po denarju je mogoče izravnati le preko trga blaga, storitev in kapitala.

Osnovo prve predpostavke, da je povpraševanje po denarju dolgoročno stabilna in pozitivna funkcija nominalnega dohodka, predstavlja kvantitativna teorija denarja. Po tej teoriji je mogoče nominalni obseg povpraševanja po denarju zapisati kot (Krenin, 1991, str. 175):

$$M^d = kpY \quad (2.7)$$

- M^d - nominalni obseg povpraševanja po denarju
 k - parameter, ki meri občutljivost povpraševanja po denarju na spremembe v dohodku
 p - raven domačih cen
 Y - realni dohodek

V enačbi (2.7) pY predstavlja nominalni dohodek ob polni zaposlenosti, parameter k pa pove kolikšna je želena količina denarja v primerjavi z želenim nominalnim dohodkom. Ker je k odvisen od institucionalnih faktorjev, se predvideva njegova konstantnost.

Druga predpostavka denarnega modela opisuje ponudbo denarja kot funkcijo primarnega denarja. Dodatno se predpostavlja fleksibilen trg delovne sile ter fleksibilnost cen in plač. Iz tega sledi, da povečanje ravni domačih cen ne vodi do povečanja realnega dohodka, ker se plače takoj prilagodijo spremembi cen. Posledično je krivulja obsega ponudbe denarja povsem navpična v točki realnega dohodka, ki ga država doseže v stanju polne zaposlenosti.

Ponudba denarja se lahko izrazi kot (Krenin, 1991, str. 176):

$$M^s = m (D + R) \quad (2.8)$$

Ponudba denarja je enaka primarnemu denarju ($D + R$), ki ga sestavljajo krediti državi in poslovnim bankam (D) in devizne rezerve (R). Denarni multiplikator³ m je v tem primeru konstanten. Centralna banka lahko obseg primarnega denarja spreminja bodisi preko izvajanja operacij na denarnem trgu (kupi/prodaja državne vrednostne papirje), bodisi preko izvajanja operacij na deviznem trgu (kupi/prodaja devize).

Plačilnobilančna neravnovesja v gospodarstvu so zgolj prehodna in trajajo le dokler se povpraševanje in ponudba denarja ne izravnata. Plačilnobilančni primanjkljaj oziroma deprecijacijo domače valute povzroči hitrejša rast ponudbe denarja od povpraševanja po denarju, zato je sredstvo za odpravljanje zunanjega primanjkljaja omejitev stopnje rasti količine denarja v obtoku. Denarni tokovi, ki so povezani z neravnovesjem na deviznem trgu namreč ne morejo biti sterilizirani.

V sistemu fiksnega deviznega tečaja se ponudba in povpraševanje po denarju prilagajata preko mednarodnih tokov kapitala oziroma preko sprememb v plačilni bilanci – plačilnobilančno prilagajanje. V sistemu fleksibilnega tečaja pa se povpraševanje po denarju prilagaja ponudbi preko spremembe deviznega tečaja – prilagajanje deviznega tečaja.

Denarna razlaga plačilnobilančnega prilagajanja v sistemu fiksnega tečaja pravi, da je primanjkljaj v plačilni bilanci posledica presežne ponudbe denarja, presežek pa je posledica presežnega povpraševanja po denarju. Plačilnobilančno neravnovesje je tako le začasno, dokler se ponudba in povpraševanje po denarju avtomatično ne izenačita. Pri presežku izenačevanje poteka preko avtomatičnega povečanja deviznih rezerv, pri primanjkljaju pa preko zmanjšanja deviznih rezerv. Država dolgoročno naj ne bi imela nikakršne kontrole nad ponudbo denarja v obtoku, ker vsakemu povečanju (zmanjšanju) v domači komponenti denarne baze sledi enako zmanjšanje (povečanje) v deviznih rezervah. Denarna oblast lahko tako vpliva le na strukturo ponudbe denarja, ne pa na njen obseg.

V sistemu drsečega deviznega tečaja se plačilnobilančno neravnovesje sproti odpravlja z avtomatičnimi spremembami tečaja brez sprememb mednarodnih tokov denarja in deviznih rezerv. Država tako lahko ohrani kontrolo nad ponudbo denarja in samostojno vodi denarno politiko. Primanjkljaj v plačilni bilanci vodi do avtomatične deprecijacije domače valute, kar povzroči dvig domačih cen in s tem povečano povpraševanje po denarju, ki nevtralizira začetno presežno ponudbo denarja in odpravi plačilnobilančni primanjkljaj. Deprecijacija domače valute v sistemu drsečega deviznega tečaja je torej

³ Denarni multiplikator nam pove za koliko se poveča obseg denarja v obtoku, če se primarni denar poveča za eno enoto.

posledica presežne rasti količine denarja v obtoku, medtem ko je apreciacija posledica nezadostne rasti količine denarja v obtoku.

V sistemu uravnava drsečega deviznega tečaja denarne oblasti posegajo na devizni trg z namenom preprečevanja prevelikih nihanj vrednosti domače valute. Znotraj tega sistema je del zunanjsega neravnovesja odpravljen avtonomno, del pa predstavljajo spremembe v deviznih rezervah (Aristovnik, 2000, str. 36).

Pri denarni razlagi plačilne bilance se med slabosti postavlja predvsem vprašljivost njenih predpostavk. Precej empiričnega gradiva ne potrjuje predpostavke, da je povpraševanje po denarju stabilna funkcija dohodka. Jasno je tudi, da se države le izjemoma nahajajo v stanju polne zaposlenosti. Tudi predpostavka o pariteti kupnih moči se v praksi ne potrjuje, vsaj ne na kratek rok. Pomembna pomanjkljivost modela je neobčutljivost na različno strukturo plačilnobilančnega (ne)ravnovesja, ki se je v dolžniških in finančnih krizah izkazala za še kako pomembno (Mrak, 2001, poglavje 6, str. 56). Glavni razlog za kritike in neustreznost denarne teorije v sodobnih razmerah pa je odsotnost sterilizacije učinkov zunanjih neravnovesij.

2.4.7 Premoženski modeli

Po prehodu na fleksibilne devizne tečaje se je proučevanje, ki je temeljilo na analizi plačilnobilančnega prilagajanja preusmerilo na teorije, ki so obravnavale tečajno prilagajanje. Za klasično denarno razlago k tečajnemu prilagajanju in tudi za vse novejši premoženski modele določanja deviznega tečaja je značilno, da temeljijo na analizi transakcij tako tekočega kot tudi kapitalsko-finančnega računa, upoštevajo pariteto kupnih moči kot dolgoročno orientacijsko vrednost h kateri teži devizni tečaj in temeljijo na denarnih indikatorjih. Proučujejo se stanja in ne tokovi ekonomskih spremenljivk.

Premoženske modele je glede na predpostavke zamenljivosti domačih za tuje vrednostne papirje mogoče razdeliti v dve skupini (Salvatore, 1995, str. 429):

- a) *Denarni premoženski modeli tečajnega prilagajanja*, za katere velja, da so investitorji popolnoma indiferentni do tega, ali imajo v posesti domače ali tuje premoženje. Predpostavlja se popolna zamenljivost domačega in tujega premoženja, torej tudi enaka rizičnost domačih in tujih vrednostnih papirjev, in veljavnost delovanja nepokrite obrestne arbitraže.
- b) *Portfeljski premoženski modeli tečajnega prilagajanja*, ki ne predpostavljajo popolne zamenljivosti domačega in tujega premoženja. Pri tem pristopu določanja deviznega tečaja torej nepokrita obrestna arbitraža ne velja. Investitorji se ne odločajo izključno na osnovi pričakovanega donosa, ampak tudi na osnovi faktorjev tveganja.

Med denarnimi premoženjskimi modeli je bolj znan model z lepljivimi cenami ali »*overshooting*« model. Bistvo tega modela je v tem, da se cene dobrin in plače počasi odzivajo na spremembe (zlasti so odporne na zniževanje), do katerih prihaja zaradi zunanjih šokov, kot je na primer sprememba obsega ponudbe denarja v obtoku. Na drugi strani pa devizni tečaj izredno hitro reagira na spremembe na denarnem trgu. Sprememba tečaja, do katere pride ob določenem zunanjem šoku, je pretirana, glede na pričakovano vrednost novega ravnovesnega deviznega tečaja. Če se predpostavi povečanje količine denarja v obtoku, to zahteva depreciacijo deviznega tečaja na novo dolgoročno ravnovesno raven. »*Overshooting*« pomeni, da bo na kratek rok devizni tečaj depreciiral preveč ter da se bo s kasnejšo apreciacijo dvignil na raven svojega novega dolgoročnega ravnovesnega tečaja.

Za razliko od denarnih premoženjskih modelov, portfeljski premoženjski modeli v proces določanja deviznih tečajev vgrajujejo premije za tveganje, kar pomeni da investitorjem ni vseeno v kateri obliki (domači ali tuji) držijo svoje premoženje. Investitorji tveganju niso naklonjeni, zato svoje imetje razpršijo, s tem pa zmanjšajo tveganje. Izbirajo lahko med naložbami doma in v tujini, naložbe v tuja sredstva pa so bolj privlačna od domačih, kadar imajo višje pričakovane donose, manjšo negotovost in manjše tveganje zaradi razpršitve premoženja. Pomemben prispevek portfeljske analize je vključitev realnega sektorja oziroma tekočega računa plačilne bilance v določanju dolgoročnega ravnovesnega deviznega tečaja. Portfeljski modeli namreč predpostavljajo, da je dolgoročno ravnovesje doseženo šele takrat, ko je tekoči račun v ravnovesju.

3 Plačilnobilančni tokovi Slovenije po osamosvojitvi

3.1 Uvod

Slovenija si od osamosvojitve naprej prizadeva stabilizirati lastno gospodarstvo. Pri tem predstavlja glavni cilj znižanje visoke inflacijske stopnje predvsem s pomočjo restriktivne denarne politike. Pojavljajo se tudi problemi na drugih področjih gospodarstva, kot so na primer prepočasna privatizacija, neustrezna gospodarska struktura, prevelika rast stroškov dela, nenehna realna apreciacija tolarja, premalo investicij v raziskave in razvoj in ostala problematična področja, ki izvajajo velik pritisk na razvoj slovenskega gospodarstva.

Za lažje razumevanje problematike vzpostavljanja zunanje-ekonomskega ravnovesja Slovenije v obdobju tranzicije, so najprej predstavljene nekatere okoliščine gospodarskega dogajanja. Slovenija je do določene mere izstopala iz povprečja držav v tranziciji po manjšem zunanjem primanjkljaju in manjših neto prilivih deviz iz tujine na finančni račun. Z vidika makroekonomskih spremenljivk, kot so gospodarska rast in rast realnih plač, nezaposlenost, inflacija, rast izvoza in gospodarska stabilnost, pa je imela dobro začetno izhodišče za prehod v tržni kapitalizem. Glavne naloge, s katerimi se je slovensko gospodarstvo soočilo po osamosvojitvi, so bile oblikovanje suverena nacionalnega denarnega sistema, restrukturiranje bančnih in finančnih institucij, obvladovanje

hiperinflacije, ki je v letu 1992 presegla dvesto odstotkov, drastično preusmerjanje zunanje trgovine od razpadajočega jugoslovanskega trga k Zahodni Evropi, spodbujanje investicij, boj proti naraščajoči brezposelnosti, ter pri tem poskusiti ne prekiniti politični sistem in socialno harmonijo. Problemi, s katerimi se je soočila mlada država, niso bili toliko makroekonomski ravni v smislu stabilizacije in rasti gospodarstva, kot so bili mikroekonomski ravni v smislu restrukturiranja, reorganizacije in privatizacije javnega sektorja (Phillips, Ferfila, 2001, str. 205). Pregled nekaterih gospodarskih kazalcev kaže, da je bila Slovenija relativno uspešna v gospodarskem preoblikovanju (glej tabelo 3.1). Tranzicijska recesija se je končala leta 1993, gospodarska rast pa se je neprekinjeno večala v povprečju za štiri odstotke (realno) v obdobju naslednjih šestih letih. Inflacija se je znižala iz 201 odstotka v letu 1992 na 6,2 odstotka v letu 2000 in se potem občutno povečala na 8,4 odstotka v letu 2001. Nezaposlenost merjena po metodologiji ILO je dosegla vrh v letih 1993 in 1994, ko je znašala preko devet odstotkov in padla do sedaj na 6,4 odstotka v letu 2001. Realna rast bruto plač na zaposlenega je bila dokaj visoka v primerjavi z produktivnostjo, ki je bila v povprečju pod štirimi odstotki v obdobju od 1993 do 2001. Rast izvoza blaga in storitev je bila pozitivna, še posebno v prvih letih po osamosvojitvi, medtem ko je efektivni devizni tečaj, deflacioniran s cenovnim indeksom, ostajal precej stabilen, celo z zmerno realno apreciacijo. Realne obrestne mere so močno upadle iz preko 20 odstotkov v letu 1992 na 5,8 oziroma 7,8 odstotkov v letu 2001, vendar so še vedno dokaj visoke.

V procesu vključevanja v svetovne gospodarske tokove je za Slovenijo značilno, da je v obdobju tranzicije prišlo do razvrednotenja domače valute in s tem povezanih inflacijskih pritiskov, začetni previsoki deprecijaciji je sledila apreciacija tolarja. Po uvedbi sistema uravnava drsečega deviznega tečaja leta 1991 je bila tečajna politika Slovenije usmerjena k veliki deprecijaciji domače valute (do prve polovice leta 1992), predvsem kot posledica nizkih deviznih rezerv in presežnega povpraševanja po devizah. V drugi polovici leta 1992 je devizni tečaj znatno appreciiral, tako nominalno kot realno. Kasneje se je pojavljala nenehna realna apreciacija tolarja. Glavni razlog je bil v velikem pritoku deviz zaradi presežka na tekočem računu plačilne bilance, kasneje pa zaradi presežka na kapitalsko-finančnem računu (Aristovnik, 2000, str. 96). V pripravah Slovenije na vključitev v Evropsko unijo in kasneje tudi v Evropsko monetarno unijo naj bi se postopoma uvedel sistem trdnega deviznega tečaja. Zaradi problema nekonsistentnosti med trdnim deviznim tečajem, avtonomno denarno politiko in prostim pretokom kapitala, bo uvedba trdnega deviznega tečaja zahtevala izgubo denarne suverenosti in uvedbo skupne denarne politike.

Za obdobje tranzicije so bili značilni tudi pritoki tujega kapitala kot posledica razlike v obrestnih merah, temu pa je sledila draga sterilizacija. Pridružitveni sporazum Slovenije z Evropsko unijo, ki je začel veljati 1. 2. 1999, je sprožil prilagoditev nekaterih pomembnih ukrepov zaviranja kapitalskih pritokov ter pospešil spremembe bančne in devizne zakonodaje.

Tabela 3.1: Nekateri gospodarski kazalci Republike Slovenije (1991-2001)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Realno gospodarstvo											
Realna rast BDP v %	-9,3	-5,5	2,8	5,3	4,1	3,5	4,6	3,8	5,0	4,8	3,0
BDP na prebivalca kupna moč v USD	9.108	8.109	8.579	9.465	12.500	13.200	14.100	14.800	15.000	16.100	np
Bruto investicije (% BDP)	15,2	17,6	19,3	20,9	23,4	23,4	23,7	24,3	26,2	27,1	26,2
Bruto nacionalno varčevanje (% BDP)	24,3	24,9	21,5	24,8	23,3	23,6	23,8	24,3	24,8	25,8	25,1
Stopnja brezposelnosti (% brezpos. v aktivnem preb.) ¹⁾	7,3	8,3	9,1	9,1	7,4	7,3	7,4	7,9	7,6	7,1	6,4
Realna rast bruto plače na zaposlenega v %	-10,9	-1,2	13,3	3,6	4,4	5,1	3,2	1,6	3,3	2,5	3,2
Rast produktivnosti dela v %	np	-1,4	4,6	5,0	3,2	4,1	3,8	3,5	3,3	3,2	2,4
Proračunski primanjkljaj (% BDP)	np	0,2	0,3	-0,2	0,0	0,3	-1,2	-0,8	-0,6	-1,4	-1,4
Zunanji sektor											
<i>Trgovinska bilanca</i>											
Izvoz (USD) – realna rast v %	-6,4	42,1	-9,9	10,9	8,1	2,4	13,3	9,2	2,7	12,8	8,0
Uvoz (USD) – realna rast v %	-14,4	29,9	5,5	13,0	15,6	1,8	13,3	10,9	8,8	6,1	3,2
<i>Storitvena bilanca</i>											
Izvoz (USD) – realna rast v %	-40,4	20,4	14,2	29,6	1,7	8,7	4,9	-3,6	-2,7	11,8	3,5
Uvoz (USD) – realna rast v %	-5,4	96,2	-2,1	10,9	11,6	3,6	3,1	7,0	3,6	6,0	4,1
Tekoči račun v % BDP	np	7,6	1,5	4,2	-0,1	0,2	0,1	-0,8	-3,9	-3,3	-0,4
Tečaj in cene											
Inflacija (povprečje leta) ²⁾	np	201,3	32,3	19,8	12,6	9,7	9,1	7,9	8,0	6,2	8,4
Efektivni devizni tečaj					10,3	-2,8	0,4	3,9	-0,7	-2,1	-0,2
Realne obrestne mere											
Kratki rok	np	23,7	20,4	16,9	13,9	11,7	9,9	6,9	6,0	6,2	5,8
Dolgi rok	np	27,4	21,2	17,3	15,2	12,7	11,5	8,1	7,4	7,9	7,8
Temeljna obrestna mera (TOM)	np	159,4	22,4	18,7	8,2	9,7	8,8	8,5	6,3	9,0	8,6
Legenda: np – ni podatka											
Opomba:											
1) Mednarodno primerljivi podatki po metodologiji ILO.											
2) Do leta 1998 so bile merilo za inflacijo cene na drobno, od leta 1998 dalje pa je merilo inflacije indeks cen življenjskih potrebščin.											

Vir: BS, Letno poročilo 1992-2000; Slovensko ekonomsko ogledalo, UMAR, različne številke; Denarni pregled, BS ARC, različne številke.

3.2 Oris plačilnobilančnih gibanj Slovenije v obdobju 1992-2001

3.2.1 Oris tekočega računa plačilne bilance Slovenije

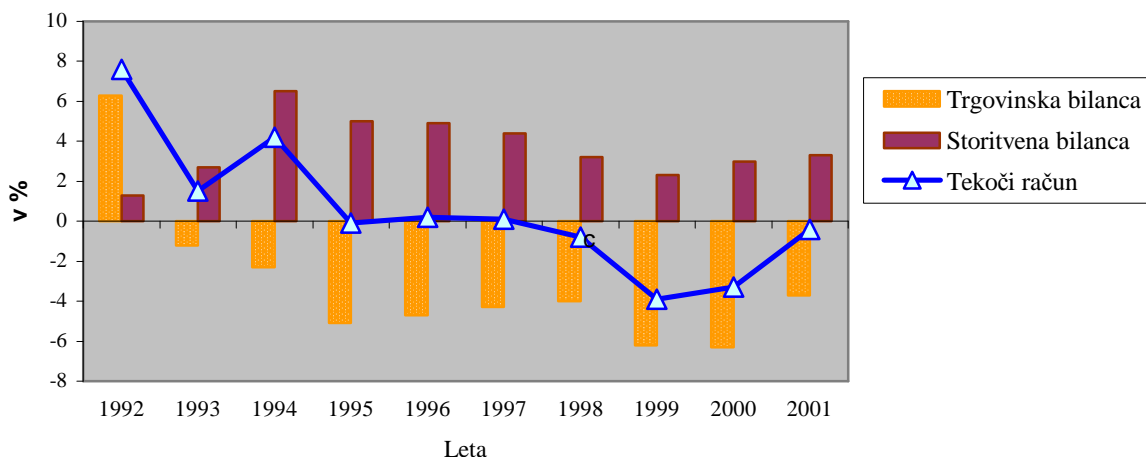
Od leta 1992 pa do vključno leta 1994, ko je bilo obdobje še obvladljivih kapitalskih tokov, je delež salda tekočega računa znašal v povprečju 4,5% bruto domačega proizvoda. Tekoči račun plačilne bilance Slovenije je v obdobju 1992-1994 izkazoval presežek, h kateremu je v največji meri prispeval presežek v storitveni menjavi, ki je pokrival rastoči blagovni primanjkljaj. Vendar so se stopnje rasti izvoza storitev od leta 1992 zmanjševale, kar je bila posledica majhne začetne vrednosti izvoza storitev, predvsem pa tega, da sta se tako izvoz transportnih kot turističnih storitev približevala določeni meji, ki jo bo v prihodnosti težko preseči brez uvajanja bolj kakovostnih in raznolikih storitev. Presežek v mednarodni menjavi storitev ima tendenco zniževanja, predvsem zaradi naraščajočih izdatkov za posamezne poslovne storitve, ki so potrebne za poglobljanje tržnega sistema. V prihodnosti lahko pričakujemo rast uvoza turističnih storitev ter ostalih storitev, predvsem poslovnih in komunikacijskih (Malačič, 2001, str. 85). Zaradi omenjenih trendov se Slovenija v prihodnosti ne more več toliko zanašati na večji presežek v storitveni bilanci, ki bi pokrival vedno večje primanjkljaje v trgovinski bilanci. Ker pa je Slovenija tudi neto dolžnica, bo to zahtevalo v prihodnje dodatna plačila obresti na tuja posojila in dodatno poslabševanje računa dohodkov.

Saldo dohodkov od dela in kapitala beleži od leta 1994 dalje presežek, ki je rezultat večjih prilivov od dela in investicij na tujem kot izdatkov za plačilo obresti zunanjega dolga (glej tabelo 3.2). Postavka dohodki izkazuje presežek prejemkov nad izdatki od leta 1994 do 1998. Najvišjo vrednost, 179,4 mio USD, je dosegel v letu 1995, nato pa je vsa leta padal ter v letih po letu 1999 zopet dosegel negativno vrednost. Tudi tekoči transferji izkazujejo presežek, ki se je od 46 mio USD v letu 1992 povečal na 121,3 mio USD v letu 2000, leta 2001 pa dosegel vrednost 128,2 mio USD. K pozitivnemu saldu prispevajo predvsem ostali sektorji, medtem ko vladni sektor vsa leta izkazuje presežek tekočih transferjev v tujino.

Od leta 1995-1998 ima Slovenija približno izravnani tekoči račun, kar prispeva k doseganju zunanjega ravnovesja naše države. Prilive tujega denarja na osnovi tekočih transakcij so zamenjali večji prilivi iz naslova finančnih transakcij. Blagovni saldo je predstavljal v povprečju 4,7% BDP, presežek v storitveni menjavi pa je usahnil in je v povprečju predstavljal 3,2% BDP.

Tekoči račun plačilne bilance Slovenije je v desetih letih neodvisnosti prešel tri faze (glej sliko 3.1 in tabelo 3.2). V razdobju 1992-1994 je bil visoko pozitiven, v 1995-1998 razmeroma izravnani, v 1999-2001 pa negativen. Pri tem je ves čas blagovni primanjkljaj pokrival bolj ali manj uspešno storitveni presežek.

Slika 3.1: Saldo tekočega računa plačilne bilance Slovenije, v % od BDP



Vir: SURS 2000, UMAR 2001.

V letu 1999 je primanjkljaj tekočega računa predstavljal 3,9 odstotka BDP, kar pomeni odmik od uravnovešenega tekočega računa, ki smo ga izkazovali v obdobju 1995-1998. Ob povečanem primanjkljaju se je postavljalo tudi vprašanje njegove obvladljivosti. Primanjkljaj tekočega računa v tem obdobju izvira iz primanjkljaja v trgovinski bilanci, kar je za državo lahko nevarno, saj običajno kaže na strukturne probleme konkurenčnosti gospodarstva.

Pregled plačilnobilančnih gibanj tako kaže, da je primanjkljaj tekočega računa postal nekakšna stalnica v načrtovanju ekonomskih gibanj. Trend se je nekoliko umiril in leta 2000 je primanjkljaj znašal 3,3 odstotka BDP. K trendu zmanjševanja primanjkljaja v tem letu je ključno prispeval več kot prepolovljen blagovni primanjkljaj. Ugodna izvozna gibanja in ohranjanje uvoza na relativno nizki ravni sta kljub rahlemu poslabšanju pogojev menjave s tujino vplivala na precejšnje znižanje blagovnega primanjkljaja v letu 2001. Prav tako se je povečal presežek v menjavi storitev s tujino (bistveni vpliv na njegovo izboljšanje so imeli povečani neto prilivi od turizma), kar je kljub večjemu primanjkljaju v bilanci faktorskih dohodkov vplivalo na ohranjanje skoraj uravnovešenega tekočega računa. Leta 2001 je tako plačilnobilančni položaj Slovenije izkazoval še precej nižji primanjkljaj in sicer 0,4 odstotka BDP. Urad za makroekonomske analize in razvoj pa za leto 2002 napoveduje primanjkljaj v višini 1,2 odstotka BDP.

Tabela 3.2: Plačilna bilanca Republike Slovenije v letih 1992-2001 v mio USD (v tekočih cenah) ⁴

Postavka/Leto	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
I. TEKOČI RAČUN	926,2	191,9	573,0	-99,4	31,4	11,4	-147,2	-782,6	-611,5	-66,9
1. Blago	791,1	-154,2	-336,4	-953,0	-824,9	-776,3	-789,3	-1.245,2	-1138,9	-621,7
- Izvoz	6.682,9	6.082,9	6.831,7	8.350,2	8.352,6	8.407,5	9.090,9	8.622,7	8.807,9	9.341,9
- Uvoz	-5.891,8	-6.237,1	-7.168,1	-9.303,3	-9.177,5	-9.183,8	-9.880,2	-9.867,9	-9.946,9	-9.963,6
2. Storitve	180,3	375,3	643,0	578,2	633,4	630,3	492,5	364,1	436,3	501,2
- Izvoz	1.219,3	1.392,7	1.809,1	2.027,5	2.135,1	2.047,5	2.027,5	1.899,2	1.886,2	1.945,6
- Uvoz	-1.039,0	-1.017,3	-1.166,1	-1.449,4	-1.501,6	-1.417,2	-1.535,0	-1.535,1	-1.449,8	-1.444,5
3. Dohodki	-91,3	-51,4	169,8	179,4	132,2	39,4	27,9	-24,5	-24,5	-74,5
4. Tekoči transferji	46,0	22,2	96,6	96,2	90,6	118,1	121,8	123,0	115,5	128,2
II. KAPITALSKI IN FINANČNI RAČUN	-645,4	-201,7	-503,1	294,0	-26,1	-88,7	84,9	755,3	568,5	19,5
a. Kapitalski račun	...	4,1	-3,2	-6,9	-1,8	1,1	-1,5	-0,6	3,5	-3,6
b. Finančni račun	-645,4	-205,8	-499,9	300,9	-24,4	-89,8	86,3	755,9	565,0	23,1
1. Neposredne naložbe	112,9	111,3	131,0	182,5	187,7	339,6	249,5	143,5	109,5	337,6
- Domače v tujini	1,8	-1,3	2,9	5,1	-6,3	-35,6	1,7	-37,7	-66,0	-104,2
- Tuje v Sloveniji	111,0	112,6	128,1	177,4	194,0	375,2	247,9	181,2	175,6	441,8
2. Naložbe v VP	-8,9	3,1	-32,5	-13,5	636,9	236,0	89,6	353,8	188,7	89,5
3. Ostale naložbe	-116,8	-209,2	43,0	368,5	-261,3	621,8	-95,0	177,6	396,1	880,7
- Terjatve	-157,5	-313,5	-205,6	-240,2	-432,0	260,6	-459,4	-575,1	-501,5	150,9
- Obveznosti	40,6	104,3	248,5	608,6	170,8	361,3	364,4	752,7	946,6	729,8
4. Mednarodne denarne rezerve	-632,6	-111,1	-641,4	-236,6	-587,5	-1.287,2	-157,8	81,1	-178,7	-1.284,6
III. NETO NAPAKE IN IZPUSTITVE	-280,8	9,7	-69,9	-194,6	-5,3	77,2	62,3	27,3	43,0	47,4

Opomba: Negativni predznak (-) pomeni uvoz oziroma presežek uvoza nad izvozom v tekočem računu, povečanje terjatev ali zmanjšanje obveznosti v kapitalskem in finančnem računu ter povečanje mednarodnih denarnih rezerv. Podatki o tokovih so preračunani v ameriške dolarje po tečaju Banke Slovenije na dan transakcije, če je ta znan, sicer pa po povprečnem tečaju obdobja.

Vir: Bilten Banke Slovenije, marec 2002.

Razlogi zunanjega neravnovesja, merjenega s primanjkljajem na tekočem računu plačilne bilance oziroma neravnovesjem med investicijami in varčevanjem, so številni in pretežno povezani s procesom tranzicije. Tako je bila postopna rast plačilnobilančnega primanjkljaja Slovenije odraz kombinacije dolgoročne rasti, strukturnih dejavnikov, realne apreciacije domače valute, zunanjih šokov in domače makroekonomske politike.

Glavni razlogi znotraj gospodarstva, ki so vplivali na rast trgovinskega primanjkljaja v Sloveniji po letu 1999, so rast realnih plač in ostalih prejemkov iz dela, povečanje nagnjenosti k potrošnji, nejasni lastniški odnosi nekaterih podjetij in bank, povečano

⁴ Navedeni podatki v tabeli niso dokončni, saj jih Banka Slovenije mesečno dopolni z novimi podatki. Popravki so objavljeni predvsem za zadnjih nekaj let na osnovi naknadno pridobljenih podatkov.

domače uvozno povpraševanje, povečana investicijska aktivnost v nacionalnem gospodarstvu (predvsem podjetniškega in državnega sektorja) in leta 1999 izvedena davčna reforma (uvedba davka na dodano vrednost), ki je povzročila občutno povečanje uvoza blaga (realno za 8,1% glede na predhodno leto). Med zunanje dejavnike se lahko uvrstijo: a) upočasnitev gospodarske rasti v večini držav Evropske unije, ki predstavlja 63 odstotkov slovenskega blagovnega izvoza (leto 2001); b) naraščajoča cenovna konkurenca s strani Vzhodne Evrope in Azije; c) vojne na področju bivše Jugoslavije, ki so onemogočile večji izvoz na ta območja; d) rast cen nafte na svetovnih trgih, ki je dosegla 130 odstotno porast v januarju 1999, v povprečju pa je bila kar 40 odstotkov dražja kot leto poprej in 60 odstotna podražitev v letu 2000; e) poslabšanje slovenskih pogojev menjave v povprečju za 0,4 odstotkov leta 1999, v letu 2000 za 5,1 odstotka, medtem ko so se leta 2001 glede na preteklo leto v povprečju izboljšali za 0,8 odstotka (Letno poročilo Banke Slovenije, 2000, Denarni pregled, marec 2002).

3.2.2 Oris kapitalskega in finančnega računa plačilne bilance Slovenije

Kapitalski in finančni račun sta z izjemo leta 1995, ko je bil izkazan presežek v višini 294 mio USD, vse do leta 1998 izkazovala primanjkljaj. Največji je bil v letu 1992 v višini 645,4 mio USD ter v letu 1994, v višini 503,1 mio USD. Po letu 1998 kapitalski in finančni račun beležita presežek, ki je v letu 2000 znašal 568,5 mio USD, leta 2001 pa se je znižal na 19,5 mio USD.

V skladu z evropskim sporazumom o pridružitvi med Republiko Slovenijo in Evropsko unijo, se je februarja 1999 postopno pričela liberalizacija kapitalskih tokov s tujino. Slovenija se je že v pogajalskem izhodišču zavezala, da bo pravni red glede prostega pretoka kapitala v celoti postopno usklajevala s pravnim redom Evropske unije in ga uveljavila najkasneje do polnopravnega članstva v Evropski uniji. Pridružitveni sporazum z veljavnostjo od 1. februarja 1999, in v septembru istega leta sprejet Zakon o deviznem poslovanju, sta sprožila prilagoditev nekaterih ukrepov zaviranja kapitalskih pritokov in postopno odpravljanje omejitev glede priliva oziroma odliva kapitala. Poleg velikega pritoka dolgoročnih posojil so se po tem obdobju dodatno povečale tudi portfeljske in neposredne tuje naložbe tujcev v slovensko gospodarstvo.

Račun neposrednih naložb izkazuje presežek neposrednih tujih investicij v Sloveniji nad domačimi v tujini že vse od leta 1992. Pritok neposrednih naložb je naraščal do 339,6 mio USD v letu 1997, nato padal in v letu 2000 znašal 109,5 mio USD, ter se v letu 2001 potrojil na 337,6 mio USD (glej tabelo 3.2).

Velik presežek pri naložbah v vrednostne papirje v letu 1996 je nastal predvsem zaradi izdaje državnih obveznic v zameno za slovenski delež nealociranega zunanjega dolga bivše Jugoslavije junija 1996 v višini 465,4 mio USD (predvsem dolgovi bank) in zaradi izdaje državnih evroobveznic v višini 320,6 mio USD. V naslednjih letih se je znesek tujih portfeljskih naložb kljub povečanju števila vrednostnih papirjev na ljubljanski borzi

zmanjšal na 89,5 mio USD v letu 2001. Med glavne razloge za nepriljubljenost Slovenije za tuje investitorje se lahko uvrstijo dolgotrajno prilagajanje tržnemu načinu poslovanja, majhen notranji trg, počasno lastninsko preoblikovanje in izvajanje institucionalnih prilagoditev, predvsem pa pomanjkanje vzpodbud za tuje naložbe in celo omejevanje tujih naložb.

Med ostale naložbe, ki so razdeljene na terjatve tujine do Slovenije in obveznosti tujine do partnerjev v Sloveniji, so vključeni komercialni krediti, posojila bankam in drugim ter prenos gotovine in hranilnih vlog. Vrednosti postavke ostale naložbe so bile zelo spremenljive (glej tabelo 3.2). Za razumevanje vsakoletnega dogajanja je potrebno analizirati tokove terjatev in obveznosti. K negativnemu stanju terjatev v letih 1998 do 2001 prispevajo največji delež dani komercialni krediti slovenskih podjetij tujim kupcem, ter v manjši meri tudi dana posojila. Za postavko gotovina in vloge so bile v preteklosti značilne negativne vrednosti, v letu 2001 pa je ta vrednost občutno porasla na pozitivno vrednost v višini 418,8 mio USD, kar je posledica ukinitve nacionalnih valut držav članic Evropske monetarne unije in uvedbe skupne evropske valute. Banka Slovenije je prilive tujega denarja sterilizirala in povečala devizne rezerve. Z ukrepom sterilizacije tujih prilivov je BS tako preprečila krepitev tolarja in poslabšanje izvozne konkurenčnosti. Na drugi strani so obveznosti rezidentov do tujine, kjer prihaja do pritokov tujih sredstev. V letu 2001 je vrednost te postavke znašala 729,8 mio USD. K temu so največ prispevala dolgoročna posojila bank (Bilten Banke Slovenije, marec 2002).

3.3 Načini uravnovešanja plačilnobilančnega primanjkljaja Slovenije

Za odpravo primanjkljaja tekočega računa je potrebno ustrezno financiranje kot tudi ustrezni ukrepi prilagajanja. Za financiranje primanjkljaja v Sloveniji obstajajo omejene možnosti do leta 2004, kolikor časa naj bi po napovedih Mednarodnega denarnega sklada trajal primanjkljaj. Štiblar med omejitve financiranja primanjkljaja navaja predvsem naslednje: a) javni dolg lahko naraste do 60 odstotkov BDP, kar bo povečalo breme servisiranja dolga, še posebej ob rasti svetovnih obrestnih mer; b) devizne rezerve naj bi se zaradi odplačil prepolovile v naslednjih letih in ne porasle, kot predvideva Mednarodni denarni sklad; c) potrebno je izboljšanje pogojev za tuje neposredne in tuje portfeljske investicije v Slovenijo, če naj bo priliv vsaj tolikšen, da izenači dosedanjo stopnjo liberalizacije odliva kapitala (Štiblar, 2000a, str. 35-36). V kolikor priliva kapitala ne bo, je potrebno iti v prilagajanje z uporabo ukrepov ekonomske politike. Potrebno bi bilo zagotoviti hitrejšo rast deviznega tečaja v režimu uravnavanega drsenja, ki bi kratkoročno zmanjšala uvoz, dolgoročno pa spodbudila izvoz, za spodbujanje izvoza pa fiskalno spodbuditi naložbe, predvsem tuje, ki prinašajo novo tehnologijo, razviti nove strategije turizma in povečati konkurenčnost gradbene industrije (Štiblar, 2000, str. 38-40). Na drugi strani Kastelec in Čufer predlagata, da je za zmanjšanje povečane domače porabe v letu 1999 najbolj smiselno uporabiti ustrezno plačno politiko z zmernostjo pri oblikovanju plač

in s prej omenjeno tečajno politiko postopne nominalne depreciacije tolarja omejiti kupno moč (Kastelec, Čufer, 2000, str. 36-37).

V okviru prilagajanja, zlasti v smeri omejitev domačega povpraševanja, so potrebni ukrepi fiskalne in denarne politike, medtem ko trgovinska politika ne pride v poštev zaradi zavez pri približevanju Evropski uniji. Denarna politika mora ostati nevtralna, ker so ključni dejavniki, ki določajo raven realnega deviznega tečaja, produktivnostni. V tem primeru bi vsako zviševanje obrestnih mer z namenom zniževanja inflacije vodilo v zmanjšanje gospodarske aktivnosti in izvoza, kar bi le še poslabšalo obstoječe zunanje neravnovesje. Fiskalna politika, če se jo uporablja za plačilnobilančno prilagajanje, naj bo zmerno restriktivna, saj bo le tako zmanjšala raven razpoložljivega dohodka in s tem zagotovila manjšo zasebno in državno potrošnjo (Jazbec, Damijan, 2001, str. 13).

Z vidika finančnih tokov iz tujine predstavlja dolgoročno rešitev povečanje odprtosti Slovenije za tuje neposredne naložbe. Popolna zaščita pred tujim kapitalom namreč ne omogoča dolgoročno trdnega razvoja, še posebej ne v današnjih razmerah globalnega delovanja podjetij, ko podjetja širijo svoje investicije izven nacionalnih meja. Na drugi strani gospodarske rasti in razvoja ni smiselno financirati zgolj s tujimi viri, saj v primeru nezaupanja v stabilnost gospodarstva pride do odliva tujega kapitala in do krize zunanjega ravnovesja. Zato je potrebno zagotoviti tudi zadostne domače vire za financiranje gospodarske rasti in razvoja. Zunanje neravnovesje je večinoma posledica samega procesa tranzicije in ga je kot takega tudi potrebno reševati. V času razvoja in rasti je normalno, da se država zadolžuje v tujini, vendar mora istočasno skrbeti, da se ustvarijo tudi zadostni viri za servisiranje zunanjega dolga. To je možno skozi povečanje mejne nagnjenosti k varčevanju, ki je nadalje povezana s dokončanjem strukturnih reform v procesu tranzicije. Povečanje domačega varčevanja je mogoče doseči z ustrežno politiko obrestne mere – pasivna mora biti dovolj visoka, da spodbuja varčevanje, aktivna pa ne previsoka, da ne bi zavirala gospodarske aktivnosti. Da se doseže ustrezna obrestna mera, je potrebno doseči zaupanje gospodarskih subjektov v domači finančni sistem in z liberalizacijo finančnih trgov zagotoviti učinkovit prenos kapitala od varčevalcev k investorjem (Kmet, 2000, str. 28).

Politika prilagajanja ima zakonsko podlago v Zakonu o BS in Zakonu o deviznem poslovanju, kjer so definirani tudi zaščitni ukrepi, poročanje in nadzor nad kapitalskimi transakcijami. Tako devizna zakonodaja pokriva vse pomembne elemente za delovanje odprtega in samostojnega valutnega področja.

3.4 Ukrepi ekonomske politike in uravnovešanje plačilne bilance Slovenije

Analiza plačilnobilančnih gibanj Slovenije kaže na njeno veliko izpostavljenost deviznim prilivom po osamosvojitvi, ki so nenehno sprožali negativne pritiske na zunanjo vrednost tolarja. Med stabilizacijskimi procesi so devizna gibanja v Sloveniji spremenila svoj izvor,

in sicer od izredno visokih pritokov prek tekočega računa plačilne bilance v prvih letih po osamosvojitvi, do obsežnih prilivov predvsem kratkoročnega kapitala po letu 1993. Devizni pritoki so imeli zaradi relativne majhnosti in odprtosti slovenskega gospodarstva precej potencialno škodljivih posledic. Ker je bila Slovenija v času naraščanja pritokov ravno v obdobju intenzivnega restrukturiranja gospodarstva, bi bile škodljive posledice deviznih pritokov lahko še znatno večje. Banka Slovenije je na začetku v okviru denarne politike v glavnem blažila posledice deviznih pritokov s sterilizacijsko intervenco, kasneje pa je svoj instrumentarij razširila in prešla na bolj neposredno omejevanje nekaterih oblik tujega kapitala. V prvih letih po osamosvojitvi, ko se je Slovenija soočala s presežkom na tekočem računu plačilne bilance, se je BS tako poslužila ukrepov sterilizacije, kasneje ko so se povečali pritoki tujega kapitala na kapitalskem in finančnem računu, pa je sterilizacijske ukrepe dopolnila z omejitvami kapitalskih tokov.

Najbolj pogosti ukrepi s katerimi je Slovenija poizkušala nevtralizirati morebitne škodljive učinke povečanih in nenadnih pretokov tujega kapitala po osamosvojitvi, so bili ukrepi tečajne intervence, povečanje mejnih stopenj obvezne rezerve, povečanje obrestnih mer dodatnega zadolževanja pri centralni banki in zmanjšan dostop do redistkontnih instrumentov. Zmanjšanje bodočih deviznih tokov je ekonomska politika omejevala z dodatnim stiskanjem fiskalne politike, obdavčitvijo zadolževanja v tujini, z depozitom na zadolževanje v tujini ter ukrepi bančne regulacije. Kombinacija ukrepov se je v času precej spreminjala. Prilagajala se je predvsem spreminjanju strukture in mobilnosti deviznih pritokov kakor tudi učinkovitosti in stroškom uporabe instrumentov.

V okviru uporabe različnih metod obvladovanja tokov tujega denarja je mogoče opaziti štiri različna obdobja oziroma kombinacije ukrepov in instrumentov (Oplotnik, 2001, str. 30-31).

Prvo obdobje je obdobje med letom 1992 in 1994, ko je bil saldo tekočih transakcij visok. Glavni cilj centralne banke je bil stabilizacija količine denarja v obtoku (torej je ciljala na inflacijsko stopnjo), potem istočasno povečano denarno maso, je zaradi interveniranja na deviznem trgu sterilizirala, in sicer tako da je prodajala kratkoročne državne vrednostne papirje (blagajniške zapise). V tem primeru gre za sterilizirano devizno intervenco, saj je deviznim prilivom sledila sterilizacija. Centralna banka je kopičila devizne rezerve. Za to obdobje je značilno tudi, da je bila mobilnost tujega kapitala majhna, likvidnostna rizična premija še vedno dovolj visoka, da je preprečevala veliko povečanje tujih finančnih pritokov (kreditov). Večina kapitalskega pritoka je prišla preko sektorja prebivalstva in izvoza in dokaj umirjeno preko neposrednih naložb. BS je v tistem obdobju imela relativno malo stroškov s sterilizacijo. Le ti so se povečali šele ob koncu prvega obdobja. Poleg sterilizacije je tečaj uravnavala še z občasnimi odkupi in prodajami deviz, ter predpisi, kot na primer devizni minimum. S pomočjo takšnih inštrumentov je povečala absorbcijo deviz v portfelje rezidentov. Visoka likvidnostna rizična premija je še vedno ovirala nerezidente, da bi kupovali devizne blagajniške zapise. Zato je BS lahko povečala donose na devizne blagajniške zapise in z njimi absorbirala presežne devizne pritoke. Blagajniški zapis z nakupnim bonom in devizni blagajniški zapis sta bila osnovna instrumenta v tem obdobju.

Zaradi črpanja presežne likvidnosti je precej narasel tudi obseg tolarskih blagajniških zapisov. Sterilizacijski stroški so se v tem obdobju opazno povečali.

V letih 1995 in 1996 je likvidnostna rizična premija močno upadla in potencialna mobilnost tujega kapitala se je povečala. V tem obdobju je postalo obvladovanje deviznih pritokov s standardnimi instrumenti vse bolj neučinkovito in drago, zato je BS pričela tudi z nekaterimi instrumenti neposrednega omejevanja kapitalskih pritokov. Za vsa finančna posojila z ročnostjo manj kot 5 let je uvedla depozit v višini 40 odstotkov. Minimalni kapital bank je bil povečan na 60 milijonov nemških mark, stroški sterilizacije pa so še naprej naraščali.

Tretje obdobje se je pričelo že ob koncu leta 1996 in trajalo vse do februarja leta 1999, ko je stopil v veljavo pridružen sporazum Slovenije z EU in malo kasneje sprejeta še nova devizna zakonodaja. Lažji dostop domačih ekonomskih subjektov do tujih posojil je omogočila tudi investicijska ocena Slovenije z A-. Poleg velikega pritoka dolgoročnih posojil so se dodatno pospešile tudi portfeljske naložbe tujcev v slovenske vrednostne papirje. Banka Slovenije je uvedla t. i. »mejno devizno pozicijo« usmerjeno v stimuliranje finančnih odtokov v tujino. Tudi skrbniški računi nerezidentov vsebinsko sodijo v marginalno devizno pozicijo. Obseg blagajniških zapisov je zelo porasel, dodatno so se povečali tudi stroški sterilizacije.

V četrtem obdobju, to je v prvi polovici leta 1999, se je pričelo uveljavljanje pridružitvenega sporazuma, sproščanje kapitalskih omejitev in sprejemanje nove devizne zakonodaje. Zaščitni ukrepi omejevanja prostega pretoka kapitala so postali zakonsko precej omejeni in časovno skrčeni na največ šest mesecev. Po odpravi skrbniških računov v juniju leta 2001 je Slovenija tako postala odprta evropska ekonomija na področju pretoka kapitala vseh oblik. Edina oblika kapitalskih omejitev je ostala za kratkoročne portfeljske naložbe (za obdobje krajše od šest mesecev), za katere se je Banka Slovenije zavezala, da jih bo odpravila do konca leta 2002.

Rezultati ocenjevanja ustreznosti politike prilagajanja povečanim tokovom kapitala, ki jo je Banke Slovenije vodila v obdobju od 1992-2001, kažejo, da je bila politika prilagajanja v večji meri uspešna, saj je uspela s kombinacijo ukrepov in instrumentov ubraniti slovenski finančni prostor pred večjimi škodljivimi vplivi tujega kapitala. Banka Slovenije je z ukrepanjem uspela ublažiti vplive tujega kapitala na denarno maso M0 in deloma tudi na devizni tečaj (Oplotnik, 2001, str. 43)⁵. Kombinacija posrednih in neposrednih metod prilagajanja, ki se jih je Banka Slovenije posluževala v preteklosti, bodo v prihodnje bolj pogojene s politiko širših integracijskih procesov. Ob dejstvu, da nekatere neposredne metode prilagajanja v prihodnosti tako ne bodo več naša suverena pravica bo potrebna uporaba bolj posrednih metod obvladovanja procesov liberalizacije (pospešen razvoj trga kapitala in finančnega posredništva, ustrezen nadzor nad tveganji, smiselno načrtovanje

⁵ Denarni agregat M0 predstavlja najožji denarni agregat, to je primarni denar in je edini denarni agregat pod direktnim nadzorom centralne banke.

proračunske politike, ciklično obvladovanje plačilnobilančnih tokov, prizadevanje k fleksibilnejšemu trgu dela, transparentnost informacij). Pomembna pa je tudi uravnovešenost pritokov in odtokov kapitala.

4 Analiza dejavnikov tekočega računa plačilne bilance Slovenije

4.1 Pregled teoretičnih spoznanj o dejavnikih tekočega računa plačilne bilance

Ekonomska teorija podaja osnovni okvir za analiziranje dejavnikov (spremenljivk) povezanih z ravnovesjem tekočega računa plačilne bilance. V zadnjih letih je teorija precej napredovala na področju razumevanja posameznih dejavnikov tekočega računa plačilne bilance in njegove povezanosti z drugimi ekonomskimi spremenljivkami, kot so na primer realni devizni tečaj, obrestne mere, pogoji menjave in podobno. V prilogi (glej tabelo 1) so predstavljeni možni vplivi posameznih ekonomskih spremenljivk na dinamiko tekočega računa, njihovo smer vplivanja in druga teoretična spoznanja povezana s posamezno ekonomsko spremenljivko.

V osnovni fazi pričujoče analize se pojasnjevalne makroekonomske spremenljivke delijo na spremenljivke, ki odražajo pogoje notranjega gospodarjenja, in na spremenljivke zunanjega sektorja, na katere domača ekonomska politika nima vpliva. Med najbolj pogosto omenjene notranje spremenljivke se uvrščajo gospodarska rast, saldo javnofinančne bilance, gospodarska odprtost in realni efektivni devizni tečaj. Med najobičajnejše zunanje spremenljivke, ki vplivajo na gibanje bilance tekočega računa, pa spadajo pogoji menjave (*ang. terms of trade*), tuja obrestna mera, velikost zunanjega dolga, gospodarska rast držav gospodarskih partneric in druge. Pričakovati je, da so do določene mere posamezne ekonomske spremenljivke medsebojno povezane (kolerirane), torej se bolj ali manj spreminjajo skupno, na medsebojno povezan način. Primer, ko sta pojasnjevalni spremenljivki regresijskega modela medsebojno odvisni, imenujemo multikolinearnost (Pfajfar, 1999, str. 148).

Realni efektivni devizni tečaj je predstavljen kot nominalni indeks, ki je izračunan na osnovi nominalnih bilateralnih deviznih tečajev. Pri izračunu tega indeksa se upošteva gibanje cen tako v domači državi kakor tudi v vseh tistih državah, katerih valute so vključene v košarico valut⁶. Padanje indeksa realnega efektivnega deviznega tečaja odraža realno efektivno depreciacijo domače valute, kar pomeni, da se mednarodna konkurenčna sposobnost države izboljšuje in se torej izboljšuje tudi tekoči račun plačilne bilance.

⁶ V izračunu slovenskega realnega efektivnega deviznega tečaja se upošteva košarica 7 valut glavnih slovenskih zunanjetrgovinskih partneric (brez Hrvaške), tehtano z deleži v slovenski blagovni menjavi.

Tudi spremenljivka pogoji menjave je izražena kot indeks, ki ponazarja razmerje povprečnih izvoznih in uvoznih cen. Pogoji menjave so ugodnejši, ko povprečje izvoznih cen narašča hitreje ali pa se počasneje znižuje od povprečja uvoznih cen, v razmerju do baznega leta. Vpliv šokov pogojev menjave na zunanje ravnovesje je bil najprej proučevan s strani Harbergerja (1950) ter Laursen in Metzlerja (1950). Glede na Harberger-Laursen-Metzler-jev učinek (HLM učinek) neugodna sprememba pogojev menjave poslabša saldo tekočega računa plačilne bilance. Poslabšanje pogojev menjave namreč znižuje realni dohodek in varčevanje. Po HLM učinku neugodne začasne spremembe v pogojih menjave povzročijo znižanje tekoče ravni nacionalnega dohodka, pri čemer je to znižanje večje kot znižanje v trajnem dohodku, povzročeno z znižanjem v agregatnem varčevanju in poslabšanjem salda tekočega računa. Znižanje indeksa pogojev menjave ima tri učinke: zniža tekoči narodni dohodek relativno glede na bodoči narodni dohodek (HLM učinek); poveča tekoče uvozne cene relativno na uvozne cene v prihodnosti (učinek mejne nagnjenosti k potrošnji); in poveča cene uvoznega blaga relativno na cene netrgovanega blaga (učinek realnega deviznega tečaja). Posledično se zmanjša privatno varčevanje, kadar je HLM učinek večji od učinka realnega deviznega tečaja in učinka mejne nagnjenosti k potrošnji (Cashin in McDermott, 1998, str. 8). Znižanje indeksa pogojev menjave znižuje realni nacionalni dohodek, država pa mora tako povečati neto zunanjo zadolženost za financiranje posledičnih gibanj v tekočem računu ali realocirati proizvodne dejavnike v izvozni sektor.

Tako v akademskih krogih kot tudi pri sprejemanju ukrepov ekonomske politike so se ekonomski pogledi na tekoči račun plačilne bilance in pomembnost zunanjega neravnovesja skozi čas zelo spreminjali. Edwards (2001) je v začetku svoje raziskave o povezanosti salda tekočega računa s finančnimi krizami podal vrsto ekonomskih pogledov na tekoči račun plačilne bilance v zadnjih letih. Po drugi svetovni vojni je večina razprav o zunanjem ravnovesju temeljila na elastičnostnem pristopu, poudarek pa je bil na gibanju ekonomskih tokov. Nato je do sredine 70-ih let v manj razvitih državah prevladoval tako imenovani »elastičnostni pesimizem«. Večina avtorjev je za izboljšanje zunanjega ravnovesja videla rešitev v devalvaciji domače valute. Medtem ko so zagovorniki strukturnega vidika plačilnobilančnega ravnovesja predlagali spodbude v smeri industrializacije in uvozne substitucije, predvsem za manj razvite države. Bolj podrobne analize dejavnikov tekočega računa so se pričele v drugi polovici sedemdesetih let, ko so se države zaradi naftnih šokov soočale z večjimi nihanji v zunanjem ravnovesju. Pomemben napredek v analizi plačilne bilance je bil, da na gibanje tekočega računa niso več gledali skozi trgovinske tokove, ampak so razvili nov pogled, ki je vključeval medčasovno dimenzijo tekočega računa. Z vidika nacionalnih računov je tekoči račun enak razliki med varčevanjem in investicijami. Ker pa odločitve o varčevanju in investicijah vključujejo tudi element časa – kot je na primer pričakovani donos na investicijske projekte – je tako tudi tekoči račun postal medčasovni pojav. Argument, ki pravi, da visok primanjkljaj tekočega računa ni zaskrbljujoč, če je javnofinančna bilanca uravnovešena in pod kontrolo, je postal znan kot Lawsonova doktrina. Primanjkljaj tekočega računa po Lawsonovi doktrini primarno odraža varčevalno-investicijsko neravnovesje privatnega sektorja in tako ni predmet ukrepanja ekonomske politike. Vendar so izkušnje Latinske

Amerike pokazale, da so kljub prisotnosti naraščajočih investicij in/ali uravnovešene javnfinančne bilance, visoki plačilnobilančni primanjkljaji vodili v finančno krizo. V času dolžniške krize po letu 1982 je vzdržnost primanjkljaja tekočega računa postala osrednja tema ekonomske politike, saj so se mnogi strinjali da je visok primanjkljaj znak finančne krize. Obdobje kapitalski pritokov v 90-ih letih in Mehiška kriza sta pokazala, da je Lawsonova doktrina zmotna. Krize v 90-ih letih so pokazale tudi na pomembno ugotovitev, da zasebni investitorji spreminjajo svoja investicijska pričakovanja in pri tem upoštevajo tudi spremembe v zunanjem ravnovesju države.

4.2 Pregled empiričnih spoznanj o dejavnikih tekočega računa plačilne bilance

V tem poglavju so podani temeljni sklepi nekaterih raziskav zadnjega obdobja s področja ugotavljanja vplivov dejavnikov na tekoči račun plačilne bilance. Osrednje delo, ki predstavlja podlago empiričnemu modelu v naslednjem podpoglavju, je empirična analiza avtorjev Calderon, Chong in Loayza (1999). Vplive izbranih ekonomskih spremenljivk na spremembo primanjkljaja tekočega računa so razdelili v dve skupini. V prvi skupini so analizirali vpliv izbranih spremenljivk na odvisno spremenljivko – primanjkljaj tekočega računa v odstotku BDP – skozi čas (pri tem so uporabili časovne vrste za posamezne skupine držav), v drugi skupini pa vplive sprememb v vrednostih spremenljivk proučevanih držav na gibanje salda tekočega računa izbranih manj razvitih držav. Ugotavljali so tudi kako se na spremembe izbranih spremenljivk odziva primanjkljaj tekočega računa držav, ki so bolj zadolžene v primerjavi z manj zadolženimi državami.

Glavni ugotovitve raziskave Calderon et al. (1999) so naslednje:

- a) Domača gospodarska rast ima pozitiven vpliv na zmanjšanje primanjkljaja tekočega računa, ob upoštevanju, da je gospodarska rast posledica večjega povečanja v domačih investicijah kot v domačem varčevanju.
- b) Gospodarska rast industrializiranih držav prispeva k znižanju plačilnobilančnega primanjkljaja v izbranih manj razvitih državah. Ta vpliv se izraža bodisi skozi povečanje uvoznega povpraševanja v industrializiranih državah, bodisi skozi povečanje kapitalskih tokov v manj razvite države, kot oblika zunanjega financiranja. Do enakih sklepov sta prišla tudi Razin in Milesi-Ferretti (1996).
- c) Povečanje obsega izvoza neposredno preko izboljšanja trgovinske bilance znižuje primanjkljaj tekočega računa.
- d) Kratkoročne (letne) spremembe v omejitvah na plačilnobilančne tokove nimajo značilnega vpliva na zunanje ravnovesje. Podobno ugotavljata tudi Debelle in Faruquee (1996).
- e) Povečanje nacionalnega varčevanja znižuje primanjkljaj tekočega računa samo v primeru zelo zadolženih držav. Te države morajo namreč povečanje v svojih sredstvih nameniti za odplačilo dolgov. V manj zadolženih državah povečanje varčevanja spremlja ustrezno povečanje nacionalnih investicij, zato spremembe v varčevanju nimajo vpliva na primanjkljaj tekočega računa. Tudi spremembe

varčevanja v državah trgovinskih partnericah nimajo značilnega vpliva na zunanje ravnovesje.

- f) Realna apreciacija domače valute (v skladu s predpostavkam Marshall-Lernerjevega pogoja) ali poslabšanje pogojev menjave (v skladu s Harberger-Laursen-Metzler učinkom) povečuje primanjkljaj tekočega računa.
- g) Znižanje realne tuje obrestne mere povečuje zunanji primanjkljaj manj razvitih držav. Izboljšanje zunanjega ravnovesja je torej bolj verjetno po obdobju povišanja tujih realnih obrestnih mer. Ta ugotovitev je v skladu tako s povečanjem povpraševanja teh držav po zunanjem financiranju kot tudi s povečanjem ponudbe tujega kapitala. Nizke realne obrestne mere namreč spodbujajo tuje investitorje k iskanju investicijskih možnosti tudi v manj razvitih državah. V primeru zelo zadolženih držav znižanje tuje obrestne mere nima značilnega učinka na spremembo zunanjega ravnovesja, saj se investitorji praviloma izogibajo naložbam v države z visokim zunanjim dolgom, četudi realna obrestna mera pade.

V podobni empirični raziskavi sta Chinn in Prasad (2000) ugotavljala srednjeročni vpliv ekonomskih spremenljivk na investicijsko-varčevalno bilanco in preko tega vpliv na tekoči račun industrializiranih in razvijajočih se držav. Strukturni pristop k determinaciji tekočega računa sta uporabila tudi Debelle in Faruqee (1996), ki sta empirično analizo tekočega računa utemeljila z vidika investicij in varčevanja. Ugotovitve obeh raziskav so dokaj podobne. Ugotovili so, da so javnofinančna bilanca, zunanji dolg (merjen kot stanje neto tujih imetij) in kazalec finančnega poglobljanja pozitivno povezani z bilanco tekočega računa. Stopnja gospodarske odprtosti razvijajočih držav, kazalci kapitalskih omejitev in povprečna gospodarska rast kažejo na šibko povezanost s primanjkljajem tekočega računa. Na drugi strani za industrializirane države velja močna pozitivna zveza med gospodarsko rastjo in primanjkljajem tekočega računa. Ugotavlja se tudi, da večja gospodarska odprtost signalizira tudi sposobnost države, da skozi izvoz pridobi dovolj tujih sredstev in tako bolje servisira zunanji dolg. Vpliv spremenljivosti pogojev menjave na investicije in posledično na bilanco tekočega računa je manj jasen, saj so države z bolj spremenljivimi pogoji menjave manj privlačne za pritok tujega kapitala. Tudi vpliv gospodarske rasti na varčevanje ni jasen, kar pojasnjuje hipoteza življenjskega cikla trajnega dohodka. Ta namreč pravi, če tekoče povečanje bruto domačega proizvoda povzroči povečanje v trajnem dohodku, potem stopnja varčevanja v razmerju do tekočega dohodka pade. Debelle in Faruqee (1996) sta z delno prilagojenim modelom dokazala precejšen vpliv fiskalne politike na gibanje bilance tekočega računa. Ugotovila sta, da je vpliv fiskalne politike večji v državah z nižjim javnim dolgom.

Do posebnih sklepov sta v svoji empirični analizi prišla tudi Razin in Milesi-Ferretti (1996). Proučevala sta države z nizkim in srednje velikim dohodkom in skušala odgovoriti na vprašanje kateri dejavniki sprožijo znižanje primanjkljaja tekočega računa ter kateri dejavniki razjasnijo kolikšni so stroški takega izboljšanja zunanjega ravnovesja. Ugotovila sta, da tako bilanca tekočega računa, gospodarska odprtost, raven mednarodnih denarnih rezerv, kot tudi spremembe pogojev menjave, tuja obrestna mera in rast industrializiranih držav, igrajo pomembno vlogo pri izboljšanju zunanjega ravnovesja. Večjo možnost

znižanja primanjkljaja tekočega računa imajo države, ki so bolj gospodarsko odprte in lažje pridejo do sredstev za servisiranje zunanjega dolga. Države z nižjimi rezervami bodo verjetneje izkusile zmanjšanje primanjkljaja tekočega računa, saj nizka raven rezerv ne vzdrži zelo velikega primanjkljaja na dolgi rok in lahko tudi zmanjša voljnost k posojanju tujih investitorjev. Za dani plačilnobilančni primanjkljaj je ugotovljena verjetnost znižanja tega primanjkljaja tem večja, čim nižji je javnofinančni primanjkljaj. Znižanje primanjkljaja tekočega računa pa je manj verjetno kadar so tekoči transferi visoki, saj le-ti zmanjšajo potrebo po prilagoditvi tekočega računa. Avtorja v svoji raziskavi nista ugotovila značilne povezave med spremembo realnega deviznega tečaja in izboljšanjem zunanjega ravnovesja.

Rezultati vseh omenjenih raziskav podprejo hipotezo o stopnjah razvoja gospodarstva. Ta hipoteza razlaga, da države v začetnih stopnjah razvoja izkazujejo nižji plačilnobilančni primanjkljaj, saj se za potrebe razvoja in rasti svojega gospodarstva zadolžujejo na mednarodnih finančnih trgih. Ko se država razvija, plačilnobilančni primanjkljaj počasi narašča, dokler ne doseže točke, ko primanjkljaj prične padati. Skozi čas, ko država doseže višjo stopnjo gospodarskega razvoja, prične izkazovati plačilnobilančni presežek, odplača akumulirani zunanji dolg in prične izvažati kapital.

4.3 Empirični model

V empirični analizi se bo testiral model, v katerem so opredeljeni makroekonomski dejavniki (spremenljivke) in vpliv njihovih sprememb na saldo tekočega računa plačilne bilance Slovenije. Opis povezav med več spremenljivkami je v skladu s pričakovanji ekonomske teorije. Ocenjen empirični model je prilagojen slovenskim gospodarskim razmeram in zahtevam statistične ustreznosti.

Empirični model je predstavljen na naslednji način:

$$\text{CAGDP}_t = a + b_1\text{CAGDP}_{t-4} + b_2\text{RAST}_t + b_3\text{GBGDP}_{t-2} + b_4\text{XMGDP}_{t-2} + b_5\text{LRER}_{t-2} + b_6\text{DGROW}_t + \varepsilon_t, \quad (4.1)$$

kjer ε_t predstavlja nepojasnjene odklone in (t-N) časovni odmik neodvisne spremenljivke. V enačbi kot odvisna spremenljivka nastopa tekoči račun plačilne bilance, izražen kot odstotek bruto domačega proizvoda (CAGDP_t), pojasnjevalne spremenljivke, s katerimi se poizkuša pojasniti gibanje tekočega računa, pa so prikazane v prilogi (glej tabelo 1). V prvem stolpcu tabele 1 so navedeni dejavniki, ki vplivajo na dinamiko salda tekočega računa. V drugem stolpcu so podane ekonomske spremenljivke, ki v sledeči empirični analizi omenjene dejavnike bolj ali manj uspešno predstavljajo. Tretji stolpec vsebuje označbe pojasnjevalnih spremenljivk, medtem ko so v četrtem stolpcu navedeni predznaki, s katerimi bi v skladu z ekonomsko teorijo in s pričakovanji izbrana spremenljivka morala vplivati na gibanje tekočega računa plačilne bilance.

V skladu z ekonomsko se teorijo pričakuje pozitivne predznake pri spremenljivkah CAGDP, GBGDP in DGROW, na drugi strani pri spremenljivkah RAST in LRER pa negativne predznake. Spremenljivka, ki kaže gospodarsko odprtost (XMGBD) po teoriji nima jasno določenega vpliva na gibanje tekočega računa. Povečanje gospodarske rasti ima negativen učinek na bilanco tekočega računa, kar kaže na to, da je rast bruto domačega proizvoda države povezana z večjim povečanjem v investicijah kot v nacionalnem varčevanju. Tekoči račun plačilne bilance in javnofinančna bilanca sta pozitivno povezana, kar je v skladu s konvencionalnim pristopom oziroma s neoklasično/keynesiansko teorijo (t.i. teorija dvojnega primanjkljaja)⁷. Povečanje indeksa realnega efektivnega deviznega tečaja pomeni realno apreciacijo tolarja, kar posledično zmanjšuje konkurenčnost nacionalnega gospodarstva, povečuje uvoz, zmanjšuje izvoz ter s tem zmanjšuje saldo tekočega računa plačilne bilance. Povečanje gospodarske rasti držav euro območja izboljšuje bilanco tekočega računa Slovenije preko povečanega izvoznega povpraševanja. Zaradi zagotavljanja stacionarnosti časovne vrste podatkov, ki predstavljajo letne gospodarske rasti držav euro območja, so le-ti izraženi s prvimi diferenciali.

4.4 Podatki in metode

Empirična analiza temelji na časovnih vrstah izbranih makroekonomskih spremenljivk za časovno obdobje od prvega četrtletja 1992 do tretjega četrtletja 2001. Podatki o tekočem računu plačilne bilance, javnofinančni bilanci in vsoti izvoza in uvoza blaga so predstavljeni kot deleži v bruto domačem proizvodu. Podatki o realnem efektivnem deviznem tečaju deflacioniranim s cenami življenjskih potrebščin so predstavljeni kot indeksi z baznim letom 1995, kjer rast indeksa predstavlja realno apreciacijo domače valute. Spremenljivka realne gospodarske rasti držav euro območja je predstavljena kot zunanji pogoj gospodarjenja. Podatki o gospodarski rasti držav euro področja so pridobljeni iz Quaterly National Accounts, OECD, ostali podatki pa so pridobljeni iz interne baze podatkov Banke Slovenije in Biltena BS.

V empirični analizi je uporabljena metoda multiple regresije časovnih vrst podatkov. Pri tem so uporabljeni različni časovni odmiki izbranih pojasnjevalnih spremenljivk, saj je pričakovan zamik vpliva omenjenih neodvisnih spremenljivk na odvisno spremenljivko – saldo tekočega računa plačilne bilance. Poleg ocenjenih regresijskih koeficientov so preverjene še vrednosti prilagojenega determinacijskega koeficienta (*adj. R*²), koeficienta avtokorelacije (Durbin-Watsonov test (DW)), ter vrednosti F-statistike.

⁷ Pregled empirične analize o povezanosti javnofinančne bilance in bilance tekočega računa glej Aristovnik, 2001.

4.5 Rezultati ocen

Korelacijska analiza pojasnjuje medsebojno odvisnost spremenljivk, regresijska analiza pa stopnjo odvisnosti odvisne spremenljivke od izbranih pojasnjevalnih spremenljivk. V tabeli 4.1 so zapisani izračunani korelacijski koeficienti med spremenljivkami. Korelacijski koeficient pojasnjuje moč in smer linearne povezave dveh spremenljivk. Njegova vrednost leži na intervalu med -1 in 1. Negativni koeficienti pomenijo obratnosorazmerno povezavo med spremenljivkama.

Tabela 4.1: Korelacijski koeficienti med tekočim računom in makroekonomskimi spremenljivkami od prvega četrletja 1992 do tretjega četrletja 2001

	CAGDP _t	CAGDP _{t-4}	RAST _t	GBGDP _{t-2}	XMGDP _{t-2}	LRER _{t-2}	DGROW _t
CAGDP _t	1,000	/	/	/	/	/	/
CAGDP _{t-4}	0,445	1,000	/	/	/	/	/
RAST _t	- 0,109	- 0,261	1,000	/	/	/	/
GBGDP _{t-2}	0,533	0,461	- 0,132	1,000	/	/	/
XMGDP _{t-2}	- 0,115	- 0,418	- 0,188	0,004	1,000	/	/
LRER _{t-2}	- 0,046	0,46	0,012	0,168	- 0,286	1,000	/
DGROW _t	0,023	- 0,262	0,406	0,062	0,061	0,092	1,000

Vir: Lastni izračuni.

V nadaljevanju je izvedena regresijska analiza predhodno postavljenega modela. V tabeli 4.2 so predstavljeni rezultati štirih izvedb tega modela. Ugotovljeni rezultati so v skladu s pričakovanji ekonomske teorije in ugotovitvami podobnih empiričnih analiz prej omenjenih avtorjev.

Prilagojeni determinacijski koeficient kaže, da vse vključene spremenljivke pojasnjujejo 0,44 odstotka celotne variabilnosti tekočega računa plačilne bilance (glej tabelo 4.2). Ugotovljeno je, da odvisna spremenljivka odložena za eno leto pozitivno in statistično značilno (pri največ 10 % tveganju) vpliva na saldo tekočega računa plačilne bilance. Ker je med pojasnjevalnimi spremenljivkami vključena tudi za eno leto odložena odvisna spremenljivka govorimo o avtoregresiji. Velik vpliv za eno leto odloženega tekočega računa na tekoči račun plačilne bilance kaže na vztrajnost plačilnobilančnega primanjkljaja. Gospodarska odprtost negativno in statistično značilno vpliva na bilanco tekočega računa. Eno odstoten porast v gospodarski odprtosti Slovenije s polletnim zamikom povzroči poslabšanje tekočega računa plačilne bilance od 0,34 do 0,43 odstotnih točk (glej tabelo 4.2).

Model vključuje tudi logaritem realnega efektivnega deviznega tečaja (deflacioniran z indeksom cen življenjskih potrebščin). Teoretična pričakovanja so enaka empiričnim rezultatom. Ocena regresijskega koeficienta je enaka - 41,22, kar pomeni, da realna apreciacija tolarja za 1 indeksno točko povzroči poslabšanje salda tekočega računa plačilne

bilance s polletnim zamikom za 0,18 odstotnih točk, pri čemer vsi ostali pogoji ostanejo nespremenjeni. Ta rezultat je v skladu s predpostavkami elastičnega pristopa k obravnavanju plačilnobilančnih tokov in veljavnostjo Marshall-Lernerjevega pogoja.

Tabela 4.2: Ocena regresijske funkcije za model tekočega računa plačilne bilance Slovenije za obdobje od prvega četrtertletja 1992 do tretjega četrtertletja 2001^a

	(1)	(2)	(3)	(4)
Konstanta	191,403 (2,288)**	171,328 (2,099)**	171,147 (2,085)**	193,403 (2,422)**
CAGDP_{t-4}	0,498 (2,928)*	0,331 (1,831)***	0,377 (2,086)**	0,381 (2,196)**
RAST_t	- 0,472 (-1,496)***	-	-0,361 (-1,151)***	-0,556 (-1,734)***
XMGDP_{t-2}	- 0,370 (-1,674)***	- 0,338 (-1,650)***	- 0,342 (-1,590)***	- 0,434 (-2,035)**
LRER_{t-2}	-40,916 (-2,257)**	-37,002 (-2,087)**	-36,630 (-2,061)**	-41,223 (-2,387)**
GBGDP_{t-2}	-	0,244 (1,727)***	0,239 (1,646)***	0,190 (1,438)***
DGROW_t	-	-	-	1,204 (1,776)***
Število opazovanj	32	33	32	32
Prilagojeni R-kvadrat	0,35	0,36	0,39	0,44
Durbin-Watson statistika	1,848	2,053	1,829	1,913
F-statistika	5,19	5,53	4,96	5,01

^a Odvisna spremenljivka: saldo tekočega računa v odstotku BDP (CAGDP); v oklepajih pod vrednostmi regresijskih koeficientov so navedene pripadajoče t-statistike; (*), (**) in (***) označujejo statistično značilne razlike pri 1%, 5% in 10% tveganju.

Vir: Lastni izračuni.

Rezultati parametrov pri ostalih spremenljivkah vključenih v model kot so realna gospodarska rast v Sloveniji in v državah euro območja, ter javnofinančna bilanca, nakazujejo na teoretično pričakovane in statistično značilne povezave s saldonom tekočega računa. Regresijski koeficient pri spremenljivki gospodarska rast euro držav kaže na pozitivno in statistično značilno povezanost (pri 10 % stopnji tveganja) s tekočim računom plačilne bilance Slovenije. Ugotavlja se tudi pozitivna in statistično značilna povezanost (pri 10% stopnji tveganja) med saldonom tekočega računa in javnofinančno bilanco. Eno odstotno izboljšanje javnofinančne bilance (v % BDP) povzroči izboljšanje salda tekočega računa plačilne bilance (v % BDP) s polletnim zamikom za okrog 0,2 odstotnih točk. Realna gospodarska rast Slovenije, negativno in statistično značilno (pri 10 odstotnem tveganju) vpliva na bilanco tekočega računa. Tekoči račun (v % BDP) se v povprečju

zniža za 0,4 do 0,6 odstotnih točk, če se gospodarska rast ob ostalih nespremenjenih pogojih poveča za eno odstotno točko. Ta razlaga je v skladu s strukturno razlago tekočega računa, kjer tekoči račun plačilne bilance predstavlja varčevalno-investicijsko vrzel.

Test avtokorelacije modela (DW test) zavrne prisotnost avtokorelacije pri vseh izvedbah modela. Vrednosti F-statistike nam pove, da je vzorčni model kot celota statistično značilen in primeren za napovedovanje vrednosti salda tekočega računa plačilne bilance. Prisotnost multikolinearnosti v regresijskem modelu lahko ugotavljamo po več kriterijih (Pfajfar, 1999, str. 154-156). Nekateri izmed kriterijev, ki nakazujejo na prisotnost multikolinearnosti so: visoka vrednost determinacijskega koeficienta (R-kvadrat), predznaki enega ali več regresijskih koeficientov so v nasprotju s pričakovanji ekonomske teorije. V postavljenem regresijskem modelu so parcialni regresijski koeficienti statistično značilni, prav tako za noben par pojasnjevalnih spremenljivk determinacijski koeficient ni večji od determinacijskega koeficienta proučevanega modela. Kljub obstoju določene multikolinearnosti med spremenljivkami, so ocene regresijskih koeficientov ustrezne, njihovi predznaki so v skladu s pričakovanji ekonomske teorije, t-statistike pa dajejo zadovoljive vrednosti. Resnost težav, ki bi jih povzročala multikolinearnost, ne vpliva izrazito na zanesljivost modela. Med pojasnjevalnimi spremenljivkami bo namreč vedno prisotna določena stopnja linearne odvisnosti, zato ne bi bilo smiselno izločiti katerokoli pojasnjevalno spremenljivko.

Na osnovi empirične analize je pri odpravljanju plačilnobilančnega primanjkljaja najboljša kombinacija financiranja in ukrepov prilagajanja plačilne bilance. V Sloveniji je potrebno spremeniti strukturo financiranja in financirati primanjkljaj z večjim prilivom tujih neposrednih investicij, kar je vsekakor bolj smiselno od povečevanja dragega zadolževanja v tujini ali zniževanja centralnobančnih rezerv. Vendar pa, ker imamo tokove kapitala s tujino že precej liberalizirane, je dolgoročno potrebno posvetiti pozornost ustvarjanju ugodne klime za tuje investitorje. Pri tem ima pomembno vlogo ugodna ekonomska politika države. Z vidika vzpostavljanja zunanjskega ravnovesja je v Sloveniji potrebna restriktivna dohodkovna in restriktivna fiskalna politika, ki podpirata ekonomsko stabilizacijo in trajno privablja finančne in kapitalske tokove v državo. Ustrezna politika obrestnih mer bo stimulirala dolgoročno varčevanje prebivalstva. Z vidika uporabe ukrepov monetarne politike za uravnavanje deviznega tečaja, bo Slovenija v prihodnjih letih zaradi zavez pri približevanju Evropski uniji in kasneje Evropski monetarni uniji, omejena. Prevzeti bo namreč morala trdni devizni tečaj, s čimer se bo občutno zmanjšal manevrski prostor tečajnega prilagajanja. Za doseganje zunanjskega ravnovesja bo istočasno potrebna tudi izvedba ustreznih makroekonomskih in strukturnih reform, pri čemer imajo strukturne reforme v primerjavi z različnimi makroekonomskimi politikami večji in daljši učinek na procese v gospodarstvu.

5 Sklep

V zadnjem obdobju je ekonomska teorija precej napredovala na področju razumevanja posameznih dejavnikov tekočega računa plačilne bilance, povečalo pa se je tudi število empiričnih analiz, ki ocenjujejo povezanost tekočega računa plačilne bilance z drugimi ekonomskimi spremenljivkami.

Na področju analize plačilne bilance obstajajo različni teoretični pogledi (cenovni in dohodkovni mehanizem, pristop elastičnosti in absorpcije, denarni in premoženjski vidik, Mundell-Flemingov model), ki so se razvijali z razvojem domačega gospodarstva in mednarodnih ekonomskih odnosov. V okviru sistema nacionalnih računov je saldo tekočega računa plačilne bilance enak varčevalno investicijski vrzeli. V obdobju 1992-1994 so domači prihranki presejali domače investicije, tekoči račun je izkazoval presežek, ki je v povprečju predstavljal 4,5 odstotka BDP. V obdobju 1995-1998 je Slovenija imela približno uravnovešen tekoči račun. Izvoz blaga je pričel stagnirati, presežki v menjavi storitev pa niso več pokrivali blagovnega primanjkljaja. V letu 1999 se je saldo tekočega računa odmaknil od ravnovesja, ter dosegel najnižjo vrednost proučevanega obdobja in sicer 3,9 odstotka BDP. Plačilnobilančni primanjkljaj je po tem obdobju postal nekakšna stalnica v načrtovanju ekonomskih gibanj. Trend se je nekoliko umiril in leta 2000 je primanjkljaj znašal 3,3 odstotka BDP. Leta 2001 pa je bil primanjkljaj predvsem zaradi povečanega presežka v menjavi storitev s tujino precej nižji in je znašal 0,4 odstotka BDP.

V obdobju plačilnobilančnega presežka in deloma uravnovešenosti plačilne bilance v letih 1992-1998 je usmerjenost k restriktivni denarni politiki ohranjala gospodarsko stabilnost. Ščitenje gospodarstva pred zunanjimi vplivi - tako s pomočjo tečajne politike v obliki sterilizirane intervence kot tudi s pomočjo devizne politike v obliki neposrednega omejevanja kapitalskih tokov ter ukrepov bančne regulacije, s ciljem preprečevanja pretirane realne apreciacije tolarja - je omogočilo, da je Slovenija v procesu tranzicije ohranila zunanje ravnovesje in tudi notranje ravnovesje v smislu, da uporabljene politike niso imele vpliva na obrestno mero ter količino denarja v obtoku. Primanjkljaj tekočega računa Slovenije se je v obdobju 1999-2001 financiral pretežno z zadolževanjem. Neustrezni načini financiranja opozarjajo na potrebo po prilagajanju. Vsekakor je potrebno strukturo financiranja primanjkljaja preusmeriti in financirati primanjkljaj z večjim pritokom tujih neposrednih investicij, za kar pa je potrebno dolgoročno posvetiti pozornost ustvarjanju ugodne klime za tuje investitorje.

Analiza dejavnikov tekočega računa plačilne bilance Slovenije v obdobju od prvega četrletja 1992 do tretjega četrletja 2001 je pokazala, da na tekočo vrednost tekočega računa plačilne bilance pomembno vpliva pretekla bilanca tekočega računa (z enoletnim zamikom), kar kaže na vztrajnost zunanjega primanjkljaja, spremembe v gospodarski odprtosti, realni efektivni devizni tečaj, nekoliko manj značilen vpliv pa predstavljajo spremembe v fiskalni politiki (preko javnofinančne bilance), spremembe v domači gospodarski rasti ter v rasti držav euro območja. Izboljšanje javnofinančne bilance in gospodarska rast evropskega trga ugodno vplivata na plačilnobilančno ravnovesje, medtem

ko povišane stopnje gospodarske rasti v Sloveniji, realna apreciacija tolarja in povečanje deleža vrednosti uvoza in izvoza blaga v BDP negativno vplivajo na tekoči račun plačilne bilance.

Za Slovenijo bi bila dolgoročno smiselna struktura financiranja plačilnobilančnega primanjkljaja s čim manj zadolževanja in v smeri povečanja neposrednih tujih investicij. Zaradi omejitvenih možnosti financiranja je potrebno uporabiti tudi določene makroekonomske politike za prilagajanje, ki zagotavljajo gospodarske stabilnosti in preprečujejo poslabšanje zunanje ravnovesja ter dokončati strukturne reforme. V tem smislu je potrebno prilagajanje oziroma sprememba ekonomske politike predvsem za omejitev domačega povpraševanja (fiskalna in denarna politika), medtem ko trgovinska politika ne pride v poštev zaradi zavez pri približevanju k Evropski uniji. Ob odločitvi za približevanje in vključitev v Evropsko unijo, bo Slovenija z izvajanjem potrebnih strukturnih reform in povečanjem izvozne konkurenčnosti gospodarstva pripomogla tudi k vzpostavljanju večjega zunanje ravnovesja.

V Sloveniji je v zadnjem obdobju prisoten problem dvojnega primanjkljaja, ki se izraža skozi primanjkljaj v bilanci tekočega računa in primanjkljaj v javnofinančni bilanci. Ob dejstvu, da sta oba primanjkljaja medsebojno pozitivno povezana, bi k znižanju zunanje ravnovesja prispevala restriktivna fiskalna in dohodkovna politika, saj bi le tako zmanjšala raven razpoložljivega dohodka in s tem zagotovila manjšo zasebno in državno potrošnjo ter rešila problem javnih financ. Vendar pa niti ukrepi ekonomske politike s kratkoročnim vplivom na ekonomsko ravnovesje, niti zaščita gospodarstva pred zunanjimi vplivi nista dolgoročno zagotovilo za zunanje ravnovesje. Za doseganje zunanje ravnovesja je namreč izjemnega pomena tudi zadostnost domačih privatnih virov za financiranje gospodarskega razvoja. To zadostnost bi bilo mogoče doseči s povečanjem neto privatnega varčevanja ob podpori ustrezne politike obrestnih mer (pasivna obrestna mera mora biti dovolj visoka, da spodbuja varčevanje, aktivna pa ne previsoka, da ne bi zavirala gospodarske aktivnosti) in stimuliranje dolgoročnega varčevanja prebivalstva v obliki stanovanjskega, pokojninskega varčevanja ipd. (Aristovnik, 2001, str. 14). Da se doseže ustrezna obrestna mera je znova pomembno dokončanje strukturnih reform, kar izboljšuje zaupanje gospodarskih subjektov v domači finančni sistem, hkrati z liberalizacijo finančnih trgov, ki zagotovijo učinkovit prenos kapitala od varčevalcev k investitorjem. Ob vključevanju Slovenije v Evropsko unijo in kasneje v Evropsko monetarno unijo, se bo slovenska denarna oblast morala odpovedati številnim pristojnostim. Najpomembnejši bosta prevzem sistema trdnega deviznega tečaja in odpoved samostojnemu vodenju denarne politike, ki jo bo prevzela Evropska centralna banka, ter popolna liberalizacija kapitalskega računa. Ob tem dejstvu bo potrebno ukrepe prilagajanja spremeniti v smeri bolj posrednih metod obvladovanja procesov liberalizacije. V tej smeri se zahteva restrukturiranje trga dela (večja fleksibilnost), pospešen razvoj trga kapitala in finančnega posredništva, ustrezen nadzor nad tveganji, ustrezno načrtovanje porabe v javnih financah in obvladovanje plačilnobilančnih tokov.

Literatura

1. Aristovnik Aleksander: Teoretični in praktični vidik uravnovešanja plačilne bilance majhnega odprtega gospodarstva. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 110 str.
2. Aristovnik Aleksander: Javnofinančni primanjkljaj in primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance Slovenije. IB revija, Ljubljana, 35 (2001), 2-3, str. 4-15.
3. Aristovnik Aleksander: Vloga makroekonomske politike pri doseganju zunanje ravnovesja držav Srednje in Vzhodne Evrope. Naše gospodarstvo, Maribor, 47 (2001a), 3-4, str. 247-267.
4. Bole Velimir: Kapitalski in tekoči račun (Ob razpravi o odpiranju kapitalskega računa). Gospodarska gibanja (EIPF), Ljubljana, 2000, 314, str. 37-47.
5. Calderon Cesar, Chong Alberto in Loayza Norman: Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries. World Bank, 1999.
[URL: <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/51/dtbc51.pdf>], 17. 05. 2002.
6. Capriolo Gonzalo: Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance v letu 1999: je primanjkljaj vzdržen? Plačilnobilančni primanjkljaj – da ali ne in kako ga financirati. Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 7-8, str. 28-30.
7. Cashin Paul, McDermott John: Terms of Trade Shocks and the Current Account. IMF Working Paper, 1998. 40 str.
8. Catte Pietro: Current Accounts: Are they Still Relevant for and within a Monetary Union? Oesterreichische Nationalbank. Current Account Imbalances: In East and West: Do They Matter?, Vienna, 1997, 16-18, str. 144-168.
9. Cetinski Andrej: O vzrokih za plačilnobilančni primanjkljaj in njihovem zdravljenju. Plačilnobilančni primanjkljaj – da ali ne in kako ga financirati. Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 7-8, str. 30-32.
10. Chinn Menzie, Prasad S. Enswar: Medium-term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing countries: An Empirical Exploration. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2000.
[URL: <http://papers.nber.org/papers/w7581.pdf>], 17. 05. 2002.
11. DeBelle Guy, Faruqee Hamid: What Determines the Current Account? A Cross-Sectional and Panel Approach. IMF Working Paper, 1996. 34 str.
12. Dornbusch Rudiger in Fischer Stanley: Macroeconomics. Sixth Edition. New York: McGraw-Hill, Inc., 1994. 635 str.
13. Edwards Sebastian: Does the Current Account Matter? IMF Working Paper, 2001. 71 str.
14. Gandolfo Giancarlo: International Economics II – International Monetary Theory and Open – Economy Macroeconomics. Second Edition. Berlin: Springer – Verlag, 1995. 560 str.

15. Jazbec Boštjan, Damijan Pavlič Jože: Gospodarska rast in primanjkljaj v plačilni bilanci – čas zbežnosti. Delo – sobotna priloga, Ljubljana, 14. 4. 2001, str. 13.
16. Kastelec Strojani Andreja, Čufer Uroš: Vzroki zunanje primanjkljaja. Plačilnobilančni primanjkljaj – da ali ne in kako ga financirati. Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 7-8, str. 36-37.
17. Kmet Rotija: Analiza zunanje neravnovesja v obdobju tranzicije. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 98 str.
18. Knight Malcolm: Current Accounts: What is their Relevance for Policymaking? Oesterreichische Nationalbank. Current Account Imbalances: In East and West: Do They Matter?, Vienna, 1997, 16-18, str. 28-60.
19. Kovač Miran: Primerjava plačilnih bilanc Slovenije in Madžarske v obdobju tranzicije. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 44 str.
20. Krenin Mordechai: International Economics. Fort Worth: The Dryden Press, 1991. 504 str.
21. Lavrač Vladimir, Capriolo Gonzalo: Managing Capital Inflow in Slovenia. Experience and Options. 2001.
[URL: <http://www.icegec.org/Research/FORD/Papers/lavrac.pdf>], 17. 05. 2002
22. Malačič Iztok: Kapitalski del plačilne bilance Republike Slovenije. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 155 str.
23. Markič Jože: Plačilna bilanca in napovedovanje njenega razvoja. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 99 str.
24. Milesi-Ferretti Gian Maria, Razin Asaf: Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities. IMF Working Paper, 1996. 17 str.
25. Milesi-Ferretti Gian Maria, Razin Asaf: Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Analysis. IMF Working Paper, 1998. 54 str.
26. Mrak Mojmir: Mednarodne finance 2. del. Delovni tekst učbenika. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 256 str.
27. Mrak Mojmir: Svetovni jug v pasti dolgov. Ljubljana: Delavska enotnost, 1987. 321 str.
28. Oplotnik Žan: Ocena ustreznosti politike prilaganja Banke Slovenije povečanim pretokom kapitala med 1992 in 2001. Gospodarska gibanja (EIPF), Ljubljana, 2001, 330, str. 25-43.
29. Pfajfar Lovrenc: Ekonometrija na prosojnicah (zapiski predavanj). Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 281 str.
30. Phillips Paul, Ferfila Bogomil: Monetary and Exchange Rate Policy during Slovenia's Transition. Naše gospodarstvo, Maribor, 47 (2001), 3-4, str. 205 – 222.

31. Rovan Jože, Turk Tomaž: Analiza podatkov s SPSS za Windows. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 226 str.
32. Rogelj Roman: Vaje iz statistike 2. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 244 str.
33. Salvatore Dominick: International Economics. Fifth Edition. New York: Prentice Hall International, Inc., 1995. 778 str.
34. Strojjan Anderja: Teoretična podlaga analize plačilne bilance in njenega vpliva na gospodarsko rast. Prikazi in analize. Ljubljana, VI (1998), 4, str. 51-66.
35. Štiblar Franjo: Vzdržnost plačilnobilančnega primanjkljaja. Plačilnobilančni primanjkljaj – da ali ne in kako ga financirati. Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 7-8, str. 38-40.
36. Štiblar Franjo: Vzdržnost neravnotežja v ekonomskih odnosih Slovenije s tujino. Gospodarska gibanja (EIPF), Ljubljana, marec 2000a, 314, str. 25-36.
37. Walther Ted: The World Economy. New York, John Wiley&Sons, 1997. 419 str.

Viri

1. Analiza gospodarskih gibanj v letu 2000 in napovedi za obdobje 2001 do 2003. Pomladansko poročilo 2001. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. Ljubljana, julij, 2001. 206 str.
2. Balance of Payments Manual, Fifth Edition. Washington: IMF, 1993. 188 str.
3. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, različne številke.
4. Denarni pregled. Ljubljana: Banka Slovenije, različne številke.
5. Evropski sporazum o pridružitvi med Republiko Slovenijo na eni strani in Evropskimi skupnostmi in njihovimi državami, ki delujejo v okviru Evropske unije na drugi strani. Ljubljana, Uradni list RS, št. 44/97.
6. Interni podatki Banke Slovenije. Analitsko raziskovalni center.
7. Letno poročilo Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, različne številke.
8. Ocena gospodarskih gibanj v letu 2001 in napoved za leto 2002. Jesensko poročilo 2001. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. Ljubljana, november, 2001. 175 str.
9. Pomladanska napoved gospodarskih gibanj. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. Ljubljana, marec 2002. 6 str.
10. Slovensko ekonomsko ogledalo. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, različne številke.
11. Quaterly National Accounts. Paris: OECD, 2001.

PRILOGA

Priloga 1: Pojasnjevalne spremenljivke tekočega računa plačilne bilance Slovenije

Tabela 1: Seznam in razlaga spremenljivk ter viri podatkov

Dejavniki tekočega računa	Uporabljena spremenljivka	Označba spremenljivke	Pričakovana smer gibanja (CAGDP je odvisna spremenljivka)	Vir
Gospodarska rast	Letna realna rast slovenskega bruto domačega proizvoda v % (po stalnih cenah leta 1995)	RAST	-	Analitsko raziskovalni center BS
Javnofinančna bilanca	Javnofinančni presežek/primanjkljaj v % BDP	GBGDP	+	Analitsko raziskovalni center BS
Odprtost gospodarstva	Delež vsote izvoza in uvoza blaga v % BDP	XMGDP	+ ali –	Bilten BS
Realni efektivni devizni tečaj	Logaritem realnega efektivnega deviznega tečaja (na osnovi indeksa cen življenjskih potrebščin), 1992=100	LRER	Marshall-Lerner: -	Analitsko raziskovalni center BS
Gospodarska rast evro območja	Prva diferenca letne gospodarske rasti držav evro območja (po stalnih cenah leta 1995)	DGROW	+	Quarterly National Accounts, OECD

Vir: Prirejeno po Calderon et al., 1999, str. 27.