

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
VZDRŽNOST PLAČILNOBILANČNEGA
PRIMANJKLJAJA V IZBRANIH DRŽAVAH NA
PREHODU

Ljubljana, oktober 2002

DARJA ŠTERK

IZJAVA

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

V Ljubljani, dne _____

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. KONCEPT VZDRŽNOSTI PLAČILNOBILANČNEGA PRIMANJKLJAJA	2
2.1 Opredelitev plačilne bilance in plačilnobilančnega neravnotežja	2
2.2 Plačilnobilančni primanjkljaj	4
2.3 Vzdržnost plačilnobilančnega primanjkljaja	7
3. OCENJEVANJE VZDRŽNOSTI ZA MADŽARSKO	13
3.1 Ocenjevanje vzdržnosti na podlagi makroekonomskih indikatorjev	13
3.2 Ocenjevanje vzdržnosti na podlagi modela	18
4. OCENJEVANJE VZDRŽNOSTI ZA POLJSKO	22
4.1 Ocenjevanje vzdržnosti na podlagi makroekonomskih indikatorjev	22
4.2 Ocenjevanje vzdržnosti na podlagi modela	27
5. OCENJEVANJE VZDRŽNOSTI ZA ČEŠKO	31
5.1 Ocenjevanje vzdržnosti na podlagi makroekonomskih indikatorjev	31
5.2 Ocenjevanje vzdržnosti na podlagi modela	36
6. SKLEP	40
7. LITERATURA	42
8. VIRI	43

1. UVOD

Plačilnobilančno ravnotežje je poleg doseganja zadovoljive stopnje gospodarske rasti, nizke stopnje inflacije ter polne zaposlenosti eden izmed osnovnih narodnogospodarskih ciljev. Zanimarjanje plačilnobilančnega neravnotežja s strani ekonomske politike lahko vodi do tega, da se prilagoditev uresniči s šokom oziroma krizo. Na ta način se zunanje neravnotežje sicer odpravi (zmanjša), vendar za ceno zmanjšanja stopnje gospodarske rasti, povečanja brezposelnosti in padca življenjskega standarda. Večina gospodarskih kriz v devetdesetih letih prejšnjega stoletja (na primer mehiška, češka, azijska, brazilska kriza) je bila povezana z velikimi ali naraščajočimi in eventualno nevzdržnimi plačilnobilančnimi primanjkljaji. Ker posledice kriz svarijo, je zato pozornost glede plačilnobilančnega deficita¹ utemeljena.

Namen diplomskega dela je analizirati zunanje neravnotežje v treh izbranih državah na prehodu in oceniti vzdržnost deficita tekočega računa plačilne bilance. Izbrane države so Madžarska, Poljska in Češka, razlog za ta izbor pa leži v tem, da so to države na najvišji stopnji tranzicijskega razvoja, so kandidatke za vstop v Evropsko unijo, v svojem tranzicijskem obdobju pa so se srečale z velikimi plačilnobilančnimi primanjkljaji, ki so zahtevali ukrepanje ekonomske politike.

Uvodnemu poglavju sledi drugo poglavje, ki je namenjeno predstavitvi koncepta vzdržnosti plačilnobilančnega primanjkljaja. Poglavje je sestavljeno iz treh podpoglavij. V uvodnem podpoglavju je opredeljena plačilna bilanca in plačilnobilančno neravnotežje. Naslednje podpoglavje obravnava deficitno plačilnobilančno neravnotežje, saj je problem plačilnobilančnega neravnotežja večji in pomembnejši v primeru primanjkljaja kot v primeru presežka. Zadnje podpoglavje je namenjeno opredelitvi vzdržnosti plačilnobilančnega primanjkljaja ter prikazu možnih načinov ocenjevanja vzdržnosti, kar predstavlja osrednji del tega poglavja. Ker namreč ni enostavnega kriterija, po katerem bi se ocenilo, ali je plačilnobilančni primanjkljaj vzdržen ali ne, obstajajo različni načini merjenja vzdržnosti. Ena možnost je ta, da se poleg velikosti plačilnobilančnega primanjkljaja upošteva še cela vrsta drugih makroekonomskih indikatorjev, ki dajejo koristno informacijo o vzdržnosti primanjkljaja. Druga možnost je ocenjevanje na podlagi modela. Zelo enostaven in uporaben je model investicijske banke J.P. Morgan, ki vzdržnost plačilnobilančnega primanjkljaja povezuje s stopnjo gospodarske rasti.

V tretjem, četrtem in petem poglavju se testirata dva različna načina ocenjevanja vzdržnosti plačilnobilančnega primanjkljaja na primeru treh držav na prehodu - Madžarske, Poljske in Češke. Vzdržnost primanjkljaja se najprej ocenjuje na podlagi palete makroekonomskih indikatorjev, nato pa še na podlagi modela investicijske banke J.P. Morgan.

Šesto poglavje predstavlja povzetek in zaključuje diplomsko delo.

¹ V diplomskem delu se poleg izraza "primanjkljaj" uporablja tudi njegov sinonim "deficit".

2. KONCEPT VZDRŽNOSTI PLAČILNOBILANČNEGA PRIMANJKLJAJA

2.1 Opredelitev plačilne bilance in plačilnobilančnega neravnotežja

Plačilna bilanca je osnova za kakršnokoli analizo zunanjeekonomskega položaja države, njeno poznavanje pa je ključnega pomena za vodenje ekonomske politike (Mrak, 2002, str. 5). Plačilna bilanca je osnovni element denarne politike, določa gibanja v deviznih rezervah, odraža mednarodno sodelovanje in kaže mednarodno konkurenčnost gospodarstva (Strojan, 1998, str. 52). Glavni namen plačilne bilance je informiranje državnih organov o mednarodnem položaju države in pomoč pri oblikovanju monetarne in fiskalne politike. Pri vodenju ekonomske politike državni organi redno spremljajo tudi plačilne bilance pomembnejših trgovinskih partnerjev. Informacije v plačilni bilanci so pomembne tudi za banke in podjetja, ki so vpleteni v mednarodno trgovino in mednarodne finance² (Salvatore, 1990, str. 420).

Z razvojem kapitalizma v 19. stoletju, ko je v mednarodnih ekonomskih odnosih prišlo do povečanega obsega kreditnih odnosov in različnih oblik enosmernih transferjev (npr. finančna darila), se je razvil sodobni *koncept plačilne bilance* (Mrak, 2002, str. 6), po katerem je plačilna bilanca definirana kot sistematični zapis vseh ekonomskih transakcij med rezidenti ene države in rezidenti vseh drugih držav v določenem časovnem obdobju (Balance of Payments Manual, 1980, str. 1).

Obstajata dve osnovni vrsti plačilnobilančnih transakcij. Najprej so to kreditne transakcije, katerih rezultat je priliv deviz iz tujine in se v plačilni bilanci označujejo z znakom plus. Transakcije, katerih posledica je odliv deviz v tujino, se imenujejo debetne transakcije in se v plačilni bilanci označujejo z znakom minus (Mrak, 2002, str. 10-11). Pri beleženju plačilnobilančnih transakcij se uporablja princip dvojnega knjigovodstva. To pomeni, da je vsaka transakcija v plačilni bilanci zabeležena dvakrat, enkrat na kreditni in drugič na debetni strani³. Zaradi uporabe principa dvojnega knjigovodstva mora biti vsota vseh transakcij na kreditni strani izenačena z vsoto vseh transakcij na debetni strani plačilne bilance, kar pomeni, da je saldo plačilne bilance kot celote vedno enak nič (Mrak, 2002, str. 12).

Plačilna bilanca je sestavljena iz treh osnovnih delov oziroma treh podbilanc. To so bilanca tekočega računa, bilanca kapitalskega in finančnega računa ter bilanca neto napak in izpustitev.

² Na primer pri ocenjevanju kreditne sposobnosti posojilojemalca bo posojilodajalec upošteval tudi drastičnost deficita plačilne bilance, saj v primeru devalvacije posojilojemalec težje odplačuje kredite, denominirane v tuji valuti, ker je njegova valuta manj vredna.

³ Če na primer nemško podjetje izvozi v Slovenijo avtomobile v vrednosti 50 milijonov evrov (EUR), ki jih slovenski uvoznik plača z zmanjšanjem svojega premoženja pri nemški banki, bo to v plačilni bilanci Slovenije zabeleženo kot uvoz avtomobilov (-50 mio EUR) s protipostavko zmanjšanje terjatev do tujine oziroma zmanjšanje bančnih depozitov (+50 mio EUR) (Mrak, 2002, str. 12).

Transakcije *tekočega računa* plačilne bilance so razdeljene na štiri osnovne skupine. To so blagovna menjava, menjava storitev, dohodki od dela in kapitala (med dohodke od kapitala spadajo obresti na kredite in dividende na lastniške vrednostne papirje, med dohodke od dela pa se uvrščajo zasluži tistih delavcev, ki niso rezidenti v dotični državi – sezonski delavci in dnevni ali tedenski migranti) ter tekoči transferji (gre za transakcije, ki ne rezultirajo v obveznosti do vračila, npr. nepovratna finančna pomoč oziroma finančno darilo, pomoč v blagu, pokojnine, invalidnine in nakazila zdomcev) (Mrak, 2002, str. 17-18).

V *kapitalskem in finančnem računu* plačilne bilance se beležijo transakcije, ki se nanašajo na prilive in odlive kapitala v državo in iz nje. Do priliva kapitala iz tujine pride takrat, ko se zmanjša premoženje rezidentov v tujini (kar pomeni zmanjšanje terjatev do tujine) ali ko se poveča premoženje nerezidentov v državi (kar pomeni povečanje obveznosti do tujine). Nasprotno pa odliv kapitala pomeni povečanje terjatev do tujine ali zmanjšanje obveznosti rezidentov do nerezidentov (Mrak, 2002, str. 18).

V kapitalnem računu se beležijo transakcije, ki vključujejo kapitalske transferje (npr. nakup ali prodaja nepremičnin, odpis dolgov) ter patente in licence (Mrak, 2002, str. 19).

Finančni račun plačilne bilance pa sestavljajo štiri skupine ekonomskih transakcij. To so neposredne naložbe, naložbe v vrednostne papirje ali portfolio investicije, druge naložbe (trgovinski ali komercialni krediti, bančne vloge, zadolževanje v tujini z izjemo vrednostnih papirjev, vključno s krediti Mednarodnega denarnega sklada oz. IMF-a in bančnimi krediti) ter mednarodne denarne rezerve (Mrak, 2002, str. 19-20).

Ker se transakcije v plačilni bilanci beležijo po principu dvojnega knjigovodstva, je po definiciji vsota vseh transakcij enaka nič. V praksi to ni res, saj nekatere transakcije niso zabeležene, prihaja pa tudi do napak pri beleženju posameznih transakcij⁴. Z namenom zadostiti zahtevi dvojnega knjigovodstva, da je saldo plačilne bilance enak nič, je bila uvedena posebna postavka, ki se imenuje *neto napake in izpustitve*. Ta je po višini enaka razliki med vsoto kreditnih in vsoto debetnih postavk (Mrak, 2002, str. 22).

Zaradi uporabe principa dvojnega knjigovodstva je saldo plačilne bilance vedno enak nič in je plačilna bilanca kot celota vedno v ravnotežju, zato o neravnotežju lahko govorimo samo pri posameznih delih plačilne bilance. V analitične namene se plačilna bilanca preseka na dva dela, in sicer na del, ki zajema transakcije »nad črto«, in na del, ki zajema transakcije »pod črto«. Zaradi principa dvojnega knjigovodstva mora biti vsota transakcij »nad črto« enaka vsoti transakcij »pod črto«, seveda z nasprotnim predznakom. Obstajajo različni preseki

⁴ Za ilustracijo si predstavljajmo, da na primer ameriška izvozna dokumentacija vrednoti neko blago po ceni 10.000 USD, medtem ko dejanski pogoji prodaje narekujejo plačilo v višini 9.000 USD s strani tujega uvoznika, ki to plačilo opravi z obremenitvijo računa pri banki v ZDA. Na podlagi izvozne dokumentacije bi plačilnobilančni statistiki beležili izvoz blaga kot kreditno postavko v višini 10.000 USD, pri kratkoročnih obveznostih do tujine pa bi ugotovili, da so ameriške banke zabeležile zmanjšanje teh obveznosti samo v višini 9.000 USD (ob predpostavki, da ni drugih transakcij). Posledično bi vsota kreditnih postavk presežala vsoto debetnih postavk za 1.000 USD (Fieleke, 1996, str. 10).

plačilne bilance in zato različni koncepti plačilnobilančnega neravnotežja (Mrak, 2002, str. 23-24). Eden izmed osnovnih presekov plačilne bilance je *bilanca tekočega računa*. Saldo tekočega računa je najpomembnejši indikator zunanjega neravnotežja države, zato se z izrazom *plačilnobilančno neravnotežje* običajno misli ravno na neravnotežje v tekočem računu plačilne bilance. Presežek ali suficit v bilanci tekočega računa pomeni, da država s svojimi rednimi dejavnostmi ustvari več deviznih sredstev kot jih za te dejavnosti potrebuje. To pomeni, da ima država primanjkljaj v kapitalskem in finančnem delu plačilne bilance in je zato neto izvoznica kapitala, zaradi česar se povečujejo njene terjatve do tujine ali zmanjšujejo njene obveznosti do tujine. Če država s svojimi rednimi dejavnostmi ustvari manj deviznih sredstev kot jih potrebuje, ima primanjkljaj ali deficit v tekočem delu plačilne bilance. Primanjkljaj teh sredstev mora pokriti s prilivom kapitala iz tujine, kar pomeni, da je država neto uvoznica kapitala (Mrak, 2002, str. 25). Zaradi deficita tekočega računa plačilne bilance je država bodisi manjši neto upnik bodisi večji neto dolžnik do tujine.

Dolgoročno plačilnobilančno ravnotežje se tako lahko opredeli kot ravnotežje na tekočem računu plačilne bilance, saj je to edina oblika ravnotežja, v katerem se neto dolžniški oziroma neto upniški položaj države ne spreminja, kar predstavlja situacijo, ki jo mora država na dolgi rok dosegati (Mrak, 2002, str. 301).

2.2 Plačilnobilančni primanjkljaj

V literaturi se po pravilu analizira deficitno neravnotežje plačilne bilance. Razlog je v tem, da je problem plačilnobilančnega neravnotežja večji in pomembnejši v primeru primanjkljaja kot v primeru presežka (Ćirović, 1980, str. 17). Z izrazom plačilnobilančni primanjkljaj se običajno misli na primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance, saj se bilanca tekočega računa najpogosteje uporablja v analitične namene.

Saldo tekočega računa plačilne bilance določa razvoj stanja neto terjatev ali obveznosti države do tujine. Odraža spremembe fiskalnega položaja in odločitve domačih in tujih rezidentov o varčevanju in investiranju. Ker je tekoči račun pomembna ekonomska spremenljivka, si nosilci ekonomske politike prizadevajo razložiti njegova gibanja, oceniti vzdržan nivo in z ukrepi ekonomske politike doseči spremembe v tekočem računu (Knight, Scacciavillani, 1998, str. 4).

Poglavitne povezave tekočega računa plačilne bilance z ostalimi statistikami so razvidne iz naslednjih obrazcev (Strojan, 1998, str. 55):

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

$$CAB = X - M + NY + NCT \quad (2.2)$$

$$GNDY = GDP + NY + NCT = C + G + I + CAB \quad (2.3)$$

$$S = GNDY - C - G = I + CAB \quad (2.4)$$

$$CAB = S - I = (S_p - I_p) + (S_g - I_g), \quad (2.5)$$

pri čemer je GDP - bruto domači proizvod, C - osebna poraba, G - državna poraba, I - investicije, X - izvoz blaga in storitev, M - uvoz blaga in storitev, CAB - tekoči račun plačilne bilance, NY - neto dohodki od dela in kapitala iz tujine, NCT - neto tekoči transferji, GNDY - bruto nacionalni razpoložljivi dohodek, p - privatni sektor in g - državni sektor.

Enačba (2.5) predstavlja vrzel med prihranki in investicijami in se pogosto uporablja za analizo salda tekočega računa plačilne bilance (Strojan, 1998, str. 55). Enačba pravi, da bo država imela presežek v tekočem računu plačilne bilance, če domače varčevanje države presega njene domače investicije. V nasprotnem primeru bo država imela deficit tekočega računa, ki ga mora financirati s prilivom kapitala iz tujine (Mrak, 2002, str. 33). Nadalje enačba pove, da je bilanca tekočega računa države enaka saldu varčevanja/investicij privatnega sektorja in saldu državnega proračuna. Glede na to, da privatni sektor običajno privarčuje več kot investira, primanjkljaj v tekočem računu pomeni, da privatni sektor ne ustvari dovolj neto prihrankov, da bi se z njimi pokril proračunski primanjkljaj (Mrak, 2002, str. 35). Izboljšanje salda tekočega računa pomeni, da je prišlo do zmanjšanja proračunskega primanjkljaja (oziroma povečanja proračunskega presežka), povečanja privatnih prihrankov in/ali zmanjšanja privatnih investicij (Strojan, 1998, str. 55).

Država s plačilnobilančnim deficitom ima na voljo dve osnovni alternativni za reševanje deficita. Prva možnost je financiranje deficita s prilivi tujega kapitala (tuje direktne investicije, portfolio investicije, krediti) in zmanjšanjem mednarodnih denarnih rezerv, kar ne spreminja proizvodne strukture gospodarstva. Druga možnost je plačilnobilančno prilagajanje, kar pomeni spremembo strukture proizvodnje ter izvoza in uvoza tako, da se bo deficit plačilne bilance zmanjšal (Mrak, 2002, str. 39).

Države s plačilnobilančnim primanjkljajem običajno uporabljajo kombinacijo obeh alternativ. Ker deficiti plačilne bilance običajno niso posledica kratkoročnih motenj, njihovo financiranje ni dolgoročno rešitev. Financiranje brez plačilnobilančnega prilagajanja bi lahko imelo negativne učinke, na primer povečanje zunanje zadolženosti, povečanje problemov pri servisiranju zunanjega dolga in zmanjšanje kreditne sposobnosti države (Mrak, 1987, str. 224-225). Država, ki ima omejen dostop do tujih finančnih sredstev in/ali omejene devizne rezerve, mora plačilnobilančno prilagajanje izvesti v bistveno krajšem času kot država, ki ima dostop do tujega kapitala in/ali znatne devizne rezerve. Hitrejše ko je plačilnobilančno prilagajanje, večji so stroški, ki se kažejo v obliki padca gospodarske rasti, zaposlenosti, znižanja življenjskega standarda in povečanja socialnih in političnih trenj v državi (Mrak, 2002, str. 40).

Deficit tekočega računa plačilne bilance se lahko financira s prilivi lastniškega kapitala (neposredne in portfolio lastniške investicije), s prilivi dolžniškega kapitala (kreditni, obveznice) in z mednarodnimi denarnimi rezervami države. Primernost uporabe mednarodnih rezerv za financiranje deficita je odvisna od tega, v kolikšni meri je deficit začasne narave. V primeru enkratnih šokov, npr. slabe letine, lahko mednarodne rezerve absorbirajo šok in omogočajo začasno preseganje absorpcije nad proizvodom. Če pa se pričakuje trajnejše

neravnotežje tekočega računa, potem financiranje z rezervami ni ustrezno in so potrebni prilagoditveni ukrepi (Ouanes, Thakur, 1997, str. 113).

Financiranje s prilivi tujega kapitala povečuje obveznosti države do tujine. Ko se država zadolži v tujini, bo morala del svojih izvoznih prihodkov namenjati za servisiranje dolgov. To pa pomeni, da se zmanjšuje razpoložljivi obseg deviznih sredstev, ki ga država lahko nameni za financiranje uvoza (Mrak, 2002, str. 580). Da si država ne bi ustvarila dolžniških problemov, je dobro, da izposojena sredstva porabi na tak način, da se ustvarjajo devizni prihodki, potrebni za servisiranje dolgov. Sredstva, izposojena v tujini, se lahko porabijo za povečanje investicij v neposredno produktivnih sektorjih gospodarstva. S tem se omogoča povečanje bruto domačega proizvoda države in tudi njenega izvoza, kar kljub povečanim obveznostim vračanja tujih kreditov ne povečuje relativnega bremena zunanje zadolženosti države. Izposojena sredstva se lahko namenijo tudi za vzdrževanje ali celo povečanje končne potrošnje. V tem primeru se produktivni potenciali države ne povečajo, kar ob povečanih obveznostih vračanja tujih kreditov pomeni tudi povečanje relativnega bremena zunanjih dolgov za državo. Relativno breme zunanjih dolgov se povečuje tudi takrat, ko se tuji krediti uporabljajo predvsem za investicije v projekte, ki neposredno ne ustvarjajo deviznih prihodkov, potrebnih za servisiranje dolgov. Gre torej za investicije v direktno neproduktivne sektorje gospodarstva, kot so na primer izobraževanje, zdravstvo in infrastruktura (Mrak, 1987, str. 139-140).

V splošnem obstaja odklonilno stališče do plačilnobilančnih deficitov, že zaradi negativne konotacije besede deficit, pa tudi zaradi primerov številnih držav, ki so zašle v krizo in so imele plačilnobilančne primanjkljaje. Potrebno je poudariti, da deficit tekočega računa plačilne bilance ni a priori nekaj slabega. Zaradi deficita lahko država troši več kot proizvede v določenem obdobju, kar pomeni doseganje večjega življenjskega standarda. Priliv tujega kapitala omogoča realizacijo investicijskih projektov, s katerimi se povečuje proizvodna in izvozna kapaciteta gospodarstva, kar pospešuje gospodarsko rast. Primanjkljaj tekočega dela plačilne bilance torej odraža sposobnost gospodarstva, da se razvija in pomeni prihajajoče vire, ki financirajo investicijsko povpraševanje. Tak deficit praviloma ni problematičen, ampak je celo koristen. Problematičen je tisti deficit, ki pokriva čezmerno končno porabo, ki v prihodnosti ne generira dohodka za servisiranje dolga (Oplotnik, 1999, str. 90).

Nevarnost, ki jo prinaša plačilnobilančni deficit, je kopičenje zunanjega dolga, ki ga država v prihodnosti ne bo sposobna servisirati oziroma obvladovati. Višja ko je zunanja zadolženost države, težje bo ta država prišla do novih kreditov, to pa pomeni težje financiranje deficita tekočega računa. Če bi bile možnosti financiranja neomejene, ne bi bilo razlogov, da bi bili zaskrbljeni nad primanjkljajem v tekočem delu plačilne bilance (Rant, 2000, str. 34). Ker pa so možnosti financiranja omejene, se mora temu prilagoditi tudi tekoči račun plačilne bilance.

Država, ki ima majhne devizne rezerve in nima več dostopa do mednarodnih trgov kapitala oziroma je soočena z nenadnim obratom tokov kapitala zaradi izgubljenega zaupanja tujih kreditorjev in investitorjev, mora deficit tekočega računa spremeniti v suficit, kar pomeni, da

je država prisiljena iti v plačilnobilančno prilagajanje, saj se presežni uvoz mora prilagoditi možnostim financiranja. Ključni problem pri deficitu tekočega računa plačilne bilance je ta, da se država lahko znajde v situaciji, ko mora primanjkljaj tekočega računa odpraviti v relativno kratkem času oziroma ko mora namesto deficita dosežati suficit. Hitro plačilnobilančno prilagajanje države je mogoče doseči samo z drastičnim zmanjšanjem povpraševanja, kar se običajno odrazi v zmanjšanju obsega njene proizvodnje in v naraščanju stopnje brezposelnosti (Mrak, 2002, str. 620). Prehod iz deficita v suficit se v relativno kratkem času ne more doseči z znatnim povečanjem izvoza, ampak le z močnim zmanjšanjem uvoza. Če v strukturi uvoza prevladujeta repromaterial in nafta, bo gospodarska rast države močno prizadeta. Drastično plačilnobilančno prilagajanje prinese s seboj vrsto negativnih posledic, na primer zmanjšanje stopnje gospodarske rasti, povečanje brezposelnosti, povečanje neizkoriščenosti gospodarskih kapacitet, znižanje stopnje investiranja, pomanjkanje uvoznih komponent, potrebnih za proizvodnjo ter povečanje socialnih in političnih problemov (Mrak, 1987, str. 121). Tako je cena za doseganje plačilnobilančnega ravnotežja povečanje notranjeekonomskih problemov.

Primeri številnih kriz dokazujejo, da se velikih deficitov tekočega računa plačilne bilance ne sme zanemarjati, kar pa seveda ne pomeni, da vsak visok plačilnobilančni deficit vodi v krizo, niti ne pomeni tega, da do krize lahko pride le takrat, ko je plačilnobilančni deficit visok (Edwards, 2001, str. 38). Po krizah v 1990-ih letih se je izkazalo, da pravzaprav ni pomembno to, ali ima država visok plačilnobilančni deficit, ampak to, ali je ta deficit vzdržen (Edwards, 2001, str. 10).

2.3 Vzdržnost plačilnobilančnega primanjkljaja

Pri ocenjevanju vzdržnosti plačilnobilančnega primanjkljaja se ne moremo naslanjati samo na njegovo velikost, saj določena raven deficita tekočega računa ni *per se* indikator vzdržnosti zunanjega neravnotežja. V eni državi je lahko relativno nizek deficit tekočega računa nevzdržen, medtem ko je v drugi državi lahko relativno visok deficit vzdržen. Nesmiselno je torej trditi, da deficit, ki presega na primer 4 % BDP-ja oziroma katerokoli drugo arbitrarno določeno mejo, ni vzdržen. Na žalost ni enostavnega kriterija, ki bi nam pomagal določiti, ali je deficit tekočega računa vzdržen ali ne.

Če je država neto dolžnik in ima plačilnobilančni deficit, ki povečuje stanje obveznosti države do tujine, je prvo vprašanje, ki se zastavlja pri ocenjevanju vzdržnosti zunanjega neravnotežja, ali je država *solventna*, kar pomeni, da je sposobna v prihodnosti generirati zadostne presežke tekočega računa (izvzeta so plačila obresti) za odplačilo obstoječih zunanjih obveznosti. Država je torej solventna, če je sedanja diskontirana vrednost prihodnjih presežkov tekočega računa vsaj enaka sedanji vrednosti zunanjega dolga (Ouanes, Thakur, 1997, str. 107). Da bi država ostala solventna, delež neto zunanjih obveznosti v BDP-ju ne more naraščati brez meja. Kot enostavno merilo solventnosti se lahko vzame tisti saldo trgovinske bilance, ki ga mora država dosežati za ohranjanje deleža zunanjih obveznosti v BDP-ju na konstantni ravni (World Economic Outlook, 1998, str. 86).

Za državo, ki je neto dolžnik in ima vztrajne deficite v bilanci tekočega računa in trgovinski bilanci, kriterij solventnosti zahteva preobrat trgovinske bilance iz deficita v suficit. Pri tem je zelo pomembno, ali se ta preobrat lahko doseže gladko, brez motenj v ekonomski aktivnosti, ali pa je preobrat hiter, kot na primer v primeru naglega obrata kapitalskih tokov. V tem primeru je značilnost kriznega obdobja velika kontrakcija v potrošnji in gospodarski aktivnosti, oster obrat v trgovinski bilanci ter nesposobnost države, da v celoti servisira obstoječe zunanje obveznosti (Milesi-Ferretti, Razin, 1996, str. 3). Pri ocenjevanju vzdržnosti plačilnobilančnega primanjkljaja je torej vprašanje, ali se ob nadaljevanju obstoječe ekonomske politike prelomna točka iz trgovinskega deficita v suficit lahko doseže gladko, kar pomeni brez drastičnih sprememb v potrošnji in ekonomski aktivnosti. Če je odgovor pritrdilen, potem je saldo tekočega računa vzdržen. *Nevzdržen* deficit tekočega računa se lahko definira kot tisti deficit, ki bi ob nespremenjeni ekonomski politiki v prihodnosti zahteval drastične spremembe ekonomske politike za doseg obrata v trgovinski bilanci (na primer nenadna restriktivnost ekonomske politike, ki bi povzročila recesijo) ali pa bi vodil v finančno krizo (na primer zlom deviznega tečaja, ki zmanjša sposobnost servisiranja zunanjih obveznosti v celoti). Drastično spremembo ekonomske politike ali obdobje krize lahko sprožijo domači ali zunanji šoki, ki povzročijo spremembe v zaupanju investitorjev in obrat mednarodnih tokov kapitala (Milesi-Ferretti, Razin, 1996, str. 9-10).

Vzdržna raven deficita je različna od države do države in je odvisna od makroekonomskih značilnosti posamezne države, kar pomeni, da si lahko nekatere države zaradi ostalih ugodnih makroekonomskih parametrov »privoščijo« večji primanjkljaj kot druge (Oplotnik, 1999, str. 89). Zato se vzdržnost zunanjega neravnotežja lahko ocenjuje tako, da se poleg velikosti plačilnobilančnega primanjkljaja upošteva še celo vrsto *drugih makroekonomskih indikatorjev*, ki dajejo koristno informacijo o ranljivosti države na zunanje šoke in spremembe v zaupanju tujih investitorjev. Deficit tekočega računa, ki je povezan z veliko apreciacijo nacionalne valute, fiskalnim deficitom, nizko stopnjo varčevanja in gospodarske rasti, z naraščajočim zunanjim dolgom, neustreznimi denarnimi rezervami ter politično nestabilnostjo lahko hitro vodi v krizo. Večje ko je število indikatorjev, ki kažejo na nevzdržnost deficita tekočega računa, večja je verjetnost, da bo država zašla v krizo. V nadaljevanju bodo podrobneje predstavljeni nekateri kriteriji za ocenitev vzdržnosti plačilnobilančnega primanjkljaja.

Vir deficita tekočega računa

Ker je saldo tekočega računa enak razliki med narodnogospodarskim varčevanjem in investicijami, lahko deficit tekočega računa izvira iz padca varčevanja, ali pa iz povečanja investicij. Višja raven investicij implicira višjo prihodnjo stopnjo rasti, saj se z investicijami povečuje proizvodna in izvozna kapaciteta gospodarstva, kar omogoča generiranje deviznih prihodkov za prihodnje odplačevanje zunanjega dolga (Milesi-Ferretti, Razin, 1996, str. 33). Povsem drugače je, če deficit izvira iz povečanja končne potrošnje (nižjega varčevanja), saj se v tem primeru produktivni potenciali države ne povečajo, to pa pomeni povečanje relativnega bremena zunanjih dolgov za državo. Rant pravi, da je »nastajanje primanjkljaja na temelju končne porabe zanesljivo znamenje nevzdržnosti primanjkljaja v plačilni bilanci« (Rant,

2000, str. 35). Tako je deficit, ki izvira iz povečanja investicij, bolj vzdržen kot deficit, ki izvira iz povečanja končne potrošnje⁵.

Gospodarska rast

Z vidika vzdržnosti primanjkljaja tekočega računa je pomemben podatek o gospodarski rasti. Visok primanjkljaj tekočega računa je praviloma bolj vzdržen, če je gospodarska rast višja oziroma če se pričakuje ohranjanje visokega tempa rasti. V tem primeru bo lahko visoka gospodarska rast vodila v manjši porast zunanjskega dolga v primerjavi z BDP-jem in s tem v morebitno lažje servisiranje zunanjskega dolga (Strašek, 2000, str. 37-38).

Sestava tekočega računa

Vzdržnost neravnotežja tekočega računa utegne biti manjša, če le-ta izvira iz velikega primanjkljaja trgovinske bilance kot pa iz velikega primanjkljaja bilance dohodkov od dela in kapitala. Ob danem primanjkljaju tekočega računa lahko velik in obstojen trgovinski deficit kaže strukturne probleme konkurenčnosti, medtem ko utegne biti velik primanjkljaj v bilanci faktorskih dohodkov kazalnik zunanjskega dolga, akumuliranega v preteklosti (Roubini, Wachtel, 1998, str. 7).

Sestava in velikost kapitalskih prilivov

Sestava kapitalskih prilivov, s katerimi se financira določen deficit tekočega računa, je pomembna determinanta vzdržnosti tekočega računa. Bolj ko je financiranje stabilno, bolj je plačilnobilančni deficit vzdržen. Kratkoročni tokovi kapitala so bolj nevarni od dolgoročnih kapitalskih tokov, tokovi lastniškega kapitala so bolj stabilni od tokov dolžniškega kapitala, tokovi v obliki posojil s strani tujih bank pa so manj volatilni od tokov v obliki obveznic (Roubini, Wachtel, 1998, str. 7-8). Za najbolj stabilno obliko kapitalskega priliva veljajo *tuje direktne investicije*, saj je verjetnost obrnljivosti najmanjša. Medtem ko lahko v primeru krize tuji investitorji hitro prodajo domače vrednostne papirje, banke pa ne obnavljajo več kreditov, lastniki fizičnega kapitala ne morejo najti kupcev tako hitro (World Economic Outlook, 1998, str. 82). Značilnost tujih direktnih investicij kot oblike kapitalskega priliva je ta, da ne vključujejo samo prenosa sredstev, ampak tudi pridobitev delnega ali popolnega nadzora nad podjetjem, v katerega se investira. Tuje direktne investicije so cenjene ne samo zato, ker ne ustvarjajo dolžniških obveznosti za državo prejemnico, ampak tudi zato, ker predstavljajo pomembno sredstvo za prenos tehničnih in upravljalških znanj iz tujine (Ouanes, Thakur, 1997, str. 112). Pri tujih direktnih investicijah je potrebno razlikovati med t.i. greenfield investicijami, ki so povezane z izgradnjo novega fizičnega premoženja (npr. izgradnja novih tovarn), in investicijami, ki so povezane s pridobitvijo obstoječega premoženja (npr. preko privatizacije). Če je večina priliva tujih direktnih investicij v državo posledica prodaje državnega premoženja z namenom financiranja proračunskega primanjkljaja, to seveda ni zdrava strategija za prihodnost. Sčasoma se namreč državno premoženje zmanjša, kar lahko

⁵ Predpostavka je, da investicije povečujejo gospodarsko rast in sposobnost servisiranja zunanjskega dolga. Investicije, ki so neučinkovite, ali pa investicije v nemenjalnem sektorju, ne povečujejo sposobnosti generiranja prihodnjih trgovinskih presežkov, zato v tem primeru večja stopnja investicij ni povezana z večjo vzdržnostjo plačilnobilančnega deficita (Milesi-Ferretti, Razin, 1996, str. 33).

državo pri odsotnosti fiskalne prilagoditve postavi v neugoden finančni položaj. Če se proračunski deficit ne zmanjša, lahko tveganje nenadnega upada tujih direktnih investicij pripomore k nestabilnosti deviznega tečaja. To tveganje bo zmanjšano, če druge oblike tujih direktnih investicij lahko nadomestijo državne privatizacijske projekte (Vujčić, 2001, str. 9-10). Ob dejstvu, da so tuje direktne investicije najbolj zaželen vir financiranja plačilnobilančnega primanjkljaja, pa se je potrebno zavedati, da tuje direktne investicije niso nujno na dolgi rok neškodljive. Če v državi ni atraktivnih možnosti za reinvestiranje dobička, potem investitor dobička ne bo reinvestiral v državi, v kateri je dobiček ustvaril, ampak ga bo investiral v drugo državo. To bo v plačilni bilanci zabeleženo kot debetna transakcija (znak minus), in sicer v postavki dohodki od dela in kapitala, kar bo negativno vplivalo na saldo tekočega računa. Financiranje s tujimi direktnimi investicijami je vsekakor boljše od financiranja z dolgom, vendar pa, gledano dolgoročno, ne daje nobene garancije, da država ne bo zašla v težave.

Ni neobičajno, da so veliki prilivi kapitala celo večji od deficita tekočega računa. Na kratek rok ti prilivi povečujejo vzdržnost deficita tekočega računa, čez čas pa lahko prispevajo k njegovi nevzdržnosti iz dveh razlogov. Prvič, veliki prilivi kapitala so najpogosteje povezani z akumulacijo reverzibilnih portfolio investicij, in drugič, povzročajo nominalno apreciacijo domače valute, kar zmanjšuje konkurenčnost izvoza države in s tem sposobnost zaustaviti povečevanje deficita tekočega računa. Če želi centralna banka preprečiti apreciacijo domače valute, bo intervenirala na deviznem trgu z nakupom deviz. V tem primeru se bodo njene devizne rezerve povečale, kar povečuje vzdržnost zunanjega neravnotežja. Če centralna banka ob tem ne izvaja sterilizacije, se bo povečala količina denarja v obtoku, kar vodi v višjo stopnjo inflacije in višjo realno apreciacijo. Če centralna banka izvaja sterilizacijo, pa se domače obrestne mere ohranjajo na visoki ravni, s čimer se prvotni vir nominalne apreciacije ne odpravi, zato se prilivi kapitala nadaljujejo in preprečujejo kakršnokoli nominalno depreciacijo, ki bi bila potrebna za vzpostavitev zunanje konkurenčnosti države, ki je soočena z naraščajočim deficitom tekočega računa (Roubini, Wachtel, 1998, str. 8).

Realni devizni tečaj

Realna apreciacija domače valute slabi konkurenčnost države, kar vodi do poslabšanja trgovinske bilance. Deficit tekočega računa bo tako manj vzdržen, če ga spremlja realna apreciacija domače valute. Realna apreciacija namreč vodi k večji porabi uvoženega blaga, kar primanjkljaj še poveča. Situacija se izboljša, če je uvoz osredotočen na investicijske dobrine in ne na končno potrošnjo. Ni nujno, da bo vsaka realna apreciacija povzročila probleme vzdržnosti tekočega računa iz vsaj dveh razlogov. Če je pred realno apreciacijo prišlo do realne depreciacije, je lahko sedanja apreciacija le korak k vzpostavitvi starega ravnotežja. Poleg tega pa ni nujno, da realna apreciacija pomeni odstopanje od ravnotežnega deviznega tečaja, ampak lahko apreciacija izhaja iz sprememb v temeljih gospodarstva, ko na primer visoka stopnja produktivnosti v menjalnem sektorju povzroči apreciacijo, kar pomeni apreciacijo dolgoročnega ravnotežnega deviznega tečaja (Roubini, Wachtel, 1998, str. 8-9).

Devizne rezerve in breme zunanjega dolga

Konvencionalni kazalec teže dolga se izračuna kot razmerje med zunanjim dolgom in izvoznimi prihodki ali bruto domačim proizvodom (Ouanes, Thakur, 1997, str. 111), poleg velikosti dolga pa je pomembna tudi ročna in valutna struktura dolga, saj bo pri dolgu, denominiranem v tuji valuti, deprecijacija domače valute povečala breme zunanjega dolga (Roubini, Wachtel, 1998, str. 8). Splošno pravilo glede velikosti dolga pravi, da delež dolga v izvozu blaga in storitev naj ne bi presegal 200 %, razmerje med letnim obsegom servisiranja dolga in izvozom blaga in storitev naj ne bi bilo večje od 25 %, delež dolga v BDP-ju pa naj ne bi presegal 40 % (Williamson, 1999, str. 24). Svetovna banka postavlja kritične vrednosti za razmerje med dolgom in BDP-jem pri 80 odstotkih, za razmerje med dolgom in izvozom blaga in storitev pa pri 220 odstotkih. Če katerikoli kazalec presega kritične vrednosti, se država klasificira kot visoko zadolžena. Če kritične vrednosti niso presežene, a je kvocient enak trem petinam kritične vrednosti ali več, spada država med srednje zadolžene države, v nasprotnem primeru pa se uvršča med nizko zadolžene države (Global Development Finance, Analysis and Summary Tables, 2001, str. 139).

Velik dolg do tujine bo otežkočal financiranje neravnotežja tekočega računa, zato je sposobnost vzdrževanja določene stopnje primanjkljaja pogojena s količino deviznih rezerv, ki jih ima nacionalna ekonomija (Oplotnik, 1999, str. 92). Raven deviznih rezerv daje tujim investitorjem pomembne signale (npr. potreba po spremembi tečaja), zato je pri ohranjanju zaupanja investitorjev pomembno vzdrževati ustrezno raven deviznih rezerv (Ouanes, Thakur, 1997, str. 113). Konvencionalni kazalec ustreznosti deviznih rezerv je razmerje med deviznimi rezervami in mesečnim uvozom blaga in storitev, pri čemer naj bi bile devizne rezerve enake vsaj trem mesecem uvoza. Drugi kazalec ustreznosti rezerv pa je razmerje med denarnim agregatom M2 in deviznimi rezervami, saj devizne rezerve v primeru krize ali panike, ko želijo imetniki likvidnih sredstev le-te spremeniti v devize, služijo kot podpora domači valuti (Ouanes, Thakur, 1997, str. 115-116).

Veliko breme servisiranja tujega dolga lahko ob majhnih deviznih rezervah hitro izpodje izvozne prihodke in onemogoči uvoz investicijskih dobrin, ki so potrebne za gospodarsko rast. Ker so možnosti za rast s tem omejene, takšne ekonomije mrzlično iščejo izhod v reprogramiranju dolgov (Roubini, Wachtel, 1998, str. 9). V primeru velikih deviznih rezerv in majhnega zunanjega dolga bo primanjkljaj bolj vzdržan, četudi bo stopnja primanjkljaja v primerjavi z BDP večja od 5 % (Oplotnik, 1999, str. 92).

Bančni in finančni sistem

Vzdržnost primanjkljaja tekočega računa je odvisna tudi od razvitosti finančnega sistema v nacionalni ekonomiji. Če je ta dobro razvit, bodo tuji investitorji bolj pripravljeni financirati primanjkljaj, ki bo tako bolj vzdržan tudi pri višjih stopnjah (Oplotnik, 1999, str. 93).

Politična nestabilnost in negotovost glede makroekonomskega okolja

Podobne posledice kot jih ima dobro razvit bančni in finančni sistem na sprejemljivo stopnjo primanjkljaja ima tudi zaupanje v politično stabilnost in uspešno ekonomsko politiko države.

Pomisleki, da se lahko sedanji politični režim zamenja z režimom, ki ne bo naklonjen uglašeni makroekonomski politiki, močno omejijo pripravljenost tujih investorjev, da bi dolgoročno financirali primanjkljaj (Oplotnik, 1999, str. 94). Slaba pričakovanja glede političnega in finančnega okolja lahko prispevajo k valutni krizi, še posebej, če so makroekonomski temelji države slabi (Roubini, Wachtel, 1998, str. 10).

Vzdržnost deficita tekočega računa plačilne bilance se lahko ocenjuje tudi na podlagi *modela*. Zelo enostaven in uporaben je *model investicijske banke J.P. Morgan*, ki vzdržnost plačilnobilančnega primanjkljaja povezuje s stopnjo gospodarske rasti.

Osnovna enačba za oceno vzdržnosti pravi, da je deficit tekočega računa plačilne bilance (kot delež v BDP-ju) omejen s produktom med stopnjo rasti BDP-ja in zgornjo mejo zunanjega dolga (kot delež v BDP-ju), kar lahko zapišemo takole (Methodology brief, 1997, str. 2):

$$\frac{CAD}{y} = g \times D^m,$$

pri čemer je CAD – deficit tekočega računa, y – nominalni BDP, g – realna stopnja rasti BDP-ja in D^m – zgornja meja deleža zunanjega dolga v BDP-ju.

Enačba temelji na dveh predpostavkah (Methodology brief, 1997, str. 2 in 4):

1. *predpostavka*: Obseg zunanjega dolga kot delež BDP-ja ne more naraščati v nedogled in torej obstaja zgornja meja zunanjega dolga države kot delež BDP-ja (D^m):

$$D^m = \frac{d}{y},$$

pri čemer je d – nominalna vrednost zunanjega dolga.

To pomeni, da bo država akumulirala obveznosti do tujine po stopnji rasti BDP-ja (g):

$$\frac{\Delta d}{d} = g,$$

pri čemer je Δd neto prispevek k zunanjemu dolgu države v določenem obdobju, kar je enako presežku kapitalsko-finančnega računa plačilne bilance brez mednarodnih denarnih rezerv. Po definiciji je presežek kapitalsko-finančnega računa enak vsoti deficita tekočega računa in neto akumulaciji mednarodnih rezerv (ΔR):

$$\Delta d = CAD + \Delta R$$

2. *predpostavka*: Ni sprememb v stanju mednarodnih denarnih rezerv države, kar pomeni, da je $\Delta R = 0$.

Ocena vzdržnosti deficita tekočega računa poteka tako, da se s pomočjo osnovne enačbe ob danem deficitu tekočega računa in zunanjem dolgu izračuna tista gospodarska rast, ki bi bila potrebna, da je leva stran enačbe enaka desni strani enačbe. Ob tej gospodarski rasti plačilnobilančni primanjkljaj ne bo povečeval zunanjega dolga kot deleža v BDP-ju. Nato se ta potrebna gospodarska rast primerja z dejansko in če je potrebna gospodarska rast višja od

dejanske, deficit tekočega računa ni vzdržen, kar pomeni, da je potrebno zmanjšanje deficita ali pa povečanje dejanske stopnje rasti (Methodology brief, 1997, str. 3).

Potrebno je poudariti, da analiza zahteva ocene spremenljivk za daljše časovno obdobje. Kratkoročni podatki lahko pri zajemanju netipičnega obdobja vodijo do pristranskih zaključkov. Tako so države, ki se nahajajo na vrhu gospodarskega cikla, v boljšem položaju, države z nizko stopnjo zadolženosti pa v slabšem položaju. Da bi se ta zadnja pomanjkljivost odpravila, se pri analizi vzdržnosti deficita tekočega računa lahko predpostavlja višja zgornja meja deleža zunanjega dolga v BDP-ju (Methodology brief, 1997, str. 2-3).

V model se lahko uvede dodatna predpostavka. Ta pravi, da priliv tujih direktnih investicij ne predstavlja povečanja neto zunanjih obveznosti države v tem smislu, da državi ni potrebno generirati deviznih prihodkov v določenem obdobju za odplačilo tujih direktnih investicij. Na podlagi te predpostavke se zato lahko priliv tujih direktnih investicij odšteje od deficita tekočega računa, nato pa se izračuna tista stopnja gospodarske rasti, ki je konsistentna z zunanjo pozicijo države pri prilagojenem deficitu tekočega računa ob ohranitvi tekoče ravni zunanje zadolženosti (Methodology brief, 1997, str. 4). Če tako izračunana stopnja gospodarske rasti presega dejansko, plačilnobilančni deficit ni vzdržen. Uvedba te predpostavke lahko močno spremeni zaključke glede vzdržnosti deficita tekočega računa.

3. OCENJEVANJE VZDRŽNOSTI ZA MADŽARSKO

3.1 Ocenjevanje vzdržnosti na podlagi makroekonomskih indikatorjev

Tekoči račun

V letih 1991 in 1992 se je Madžarska srečevala z manjšimi presežki tekočega računa plačilne bilance, ki so znašali okrog 1 % BDP-ja, tem presežkom pa je sledilo kontinuirano obdobje plačilnobilančnih primanjkljajev. Leta 1993 je znašal deficit tekočega računa kar 11 % BDP-ja, leta 1994 pa skoraj 10 % BDP-ja. Po sprejetju stabilizacijskega programa leta 1995 se je situacija začela postopno umirjati, plačilnobilančni primanjkljaj se je zmanjšal in je leta 2000 znašal 3,3 % BDP-ja (kar je razvidno iz Tab. 1 na str. 15).

Pogled na strukturo tekočega računa plačilne bilance pokaže, da je Madžarska ves čas beležila presežek v bilanci tekočih transferjev (izjema je leto 1996) ter presežek v storitveni bilanci. To pomeni, da je k plačilnobilančnim primanjkljajem prispevala trgovinska bilanca, ki je bila močno negativna v celotnem obdobju primanjkljajev tekočega računa. Poleg negativne trgovinske bilance pa se je Madžarska ves čas spopadala tudi z neto odhodki od kapitala in dela, kar je v veliki meri posledica plačevanja obresti na zunanji dolg (glej Tab. 2 na str. 19).

V obdobju do leta 1993 se je ob rahlem znižanju deleža investicij v BDP-ju precej znižal delež prihrankov v BDP-ju ter izrazito povečal delež končne potrošnje v BDP-ju, kar govori v

prid temu, da so tuji prihranki namenjeni v glavnem financiranju domače potrošnje in ne investicij, ugotovitev pa potrjujejo tudi podatki o realni rasti BDP-ja, saj Madžarska v tem obdobju ne doživlja gospodarskega vzpona (Kmet, 1999, str. 57). Razkorak med varčevanjem in investicijami je bil največji v letu 1993, to pa se je odrazilo v velikem zunanem neravnotežju. Kar 81 % celotnega zunanjega neravnotežja je predstavljalo neravnovesje med varčevanjem in investicijami javnega sektorja oziroma javnofinančni primanjkljaj. Še vedno veliko zunanje neravnotežje je leta 1995 vodilo do sprejetja stabilizacijskega programa, ki je povzročil močan padec potrošnje in začasen padec investicij. Od leta 1997 dalje se letna stopnja rasti BDP-ja giblje med štirimi in petimi odstotki ob hitri rasti investicij in počasnejšemu povečevanju potrošnje (Barabás, Oblath, 2001, str. 14).

Tokovi kapitala

Pomemben vir priliva tujega kapitala v Madžarsko so že od začetka tranzicije predstavljale tuje direktne investicije, ki pa so bile v veliki meri povezane s pridobitvijo obstoječega premoženja preko privatizacije (Drábek, 1999, str. 43). Od leta 1997 dalje delež privatizacijskih prihodkov v tujih direktnih investicijah upada in je bil v letu 2000 enak nič (Barabás, Oblath, 2001, str. 16). Povprečni letni neto priliv iz naslova tujih neposrednih naložb je v obdobju 1991-2000 znašal 4,5 % BDP-ja, višek tujih direktnih investicij pa je bil dosežen v letu 1995, ko je neto priliv predstavljal kar 10 % BDP-ja. V zadnjih nekaj letih so se prilivi tujih direktnih investicij stabilizirali in predstavljajo okrog 3 % BDP-ja (glej Tab. 1 na str. 15). Kumulativni neto priliv tujih direktnih investicij v obdobju 1991-2000 je predstavljal kar dve tretjini celotnih neto prilivov kapitala v istem obdobju.

Na podlagi Tab. 1 na str. 15 se lahko ugotovi, da je povprečni letni neto priliv iz naslova portfolio investicij v obdobju 1993-2000 znašal 3,2 % BDP-ja. Neto odliv je bil zabeležen v letih 1996, 1997 in 2000. Največji neto priliv portfolio investicij je Madžarska dosegla leta 1993, ko je le-ta znašal 10,1 % BDP-ja, večino tega pa so predstavljali dolžniški vrednostni papirji oziroma državne obveznice, s katerimi se je financiral javnofinančni primanjkljaj in visok plačilnobilančni deficit. Na sploh so do leta 1995 med portfolio investicijami prevladovale obveznice, pomen lastniških vrednostnih papirjev pa je bil majhen, predvsem zaradi institucionalnih pomanjkljivosti (npr. slabo razvit trg kapitala) in slabe uspešnosti podjetniškega sektorja (Gáspár, 1999, str. 117). Po letu 1995 se je povečal priliv kapitala iz naslova lastniških vrednostnih papirjev, trg podjetniških obveznic pa je še vedno v razvoju.

Postavka neto ostale naložbe, ki zajema komercialne kredite, posojila, gotovino in vloge ter drugo, je bila v proučevanem obdobju z izjemo let 1995, 1999 in 2000 negativna. Največji neto odliv iz tega naslova je bil zabeležen leta 1996 v višini 5,6 % BDP-ja, največji neto priliv pa v letu 2000 v višini 3,6 % BDP-ja (glej Tab. 1 na str. 15).

Iz Tab. 1 na str. 15 je razvidno, da so se madžarske mednarodne denarne rezerve v obdobju 1991-2000, z izjemo let 1994, 1996 in 1997, neprenehoma povečevale. V povprečju je to povečanje znašalo 5,1 % BDP-ja letno. Največje povečanje mednarodnih denarnih rezerv v višini 12 % BDP-ja je Madžarska zabeležila v letu 1995 zaradi velikega vala privatizacijskih

prihodkov. V letu 1996 je vlada te prilive uporabila za odplačilo zunanjega dolga, kar je rezultiralo v zmanjšanju mednarodnih rezerv tega leta. Po ruski krizi se je ciljna raven mednarodnih rezerv precej povečala, večino povečanja v letu 2000 pa gre pripisati nakupu državnih vrednostnih papirjev s strani nerezidentov (Barabás, Oblath, 2001, str. 23-24).

Značilnost prilivov kapitala pred letom 1995 je bila ta, da so to bili v glavnem kompenzatorni prilivi kapitala (posojila, najeta s strani javnega sektorja za financiranje deficita tekočega računa). Neto priliv iz naslova portfolio investicij je v obdobju 1993-1995 predstavljal polovico celotnih neto prilivov kapitala v istem obdobju, v glavnem so to bile državne obveznice. Ostalo polovico so predstavljale tuje direktne investicije. Po letu 1995 so bili prilivi kapitala motivirani z različnimi faktorji. Na kratkoročne, špekulativne tokove je vplivala višina obrestne mere in občasno tudi pričakovanja glede apreciacije forinta. Prišlo je do velikega priliva tujih direktnih investicij, povečalo pa se je tudi tuje zadolževanje privatnega sektorja in prilivi na trg državnih obveznic. V celotnem obdobju od 1991 do 2000 je Madžarska beležila neto priliv kapitala na kapitalsko-finančnem računu, izjema je bilo leto 1996, ko je prišlo do neto odliva kapitala, razlog pa je bil ta, da so neto odlivi kapitala iz javnega sektorja kot posledica servisiranja zunanjega dolga presegali neto prilive kapitala v privatni sektor (Barabás, Oblath, 2001, str. 3). Od leta 1998 dalje je neto priliv kapitala presegal deficit tekočega računa plačilne bilance, kar je razvidno iz Tab. 2 na str. 19.

Tabela 1: Tekoči račun plačilne bilance in tokovi kapitala v obdobju 1991-2000 v odstotkih BDP-ja za Madžarsko

Leto	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Saldo tekočega računa	1,2	0,9	-11,0	-9,8	-5,7	-3,8	-2,2	-4,9	-4,3	-3,3
Neto neposredne naložbe	4,4	4,0	6,1	2,6	10,1	5,0	3,8	3,3	3,6	2,5
Neto portfolio naložbe	-	-	10,1	6,0	5,0	-0,9	-2,3	4,2	4,1	-1,0
Neto ostale naložbe	0,0	-2,9	-0,5	-0,5	0,9	-5,6	-0,1	-1,1	2,2	3,6
Mednarodne denarne rezerve	-5,4	-2,1	-6,6	1,1	-12,1	2,8	0,4	-2,0	-4,9	-2,3

Vir: International Financial Statistics Yearbook, 2001, str. 165 in 549, Transition Report, 1998, str. 217, Transition Report, 2001, str. 157, lastni izračuni.

Devizni tečaj

Pred marcem 1995 je Madžarska imela režim prilagodljivega fiksne deviznega tečaja (angl. adjustable peg)⁶. Zaradi poslabšanja makroekonomskih razmer (visok zunanji in fiskalni deficit, naraščajoči zunanji dolg) je vlada leta 1995 sprejela stabilizacijski program, ki je med drugim prinesel tudi spremembo režima deviznega tečaja. Namesto prejšnjega prilagodljivega fiksne deviznega tečaja je bil vpeljan režim plazečega fiksne deviznega tečaja (angl.

⁶ Gre za režim fiksne deviznega tečaja, pri katerem država fiksira svojo valuto v odnosu do tuje valute ali košarice valut, tečaj pa se lahko spreminja v mejah dovoljenega gibanja okrog paritetne vrednosti. V režim je vgrajena možnost, da se paritetna vrednost občasno spremeni – valuta devalvira ali revalvira (Mrak, 2002, str. 94-95).

crawling peg)⁷ z vnaprej določenimi rednimi dnevnimi stopnjami devalvacije, meje dovoljenega gibanja pa so bile postavljene na $\pm 2,25$ %. Začetna mesečna stopnja devalvacije paritetne vrednosti je znašala 1,9 % in se je postopoma zmanjševala, s čimer se je želelo vplivati na inflacijska pričakovanja (Golinelli, Rovelli, 2002, str. 58-59), oktobra 2001 pa je bila avtomatična mesečna stopnja devalvacije ukinjena (Barabás, Oblath, 2001, str. 41). Stopnja nominalnega razvrednotenja domače valute – forinta je bila primarno določena s potrebo po zmanjšanju deficita tekočega računa. Cilj novega režima deviznega tečaja je namreč bil zmanjšati obseg realne apreciacije forinta, pri čemer se je ta pristop izkazal za uspešnega, čeprav za ceno višje inflacije (Golinelli, Rovelli, 2002, str. 81). Nižja stopnja inflacije bi se lahko dosegla z večjim zmanjševanjem stopnje nominalnega razvrednotenja, vendar se to ni zgodilo zaradi strahu, da bi to vodilo v realno apreciacijo forinta, ki bi poslabšala konkurenčnost in ovirala prilagajanje tekočega računa plačilne bilance (Golinelli, Rovelli, 2002, str. 60). Potreba po zmanjšanju inflacije je privedla do tega, da je v sredini leta 2001 eksplicitni cilj monetarne politike postala inflacija, meje dovoljenega nihanja deviznega tečaja okrog paritetne vrednosti pa so se povečale na ± 15 %, kar v praksi pomeni uvedbo drsečega deviznega tečaja. Pri tem se je upoštevalo, da apreciacija forinta ne bo povzročila nevarnega povečanja deficita tekočega računa (Barabás, Oblath, 2001, str. 58).

Na začetku svojega tranzicijskega obdobja se Madžarska z razliko od ostalih držav na prehodu ni srečala z realno depreciacijo. V začetku tranzicije je bila realna apreciacija forinta precejšnja, leta 1993 je znašala 30,6 % glede na leto 1990 (glej Tab. 3 na str. 20), to pa se je odrazilo v padcu izvoza. Skrb zaradi prevelike realne apreciacije forinta in posledično poslabševanja konkurenčnosti je leta 1995 privedla do spremembe režima deviznega tečaja, s katerim se je dosegla 4 % realna depreciacija forinta. Novi režim deviznega tečaja je uspešno zmanjšal obseg realne apreciacije, tako da je v obdobju 1995-2000 forint realno apreciiral za 9,6 %. V letu 2001 je zaradi razširitve meja dovoljenega nihanja deviznega tečaja prišlo do večje realne apreciacije forinta, ko je le-ta znašala 8 % glede na leto 2000, vendar pa se realna apreciacija ni odrazila v bilanci tekočega računa (Várhegyi, 2001, str. 17). Od leta 1994 dalje realni učinkoviti devizni tečaj ne izkazuje skoraj nobenega trenda, konec nagle realne apreciacije pa je pripomogel k hitrejši rasti izvoza (Golinelli, Rovelli, 2002, str. 59).

Ostali indikatorji

Leta 1991 je Madžarska zabeležila močan padec *gospodarske rasti*, le-ta pa je ostala negativna še dve leti zapored. V letu 1994 je bila gospodarska rast že pozitivna, vendar je ostala skromna. Šele v letu 1997 se je okrepila in se v prihodnjih letih gibala med štirimi in petimi odstotki (glej Tab. 3 na str. 20).

Poleg visokega deficita tekočega računa se je Madžarska v svojem tranzicijskem obdobju srečala tudi z visokim *proračunskim primanjkljajem*, ki je leta 1993 znašal skoraj 9 % BDP-ja (glej Tab. 3 na str. 20). Problem tako imenovanega dvojnega deficita (angl. twin deficit) je

⁷ Gre za režim fiksnega deviznega tečaja, za katerega je značilno, da se paritetna vrednost spreminja v rednih intervalih, ki so vnaprej objavljeni, višina vsakokratne spremembe paritetne vrednosti pa je relativno majhna. Devizni tečaj se lahko giblje okrog paritetne vrednosti znotraj meja dovoljenega gibanja (Mrak, 2002, str. 95).

leta 1995 vodil do sprejetja stabilizacijskega programa, ki je med drugim predvideval precejšnje zmanjšanje javnih izdatkov, uvedena pa je bila tudi 8 % uvozna dajatev z namenom povečanja javnih prihodkov (Barabás, Oblath, 2001, str. 13). Fiskalni deficit se je po letu 1995 zmanjšal, leta 2000 pa je znašal 3,5 %.

Madžarske *mednarodne denarne rezerve* so se povprečno letno povečevale za 5 % BDP-ja v obdobju 1991-2000. Tradicionalni kazalec ustreznosti rezerv – rezerve v mesecih uvoza blaga in storitev – je bil v proučevanem obdobju 1991-2000 konstantno večji od tri, drugi kazalec – razmerje med denarnim agregatom M2 in rezervami – pa se je od leta 1991 dalje postopoma zmanjševal (glej Tab. 3 na str. 20). Oba kazalca kažeta na to, da so bile madžarske mednarodne denarne rezerve ustrezne.

Madžarska je v obdobje tranzicije vstopila s precej neugodnimi kazalci *zunanjega dolga*. Leta 1991 je razmerje med zunanjim dolgom in izvozom blaga in storitev presegalo kritično mejo 220 %, kar bi jo po kriterijih Svetovne banke uvrščalo med visoko zadolžene države. Omenjeno razmerje je doseglo višek leta 1994 pri 267 %, nato pa se je hitro zmanjševalo in je leta 1997 znašalo 96,2 %, k čemur je pripomoglo povečanje izvoza blaga in storitev. Od leta 1997 dalje se razmerje med zunanjim dolgom in izvozom blaga in storitev giblje okrog 100 %. Problematično je bilo tudi razmerje med letnim obsegom servisiranja dolga in izvozom blaga in storitev, saj je vse do leta 1997 precej presegalo mejnih 25 %. Delež zunanjega dolga v BDP-ju je bil od začetka proučevanega obdobja dalje tak, da je Madžarsko uvrščal med srednje zadolžene države. Višek je bil dosežen leta 1995 pri 70 % BDP-ja, nato pa se je to razmerje postopoma zmanjševalo, saj je vlada del privatizacijskih prihodkov namenjala za odplačilo zunanjega dolga. Leta 2000 se je zunanji dolg spet povečal in predstavljal okrog 67 % BDP-ja. Kljub nekoliko zaskrbljujoči velikosti zunanjega dolga pa struktura dolga z vidika ročnosti ni bila problematična, saj se je delež kratkoročnega dolga v celotnem dolgu od leta 1991 do 1996 gibal okrog 10 %, leta 1998 se je malenkostno povečal, leta 2000 pa znašal okrog 14 % (glej Tab. 3 na str. 20).

Na podlagi zgornje analize se lahko plačilnobilančni primanjkljaj na Madžarskem v letu 1993 in 1994 oceni kot nevzdržen. Vir deficita je bila močno negativna trgovinska bilanca, tuji prihranki pa so bili porabljeni v glavnem za financiranje potrošnje in ne investicij. Primanjkljaj se je financiral deloma s tujimi direktnimi investicijami (ki pa so bile močno povezane s privatizacijo državnega premoženja), deloma pa s portfolio investicijami, med katerimi so prevladovale državne obveznice. Leta 1994 se je primanjkljaj moral financirati tudi z zmanjšanjem mednarodnih denarnih rezerv, saj neto priliv tujega kapitala ni zadoščal za pokrivanje deficita tekočega računa. Poleg tega je bil deficit ob precej fiksnem deviznem tečaju povezan z veliko realno apreciacijo forinta, negativno oziroma skromno gospodarsko rastjo, visokim proračunskim primanjkljajem ter visokim deležem zunanjega dolga v BDP-ju oziroma z neugodnimi kazalci zunanje zadolženosti. Primanjkljaji po letu 1997 izvirajo predvsem iz povečanja investicij, financirani pa so s tujimi direktnimi investicijami, med katerimi prevladujejo t.i. greenfield investicije, delež portfolio investicij je manjši kot prej, med njimi pa se je povečal delež lastniških vrednostnih papirjev, vir financiranja pa

predstavljajo tudi tuji krediti, ki jih najema predvsem privatni sektor. Neto priliv tujega kapitala je presegal deficit tekočega računa, kar je vodilo do povečevanja mednarodnih denarnih rezerv. Deficiti po letu 1997 so povezani še z majhno realno apreciacijo forinta (izjema je leto 2001), z zadovoljivo stopnjo gospodarske rasti, zmanjšanim proračunskim primanjkljajem, zunanji dolg pa je še vedno relativno visok. Kljub temu se ti primanjkljaji lahko ocenijo kot vzdržni, kar pomeni, da je za Madžarsko verjetnost krize majhna, vendar pa pozornost ekonomske politike ni odveč in bi morala biti usmerjena predvsem na velikost proračunskega deficita in zunanjega dolga.

3.2 Ocenjevanje vzdržnosti na podlagi modela⁸

Iz Tab. 4 na str. 21 je razvidno, da so bili madžarski plačilnobilančni primanjkljaji ob neupoštevanju tujih direktnih investicij nevzdržni v šestih primerih od skupaj osmih primerov plačilnobilančnih primanjkljajev v proučevanem obdobju 1991-2000. V teh primerih je namreč potrebna stopnja gospodarske rasti presegala dejansko stopnjo rasti. Upoštevanje tujih direktnih investicij precej spremeni sliko, saj se v tem primeru izkaže, da sta bila resnično nevzdržna le primanjkljaja v letih 1993 in 1994. Tudi v primeru 100 % deleža zunanjega dolga v BDP-ju bi bila potrebna stopnja gospodarske rasti za vzdržnost deficita tekočega računa še vedno višja od dejanske stopnje gospodarske rasti. Da bi se z dejansko stopnjo gospodarske rasti ohranjal nespremenjen delež zunanjega dolga v BDP-ju in da bi torej plačilnobilančni deficit bil vzdržen, bi bil potreben neto priliv tujih direktnih investicij v višini 11,4 % BDP-ja v letu 1993 oziroma 7,8 % BDP-ja v letu 1994.

Prvi scenarij, ki upošteva povprečne vrednosti spremenljivk v obdobju 1996-2000, kaže, da je deficit tekočega računa brez upoštevanja tujih direktnih investicij nevzdržen, ob upoštevanju tujih direktnih investicij pa postane vzdržen.

Po drugem scenariju, ki upošteva predvidene povprečne srednjeročne vrednosti spremenljivk, je deficit tekočega računa ob izključitvi tujih direktnih investicij prav tako nevzdržen, ob upoštevanju tujih direktnih investicij pa postane vzdržen. Da bi bila potrebna gospodarska rast enaka predvideni, bi zadostoval neto priliv tujih direktnih investicij v višini 1,3 % BDP-ja. Ker pa madžarska vlada pričakuje neto priliv tujih direktnih investicij v višini 3 % BDP-ja, je potrebna stopnja gospodarske rasti nižja od predvidene, kar pomeni, da je predvideni deficit tekočega računa v višini 4 % BDP-ja vzdržen.

⁸ Gre za model investicijske banke J.P. Morgan, ki je predstavljen v poglavju 2.3 na strani 12.

Tabela 2: Plačilna bilanca Madžarske v obdobju 1991-2000, v mio USD (če ni označeno drugače)

Leto	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
TEKOČI RAČUN	403	352	-4.262	-4.054	-2.530	-1.689	-982	-2.304	-2.106	-1.494
v % BDP	1.2	0.9	-11.0	-9.8	-5.7	-3.8	-2.2	-4.9	-4.4	-3.3
Blago	358	-11	-4.021	-3.716	-2.433	-2.652	-1.962	-2.354	-2.189	-2.106
Izvoz blaga	9.688	10.097	8.119	7.648	12.864	14.184	19.640	20.747	21.848	25.366
Uvoz blaga	-9.330	-10.108	-12.140	-11.364	-15.297	-16.836	-21.602	-23.101	-24.037	-27.472
Storitve	535	764	216	159	1.566	2.474	2.268	1.780	1.386	1.776
Izvoz storitev	2.526	3.405	2.836	3.117	5.182	5.980	5.733	5.921	5.649	6.252
Uvoz storitev	-1.991	-2.641	-2.620	-2.958	-3.616	-3.506	-3.465	-4.141	-4.263	-4.476
Dohodki	-1.356	-1.260	-1.190	-1.406	-1.804	-1.456	-1.426	-1.879	-1.642	-1.574
Prejemki	322	424	465	676	798	1.202	1.382	1.111	775	942
Izdatki	-1.678	-1.684	-1.655	-2.082	-2.602	-2.658	-2.808	-2.990	-2.417	-2.516
Tekoči transferji	867	858	733	910	142	-54	138	148	339	410
Prejemki	2.604	2.866	2.694	2.871	364	160	335	379	582	699
Izdatki	-1.737	-2.008	-1.961	-1.961	-222	-214	-197	-231	-243	-289
KAPITALSKI IN FINANČNI RAČUN	1.474	416	6.083	3.370	7.139	-531	775	3.206	4.722	2.626
KAPITALSKI RAČUN	-	-	-	-	59	156	117	189	29	269
FINANČNI RAČUN	1.474	416	6.083	3.370	7.080	-687	658	3.017	4.693	2.357
Neposredne naložbe	1.462	1.479	2.339	1.095	4.476	2.278	1.734	1.559	1.725	1.160
Domače v tujini	-	-	-11	-49	-43	4	-433	-478	-252	-532
Tuje v Madžarski	1.462	1.479	2.350	1.144	4.519	2.274	2.167	2.037	1.977	1.692
Naložbe v vrednostne papirje	-	-	3.919	2.464	2.212	-415	-1.040	1.979	1.943	-433
Terjatve	-	-	-8	6	-1	-18	-122	92	777	444
Obveznosti	-	-	3.927	2.458	2.213	-397	-918	1.887	1.166	-877
Ostale naložbe	12	-1.063	-174	-189	393	-2.550	-35	-520	1.027	1.630
Terjatve	-13	-421	881	362	592	-1.256	-584	-507	-1.170	-906
Obveznosti	25	-642	-1.055	-551	-199	-1.294	549	-13	2.197	2.536
NETO NAPAKE IN IZPUSTITVE	-82	2	724	209	789	976	32	49	-282	-79
MEDNARODNE DENARNE REZERVE	-1.795	-770	-2.545	475	-5.399	1.244	175	-951	-2.335	-1.052

Vir: International Financial Statistics Yearbook, 2001, str. 165 in 549, Hungary: 2002 Article IV Consultation, 2002, str. 22, lastni izračuni.

Tabela 3: Izbrani makroekonomski indikatorji za Madžarsko v obdobju 1991-2001 (v enotah mere kot označeno)

Leto	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Realna st. rasti BDP-ja, v %	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	1,5	1,3	4,6	4,9	4,2	5,2	4,5
Investicije, v % BDP-ja	-	16,1	20,0	22,2	23,9	26,8	27,4	29,2	29,4	30,1	26,6
Varčevanje, v % BDP-ja	-	15,3	10,6	14,4	21,2	24,6	26,5	25,3	25,6	27,2	24,5
Inflacija	35,0	23,0	22,5	18,8	28,2	23,6	18,3	14,3	10,0	9,8	9,1
Fiskalni deficit, v % BDP-ja	-3,7	-7,6	-8,9	-8,6	-6,7	-5,0	-6,6	-5,6	-5,7	-3,5	-3,0
Indeks REER ¹ , 1990=100	110,4	120,1	130,6	129,3	124,1	127,5	134,1	133,1	135,2	136,0	146,9
Tekoči račun, v % BDP-ja	1,2	0,9	-11,0	-9,8	-5,7	-3,8	-2,2	-4,9	-4,4	-3,3	-3,1
M2/rezerve	4,0	4,1	2,6	2,7	1,4	1,8	2,1	2,2	1,9	1,9	-
Rezerve, v mesecih uvoza blaga in storitev	4,2	4,2	5,8	7,5	7,6	5,7	4,0	4,1	4,6	4,2	-
Zunanji dolg, v % BDP-ja	67,8	57,6	63,7	68,7	70,9	61,9	53,3	58,0	56,6	67,3	65,1
Zunanji dolg, v % izvoza blaga in storitev	244,7	213,8	225,4	267,2	176,3	138,6	96,2	102,3	106,7	97,3	93,3
Servisiranje dolga, v % izvoza blaga in storitev	33,3	34,2	45,0	58,2	45,7	47,2	37,5	29,1	18,4	16,8	-
Kratkoročni dolg, v % celotnega dolga	9,6	10,4	8,2	8,5	10,1	12,3	13,7	16,8	11,9	14,1	-

Opombe: ¹realni efektivni devizni tečaj, povečanje indeksa pomeni realno apreciacijo nacionalne valute - forinta

Vir: Transition Report, 1999, str. 229, Transition Report, 2001, str. 61, 156 in 157, Hungary: 2002 Article IV Consultation, 2002, str. 22, Hungary: Selected Issues and Statistical Appendix, 2000, str. 27 in 70, International Financial Statistics Yearbook, 2001, str. 165, 547 in 549, International Financial Statistics July 2002, 2002, str. 434, Global Development Finance, Country Tables, 1999, str. 276, Global Development Finance, Country Tables, 2002, str. 280, lastni izračuni.

Tabela 4: Ocenjevanje vzdržnosti deficita tekočega računa za Madžarsko

Leto	Dejanska realna stopnja rasti BDP-ja	Zunanji dolg, delež BDP-ja	Deficit tekočega računa, v % BDP-ja*	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja	Neto TDI**, v % BDP-ja	Deficit tekočega računa, prilagojen z deležem TDI v BDP-ju, v % BDP-ja	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ob upoštevanju TDI	Potrební delež TDI za vzdržnost deficita, v % BDP-ja
1	2	3	4	5=4/3	6	7=4-6	8=7/3	9=4-2*3
1991	-11,9	0,68	-1,2	-1,8	4,4	-5,6	-8,2	6,9
1992	-3,1	0,58	-0,9	-1,6	4,0	-4,9	-8,4	0,9
1993	-0,6	0,64	11,0	17,2	6,1	4,9	7,7	11,4
1994	2,9	0,69	9,8	14,2	2,6	7,2	10,4	7,8
1995	1,5	0,71	5,7	8,0	10,1	-4,4	-6,2	4,6
1996	1,3	0,62	3,8	6,1	5,0	-1,2	-1,9	3,0
1997	4,6	0,53	2,2	4,2	3,8	-1,6	-3,0	-0,2
1998	4,9	0,58	4,9	8,4	3,3	1,6	2,8	2,1
1999	4,2	0,57	4,3	7,5	3,6	0,7	1,2	1,9
2000	5,2	0,67	3,3	4,9	2,5	0,8	1,2	-0,2
Scenarij 1***	4,0	0,60	3,7	6,2	3,6	0,1	0,2	1,3
Scenarij 2****	5,5	0,50	4,0	8,0	3,0	1,0	2,0	1,3

Opombe: Krepko označeni podatki predstavljajo nevzdržne primanjkljaje tekočega računa.

* Pozitivni predznak označuje primanjkljaj, negativni pa presežek tekočega računa plačilne bilance.

** TDI - tuje direktne investicije.

*** Upoštevane so povprečne vrednosti (navadna aritmetična sredina) v obdobju 1996-2000.

**** Ob upoštevanju predvidenih srednjeročnih povprečnih vrednosti spremenljivk v Joint Assessment of the Economic Policy Priorities of the Republic of Hungary in v Pre-accession Economic Programme of the Republic of Hungary.

Vir: Transition Report 1999, 1999, str. 229, Transition Report 2001, 2001, str. 157, International Financial Statistics Yearbook, 2001, str. 165 in 549, Joint Assessment of the Economic Policy Priorities of the Republic of Hungary, 2000, str. 13 in 22, Pre-accession Economic Programme of the Republic of Hungary, 2001, tbl. 3, lastni izračuni.

4. OCENJEVANJE VZDRŽNOSTI ZA POLJSKO

4.1 Ocenjevanje vzdržnosti na podlagi makroekonomskih indikatorjev

Tekoči račun

Kot je razvidno iz Tab. 5 na str. 24 je Poljska v prvih treh letih proučevanega obdobja 1991-2000 beležila plačilnobilančni deficit. V letih 1994 in 1995 je bil zabeležen manjši presežek, po letu 1995 pa se je stanje na tekočem računu poslabševalo. Največji plačilnobilančni deficit je Poljska zabeležila leta 1999, ko je le-ta predstavljal 7,5 % BDP-ja, deficit pa je ostal visok tudi v letu 2000, ko je znašal dobrih 6 % BDP-ja. Pri Poljski je potrebno opozoriti na napačno zajemanje podatkov uradne plačilnobilančne statistike, saj obstajajo močni dokazi, da je velik del poljske obmejne trgovine in prihodkov od turizma ostal neregistriran. Neto nakupe deviz s strani menjalnic je uradna statistika klasificirala kot kratkoročni priliv kapitala, čeprav bi te transakcije morale pravilno biti zabeležene na tekočem računu, saj prodaje deviz s strani posameznikov najverjetneje predstavljajo prihodke od neregistriranega izvoza in prihodke od turizma (Ouanes, Thakur, 1997, str. 117-118). Šele po letu 1995 je bila ta kategorija vključena med transakcije tekočega računa (Rosati, 2001, str. 47). Ob upoštevanju neregistriranega izvoza in prihodkov od turizma je Poljska v letu 1992 namesto primanjkljaja beležila presežek tekočega računa plačilne bilance v višini 1 % BDP-ja, v letu 1993 primanjkljaj, manjši od 1 % BDP-ja, v letu 1994 presežek, manjši od 1 % BDP-ja, v letu 1995 pa je presežek znašal 4,5 % BDP-ja (Transition Report, 1999, str. 253, Transition Report, 2001, str. 181).

Pogled na strukturo tekočega računa pokaže, da je Poljska ves čas beležila presežek v storitveni bilanci in bilanci tekočih transferjev, bilanca dohodkov pa je bila skozi celotno proučevano obdobje negativna, kar je v veliki meri posledica plačevanja obresti na zunanji dolg (Kmet, 1999, str. 36). V prvih treh letih proučevanega obdobja je ravno negativna bilanca dohodkov največ prispevala k deficitu tekočega računa. Tudi trgovinska bilanca je bila ves čas negativna, po letu 1995 pa je prišlo do njenega drastičnega poslabšanja, kar je rezultiralo v poslabšanju salda tekočega računa (glej Tab. 6 na str. 28).

V letu 1991 je Poljska zabeležila precejšen padec gospodarske rasti, zmanjšanje investicij ter povečanje potrošnje. Že v letu 1992 je gospodarska rast pozitivna, zabeležen pa je tudi porast investicij (Transition Report, 1999, str. 253). Po letu 1995 se začne delež investicij v BDP-ju hitro povečevati, kar je prispevalo k doseganju visoke stopnje gospodarske rasti. Po letu 1993 se je povečal tudi delež varčevanja v BDP-ju, ki pa od leta 1995 dalje ostaja na približno konstantni ravni (glej Tab. 7 na str. 29). Iz dejstva, da je bila stopnja varčevanja od leta 1995 dalje na razmeroma konstantni ravni (okrog 20 % BDP-ja), sledi ugotovitev, da plačilnobilančni deficiti ne izvirajo iz povečanja potrošnje, ampak iz povečanja investicij (od 18 % BDP-ja v letu 1995 na dobrih 26 % BDP-ja v letu 2000). Tudi na Poljskem predstavlja neravnovesje v javnem sektorju pomemben prispevek k neravnovesju med celotnim varčevanjem in investicijami v gospodarstvu. V celotnem proučevanem obdobju je Poljska beležila proračunski primanjkljaj, ki je v letu največjega primanjkljaja na tekočem računu

predstavljal 50 % celotnega zunanjega neravnovesja. Poljska je dober primer tipičnega vzorca gibanja domačega privatnega varčevanja in investicij, ki je prisoten v številnih državah na prehodu v obdobju gospodarskega oživljanja. Stopnja varčevanja v zasebnem sektorju ter razlika med varčevanjem in investicijami javnega sektorja kot delež v BDP-ju sta na Poljskem po letu 1993 ostali razmeroma konstantni. V istem obdobju se je delež privatnih investicij v BDP-ju povečal od 12,5 % v letu 1993 (Transition Report, 1998, str. 60) na skoraj 22 % v letu 2000 (Republic of Poland: Article IV Consultation, 2002, str. 31).

Tokovi kapitala

Skozi celotno proučevano obdobje 1991-2000 je Poljska beležila neto prilive iz naslova tujih direktnih investicij, ki pa so bili tudi tukaj močno povezani s privatizacijo in ne s t.i. greenfield investicijami (Drábek, 1999, str. 43). Neto priliv tujih direktnih investicij je skozi celotno obdobje vztrajno naraščal, višek pa je bil dosežen leta 2000 pri skoraj 6 % BDP-ja (glej Tab. 5 na str. 24). Povprečni letni neto priliv v obdobju 1991-2000 je znašal okrog 3 % BDP-ja, kumulativni neto priliv tujih direktnih investicij v obdobju 1995-2000 pa je predstavljal 60 % celotnih neto prilivov kapitala v istem obdobju.

Postavka neto portfolio naložbe je izkazovala precej večja nihanja kot tuje direktne investicije. Leta 1994 je bil zabeležen neto odliv, od leta 1995 dalje pa je bil vsako leto zabeležen neto priliv iz naslova portfolio investicij. Višek neto prilivov je bil dosežen leta 2000 pri 2,3 % BDP-ja (glej Tab. 5 na str. 24), povprečni letni neto priliv v obdobju 1995-2000 pa je znašal 1,1 % BDP-ja. Tudi na Poljskem so med portfolio investicijami pomembno vlogo igrale državne obveznice, s katerimi se je financiral proračunski primanjkljaj.

Postavka neto ostale naložbe je izkazovala največja nihanja. Leta 1994 je bil zabeležen največji neto odliv iz tega naslova v višini 11,1 % BDP-ja, leta 1995 pa največji neto priliv v višini 3,8 % BDP-ja. Po letu 1995 se je neto priliv močno zmanjšal, leta 1998 povečal, nato pa spet močno zmanjšal in se leta 2000 pretvoril v neto odliv (glej Tab. 5 na str. 24).

Poljske mednarodne denarne rezerve so se v prvih treh letih proučevanega obdobja 1991-2000 zmanjševale, potem pa neprenehoma povečevale (glej Tab. 5 na str. 24). V povprečju je to povečanje znašalo 2,7 % BDP-ja letno v obdobju 1994-2000. Zaradi rigidnega režima deviznega tečaja, ki je trajal do leta 1998, centralni banki ni preostalo drugega kot da absorbira obsežne prilive kapitala, ki so se začeli po letu 1994, s tem povečuje mednarodne denarne rezerve, hkrati pa izvaja obsežne sterilizacijske ukrepe. Največje povečanje mednarodnih denarnih rezerv je Poljska zabeležila leta 1995, ko so se mednarodne denarne rezerve podvojile, razlog pa je bil visok presežek tekočega računa (ob upoštevanju neregistriranega izvoza), k temu pa je prispeval še neto priliv kapitala (Rosati, 2001, str. 14). Od sredine leta 1998 do sredine leta 1999 centralna banka ni intervenirala na deviznem trgu, po tem obdobju pa le v manjšem obsegu (Rosati, 2001, str. 19).

Značilnost prilivov kapitala do konca leta 1994 je bila njihova skromnost. Ko je bil leta 1990 sprejet program liberalizacijskih in stabilizacijskih ukrepov, Poljska ni imela rednega dostopa

do mednarodnih trgov kapitala. Močno zadolžena država, ki z obsežnimi tujimi krediti ni uspela modernizirati gospodarstva in povečati gospodarske rasti v 70-ih letih prejšnjega stoletja, je padla v dolžniško past ter leta 1981 enostransko prekinila servisiranje dolga do javnih kreditorjev oziroma do Pariškega kluba⁹. Odnos do privatnih kreditorjev oziroma Londonskega kluba¹⁰ je bil drugačen, saj je Poljska redno plačevala obresti na dolg, glavnica dolga pa se je redno obnavljala (Rosati, 2001, str. 2-3). Po dolgih pogajanjih je Poljska dosegla sporazum o restrukturiranju dolga s Pariškim in Londonskim klubom. Posledica je bila ta, da je Poljska dobila investicijski rating (angl. investment grade rating) s strani mednarodnih rating agencij in se tako po petnajstih letih vrnila na mednarodne finančne trge (Rosati, 2001, str. 6). Rešitev dolžniškega problema, dobri makroekonomski kazalci in dostop do finančnih trgov so povzročili hitro povečanje prilivov kapitala od leta 1995 dalje, ki so omogočali financiranje naraščajočega deficita tekočega računa. Povečan uvoz je bil z lahkoto financiran s krediti tujih bank in nakupi državnih obveznic s strani tujcev, kar je omogočalo financiranje proračunskega primanjkljaja (Rosati, 2001, str. 9). Po letu 1995 je neto priliv tujega kapitala z izjemo leta 1999 več kot pokrival primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance. Okrog 60 % celotnih neto prilivov kapitala v obdobju 1995-2000 je predstavljal neto priliv tujih direktnih investicij, okrog 20 % je predstavljal neto priliv iz naslova portfolio investicij, preostalih 20 % pa neto priliv iz naslova ostalih naložb.

Tabela 5: Tekoči račun plačilne bilance in tokovi kapitala v obdobju 1991-2000 v odstotkih BDP-ja za Poljsko

Leto	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Saldo tekočega računa	-2,8	-3,7	-6,7	1,0	0,7	-2,3	-4,0	-4,3	-7,5	-6,3
Neto neposredne naložbe	0,4	0,8	2,0	2,0	3,0	3,3	3,6	3,8	4,7	5,9
Neto portfolio naložbe	-	-	-	-0,7	1,0	0,2	1,5	1,1	0,5	2,3
Neto ostale naložbe	-5,7	-2,0	0,7	-11,1	3,8	1,4	0,3	3,5	1,6	-1,7
Mednarodne denarne rezerve	9,1	5,1	3,8	-1,1	-8,3	-2,8	-2,2	-3,8	-0,1	-0,4

Vir: International Financial Statistics Yearbook, 2001, str. 165 in 835, International Financial Statistics July 2002, 2002, str. 718, Transition Report, 1999, str. 253, Transition Report, 2001, str. 181, Republic of Poland: 2002 Article IV Consultation, 2002, str. 27, lastni izračuni.

Devizni tečaj

Leta 1991 je Poljska uvedla režim plazečega fiksnega deviznega tečaja z vnaprej določeno mesečno stopnjo nominalne devalvacije zlota v višini 1,8 %, ki se je kasneje zmanjšala, meje dovoljenega nihanja okrog paritetne vrednosti pa so bile postavljene na ± 2 %. Na ta način je Poljska želela stabilizirati realni devizni tečaj in zaščititi izvoznike (Kowalewski, 2001, str. 4). Veliki prilivi kapitala v začetku leta 1995 so povzročili veliko povečanje deviznih rezerv

⁹ Pariški klub je neformalna skupina, ki jo sestavljajo predstavniki držav upnic. Pri dolgovih do Pariškega kluba gre za dolgove države dolžnice, ki so nastali na osnovi kreditov, dobljenih neposredno od vlad držav upnic, ter kreditov, dobljenih od komercialnih bank, ki so jih le-te zavarovale pri svojih nacionalnih agencijah za zavarovanje pred nekomercialnimi tveganji (Mrak, 2002, str. 590).

¹⁰ Gre za kredite komercialnih bank, ki jih le-te niso zavarovale pri svojih nacionalnih agencijah za zavarovanje pred nekomercialnimi tveganji (Mrak, 2002, str. 591).

in obsega sterilizacije. Pritisk na zlot je postal tako močan, da je centralna banka morala povečati meje dovoljenega nihanja na $\pm 7\%$, s čimer naj bi se povečalo tečajno tveganje za portfolio investitorje, konec leta 1995 pa je prišlo do revalvacije centralne paritete (Rosati, 2001, str. 14). Kasneje je centralna banka še trikrat razširila meje dovoljenega nihanja deviznega tečaja okrog paritetne vrednosti, eden od razlogov pa je bila priprava na spremembo monetarne politike. Na začetku leta 1999 je namreč centralna banka za cilj monetarne politike postavila inflacijo. Iz tega razloga je aprila 2000 prišlo do ukinitve plazečega deviznega tečaja in uvedbe režima drsečega deviznega tečaja (Kowalewski, 2001, str. 7-10). Zlot je precej apreciiiral, glavni razlog pa je bila visoka realna obrestna mera, ki je vodila do priliva tujega kapitala (Kowalewski, 2001, str. 13).

Na začetku tranzicijskega obdobja je Poljska doživela močno realno devalvacijo nacionalne valute, ki je leta 1990 znašala 16 % glede na leto 1989. Leta 1991 je prišlo do 56 % realne apreciacije zlota v primerjavi z letom 1990, od leta 1991 dalje pa je Poljska kontinuirano beležila realno apreciacijo zlota (z izjemo leta 1999, ko je prišlo do realne deprecijacije), vendar je bila ta precej manjša kot v letu 1991 (glej Tab. 7 na str. 29). V obdobju od konca leta 1991 do konca leta 1999 je povprečna letna realna apreciacija zlota znašala 4,4 %. Po letu 1999 je spet prišlo do precejšnje realne apreciacije, zlot je v letu 2001 realno apreciiiral kar za 23 % glede na leto 1999. Realna apreciacija je precej prispevala k poslabševanju salda tekočega računa plačilne bilance, le-ta se je iz presežka leta 1995 spremenil v visok primanjkljaj v letu 1999 in 2000 (Gomulka, 1999, str. 147).

Ostali indikatorji

Po negativni gospodarski rasti leta 1991 je Poljska že v naslednjem letu zabeležila pozitivno gospodarsko rast, ki je naraščala vse do leta 1997, ko je znašala 7 %. Tudi po letu 1997 je Poljska ohranila visoko gospodarsko rast, vendar se je le-ta postopno zmanjševala. V letu 2001 je gospodarska rast padla od 4 % leta 2000 na 2 % (glej Tab. 7 na str. 29).

Poljska je skozi celotno proučevano obdobje 1991-2000 beležila proračunski primanjkljaj (glej Tab. 7 na str. 29), ki pa nikoli ni bil pretirano visok, razen v letu 1992, ko je znašal skoraj 5 % BDP-ja. V grobem je bil proračunski primanjkljaj po letu 1993 konstanten in torej ni bil glavni faktor v ozadju plačilnobilančnega primanjkljaja. Proračunski deficit se je nekoliko povečal v letu 2001, ob morebitnem povečanju privatnih investicij pa bi to vodilo do ponovnega poslabšanja tekočega računa plačilne bilance.

Poljske mednarodne denarne rezerve so se v prvih treh letih proučevanega obdobja 1991-2000 zmanjševale, potem pa neprenehoma povečevale. Tradicionalni kazalec ustreznosti rezerv – rezerve v mesecih uvoza blaga in storitev – je bil v prvih treh letih proučevanega obdobja manjši od tri, leta 1994 malce večji od tri, od leta 1994 dalje pa konstantno precej večji od tri. Drugi kazalec – razmerje med denarnim agregatom M2 in rezervami – pa se je leta 1995 precej zmanjšal in ostal razmeroma konstanten (glej Tab. 7 na str. 29). Oba kazalca kažeta na to, da so poljske mednarodne denarne rezerve ustrezne.

Poljska je v tranzicijsko obdobje zašla s problemom zunanjega dolga, ki se je začel že leta 1981, ko je Poljska prenehala s servisiranjem dolga do Pariškega kluba (Gomulka, 1999, str. 140). Leta 1994 je Poljska dosegla sporazum o restrukturiranju dolga, tega leta pa je delež zunanjega dolga v BDP-ju padel pod 48 %¹¹ in se potem še zmanjševal, leta 2000 pa je znašal okrog 40 %, kar bi Poljsko po kriterijih Svetovne banke uvrščalo med nizko zadolžene države. V prvih treh letih proučevanega obdobja se je Poljska glede na razmerje med zunanjim dolgom in izvozom blaga in storitev uvrščala med visoko zadolžene države, leta 1994 se je omenjeno razmerje zmanjšalo in do konca proučevanega obdobja ni bilo problematično, z izjemo leta 1999, ko se je nekoliko povečalo. Kazalec servisiranja dolga kot delež izvoza blaga in storitev do leta 1998 nikoli ni bil problematičen, močno pa se je povečal v letu 1999 in 2000, vendar ne presega kritične meje 25 %. Ročna struktura zunanjega dolga je bila skozi celotno proučevano obdobje ugodna, saj je delež kratkoročnega dolga v celotnem dolgu znašal v povprečju 8,4 % v obdobju 1991-2000 (glej Tab. 7 na str. 29).

Na podlagi zgornje analize se lahko plačilnobilančni primanjkljaji na Poljskem v prvih treh letih proučevanega obdobja 1991-2000 ocenijo kot dolgoročno nevzdržni. Povezani so bili z negativno oziroma skromno stopnjo gospodarske rasti ter neugodnimi kazalci ustreznosti mednarodnih denarnih rezerv. Glede na razmerje med zunanjim dolgom in izvozom blaga in storitev se je Poljska v tistem času uvrščala med visoko zadolžene države. Zaradi neurejenih dolžniških problemov ni imela dostopa do mednarodnih trgov kapitala, zato je bil priliv tujega kapitala skromen in ni zadoščal za pokrivanje deficita tekočega računa. Ti deficiti so bili v skromnem obsegu financirani s tujimi direktnimi investicijami, v glavnem pa z zmanjševanjem mednarodnih denarnih rezerv. Noben deficit, ki se v pretežni meri financira z zmanjševanjem mednarodnih denarnih rezerv, pa dolgoročno ni vzdržen. Po letu 1996 se je Poljska spet srečala z naraščajočimi plačilnobilančnimi primanjkljaji, ki niso tako problematični, saj izvirajo iz povečanih investicij, financirani pa so v glavnem s tujimi direktnimi investicijami (ki so v določeni meri povezane s privatizacijo), delno pa s portfolio investicijami in krediti, najeti s strani privatnega sektorja. V letu 2000 se je močno povečal priliv iz naslova portfolio investicij, ki veljajo za precej nestabilen tok kapitala in povečujejo ranljivost države na spremembe v zaupanju investitorjev, kar zmanjšuje vzdržnost plačilnobilančnega deficita. Nadalje so ti deficiti povezani še z realno apreciacijo zlota, zadovoljivo stopnjo gospodarske rasti, ki se je v zadnjih dveh letih proučevanega obdobja nekoliko zmanjšala, povečal pa se je proračunski primanjkljaj. Kazalci zunanjega dolga so se v zadnjih dveh letih precej poslabšali. Vse to kaže na zmanjšano vzdržnost plačilnobilančnih deficitov v letih 1999 in 2000, kar pomeni, da obstajajo možnosti povečanja ranljivosti države, s tem pa je ogrožena stopnja gospodarske rasti. Naloga ekonomske politike bi torej v prihodnje morala biti preprečiti nadaljne poslabševanje makroekonomskih indikatorjev in izgubo zaupanja med investitorji.

¹¹ Ta številka predstavlja kritično mejo, ki državo po kriterijih Svetovne banke uvršča med srednje zadolžene države.

4.2 Ocenjevanje vzdržnosti na podlagi modela¹²

Iz Tab. 8 na str. 30 je razvidno, da so bili vsi plačilnobilančni deficiti, ki jih je Poljska zabeležila v proučevanem obdobju 1991-2000, nevzdržni ob neupoštevanju tujih direktnih investicij. V vseh primerih je namreč potrebna stopnja gospodarske rasti presegala dejansko stopnjo rasti. Ob upoštevanju tujih direktnih investicij se izkaže, da so bili nevzdržni primanjkljaji v prvih treh letih proučevanega obdobja ter primanjkljaj v letu 1999. Da bi se z dejansko stopnjo gospodarske rasti ohranjal nespremenjen delež dolga v BDP-ju in da bi torej plačilnobilančni deficit v letu 1999 bil vzdržen, bi moral neto priliv tujih direktnih investicij znašati 5,8 % namesto dejanskih 4,7 % BDP-ja.

Prvi scenarij, ki upošteva povprečne vrednosti spremenljivk v preteklem srednjeročnem obdobju, kaže, da je deficit tekočega računa brez upoštevanja tujih direktnih investicij nevzdržen, saj bi morala Poljska v tem primeru več kot podvojiti stopnjo gospodarske rasti. Ob upoštevanju tujih direktnih investicij pa primanjkljaj postane vzdržen.

Po drugem scenariju, ki upošteva predvidene povprečne srednjeročne vrednosti spremenljivk, je deficit tekočega računa ob izključitvi tujih direktnih investicij nevzdržen, saj bi morala Poljska za doseganje vzdržnosti plačilnobilančnega deficita pri dani ravni zadolženosti rasti po stopnji 12,4 % letno, kar je trikrat več od dejanske predvidene stopnje rasti. Tudi pri 100 % deležu zunanjega dolga v BDP-ju bi Poljska še vedno morala rasti hitreje od predvidene dejanske stopnje rasti. Upoštevanje tujih direktnih investicij ne spremeni slike, saj bi Poljska morala podvojiti stopnjo gospodarske rasti, da bi deficit bil vzdržen. Neto priliv tujih direktnih investicij v višini 3,9 % BDP-ja bi bil potreben za izenačitev potrebne in predvidene stopnje gospodarske rasti. Ker se pričakuje manjši neto priliv tujih direktnih investicij, to pomeni, da je predvideni deficit tekočega računa nevzdržen in je zato potrebna prilagoditev tekočega računa ali gospodarske rasti.

¹² Gre za model investicijske banke J.P. Morgan, ki je predstavljen v poglavju 2.3 na strani 12.

Tabela 6: Plačilna bilanca Poljske v obdobju 1991-2000, v mio USD (če ni označeno drugače)

Leto	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
TEKOČI RAČUN	-2.146	-3.104	-5.788	954	854	-3.264	-5.744	-6.901	-12.487	-9.997
v % BDP	-2.8	-3.7	-6.7	1.0	0.7	-2.3	-4.0	-4.3	-7.5	-6.3
Blago	-711	-131	-3.505	-575	-1.646	-7.287	-9.822	-12.836	-15.072	-12.308
Izvoz blaga	14.393	13.929	13.582	18.355	25.041	27.557	30.731	32.467	30.060	35.902
Uvoz blaga	-15.104	-14.060	-17.087	-18.930	-26.687	-34.844	-40.553	-45.303	-45.132	-48.210
Storitve	693	728	570	2.840	3.538	3.404	3.172	4.216	1.381	1.392
Izvoz storitev	3.687	4.773	4.201	6.699	10.675	9.833	8.986	10.920	8.462	10.392
Uvoz storitev	-2.994	-4.045	-3.631	-3.859	-7.137	-6.429	-5.814	-6.704	-7.081	-9.000
Dohodki	-2.896	-4.167	-3.613	-2.563	-1.995	-1.075	-1.129	-1.179	-1.010	-1.461
Prejemki	573	728	579	546	1.089	1.527	1.467	2.226	1.837	2.248
Izdatki	-3.469	-4.895	-4.192	-3.109	-3.084	-2.602	-2.596	-3.404	-2.847	-3.709
Tekoči transferji	768	466	760	1.252	958	1.694	2.035	2.897	2.214	2.380
Prejemki	6.707	6.214	5.840	2.174	2.459	2.825	2.700	3.520	2.898	3.008
Izdatki	-5.939	-5.748	-5.080	-922	-1.501	-1.131	-665	-623	-684	-628
KAPITALSKI IN FINANČNI RAČUN	-4.183	-1.045	2.341	150	9.545	6.767	7.476	13.345	10.517	10.228
KAPITALSKI RAČUN	-	-	-	9.215	285	94	66	63	55	32
FINANČNI RAČUN	-4.183	-1.045	2.341	-9.065	9.260	6.673	7.410	13.282	10.462	10.196
Neposredne naložbe	298	665	1.697	1.846	3.617	4.445	4.863	6.049	7.239	9.325
Domače v tujini	7	-13	-18	-29	-42	-53	-45	-316	-31	-17
Tuje v Poljski	291	678	1.715	1.875	3.659	4.498	4.908	6.365	7.270	9.342
Naložbe v vrednostne papirje	-	-	-	-624	1.177	301	2.098	1.697	712	3.605
Terjatve	-	-	-	-624	1	282	815	-130	31	182
Obveznosti	-	-	-	-	1.176	19	1.283	1.827	681	3.423
Ostale naložbe	-4.481	-1.710	644	-10.287	4.466	1.927	449	5.536	2.511	-2.734
Terjatve	-1.497	-958	848	-1.841	3.356	6.191	-754	2.107	-3.339	-3.873
Obveznosti	-2.984	-752	-204	-8.446	1.110	-4.264	1.203	3.429	5.850	1.139
NETO NAPAKE IN IZPUSTITVE	-745	-181	219	-98	-564	321	1.309	-520	2.126	395
MEDNARODNE DENARNE REZERVE	7.074	4.330	3.228	-1.006	-9.835	-3.824	-3.041	-5.924	-156	-626

Vir: International Financial Statistics Yearbook, 2001, str. 165 in 835, International Financial Statistics July 2002, 2002, str. 718, Republic of Poland: 2002 Article IV Consultation, 2002, str. 27, lastni izračuni.

Tabela 7: Izbrani makroekonomski indikatorji za Poljsko v obdobju 1991-2001 (v enotah mere kot označeno)

Leto	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Realna st. rasti BDP-ja, v %	-7,0	2,6	3,8	5,2	7,0	6,0	6,8	4,8	4,1	4,0	2,0
Investicije, v % BDP-ja	-	-	15,6	15,9	18,0	21,9	24,6	26,2	26,4	26,3	22,5
Varčevanje, v % BDP-ja	-	-	15,5	18,2	21,3	20,9	21,6	21,9	18,9	19,9	18,5
Inflacija	70,3	43,0	35,3	32,2	27,8	19,9	14,9	11,8	7,3	10,1	5,6
Fiskalni deficit, v % BDP-ja	-2,1	-4,9	-2,4	-2,2	-3,1	-3,3	-3,1	-3,2	-3,7	-3,2	-4,0
Indeks REER ¹ , 1989=100	131,6	140,0	150,2	151,5	163,9	178,4	182,6	191,8	184,1	199,3	226,6
Tekoči račun, v % BDP-ja	-2,8	-3,7	-6,7	1,0	0,7	-2,3	-4,0	-4,3	-7,5	-6,3	-4,0
M2/rezerve	6,5	6,3	6,4	5,4	2,9	2,7	2,5	2,3	2,4	2,8	3,3
Rezerve, v mesecih uvoza blaga in storitev	2,4	2,7	2,9	3,6	6,5	6,0	5,8	6,6	6,4	6,5	-
Zunanji dolg, v % BDP-ja	61,5	56,4	54,9	47,1	38,0	35,3	36,6	37,6	42,1	42,9	39,5
Zunanji dolg, v % izvoza blaga in storitev	286,4	249,6	246,0	162,7	118,0	109,9	96,4	119,4	147,9	129,2	-
Servisiranje dolga, v % izvoza blaga in storitev	5,2	7,6	9,2	11,9	11,1	6,8	6,1	9,8	20,5	20,9	-
Kratkoročni dolg, v % celotnega dolga	14,2	9,3	5,9	2,0	4,9	6,1	9,4	11,2	9,8	11,2	-

Opombe: ¹realni efektivni devizni tečaj, povečanje indeksa pomeni realno apreciacijo nacionalne valute - zlota

Vir: Transition Report, 1999, str. 252 in 253, Transition Report, 2001, str. 61, 62, 180 in 181, Poland: Public Information Notice, 1998 in 2002, International Financial Statistics Yearbook, 2001, str. 165 in 833, International Financial Statistics July 2002, 2002, str. 716, Republic of Poland: 2002 Article IV Consultation, 2002, str. 27, Global Development Finance, Country Tables, 1999, str. 444, Global Development Finance, Country Tables, 2002, str. 444, lastni izračuni.

Tabela 8: Ocenjevanje vzdržnosti deficita tekočega računa za Poljsko

Leto	Dejanska realna stopnja rasti BDP-ja	Zunanji dolg, delež BDP-ja	Deficit tekočega računa, v % BDP-ja*	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja	Neto TDI**, v % BDP-ja	Deficit tekočega računa, prilagojen z deležem TDI v BDP-ju, v % BDP-ja	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ob upoštevanju TDI	Potrebni delež TDI za vzdržnost deficita, v % BDP-ja
1	2	3	4	5=4/3	6	7=4-6	8=7/3	9=4-2*3
1991	-7,0	0,62	2,8	4,5	0,4	2,4	3,9	7,1
1992	2,6	0,56	3,7	6,6	0,8	2,9	5,2	2,2
1993	3,8	0,55	6,7	12,2	2,0	4,7	8,5	4,6
1994	5,2	0,47	-1,0	-2,1	2,0	-3,0	-6,4	-3,4
1995	7,0	0,38	-0,7	-1,8	3,0	-3,7	-9,7	-3,4
1996	6,0	0,35	2,3	6,6	3,3	-1,0	-2,9	0,2
1997	6,8	0,37	4,0	10,8	3,6	0,4	1,1	1,5
1998	4,8	0,38	4,3	11,3	3,8	0,5	1,3	1,8
1999	4,1	0,42	7,5	17,9	4,7	2,8	6,7	5,8
2000	4,0	0,43	6,3	14,7	5,9	0,4	0,9	4,6
Scenarij 1***	5,1	0,39	4,9	12,6	4,3	0,6	1,5	2,9
Scenarij 2****	3,2	0,42	5,2	12,4	2,6	2,6	6,2	3,9

Opombe: Krepko označeni podatki predstavljajo nevezdržne primanjkljaje tekočega računa.

* Pozitivni predznak označuje primanjkljaj, negativni pa presežek tekočega računa plačilne bilance.

** TDI - tuje direktne investicije.

*** Upoštevane so povprečne vrednosti (navadna aritmetična sredina) v obdobju 1996-2000.

**** Ob upoštevanju predvidenih srednjeročnih povprečnih vrednosti spremenljivk v Republic of Poland: 2002 Article IV Consultation.

Vir: Transition Report 1999, 1999, str. 253, Transition Report 2001, 2001, str. 181, International Financial Statistics Yearbook, 2001, str. 165 in 835, International Financial Statistics July 2002, 2002, str. 718, Republic of Poland: 2002 Article IV Consultation, 2002, str. 27, 28 in 31, lastni izračuni.

5. OCENJEVANJE VZDRŽNOSTI ZA ČEŠKO

5.1 Ocenjevanje vzdržnosti na podlagi makroekonomskih indikatorjev

Tekoči račun

Leta 1993 je z razbitjem Češkoslovaške Češka stopila na samostojno pot. Tega leta je Češka zabeležila manjši presežek na tekočem računu plačilne bilance, ki se je naslednje leto sprevrgel v primanjkljaj. Saldo tekočega računa se je naglo poslabševal, tako da je primanjkljaj tekočega računa leta 1996 znašal 7,4 % BDP-ja, leta 1997 pa se je zaradi valutne krize v maju tega leta in zaradi sprejetja stabilizacijskih ukrepov nekoliko zmanjšal (Czech Republic: Selected Issues, 1998, str. 107). V letih 1998 in 1999 je plačilnobilančni deficit ostal na zmerni ravni (okrog 2 % BDP-ja), leta 2000 pa se je spet nekoliko povečal in predstavljal 4,6 % BDP-ja (glej Tab. 9 na str. 33).

Pogled na strukturo tekočega računa pokaže, da je k češkemu plačilnobilančnemu deficitu največ prispevala negativna trgovinska bilanca. Negativni saldo trgovinske bilance je bil največji leta 1996, ko je predstavljal 10 % BDP-ja, takrat pa je bil največji tudi deficit tekočega računa. Skozi celotno proučevano obdobje 1993-2000 je Češka beležila negativni saldo tudi v bilanci faktorskih dohodkov. Zaradi relativno nizkega zunanjega dolga pritisk na saldo tekočega računa plačilne bilance zaradi plačevanja obresti na dolg ni bil pretirano visok. Ta bilanca se je po letu 1994 začela poslabševati zaradi povečevanja zunanjih dolžniških obveznosti in povečanja repatriacije dobičkov in dohodkov od dela (Czech Republic: Selected Issues, 1998, str. 116). Storitvena bilanca je bila ves čas pozitivna, prav tako bilanca tekočih transferjev (glej Tab. 10 na str. 37).

Poslabševanje salda tekočega računa plačilne bilance po letu 1993 do leta 1996 je posledica naraščanja deleža investicij v BDP-ju ter zmanjševanja deleža varčevanja v BDP-ju. Stopnja varčevanja se je predvsem v letu 1996 precej zmanjšala in je bila za štiri odstotne točke nižja kot v letu 1993. Od leta 1998 dalje ostaja stopnja varčevanja na približno konstantni ravni. Nasprotno se je delež investicij v BDP-ju neprestano povečeval do leta 1996, ko je dosegel najvišjo vrednost v obdobju 1993-2001, to je 33 % BDP-ja, kar se je odrazilo tudi na visoki gospodarski rasti (glej Tab. 11 na str. 38). Delež investicij v BDP-ju se je od leta 1993 do 1996 povečal za pet odstotnih točk, od katerih se lahko samo ena odstotna točka pripiše povečanju investicij javnega sektorja (Czech Republic: Selected Issues, 1998, str. 118). Leta 1997 in 1998 se je investicijska stopnja nekoliko zmanjšala, od leta 1999 dalje pa zopet narašča. Iz gibanja stopenj varčevanja in investicij sledi ugotovitev, da deficiti tekočega računa plačilne bilance do leta 1997 izvirajo iz povečanja investicij, deloma pa tudi iz povečanja potrošnje. Plačilnobilančni deficiti po letu 1998 pa izvirajo predvsem iz povečanja investicij, saj delež varčevanja v BDP-ju ostaja na približno konstantni ravni. K neravnovesju med celotnim varčevanjem in investicijami v gospodarstvu pa tudi na Češkem prispeva neravnovesje v javnem sektorju. Od leta 1994 je Češka beležila proračunski primanjkljaj, ki do leta 1998 ni bil pretirano visok in je bil razmeroma konstanten, nato pa se je začel naglo

povečevati. V letu 1996, ko je bil plačilnobilančni primanjkljaj največji, je proračunski primanjkljaj predstavljal 12 % celotnega zunanjskega neravnovesja, leta 1997 pa 27 %.

Tokovi kapitala

Skozi celotno proučevano obdobje 1993-2000 je Češka beležila neto prilive iz naslova tujih direktnih investicij, ki pa so bili tudi tukaj v tesni povezavi s privatizacijo državnega premoženja¹³. Povprečni letni neto priliv iz naslova tujih direktnih investicij v obdobju 1993-2000 je znašal 5 % BDP-ja, višek pa je bil dosežen leta 1999, ko je neto priliv tujih direktnih investicij znašal kar 11,7 % BDP-ja (glej Tab. 9 na str. 33). Po letu 1997 so se neto prilivi tujih direktnih investicij močno povečali in so bili daleč največji v regiji srednje in vzhodnoevropskih držav (Czech Republic: 2002 Article IV Consultation, 2002, str. 4). Kumulativni neto priliv tujih direktnih investicij v obdobju 1993-2000 je predstavljal 70 % celotnih neto prilivov kapitala v istem obdobju.

Na začetku proučevanega obdobja so portfolio naložbe predstavljale pomemben vir priliva tujega kapitala. Vse do konca leta 1998 je Češka beležila neto prilive iz naslova portfolio investicij (glej Tab. 9 na str. 33), ki so predstavljali skoraj tretjino celotnih neto prilivov kapitala v obdobju 1993-1998, povprečni letni neto priliv v istem obdobju pa je znašal 2,4 % BDP-ja. Z razliko od Madžarske in Poljske so med portfolio naložbami prevladovali lastniški vrednostni papirji (Transition Report, 1998, str. 85).

Precejšnja nihanja je izkazovala postavka neto ostale naložbe (glej Tab. 9 na str. 33). Največji neto priliv iz tega naslova je bil zabeležen v letih 1994 in 1995, ko je znašal 7,1 % oziroma 8,3 % BDP-ja. V obdobju 1997-1999 je bil zabeležen neto odliv iz naslova ostalih naložb, v letu 2000 pa spet neto priliv. V obdobju 1993-2000 je kumulativni neto priliv iz tega naslova predstavljal okrog 20 % celotnih neto prilivov kapitala v istem obdobju.

Češke mednarodne denarne rezerve so se v prvih treh letih proučevanega obdobja 1993-2000 močno povečevale (glej Tab. 9 na str. 33) zaradi obsežnih neto prilivov kapitala, ki so močno presegali zmeren primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance. Največje povečanje mednarodnih denarnih rezerv, in sicer v višini 14,3 % BDP-ja, je Češka zabeležila leta 1995, ko so se rezerve več kot podvojile. Ker v letih 1996 in 1997 neto priliv kapitala ni zadoščal za financiranje visokega plačilnobilančnega primanjkljaja, so se mednarodne denarne rezerve zmanjšale, od leta 1998 dalje pa so se spet povečevale. Povprečno letno povečanje mednarodnih denarnih rezerv v obdobju 1993-2000 je znašalo 4,4 % BDP-ja.

Močno zaupanje v vrednost češke krone ter velika razlika med domačo in tujo obrestno mero sta bila razloga za velike neto prilive tujega kapitala do leta 1996. Višek neto prilivov tujega kapitala je bil dosežen leta 1995, ko je le-ta predstavljal skoraj 16 % BDP-ja. Zaradi velikega deficita tekočega računa leta 1996 in 1997 in večje fleksibilnosti deviznega tečaja ob razširitvi

¹³ Na primer prodaja Telecoma leta 1995 (Klacek, 1999, str. 85) in prodaja dveh velikih državnih bank leta 1998 in 1999 (Joint Assessment, 1999, str. 30).

meja dovoljenega nihanja okrog paritetne vrednosti leta 1996 ter uvedbi drsečega deviznega tečaja leta 1997 se je privlačnost češke krome zmanjšala. To je prispevalo k velikemu zmanjšanju neto prilivov tujega kapitala (Czech Republic: Selected Issues, 1998, str. 119). Leta 1996 je prišlo do neto odliva kratkoročnega kapitala v višini 1,5 % BDP-ja oziroma milijarde USD, leta 1997 pa v višini 2 % BDP-ja (Czech Republic: Selected Issues, 1998, str. 121). Med neto prilivi tujega kapitala do sredine leta 1996 so najpomembnejšo vlogo igrali neto prilivi iz naslova portfolio naložb (v glavnem lastniški vrednostni papirji, manj pa državne in podjetniške obveznice) ter tuji krediti, najeti s strani komercialnih bank in podjetij (Klacek, 1999, str. 84-85). Po letu 1997 so se neto prilivi tujega kapitala spet začeli povečevati in so več kot pokrivali primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance. Struktura kapitalskih prilivov se je močno spremenila, saj daleč najpomembnejšo vlogo igrajo tuje direktne investicije.

Tabela 9: Tekoči račun plačilne bilance in tokovi kapitala v obdobju 1993-2000 v odstotkih BDP-ja za Češko

Leto	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Saldo tekočega računa	-	-	1,4	-2,1	-2,6	-7,4	-6,2	-2,5	-2,0	-4,6
Neto neposredne naložbe	-	-	1,6	1,9	4,9	2,2	2,4	6,4	11,7	9,0
Neto portfolio naložbe	-	-	4,6	2,1	2,6	1,2	1,9	2,0	-2,6	-3,7
Neto ostale naložbe	-	-	2,5	7,1	8,3	3,8	-2,1	-3,2	-3,3	1,4
Mednarodne denarne rezerve	-	-	-8,7	-8,5	-14,3	1,4	3,3	-3,4	-3,1	-1,7

Vir: International Financial Statistics Yearbook, 2001, str. 165 in 405, Transition Report, 2001, str. 137, lastni izračuni.

Devizni tečaj

Češka je leta 1993, ko je bila po razpadu Češkoslovaške kreirana češka krona, uvedla režim fiksne deviznega tečaja z ozko opredeljenimi mejami dovoljenega gibanja deviznega tečaja okrog paritetne vrednosti v razponu $\pm 0,5$ % (Czech Republic: 2002 Article IV Consultation, 2002, str. 35). Februarja 1996 je prišlo do razširitve meja dovoljenega nihanja okrog paritetne vrednosti na $\pm 7,5$ %. Cilj tega ukrepa je bil povečati tečajno tveganje in tako preprečiti priliv kratkoročnega špekulativnega kapitala (Czech Republic: Selected Issues, 1998, str. 144). Konec leta 1996 in v začetku leta 1997 je krona aprecirala, februarja 1997 je devizni tečaj padel na 6 % pod paritetno vrednost, v ozadju te apreciacije pa so bili prilivi kapitala, ki jih je privlačila visoka razlika med domačo in tujo obrestno mero. V tem obdobju centralna banka ni intervenirala na deviznem trgu, saj se je želela izogniti povečanju likvidnosti, kar bi zahtevalo drage sterilizacijske operacije. Poslabševanje deficita tekočega računa ni povzročilo zaskrbljenosti trga do februarja 1997. Apreciacija krome, upad ekonomske aktivnosti, problemi v bančnem sektorju¹⁴ ter napovedi, da se deficit tekočega računa lahko še poveča na 9 % BDP-ja, so vodili do obrata tokov kapitala ter valutne krize (Czech Republic: Selected Issues, 1998, str. 50-51). Paket strukturnih reform, objavljen sredi aprila 1997, ni bil dobro

¹⁴ V letu 1996 je na Češkem prišlo do propada nekaj srednje velikih in velikih lokalnih bank (Transition Report, 1998, str. 100).

sprejet niti na Češkem niti v tujini. Prvi opozorilni znaki resnega slabjenja češke krone so se pojavili sredi maja 1997 v povezavi s krizo deviznega tečaja na Tajskem. Kriza v Aziji je povečala občutljivost tujih investitorjev na potencialno tveganje in je bila gonilna sila, ki je vodila investitorje v izhod iz drugih nastajajočih trgov (angl. emerging markets)¹⁵. Poleg tega so slabe novice glede nestabilnih političnih razmer na Češkem prepričale udeležence trga, da je ekonomija ranljiva in da je verjetnost zaslужka iz transakcij na deviznem trgu velika. Špekulanti so panično pričakovali, da se bodo rezidenti vključili v napad na valuto in tako s svojimi nakupi deviz prispevali k povečanju deviznega tečaja (Šmídková et al., 1998, str. 23-24). 14. maja 1997 je prišlo do močnega pritiska na tajski baht, Financial Times pa objavi negativno poročilo o Češki. 15. maja 1997 je češka centralna banka prvič po več kot letu dni intervenirala na deviznem trgu, ko je krona deprecirala in je devizni tečaj narasel na 5 % nad paritetno vrednost. 22. maja 1997 je zaradi obnovljenih pritiskov krona deprecirala na 6,2 % nad paritetno vrednost, javno zaupanje v češko krono je močno oslabilo, rezidenti so začeli množično spreminjati češke krone v devize, prišlo pa je tudi do povečevanja zalog uvoženega blaga (Czech Republic: Selected Issues, 1998, str. 152). Visoke obrestne mere in omejen dostop komercialnih bank do kreditov centralne banke so bili ukrepi, s katerimi je centralna banka želela braniti svojo valuto in bi na dolgi rok lahko vodili do bančne krize. Zato je 25. maja 1997 prišlo do izrednega sestanka sveta centralne banke, naslednji dan pa do objave, da bo režim fiksnega deviznega tečaja zamenjan z režimom uravnavanega drsečega deviznega tečaja (Šmídková et al., 1998, str. 33). Po intervencijski prodaji 2,5 milijarde USD na deviznem trgu v preteklem tednu je tako 27. maja 1997 centralna banka opustila meje dovoljenega nihanja in dopustila deprecijacijo krone oziroma dvig deviznega tečaja na 12 % nad prejšnjo paritetno vrednost (Czech Republic: Selected Issues, 1998, str. 51). Konec leta 1997 je bila Češka prva država na prehodu, v kateri je bila monetarna politika usmerjena v ciljanje inflacijske stopnje in ne več deviznega tečaja (Jonáš, 2000, str. 18).

Po zmerni realni devalvaciji češkoslovaške krone na začetku devetdesetih let je češka krona od svojega nastanka leta 1993 dalje realno aprecirala (z izjemo leta 1999 in 2000, ko je prišlo do majhne realne deprecijacije), k temu pa je prispevala pozitivna razlika med domačo in tujo inflacijo (glej Tab. 11 na str. 38). Realna apreciacija krone ni bila pretirano visoka, saj je na primer leta 1996 realna apreciacija znašala slabih 16 % v primerjavi z letom 1993, leta 2000 pa dobrih 24 %. Tudi na Češkem je realna apreciacija bila eden izmed faktorjev, ki so prispevali k poslabševanju salda tekočega računa plačilne bilance.

Ostali indikatorji

Po letu 1993 je stopnja *gospodarske rasti* na Češkem začela hitro naraščati in že leta 1995 znašala skoraj 6 %. Leta 1997 je Češka zašla v recesijo, ko je bila gospodarska rast negativna in je trajala do leta 1999. V letu 2000 je bila spet zabeležena pozitivna gospodarska rast v višini okrog 3 % (glej Tab. 11 na str. 38).

¹⁵ Tako Češka kot Tajska pripadata skupini nastajajočih trgov. Investitorji so se odločili za izhod iz trga na podlagi močne korelacije med stopnjo donosa na tajski baht in češko krono, v nasprotju z ostalimi valutami v skupini nastajajočih trgov (Šmídková et al., 1998, str. 24).

Od leta 1994 dalje je Češka kontinuirano beležila proračunski primanjkljaj, ki pa do leta 1998 ni bil pretirano visok in je bil razmeroma konstanten (glej Tab. 11 na str. 38). Proračunski primanjkljaj torej ni bil glavni faktor v ozadju visokih plačilnobilančnih primanjkljajev v letu 1996 in 1997. Proračunski deficit se je začel povečevati po letu 1998, kar skupaj s povečanim plačilnobilančnim primanjkljajem predstavlja resen izziv ekonomski politiki.

Češke mednarodne denarne rezerve so se v proučevanem obdobju 1993-2000 neprestano povečevale, razen v letih 1996 in 1997, ko priliv kapitala ni zadoščal za financiranje visokega plačilnobilančnega primanjkljaja. Tradicionalni kazalec ustreznosti rezerv – rezerve v mesecih uvoza blaga in storitev – je bil samo v letu 1993 manjši od tri, sicer pa konstantno večji od tri. Drugi kazalec – razmerje med denarnim agregatom M2 in rezervami – pa se je do leta 1995 precej zmanjšal in ostal razmeroma konstanten (glej Tab. 11 na str. 38). Oba kazalca kažeta na to, da so češke mednarodne denarne rezerve ustrezne.

Češka je na začetku proučevanega obdobja imela ugodne kazalce zunanje zadolženosti. Leta 1993 je bil delež zunanjega dolga v BDP-ju nizek in je predstavljal okrog četrtno BDP-ja, vendar se je po tem letu začel hitro povečevati in že leta 1997 znašal 40 % BDP-ja. Naslednje leto se je ta delež še nekoliko povečal in do leta 2000 ostal na konstantni ravni. Tudi razmerje med zunanjim dolgom in izvozom blaga in storitev se je do konca leta 1997 hitro povečevalo, k čemur je prispevala počasnejša rast izvoza, nato pa do leta 2000 zmanjševalo. Skozi celotno proučevano obdobje sta bila oba kazalca zunanje zadolženosti takšna, da sta Češko po kriterijih Svetovne banke uvrščala med nizko zadolžene države. Tudi kazalec servisiranja dolga kot delež izvoza blaga in storitev ni bil problematičen. Zaskrbljujoča je bila ročna struktura zunanjega dolga, saj se je delež kratkoročnega dolga v celotnem dolgu hitro povečeval. Tako je na primer leta 1997 ta delež znašal 36,3 % v primerjavi z 21,8 % leta 1993. Leta 2000 je ta delež znašal že 42,3 %, kar zmanjšuje vzdržnost povečanega plačilnobilančnega deficita v letu 2000 (glej Tab. 11 na str. 38).

Na podlagi zgornje analize se lahko povečan plačilnobilančni primanjkljaj, s katerim se je Češka srečala v letu 1996 in 1997, oceni kot dolgoročno nevzdržen. Ta primanjkljaj je izviral iz negativne trgovinske bilance in je bil deloma povezan s povečano potrošnjo. Do leta 1997 so med prilivi kapitala prevladovala portfolio investicije ter ostale naložbe, po letu 1997 pa se je močno povečal priliv kapitala iz naslova tujih direktnih investicij, ki predstavljajo glavni vir financiranja plačilnobilančnega primanjkljaja. Deficit v letu 1996 in 1997 se je moral financirati tudi z zmanjšanjem mednarodnih denarnih rezerv, saj neto priliv tujega kapitala ni zadoščal za financiranje deficita tekočega računa plačilne bilance. Apreciacija krone, zmanjšanje gospodarske rasti v letu 1996, problemi v bančnem sektorju, azijska kriza, politična nestabilnost, naraščajoči zunanji dolg z naraščajočim deležem kratkoročnega dolga v celotnem dolgu ter napovedi, da se visok deficit tekočega računa lahko še poveča, so vodili do izgube zaupanja med investitorji ter obrata tokov kapitala in valutne krize v letu 1997, kar je Češko peljalo v recesijo. Šele v letu 2000 se je dosegla pozitivna gospodarska rast, deficit tekočega računa se je spet nekoliko povečal, vzpodbudno pa je dejstvo, da je ta deficit povezan s povečanjem investicij. Povečal se je tudi proračunski primanjkljaj ter delež

kratkoročnega dolga v celotnem dolgu. Ostali makroekonomski indikatorji, na primer realni devizni tečaj, kazalci ustreznosti mednarodnih rezerv in kazalci zunanje zadolženosti niso zaskrbljujoči. Iz vsega tega sledi sklep, da je verjetnost krize za Češko majhna, kljub temu pa mora ekonomska politika preprečiti nadaljne poslabšanje makroekonomskih indikatorjev, predvsem proračunskega primanjkljaja.

5.2 Ocenjevanje vzdržnosti na podlagi modela¹⁶

Iz Tab. 12 na str. 39 je razvidno, da so bili ob neupoštevanju tujih direktnih investicij vsi plačilnobilančni deficiti, ki jih je Češka zabeležila v obdobju 1994-2000, nevzdržni, saj je v vseh primerih potrebna stopnja gospodarske rasti presegala dejansko stopnjo rasti. Tako je na primer v letu 1996 potrebna letna stopnja rasti znašala kar 20,6 %, da bi Češka lahko ohranila dejanski deficit tekočega računa in delež dolga v BDP-ju. Tudi pri 100 % deležu zunanjega dolga v BDP-ju (kar pomeni potrojitev dejanskega deleža dolga), bi Češka še vedno morala rasti hitreje oziroma skoraj podvojiti dejansko stopnjo rasti. Ob upoštevanju tujih direktnih investicij se izkaže, da sta bila edina resnično nevzdržna primanjkljaja v obdobju 1994-2000 le primanjkljaja v letih 1996 in 1997, ko je potrebna gospodarska rast precej presegala dejansko. Da bi se z dejansko stopnjo gospodarske rasti ohranjal nespremenjen delež dolga v BDP-ju in da bi torej plačilnobilančni deficit v letu 1996 oziroma 1997 bil vzdržen, bi moral neto priliv tujih direktnih investicij znašati 5,7 % oziroma 6,6 % BDP-ja. Do potrebne prilagoditve je prišlo leta 1997, ko je po špekulativnem napadu češka krona depreciirala, monetarna in fiskalna politika sta postali restriktivni, uvedene so bile tudi določene omejitve uvoza ter vzpodbude za tuje direktne investicije, s čimer se je dosegla vzdržna situacija v naslednjih letih.

Prvi scenarij, ki upošteva povprečne vrednosti spremenljivk v preteklem srednjeročnem obdobju, kaže, da je deficit tekočega računa brez upoštevanja tujih direktnih investicij nevzdržen, ob upoštevanju tujih direktnih investicij pa primanjkljaj postane vzdržen.

Po drugem scenariju, ki upošteva predvidene povprečne srednjeročne vrednosti spremenljivk, je deficit tekočega računa ob izključitvi tujih direktnih investicij nevzdržen, saj bi morala Češka za doseganje vzdržnosti plačilnobilančnega deficita pri dani ravni zadolženosti rasti po stopnji 12,5 % letno, kar je skoraj trikrat več od dejanske predvidene stopnje rasti. Upoštevanje tujih direktnih investicij spremeni sliko, saj deficit postane vzdržen. Za izenačitev potrebne in predvidene stopnje gospodarske rasti bi zadostoval neto priliv tujih direktnih investicij v višini 3,3 % BDP-ja, ker pa se pričakuje neto priliv tujih direktnih investicij v višini okrog 10 % BDP-ja, to pomeni, da Češka ne bo imela težav z zadostnim prilivom tujih direktnih investicij.

¹⁶ Gre za model investicijske banke J.P. Morgan, ki je predstavljen v poglavju 2.3 na str. 12.

Tabela 10: Plačilna bilanca Češke v obdobju 1993-2000, v mio USD (če ni označeno drugače)

Leto	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
TEKOČI RAČUN	-	-	466	-820	-1.374	-4.299	-3.271	-1.387	-1.570	-2.335
v % BDP	-	-	1.4	-2.1	-2.6	-7.4	-6.2	-2.5	-2.0	-4.6
Blago	-	-	-517	-1.408	-3.685	-5.878	-4.588	-2.594	-1.902	-3.247
Izvoz blaga	-	-	14.231	15.964	21.477	21.693	22.737	26.395	26.259	29.003
Uvoz blaga	-	-	-14.748	-17.372	-25.162	-27.571	-27.325	-28.989	-28.161	-32.250
Storitve	-	-	1.012	482	1.843	1.917	1.743	1.789	1.101	1.380
Izvoz storitev	-	-	4.721	5.167	6.725	8.181	7.132	7.513	6.929	7.207
Uvoz storitev	-	-	-3.709	-4.685	-4.882	-6.264	-5.389	-5.724	-5.828	-5.827
Dohodki	-	-	-116	-21	-104	-722	-792	-989	-1.278	-753
Prejemki	-	-	548	791	1.197	1.170	1.405	1.428	1.644	1.829
Izdatki	-	-	-664	-812	-1.301	-1.892	-2.197	-2.417	-2.922	-2.582
Tekoči transferji	-	-	88	127	572	384	365	408	509	286
Prejemki	-	-	242	298	664	617	866	781	1.072	716
Izdatki	-	-	-154	-171	-92	-233	-501	-373	-563	-430
KAPITALSKI IN FINANČNI RAČUN	-	-	2.480	4.504	8.232	4.203	1.133	2.910	3.078	3.338
KAPITALSKI RAČUN	-	-	-563	-	7	1	11	2	-2	-5
FINANČNI RAČUN	-	-	3.043	4.504	8.225	4.202	1.122	2.908	3.080	3.343
Neposredne naložbe	-	-	564	762	2.531	1.280	1.258	3.575	6.223	4.465
Domače v tujini	-	-	-90	-116	-37	-155	-28	-125	-90	-118
Tuje v Češki	-	-	654	878	2.568	1.435	1.286	3.700	6.313	4.583
Naložbe v vrednostne papirje	-	-	1.608	846	1.370	721	993	1.102	-1.382	-1.804
Terjatve	-	-	-232	-47	-325	-50	-159	-44	-1.882	-2.376
Obveznosti	-	-	1.840	893	1.695	771	1.152	1.146	500	572
Ostale naložbe	-	-	871	2.896	4.324	2.201	-1.129	-1.769	-1.760	681
Terjatve	-	-	-2.867	-2.437	-2.492	-2.370	-4.427	-1.552	-2.688	982
Obveznosti	-	-	3.738	5.333	6.816	4.571	3.298	-217	928	-301
NETO NAPAKE IN IZPUSTITVE	-	-	95	-210	596	-729	379	367	132	-159
MEDNARODNE DENARNE REZERVE	-	-	-3.041	-3.474	-7.453	825	1.758	-1.890	-1.639	-844

Vir: International Financial Statistics Yearbook, 2001, str. 165 in 405, lastni izračuni.

Tabela 11: Izbrani makroekonomski indikatorji za Češko v obdobju 1993-2001 (v enotah mere kot označeno)

Leto	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Realna st. rasti BDP-ja, v %	-	-	0,1	2,2	5,9	4,8	-1,0	-2,2	-0,8	3,1	3,5
Investicije, v % BDP-ja	-	-	28,0	29,3	32,5	33,0	30,2	27,5	28,1	29,7	30,0
Varčevanje, v % BDP-ja	-	-	29,5	27,4	29,0	25,4	23,9	25,3	25,4	24,4	25,3
Inflacija	-	-	20,8	9,9	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9	4,9
Fiskalni deficit, v % BDP-ja	-	-	0,5	-1,1	-1,4	-0,9	-1,7	-2,0	-3,3	-4,9	-5,3
Indeks REER ¹ , 1993=100	-	-	100,0	105,1	108,6	115,9	116,7	126,4	124,7	124,4	131,7
Tekoči račun, v % BDP-ja	-	-	1,4	-2,1	-2,6	-7,4	-6,2	-2,5	-2,0	-4,6	-4,6
M2/rezerve	-	-	6,1	4,9	2,9	3,4	3,5	3,2	2,7	2,9	3,1
Rezerve, v mesecih uvoza blaga in storitev	-	-	2,5	3,4	5,6	4,4	3,6	4,4	4,6	4,5	4,1
Zunanji dolg, v % BDP-ja	-	-	24,3	26,0	31,8	36,0	40,6	43,1	42,6	42,8	-
Zunanji dolg, v % izvoza blaga in storitev	-	-	47,1	48,7	55,2	64,6	75,4	68,4	65,0	56,7	-
Servisiranje dolga, v % izvoza blaga in storitev	-	-	7,2	11,5	8,2	8,4	14,3	14,5	16,7	12,7	-
Kratkoročni dolg, v % celotnega dolga	-	-	21,8	27,1	31,3	28,5	36,3	31,5	37,0	42,3	-

Opombe: ¹realni efektivni devizni tečaj, povečanje indeksa pomeni realno apreciacijo nacionalne valute - krone

Vir: Transition Report, 2001, str. 61 in 137, Czech Republic: Public Information Notice, 1999, International Financial Statistics Yearbook, 2001, str. 165 in 405, International Financial Statistics July 2002, 2002, str. 288, Czech Republic: Selected Issues, 1998, str. 118, Czech Republic: 2002 Article IV Consultation, 2002, str. 31, Global Development Finance, Country Tables, 1999, str. 184, Global Development Finance, Country Tables, 2002, str. 188, lastni izračuni.

Tabela 12: Ocenjevanje vzdržnosti deficita tekočega računa za Češko

Leto	Dejanska realna stopnja rasti BDP-ja	Zunanji dolg, delež BDP-ja	Deficit tekočega računa, v % BDP-ja*	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja	Neto TDI**, v % BDP-ja	Deficit tekočega računa, prilagojen z deležem TDI v BDP-ju, v % BDP-ja	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ob upoštevanju TDI	Potrebni delež TDI za vzdržnost deficita, v % BDP-ja
1	2	3	4	5=4/3	6	7=4-6	8=7/3	9=4-2*3
1993	0,1	0,24	-1,4	-5,8	1,6	-3,0	-12,5	-1,4
1994	2,2	0,26	2,1	8,1	1,9	0,2	0,8	1,5
1995	5,9	0,32	2,6	8,1	4,9	-2,3	-7,2	0,7
1996	4,8	0,36	7,4	20,6	2,2	5,2	14,4	5,7
1997	-1,0	0,41	6,2	15,1	2,4	3,8	9,3	6,6
1998	-2,2	0,43	2,5	5,8	6,4	-3,9	-9,1	3,4
1999	-0,8	0,43	2,0	4,7	11,7	-9,7	-22,5	2,3
2000	3,1	0,43	4,6	10,7	9,0	-4,4	-10,2	3,3
Scenarij 1***	0,8	0,41	4,5	11,0	6,3	-1,8	-4,4	4,2
Scenarij 2****	3,4	0,36	4,5	12,5	10,7	-6,2	-17,2	3,3

Opombe: Krepko označeni podatki predstavljajo nevezdržne primanjkljaje tekočega računa.

* Pozitivni predznak označuje primanjkljaj, negativni pa presežek tekočega računa plačilne bilance.

** TDI - tuje direktne investicije.

*** Upoštevane so povprečne vrednosti (navadna aritmetična sredina) v obdobju 1996-2000.

**** Ob upoštevanju predvidenih srednjeročnih povprečnih vrednosti spremenljivk v Czech Republic: 2002 Article IV Consultation.

Vir: Transition Report 2001, 2001, str. 137, International Financial Statistics Yearbook, 2001, str. 165 in 403, Czech Republic: 2002 Article IV Consultation, str. 28 in 31, lastni izračuni.

6. SKLEP

Plačilnobilančno ravnotežje je eden izmed osnovnih ciljev ekonomske politike. Zaradi principa dvojnega knjigovodstva je plačilna bilanca kot celota vedno v ravnotežju, zato o plačilnobilančnem neravnatežju lahko govorimo samo pri posameznih delih plačilne bilance. Eden izmed osnovnih presekov plačilne bilance, ki se najpogosteje uporablja v analitične namene, je bilanca tekočega računa, zato se z izrazom plačilnobilančno neravnatežje običajno misli na neravnatežje v tekočem računu. Problem plačilnobilančnega neravnatežja je večji in pomembnejši v primeru primanjkljaja kot v primeru presežka. Ključni problem pri deficitu tekočega računa plačilne bilance je ta, da se država lahko znajde v situaciji, ko mora primanjkljaj tekočega računa odpraviti v relativno kratkem času oziroma ko mora namesto deficita dosegati suficit. To prinese s seboj vrsto negativnih posledic, od zmanjšanja stopnje gospodarske rasti in zaposlenosti do povečanja socialnih in političnih nemirov. Nevzdržen deficit tekočega računa se lahko definira kot tisti deficit, ki bi ob nadaljevanju obstoječe ekonomske politike v prihodnosti vodil v finančno krizo oziroma bi zahteval drastične spremembe ekonomske politike. Vzdržnost deficita tekočega računa se lahko ocenjuje tako, da se poleg velikosti plačilnobilančnega primanjkljaja upošteva še cela vrsta drugih makroekonomskih indikatorjev, ki dajejo koristno informacijo o ranljivosti države na spremembe v zaupanju tujih investitorjev. Večje ko je število indikatorjev, ki kažejo na nevzdržnost deficita tekočega računa, večja je verjetnost, da bo država zašla v krizo. Vzdržnost deficita tekočega računa se lahko ocenjuje tudi na podlagi modelov. Zelo enostaven in uporaben je model investicijske banke J.P. Morgan, ki ob fiksiranju mednarodnih denarnih rezerv in deleža zunanjega dolga v BDP-ju išče tisto stopnjo gospodarske rasti, pri kateri obstoječi deficit tekočega računa ne bo povečeval deleža zunanjega dolga v BDP-ju. Če je potrebna stopnja gospodarske rasti večja od dejanske, se deficit tekočega računa oceni kot nevzdržen. Oba načina ocenjevanja vzdržnosti plačilnobilančnega primanjkljaja sta v diplomskem delu testirana na primeru treh držav na prehodu - Madžarske, Poljske in Češke.

Vse tri proučevane države so se v svojem tranzicijskem obdobju srečale z velikimi plačilnobilančnimi primanjkljaji, ki so izvirali iz negativne trgovinske bilance in negativne bilance faktorskih dohodkov. Na Madžarskem je bil visok plačilnobilančni deficit povezan s povečanjem potrošnje in ne investicij, kar je zanesljivo znamenje nevzdržnosti primanjkljaja, na Poljskem in Češkem pa so bili tuji prihranki porabljeni v glavnem za financiranje investicij. V vseh treh državah so med prilivi tujega kapitala pomembno vlogo igrale tuje direktne investicije, ki pa so bile v veliki meri povezane s privatizacijo oziroma prodajo državnega premoženja. Madžarska je velike neto prilive tujih direktnih investicij začela beležiti že na začetku tranzicijskega obdobja, Poljska po letu 1994, ko je uredila odnose z Londonskim in Pariškim klubom, kar je na sploh prispevalo k povečanju prilivov kapitala po tem letu, na Češkem pa so tuje direktne investicije postale najpomembnejši vir priliva tujega kapitala po letu 1997, ti prilivi pa so bili celo največji v regiji srednje in vzhodnoevropskih držav. Pomemben vir priliva kapitala so na Madžarskem imele tudi portfolio investicije,

predvsem do leta 1995, na Poljskem pa je do priliva portfolio investicij prišlo šele po letu 1995 iz že omenjenega razloga. V obeh državah so najpomembnejšo vlogo imele državne obveznice. Portfolio investicije so na Češkem imele najpomembnejšo vlogo do sredine leta 1996, med njimi pa so z razliko od Madžarske in Poljske prevladovali lastniški vrednostni papirji. Češka je do sredine leta 1996 beležila pomembne prilive iz naslova ostalih naložb (tuji krediti, najeti s strani bank in podjetij), po tem letu pa je beležila neto odlive. Neto prilive iz tega naslova je Poljska začela beležiti po letu 1995, Madžarska pa v zadnjih dveh letih proučevanega obdobja. Vse tri države so primanjkljaj občasno financirale tudi z zmanjšanjem mednarodnih denarnih rezerv, ki pa so se večji del proučevanega obdobja povečevale kot posledica velikih prilivov kapitala. Skupna značilnost vseh treh držav je bila uvedba fiksnega deviznega tečaja na začetku tranzicije. Madžarska je leta 2001 močno razširila meje dovoljenega nihanja deviznega tečaja okrog paritetne vrednosti, kar v praksi pomeni uvedbo fleksibilnega deviznega tečaja. Poljska je po postopnem razširjanju meja uvedla drseči devizni tečaj leta 2000, Češka pa je na režim drsečega deviznega tečaja prešla leta 1997 po valutni krizi. Vse tri države so doživele realno apreciacijo nacionalnih valut, ki je prispevala k poslabševanju salda tekočega računa. Naslednji faktor, ki je bil skupen vsem trem državam, je bil proračunski primanjkljaj. Ta je bil največji oziroma najbolj problematičen na Madžarskem, predvsem v prvi polovici devetdesetih let, po letu 1995 pa se je nekoliko zmanjšal. Na Poljskem je bil fiskalni deficit razmeroma konstanten skozi celotno proučevano obdobje in ni bil pretirano visok, prav tako ne na Češkem, kjer pa se zadnjih nekaj let povečuje. Kazalci ustreznosti mednarodnih denarnih rezerv v glavnem niso bili problematični, nasprotno pa velja za kazalce zunanje zadolženosti. Madžarska je skozi celotno proučevano obdobje imela največji delež zunanjega dolga v BDP-ju in je po kriterijih Svetovne banke spadala med srednje zadolžene države. Poljska je v tranzicijsko obdobje zašla s problemom zunanjega dolga, ki ga je rešila leta 1994, ko je dosegla sporazum o restrukturiranju dolga. Delež zunanjega dolga v BDP-ju ni bil visok, prav tako ne na Češkem, kjer pa se je do leta 1997 naglo povečeval. Razmerje med zunanjim dolgom in izvozom blaga in storitev je bilo najslabše na Madžarskem in Poljskem, Madžarska pa je imela tudi najslabši kazalec servisiranja dolga, ki pa se je postopoma izboljševal, na Poljskem pa se je ta kazalec v zadnjih dveh letih proučevanega obdobja precej poslabšal. Ročna struktura dolga na Madžarskem in Poljskem ni bila problematična, na Češkem pa je bila neugodna.

Pri ocenjevanju vzdržnosti na podlagi modela se izkaže, da je ob upoštevanju tujih direktnih investicij Madžarska imela nevzdržne primanjkljaje v letih 1993 in 1994, Poljska v letih 1991, 1992, 1993 in 1999, Češka pa v letih 1996 in 1997. Po prvem scenariju, ki upošteva povprečne vrednosti spremenljivk v preteklem srednjeročnem obdobju, je primanjkljaj ob izključitvi tujih direktnih investicij v vseh treh državah nevzdržen, ob upoštevanju tujih direktnih investicij pa postane vzdržen. Po drugem scenariju, ki upošteva predvidene povprečne srednjeročne vrednosti spremenljivk, se ob izključitvi tujih direktnih investicij izkaže, da je primanjkljaj v vseh treh državah nevzdržen. Ob upoštevanju tujih direktnih investicij postane primanjkljaj vzdržen le na Madžarskem in Češkem, Poljska pa bi še vedno imela nevzdržen plačilnobilančni primanjkljaj. Za doseganje vzdržnosti bi Poljska morala podvojiti stopnjo gospodarske rasti ali pa povečati priliv tujih direktnih investicij.

7. LITERATURA

1. Barabás Gyula, Oblath Gábor: Managing Capital Flows in Hungary. Paper prepared in the framework of the ICEG/Ford Foundation project »Managing Capital Flows in the Transition Economies of Central and Eastern Europe«, 2001. 70 str.
2. Čirović Milutin: Teorija uravnoteženja platnog bilansa. 2. izdaja. Beograd : Savremena administracija, 1980. 203 str.
3. Drábek Zdeněk: The Sustainability of Foreign Capital Flows into Central and Eastern Europe. Drábek Zdeněk, Griffith-Jones Stephany, ed., Managing Capital Flows in Turbulent Times. New York : M. E. Sharp, Inc., 1999. 254 str.
4. Edwards Sebastian: Does the Current Account Matter?. Cambridge : National Bureau of Economic Research, 2001. 69 str.
5. Fieleke Norman S.: What Is the Balance of Payments?. Boston : Federal Reserve Bank of Boston, 1996. 12 str.
6. Gáspár Pál: Capital Inflows and Their Management in Hungary, 1995-1997. Drábek Zdeněk, Griffith-Jones Stephany, ed., Managing Capital Flows in Turbulent Times. New York : M. E. Sharp, Inc., 1999. 254 str.
7. Golinelli Roberto, Rovelli Riccardo: Painless disinflation? Monetary policy rules in Hungary, 1991-99. The Economics of Transition, 10(2002), 1, str. 55-91.
8. Gomulka Stanislaw: Managing Capital Flows in Poland. Drábek Zdeněk, Griffith-Jones Stephany, ed., Managing Capital Flows in Turbulent Times. New York : M. E. Sharp, Inc., 1999. 254 str.
9. Jonáš Jiří: Inflation Targeting in Transition Economies: Some Issues and Experiences. Coats Warren, ed., Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic. Prague : Czech National Bank, 2000. 202 str.
10. Klacek Jan: Economic Transformation, Exchange Rate, and Capital Inflows in the Czech Republic. Drábek Zdeněk, Griffith-Jones Stephany, ed., Managing Capital Flows in Turbulent Times. New York : M. E. Sharp, Inc., 1999. 254 str.
11. Kmet Rotija: Analiza zunanjega neravnovesja v obdobju tranzicije. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 98 str.
12. Knight Malcolm, Scacciavillani Fabio: Current Accounts: What Is Their Relevance for Economic Policymaking?. Washington : International Monetary Fund, 1998. 41 str.
13. Kowalewski Paweł: From Float Towards a Hard Peg – Is There an Alternative for the Membership in the ERM2?. The paper prepared for the ACE PHARE conference under the title »Alternatives of exchange rate regime in advanced transition economies«, 21 September 2001, Vienna, 2001. 37 str.
14. Milesi-Ferretti Gian Maria, Razin Assaf: Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences. Cambridge : National Bureau of Economic Research, 1996. 61 str.
15. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. 1. izdaja. Ljubljana : GV Založba, 2002. 682 str.
16. Mrak Mojmir: Svetovni jug v pasti dolgov. 1. izdaja. Ljubljana : Delavska enotnost, 1987. 321 str.

17. Oplotnik Žan Jan: Kapitalski tokovi in tekoči račun plačilne bilance. Naše gospodarstvo, Maribor, 45(1999), 1-2, str. 89-95.
18. Ouanes Abdessatar, Thakur Subhash: Macroeconomic Accounting and Analysis in Transition Economies. Washington : International Monetary Fund, 1997. 183 str.
19. Rant Andrej: Plačilnobilančni primanjkljaj – posledica notranjih in zunanjih vplivov. Plačilnobilančni primanjkljaj – da ali ne in kako ga financirati. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 7-8, str. 34-36.
20. Rosati Dariusz K.: Managing Capital Flows in Poland. Experiences, Problems and Questions. [URL: <http://www.icegec.org/Research/FORD/Papers/rosati.pdf>], september 2001.
21. Roubini Nouriel, Wachtel Paul: Current Account Sustainability in Transition Economies. Cambridge : National Bureau of Economic Research, 1998. 58 str.
22. Salvatore Dominick: International Economics. 3. izdaja. New York : Macmillan Publishing Company, 1990. 664 str.
23. Strašek Sebastjan: Plačilnobilančni primanjkljaj v azijski krizi: nekateri nauki za Slovenijo. Plačilnobilančni primanjkljaj – da ali ne in kako ga financirati. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 7-8, str. 37-38.
24. Strojjan Andreja: Teoretična podlaga analize plačilne bilance in njenega vpliva na gospodarsko rast. Prikazi in analize, Ljubljana, VI(1998), 4, str. 51-66.
25. Šmídková Kateřina et al.: Koruna Exchange Rate Turbulence in May 1997. Praha : Czech National Bank, 1998. 41 str.
26. Várhegyi Éva: Hungary's experience in the crawling peg regime: benefits and costs. Paper presented in ACE conference, 21 September 2001, Vienna, 2001. 24 str., 4 tbl.
27. Vujčić Boris: Managing Capital Flows in Croatia – Experiences, Problems and Questions. Budapest, International conference organized by ICEG and Ford Foundation, 2001. 29 str.
28. Williamson John: The Management of Capital Inflows. Drábek Zdeněk, Griffith-Jones Stephany, ed., Managing Capital Flows in Turbulent Times. New York : M. E. Sharp, Inc., 1999. 254 str.

8. VIRI

1. Balance of Payments Manual. 4. izdaja. Washington : International Monetary Fund, 1980. 203 str.
2. Czech Republic: 2002 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Czech Republic. Washington : International Monetary Fund, 2002. 54 str.
3. Czech Republic: Public Information Notice. Washington : International Monetary Fund, 1999.
4. Czech Republic: Selected Issues. Washington : International Monetary Fund, 1998. 154 str.

5. Global Development Finance, Analysis and Summary Tables. Washington : The World Bank, 2001. 275 str.
6. Global Development Finance, Country Tables. Washington : The World Bank, 1999. 624 str.
7. Global Development Finance, Country Tables. Washington : The World Bank, 2002. 622 str.
8. Hungary: 2002 Article IV Consultation – Staff Report, Staff Statement, and Public Information Notice on the Executive Board Discussion. Washington : International Monetary Fund, 2002. 43 str.
9. Hungary: Selected Issues and Statistical Appendix. Washington : International Monetary Fund, 2000. 80 str.
10. Hungary: Selected Issues. Washington : International Monetary Fund, 1997. 119 str.
11. International Financial Statistics July 2002. Washington : International Monetary Fund, 2002. 958 str.
12. International Financial Statistics Yearbook. Washington : International Monetary Fund, 2001. 1114 str.
13. Joint Assessment of the Economic Policy Priorities of the Czech Republic. Brussels : European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, 1999. 36 str.
14. Joint Assessment of the Economic Policy Priorities of the Republic of Hungary. Brussels : European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, 2000. 23 str., 4 tbl.
15. Methodology brief: Some simple current account arithmetics. New York : J.P. Morgan Securities Inc., 1997. 4 str.
16. Poland: Public Information Notice. Washington : International Monetary Fund, 1998.
17. Poland: Public Information Notice. Washington : International Monetary Fund, 2002.
18. Pre-accession Economic Programme of the Republic of Hungary. Budapest : Government of the Republic of Hungary, 2001. 46 str., 5 tbl.
19. Republic of Poland: 2002 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Poland. Washington : International Monetary Fund, 2002. 57 str.
20. Transition Report. London : European Bank for Reconstruction and Development, 1998. 234 str.
21. Transition Report. London : European Bank for Reconstruction and Development, 1999. 288 str.
22. Transition Report. London : European Bank for Reconstruction and Development, 2001. 216 str.
23. World Economic Outlook May 1998. Washington : International Monetary Fund, 1998. 227 str.