

**UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE**

NIKOLA VUKOVIĆ

**VPRAŠANJE VZDRŽNOSTI PLAČILNOBILANČNIH
PRIMANJKLJAJEV V DRŽAVAH ZAHODNEGA BALKANA**

DIPLOMSKO DELO

LJUBLJANA, 2005

**UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE**

NIKOLA VUKOVIĆ

MENTOR: RED. PROF. DR. MOJMIR MRAK

**VPRAŠANJE VZDRŽNOSTI PLAČILNOBILANČNIH
PRIMANJKLJAJEV V DRŽAVAH ZAHODNEGA BALKANA**

DIPLOMSKO DELO

LJUBLJANA, 2005

Iskreno se zahvaljujem profesorju Mraku za strokovno usmerjanje, potrpežljivost in prilagodljivost, ki jo je izkazal v sklepnih fazah pisanja diplomskega dela. Globoko sem hvaležen vsem, ki ste pomagali pri nastajanju pričujočega dela, svojim staršem in še posebej Nataliji, ki je brezpogojno verjela v vsak moj korak. Diplomsko delo posvečam pokojnemu očetu.

KAZALO

1. UVOD	1
1.1. Opredelitev problema ter relevantnost teme	1
1.2. Cilj proučevanja	4
1.3. Hipoteze in vprašanja	4
1.4. Metode dela	5
1.5. Struktura naloge	6
2. PLAČILNOBILANČNI PRIMANJKLJAJ IN ZUNANJE NERAVNOVESJE	7
2.1. Plačilna bilanca kot izhodišče analize zunanjega neravnovesja	7
2.2. Opredelitev zunanjega oz. plačilnobilančnega neravnovesja	9
2.3. Plačilnobilančni primanjkljaj in njegova umestitev v makroekonomski okvir	12
2.4. Vzroki za nastanek plačilnobilančnega neravnotežja	16
2.5. Doseganje uravnoveženega stanja plačilne bilance	19
3. KONCEPT VZDRŽNOSTI PLAČILNOBILANČNEGA PRIMANJKLJAJA	21
3.1. Dejavniki, ki opozarjajo na nevzdržnost plačilnobilančnega primanjkljaja	22
3.2. Povezava med konceptoma solventnosti in vzdržnosti	23
3.3. Kriteriji za ocenjevanje vzdržnosti primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance	24
3.3.1. Vir plačilnobilančnega primanjkljaja	24
3.3.2. Sestava tekočega računa, odprtost gospodarstva ter gospodarska rast kot kriterij vzdržnosti	25
3.3.3. Struktura in velikost kapitalskih pritokov ter nevarnost "zamenjave" domačega kapitala s tujim v tranzicijskih državah	26
3.3.4. Realna apreciacija domače valute	29
3.3.5. Devizne rezerve in breme zunanjega dolga	30
3.3.6. Šibkost bančnega in finančnega sistema	31
3.3.7. Politična nestabilnost in negotovost glede makroekonomskega okolja	32
3.4. Kvantitativna ocena vzdržnosti primanjkljaja s pomočjo modela investicijske banke J. P. Morgan	32
4. AKTUALNI MAKROEKONOMSKI TRENDI V DRŽAVAH ZAHODNEGA BALKANA IN NJIHOV VPLIV NA ZUNANJE NERAVNOVESJE REGIJE	34
4.1. Kaj poganja gospodarsko rast regije ter učinki na zunanjo vzdržnost	35
4.1.1. Srbija in Črna gora – visoka domača poraba in zatekanje k zunanjemu zadolževanju	36

4.1.2. Hrvaška: kreditna ekspanzija in (pre)visoke investicije v infrastrukturo učinki na vzdržnost plačilnobilančnega neravnovesja	37
4.1.3. Bosna in Hercegovina: nevarno kreditiranje gospodinjstev v razmerah valutnega odbora ter visoka odvisnost od uradne finančne pomoči	38
4.1.4. Makedonija: nizka gospodarska rast ter potreba po večjih prilivih tujega kapitala	40
4.1.5. Albanija: spodbudna dinamika rasti in gospodarske aktivnosti	43
4.1.6. Pomen konvergence stopenj gospodarskih rasti držav regije	44
4.2. Notranje neravnovesje v državah regije in posledice za zunanji sektor	45
4.2.1. Razlogi za visoko inflacijo v Srbiji in Črni gori ter vpliv le-teh na vzdržnost deficita tekočega računa	45
4.2.2. Zaostanki pri izvajanju strukturnih reform v državah Zahodnega Balkana in pomen zasebnega sektorja	47
4.2.3. Javnofinančni primanjkljaji in njihov vpliv na deficit tekočega računa	48
5. ANALIZA DEJAVNIKOV MENJALNEGA SEKTORJA IN NJIHOV VPLIV NA VZDRŽNOST PLAČILNOBILANČNIH PRIMANJKLJAJEV ZAHODNEGA BALKANA	51
5.1. Visoki trgovinski deficiti – glavni vir plačilnobilančnih primanjkljajev	51
5.2. Struktura primanjkljaja tekočega računa držav Zahodnega Balkana	53
5.2.1. Pomembna vloga tekočih transferov pri financiranju deficitov tekočega računa držav regije	53
5.2.2. Stanje deviznih rezerv	55
5.3. Breme zunanjega dolga	56
5.3.1. Nevarnost nevzdržnega zunanjega dolga v primeru Hrvaške in SČG	58
5.3.1.1. Hrvaška - problem trgovinskega deficita in neuravnovešenost pritokov privatizacijskih NTI	58
5.3.1.2. Pregled dejavnikov, ki vplivajo na vzdržnost zunanjega dolga SČG	60
5.4. Gibanje realnih deviznih tečajev in vpliv na poslabševanje konkurenčnosti gospodarstva držav	62
5.4.1. Režimi deviznih tečajev v posameznih državah regije	63
5.4.2. Gibanje realnega deviznega tečaja Albanije	64
5.4.3. Gibanje realnega deviznega tečaja Bosne in Hercegovine	65
5.4.4. Gibanje realnega deviznega tečaja Makedonije	65
5.4.5. Gibanje realnega deviznega tečaja Hrvaške	66
5.4.6. Gibanje realnega deviznega tečaja Srbije	66
5.5. Neposredne tuje investicije – ključni vir financiranja deficitov tekočega računa v državah regije	67
5.5.1. NTI v razmerah "usihanja" mednarodne finančne pomoči	68
5.5.2. Zavajajoča slika NTI	70
5.5.3. Ne zadostni prilivi NTI	71

6. OCENA VZDRŽNOSTI PLAČILNOBILANČNIH DEFICITOV DRŽAV ZAHODNEGA BALKANA PO METODOLOGIJI INVESTICIJSKE BANKE J.P. MORGAN	71
6.1. Ocena vzdržnosti za Albanijo	72
6.2. Ocena vzdržnosti za Makedonijo	73
6.3. Ocena vzdržnosti za Bosno in Hercegovino	75
6.4. Ocena vzdržnosti za Hrvaško	76
6.5. Ocena vzdržnosti za Srbijo in Črno goro	78
7. ZAKLJUČEK	80
8. SEZNAM VIROV	85
9. PRILOGE	94

SEZNAM KRATIC

ALL	Albanski lek
ATM	<i>Asymmetric Trade Measures</i> – Asimetrični trgovinski ukrepi
BDP	bruto družbeni proizvod
BiH	Bosna in Hercegovina
CARDS	<i>Community Assistance for Reconstruction, Development and Stabilisation</i> – Pomoč skupnosti za obnovo, razvoj in stabilizacijo
CBBIH	Centralna banka Bosne in Hercegovine
EBRD	<i>European Bank for Reconstruction and Development</i> – Evropska banka za obnovo in razvoj
EU	Evropska unija
HNB	<i>Hrvatska narodna banka</i> – Hrvška narodna banka
HRK	Hrvška kuna
IMF	<i>International Monetary Fund</i> – Mednarodni denarni sklad
IPC	Indeks potrošnih cen
IPRC	Indeks proizvodnih cen
JVE	jugovzhodna Evropa
KM	Konvertibilna marka (BiH)
MKD	Makedonski denar
NBRM	Narodna banka Republike Makedonije
NTI	neposredne tuje investicije obnovo in razvoj
REER	Realni efektivni devizni tečaj
SČG	Srbija in Črna gora
SPP	Stabilizacijsko-pridružitveni proces
SVE	Srednja in Vzhodna Evropa
WIIW	<i>The Viena Intitute for International Economic Studies</i> – Dunajski inštitut za mednarodne ekonomske študije
WTO	<i>World Trade Organisation</i> – Svetovna trgovinska organizacija

1. UVOD

1.1. *Oprelitev problema in relevantnost teme*

Razvoj salda tekočega računa plačilne bilance je vsekakor eden pomembnejših kazalnikov makroekonomske stabilnosti države, saj daje prve signale o dogajanju v nacionalni ekonomiji. Obenem je lahko primanjkljaj tekočega računa poleg indikatorjev, kot so proračunski primanjkljaj, visoka inflacija, šibek bančni in finančni sistem, politična nestabilnost, naraščajoči zunanji dolg itd., eden izmed glavnih znanilcev šibkosti gospodarstva in s tem tudi prihajajoče valutne in finančne krize (Oplotnik 1999: 89). Dejstvo je, da se dolgoročno zunanje neravnovesje prej ali slej izrazi na notranjem neravnovesju narodnega gospodarstva. Poleg tega pa je zunanje neravnovesje, merjeno s primanjkljajem tekočega računa plačilne bilance, značilnost večine tranzicijskih držav, kar se je ponovno pokazalo v zadnjem desetletju prejšnjega stoletja. Med postopnim prehodom iz centralnoplanskega v tržni sistem je bilo namreč v gospodarstvih srednje in vzhodne Evrope (Madžarska, Češka, Slovaška, Estonija, Latvija, Litva ter Poljska) zaznati postopno povečevanje primanjkljaja na tekočem računu. To je večino omenjenih držav v tranziciji vodilo v t. i. "plačilnobilančne depresije".

Zatorej ne preseneča dejstvo, da so tudi nekatere države Jugovzhodne Evrope (JVE) že v devetdesetih zašle v plačilnobilančne težave¹. Tranzicija je v tej regiji potekala (oz. še vedno poteka) precej počasneje in težavneje kot v državah Srednje in Vzhodne Evrope (SVE). Še z večjimi težavami in zaostanki v procesu tranzicije ter z velikimi makroekonomskimi neskladji², ki so zakoreninjena v globokih strukturnih problemih, se

¹ Romunija (1992), Bolgarija (1993), Albanija in Hrvaška (1997) ter Makedonija (1998) (Aristovnik 2002: 3).

² Razlogi so seveda številni in nadvse očitni. Za primer lahko navedemo npr. bruto družbeni proizvod na prebivalca (BDP *per capita*) Srbije in Črne gore (SČG), ki je leta 1989 predstavljal 48 % slovenskega BDP *per capita*, leta 2002 pa je bil enak komaj 13 % slovenskega BDP *per capita*. To pomeni komaj četrtno BDP-ja, ki bi ga SČG morala imeti v primeru, če bi izvajala tranzicijo vzporedno s Slovenijo, torej od 1989 dalje. Takšen upad BDP-ja je brez precedensa v primeru tranzicijskih držav SVE (Survey Serbia & Montenegro, 2003: 61). Kot so brez primere tudi druge ekonomske razmere, s katerimi se je morala spopasti vlada SČG (če ostanemo pri tem skrajnem primeru), ko je leta 2002 začela izvajati reforme; in sicer: stopnja inflacije 115 % p. a., delež sive ekonomije v družbenem produktu skoraj 50 %, devizni tečaj na črnem trgu petkrat višji od uradnega, zunanji ter notranji vladni dolg okrog 185 % BDP-ja, stopnja nezaposlenosti 29 % (oz. blizu 45% upošteva "navidezno" zaposlene), 700.000 beguncev ter tretjina prebivalstva, ki živi pod mejo revščine itn. Razmere niso bile dosti boljše niti v BiH, z izjemo Hrvaške, pa (so) se tudi ostale države te skupine soočajo z velikimi težavami.

soočajo tranzicijska gospodarstva Zahodnega Balkana, kamor štejemo Albanijo, Hrvaško, Bosno in Hercegovino (BiH), Makedonijo ter Srbijo in Črno goro³ (SČG). Ta gospodarstva bodo v središču naše obravnave. Težave, s katerimi se proučevane ekonomije soočajo, odsevajo v ogromnih trgovinskih deficitih, ki so glavni vzrok za visoke primanjkljaje tekočega računa plačilne bilance proučevanih držav. Ti se povečini gibljejo nad konvencionalnimi mejami vzdržnosti, in sicer med okrog 5 % BDP-ja v primeru Hrvaške, pa vse do skoraj 20 % v BDP-ju BiH. Iz tega razloga je vprašanje vzdržnosti plačilnobilančnega neravnovesja držav regije, upošteva druga zunanje- in tudi notranjeekonomska neskladja, nadvse akutno.

Visoki deficiti tekočega računa so značilni za države v tranziciji, zlasti v primerih, ko gre za gospodarstva, ki potrebujejo izdatne prilive kapitala pri uresničevanju zahtevnih strukturnih reform, kot je tudi v primeru obravnavanih državah regije. Primanjkljaj na tekočem računu tako največkrat odseva neto finančni pritok iz tujine, kar pomaga pri pospeševanju gospodarske aktivnosti v teh državah, hkrati pa se pojavlja tudi skrb za vzdržnost plačilne bilance. Če so namreč tuja finančna sredstva porabljena za produktivne naložbe, ki bodo v prihodnosti prinesle dovolj novih sredstev za pokritje stroškov in dodaten dobiček, je tak primanjkljaj "pozitiven". Primer slabega scenarija pa predstavlja primanjkljaj na tekočem računu, ki vodi v čezmerno tekočo porabo in nezmožnost servisiranja tujih posojil. Rastoči delež zunanjega dolga zlasti v primeru Hrvaške in visoko breme dolga SČG opozarjata na plačilnobilančne primanjkljaje, ki so posledica nenehnega povečevanja zunanjega zadolževanja, katerega vzdržnost lahko prav tako postane vprašljiva. Obenem v primeru Zahodnega Balkana visoki primanjkljaji tekočega računa poleg navedenih karakteristik odsevajo tudi številne formalne in neformalne omejitve pri trgovanju s tujino, izvozne omejitve, pa tudi omejeno odprtost teh gospodarstev.

Ključna srednjeročna makroekonomska izziva regije sta brez dvoma nadzor javnofinančnih primanjkljajev ter zmanjšanje deficitov na tekočem računu plačilne bilance. Vrzal med domačo porabo in prihranki, ki poganja plačilnobilančne deficite, je

³ Do podpisa sporazuma 14. marca 2002 se je današnja Srbija in Črna gora imenovala Zvezna republika Jugoslavija.

prevelika. Visoki proračunski primanjkljaji v državah SVE pa so jasno pokazali (in ponekod še kažejo), kako težko je nadzorovati porabo v času priključevanja Evropski uniji (EU). Glavno fiskalno tveganje za države Zahodnega Balkana se nahaja v konstantnem pojemanju virov uradne finančne pomoči, kar posledično pomeni, da bo potrebno znižati porabo oz. najti nove vire prihodkov⁴, zlasti pritegniti zasebne vire tujega kapitala. V nasprotnem primeru namreč lahko pride do nevzdržne situacije t. i. dvojnega primanjkljaja (na tekočem računu plačilne bilance ter v bilanci javnega financiranja), ki predstavlja dodatno nevarnost za poslabšanje zunanjega neravnovesja.

Primanjkljaji na tekočem računu plačilne bilance pomembno vplivajo na ekonomsko rast ter konvergenco z razvitejšimi tržnimi gospodarstvi EU, k čemur stremijo države Zahodnega Balkana v okviru programov Pakta stabilnosti za jugovzhodno Evropo ter Stabilizacijskega in pridružitvenega procesa. Da bi višja rast lahko bila dosežena, bi morale države Zahodnega Balkana privabiti več zasebnih investicij. Nasprotno podatki kažejo, da države jugovzhodne Evrope prejemajo le šestino celotnega priliva kapitala zasebnih investicij usmerjenih v tranzicijske države. To nikakor ne preseneča, saj gre za regijo, kjer je bančni sektor slabo razvit, kar posledično zmanjšuje zaupanje in pripravljenost investitorjev financirati primanjkljaj. Istočasno se zastavlja pomembno vprašanje, ali so obravnavana gospodarstva sposobna učinkovito "vsrkati" prejeta finančna sredstva. Nenazadnje pa imamo še vedno opravka s precej negotovim makroekonomskim okoljem in politično nestabilnim območjem⁵.

Razumevanja makroekonomskih kazalcev in splošne ekonomsko politične situacije v regiji ter sposobnosti predvidevanja nadaljnjega razvoja dogodkov brez dvoma ne gre zanemariti, zlasti če upoštevamo neposredno bližino regije in razmeroma tesne gospodarske vezi Slovenije z državami Zahodnega Balkana, tako v smislu izvozne dejavnosti kot tudi neposrednih tujih investicij⁶ (NTI).

⁴ Vključitev neobdavčenih dejavnosti neformalnega sektorja v formalni sektor bi nedvomno močno olajšalo reševanje teh težav.

⁵ Nerešeno vprašanje statusa Kosova, ki pušča odprto nevarno "okno priložnosti" ter vprašanje prihodnosti državne skupnosti Srbije in Črne Gore, razdrobljena in neučinkovita politična in ekonomska struktura v BiH itd.

⁶ Npr. v primeru BiH sodi Slovenija med tri največje tuje investitorje v državi, v SČG delež slovenskih NTI narašča itd.

1.2. Cilj proučevanja

Namen diplomskega dela je analizirati zunanje neravnotežje tranzicijskih držav Zahodnega Balkana, oceniti vzdržnost deficita tekočega računa plačilne bilance v preteklem obdobju petih let (2000–2004) ter poiskati najpomembnejše dejavnike, ki vplivajo na hitro poglobljanje primanjkljajev na tekočem računu plačilne bilance teh držav. Na podlagi dobljenih ugotovitev bodo analizirani različni predlogi in rešitve oz. možni ukrepi ekonomske politike pri doseganju večjega zunanjega ravnovesja teh držav oz. zmanjševanju omenjenih deficitov.

Slednje bi bilo mogoče doseči bodisi z zmanjšanjem uvoza bodisi z doseganjem izvozne usmerjene rasti, kar pa je v največji meri odvisno od napredka v razvoju zasebnega sektorja, ki je nenazadnje steber uspešne tranzicije. Naloga bo raziskovala, kakšni so makroekonomski pogoji za realizacijo teh ciljev in posledično kakšne so možnosti za odpravljanje velikih plačilnobilančnih neravnovesij. Pri analizi makroekonomskih dejavnikov, ki vplivajo na vzdržnost plačilnobilančnega primanjkljaja, bom skušal odgovoriti na naslednja vprašanja: kakšni so vplivi NTI na primanjkljaj tekočega računa v tranzicijskih gospodarstvih Zahodnega Balkana; vez med primanjkljajem tekočega računa plačilne bilance in gospodarsko rastjo; vpliv zunanjega dolga na vzdržnost plačilnobilančnih primanjkljajev in kateri so ključni dejavniki neravnovesja med investicijami in varčevanjem v gospodarstvih obravnavanih držav.

1.3. Hipoteze in vprašanja

Tako obsežnih deficitov, s katerimi se soočajo tranzicijske države Zahodnega Balkana, ne bo mogoče vzdrževati v nedogled. Poleg tega se tveganje nevzdržnih dvojnih primanjkljajev samo še povečuje, če upoštevamo ogromno potrebo po investicijah v celotni regiji ter vztrajno pojevanje v finančni in tehnični pomoči na eni strani ter naraščajoče breme zunanjega dolga na drugi, kar so opazni trendi v proučevanem obdobju med leti 2000 in 2004. Iz tega razloga je tudi sposobnost nadaljnega zunanjega zadolževanja držav Zahodnega Balkana precej omejena. Naloga zato preverja, ali drži trditev, da so bili plačilnobilančni deficiti obravnavanih držav v obdobju med leti 2000 in 2004 nevzdržni.

Vse države regije so neto dolžnice, kar bo v drugi polovici tega desetletja, ko bo prišel čas dodatnih plačil obresti na tuja posojila, še dodatno poslabšalo račun dohodkov. Že omenjeni tekoči transferi (uradna pomoč mednarodnih finančnih institucij) pa vztrajno padajo in bodo v prihodnje lahko prikrivali vedno manjše primanjkljaje v plačilni bilanci. Medtem ko je poglavitni razlog za poslabšanje salda tekočega računa v povečanem trgovinskem primanjkljaju, pa lahko v prihodnje pričakujemo, da se bo vedno bolj povečeval tudi primanjkljaj na računu dohodkov teh držav, kar je posledica naraščajoče zadolženosti. Naloga preverja, ali je takšen trend opazen že v obravnavanem obdobju 2000–2004. V nalogi bomo skušali na podlagi gospodarskih trendov v obravnavanih gospodarstvih Zahodnega Balkana preveriti hipotezo “dvojnega primanjkljaja”, ki pravi, da javnofinančni primanjkljaj povzroča primanjkljaj na tekočem računu.

1.4. Metode dela

Razlaga teoretičnih konceptov v prvem delu pričujočega dela je oblikovana na podlagi analize in interpretacije sekundarnih virov, torej monografskih publikacij, strokovnih člankov in raziskovalnih analiz. V drugem delu diplomske naloge pa je poleg omenjene metode analize in interpretacije sekundarne literature med drugim uporabljena metoda študije primerov, in sicer ekstenzivno zastavljen pristop. Naloga proučuje vseh pet držav Zahodnega Balkana, za katere so analizirani podatki o izbranih dejavnikih, ki tendenčno povečujejo tveganje nevezdržnosti plačilnobilančnih primanjkljajev. Obenem sem se osredotočil na odnose med omenjenimi dejavniki, v skladu z zastavljenimi cilji v uvodu naloge. Ena ključnih empirično kvantitativnih metod v tem delu naloge je bila analiza uradnih statistik iz različnih virov (statistične baze centralnih bank posameznih držav, statistična baza Evropske unije, kot tudi mednarodne finančne institucije, predvsem Svetovna banka, Mednarodni denarni sklad in Evropska banka za obnovo in razvoj). Ob tem sem empirično samostojno zbral potrebne rezultate tudi s pomočjo lastnih izračunov vzdržnosti deficitov tekočega računa obravnavanih držav na podlagi modela investicijske banke J. P. Morgan⁷. Mestoma je uporabljena tudi metoda interpretacije primarnih virov, in sicer v zvezi z dokumenti EU.

⁷ Omenjeni model je podrobno razložen v podpoglavju 3.4.

1.5. Struktura naloge

Uvodno poglavje naloge opredeljuje predmet proučevanja, relevantnost obravnavanega področja ter predstavi hipoteze oz. raziskovalna vprašanja, na katera skušam odgovoriti v nalogi na podlagi uporabljenih raziskovalnih metod dela. V drugem poglavju so postavljene teoretične osnove s področja mednarodnih financ, ki predstavljajo izhodišče raziskovanja in kasnejše analize plačilnobilančnega neravnovesja posameznih držav Zahodnega Balkana. Predstavljen je koncept plačilne bilance, njena struktura ter umestitev v makroekonomski okvir, saj je poznavanje teh konceptov predpogoj tako za proučevanje razlogov plačilnobilančnih oz. zunanjih neravnotežij, kakor tudi načinov za njihovo odpravljanje. V nadaljevanju poglavje razloži pojem plačilnobilančnega primanjkljaja, ga s pomočjo izpeljanih enačb umesti v makroekonomsko okolje ter predstavi vzroke plačilnobilančnega neravnotežja. V zaključku omenjenega poglavja sta opredeljena dva možna tipa odpravljanja plačilnobilančnih težav, in sicer financiranje plačilnobilančnega deficita in plačilnobilančno prilagajanje. Teoretični del diplomskega dela se nadaljuje v tretjem poglavju, kjer je natančno predstavljen koncept vzdržnosti plačilnobilančnega primanjkljaja, opozorjeno pa je tudi na dejavnike, ki kažejo na tendenčno poslabševanje vzdržnosti deficita tekočega računa. Glavnina poglavja se osredotoča na kriterije za ocenjevanje vzdržnosti primanjkljajev na tekočem računu plačilne bilance, ki nam bodo v nadaljevanju služili kot izhodišče za lastno oceno (ne)vzdržnosti plačilnobilančnega neravnovesja proučevanih gospodarstev. V sklepnem delu tega poglavja razložimo model investicijske banke J. P. Morgan, ki predstavlja osnovo za izdelavo kvantitativne ocene vzdržnosti plačilnobilančnih deficitov proučevanih gospodarstev v nalogi.

V četrtem poglavju je analizirano gibanje t. i. "notranjih" makroekonomskih dejavnikov po posameznih državah Zahodnega Balkana, ki pomembno vplivajo na stanje tekočega računa plačilne bilance oz. na njegovo vzdržnost. Kot se pokaže v poglavju, je opazna konvergenca stopenj gospodarskih rasti v regiji vsekakor spodbudna, a je iz analize izbranih dejavnikov po posameznih državah razvidno, da so številni med njimi, ki pogonjajo gospodarsko rast, problematični z vidika zunanjega neravnovesja oz. vzdržnosti le-tega. Drugi del četrtega poglavja se osredotoči na učinke, ki jih ima

notranje neravnovesje v proučevanih tranzicijskih gospodarstvih na vzdržnost plačilnobilančnih deficitov in hkrati opozarja na nevarnost t. i. "dvojnih deficitov". Ocenjevanje vzdržnosti primanjkljajev tekočih računov obravnavanih držav se nadaljuje v petem poglavju, in sicer z analizo skupine makroekonomskih dejavnikov, ki vplivajo na menjalni sektor. Gre torej za "zunanje" dejavnike, kot so raven izvoza in posledično višina trgovinskega deficita, breme zunanjega dolga, gibanje realnega deviznega tečaja in delež prejetih NTI. V šestem poglavju so podani kvantitativni rezultati oz. ocene vzdržnosti plačilnobilančnih primanjkljajev za vsa proučevana gospodarstva. Ocene temeljijo na lastnih izračunih, do katerih smo prišli z uporabo modela investicijske banke J. P. Morgan.

V sedmem, sklepnem poglavju je ovrednotena veljavnost zastavljenih hipotez in vprašanj, na kratko pa so povzeta tudi ključna spoznanja in rezultati opravljene analize. Poglavje obenem podaja rezultate in kvantitativno oceno vzdržnosti plačilnobilančnega primanjkljaja na ravni regije kot celote ter s sklepnimi mislimi avtorja zaključuje nalogo.

2. PLAČILNOBILANČNI PRIMANJKLJAJ IN ZUNANJE NERAVNOVESJE

2.1. Plačilna bilanca kot izhodišče analize zunanjega neravnovesja

Zunanjeekonomski položaj države odraža njeno konkurenčno sposobnost in posledično uspešnost oz. neuspešnost v mednarodnem ekonomskem okolju. Transakcije in finančni tokovi med državo in tujino pomembno vplivajo na gibanje nekaterih njenih ključnih makroekonomskih indikatorjev, kot sta na primer obrestna mera in tečaj, kakor tudi na oblikovanje rezultatov, na primer rasti bruto domačega proizvoda in stopnje nezaposlenosti. Plačilna bilanca, v kateri so sistematično zbrani podatki o transakcijah in finančnih tokovih države z zunanjim svetom, je tako osnova za kakršnokoli analizo zunanjeekonomskega položaja države (Mrak 2002: 5).⁸

⁸ V skladu z definicijo po priročniku *Balance of Payments Manual*, 5. izdaja, ki ga je izdal IMF leta 1993, je plačilno bilanco mogoče opredeliti kot »/.../ sistematični zapis vseh ekonomskih transakcij rezidentov ene države z rezidenti vseh drugih držav v določenem časovnem obdobju.« (Mrak 2002: 7) Tu je treba dodati še, da gre pri plačilni bilanci za transakcije in jo zato ne smemo enačiti z njeno 'bilanco stanja

Kot temeljni analitični instrument za spremljanje in analiziranje mednarodnega ekonomskega in finančnega položaja države predstavlja plačilna bilanca za oblasti izhodišče in ključni vir informacij pri izbiri monetarne, fiskalne in trgovinske politike (Salvatore 1998: 397). Obenem morajo seveda nosilci domače ekonomske politike pozorno spremljati tudi trende v plačilnobilančnem gibanju ostalih držav, zlasti najpomembnejših gospodarskih partnerjev. Zato je razumljivo, da je dobro poznavanje plačilne bilance neizogibno tako pri vodenju kakor tudi pri oblikovanju makroekonomske politike, kar velja še posebej v primeru držav z odprtim gospodarstvom (Mrak 2002: 5).

Strukturo plačilne bilance predstavljajo tri podbilance, in sicer bilanca tekočega računa, bilanca kapitalskega in finančnega računa ter bilanca neto napak in izpustitev. V praksi se najpogosteje uporablja delitev plačilne bilance na tekoči in kapitalsko-finančni del. Vse tiste transakcije, ki so rezultat rednih ekonomskih odnosov države s tujino in se torej financirajo iz rednih razpoložljivih dohodkov ekonomskih subjektov, uvrščamo v tekoči del plačilne bilance in jih imenujemo tekoče oziroma "dohodkovne" transakcije. V nasprotju s temi so kapitalske oziroma "premoženjske" transakcije, ki so rezultat sprememb v stanju premoženja države, torej sprememb v stanju terjatev in obveznosti do tujine (Mrak 2002: 14). Z drugimi besedami: v kapitalskem in finančnem računu se beležijo transakcije, ki se nanašajo na prilive oz. odlive kapitala v državo in iz nje⁹ (IMF 1996: 29).

Transakcije v okviru *tekočega računa* plačilne bilance razdelimo na štiri osnovne skupine, in sicer: blagovna menjava, storitve, dohodki od dela in kapitala¹⁰ ter tekoči transferji¹¹ (npr. nepovratna finančna pomoč, pomoč v blagu ipd.). Tu velja opozoriti, da

mednarodnih naložb', ki povzema stanje finančnih terjatev in obveznosti rezidentov do nerezidentov na določen dan (IMF 1996: 1).

⁹ Ko se zmanjša premoženje rezidentov v tujini in s tem posledično tudi terjatve do tujine, govorimo o prilivu kapitala iz tujine. Enako velja za primere, kadar se poveča premoženje nerezidentov v državi in obenem tudi obveznosti države do tujine. Ravno nasproten pa je primer, ko se povečajo terjatve do tujine ali zmanjšajo obveznosti rezidentov do nerezidentov. Takrat govorimo o odlivu kapitala.

¹⁰ Pri dohodkih od kapitala gre v bistvu za plačilo za storitve kapitalu na "delu" v tujini, torej obresti na dane kredite in dividende na lastniške vrednostne papirje. Pri dohodkih od dela pa gre dejansko za zasluzke, ki jih delavci ustvarijo v državi kot nerezidenti (primer sezonskih delavcev, dnevnih ali tedenskih migrantov ipd.). (Mrak 2002: 17)

¹¹ Gre za finančne transakcije, katerih posledica ni povratni tok finančnih sredstev.

se postavka dohodki od kapitala, ki je sestavni del tekočega računa, nikakor ne sme enačiti s krediti in investicijami v tujini, vključenimi v *finančni račun* plačilne bilance.

Slednjega sestavljajo štiri skupine ekonomskih transakcij. V grobem jih delimo na neposredne naložbe, naložbe v vrednostne papirje oz. portfolio investicije, široko skupino t. i. drugih naložb¹² ter mednarodne denarne rezerve (IMF 1996: 29). Poleg finančnega računa je v drugi del plačilne bilance vključen še *kapitalski račun*, v katerem se beležijo transakcije, ki vključujejo kapitalske transfere (npr. nakup in prodaja nepremičnin, odpis dolgov), ter patenti in licence (Mrak 2002: 19).

Transakcije se v plačilni bilanci beležijo po principu dvostavnega knjigovodstva¹³ (angl. *double-entry bookkeeping*), zaradi česar je plačilna bilanca po definiciji kot celota vedno v ravnotežju (IMF 1996: 2). Realno to v praksi ne drži zaradi napak pri beleženju posameznih transakcij, zaradi nepopolnih podatkov, ki jih objavljajo oblasti, ali pa zaradi izpuščanja posameznih transakcij ter številnih nepravilnosti in netransparentosti, kar je v primeru številnih tranzicijskih gospodarstev, tudi tistih, ki jih obravnavamo v pričujočem delu, zelo pogost pojav. Zato se uvede postavka, imenovana *neto napake in izpustitve*, ki je po višini enaka razliki med vsoto kreditnih in vsoto debetnih transakcij¹⁴ (Mrak 2002: 22). Na tak način zadostimo zahtevi principa dvostavnega knjigovodstva in dosežemo, da je saldo plačilne bilance vedno enak nič oziroma da je plačilna bilanca kot celota v ravnotežju.

Iz zgoraj zapisanega je razvidno, da definiranje plačilne bilance in njena umestitev v makroekonomski okvir predstavljata predpogoj tako za proučevanje razlogov plačilnobilančnih oz. zunanjih neravnotežij kakor tudi načinov za njihovo odpravljanje (Mrak 1987: 211), kar bo predmet obravnave v podpoglavjih, ki sledijo.

¹² V to skupino vključujemo trgovinske oz. komercialne kredite, bančne vloge, vse oblike dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja v tujini (z izjemo vrednostnih papirjev), vključno s krediti IMF-a in bančnimi krediti (Mrak 2002: 20).

¹³ Več o tem v IMF (1996), str. 2–3; in v Mrak (2002), str. 12–13.

¹⁴ Rezultat kreditnih transakcij je priliv deviz iz tujine, ki so v plačilni bilanci označene z znakom plus. Debetne transakcije pa so vse tiste, katerih posledica je odliv deviz v tujino in imajo predznak minus.

2.2. Opredelitev zunanjega oz. plačilnobilančnega neravnovesja

S terminom plačilnobilančno neravnotežje označujemo tako primanjkljaj (*deficit*) kakor tudi presežek (*suficit*), ki ga država beleži v plačilni bilanci. Slednja na nek način predstavlja “ogledalo” zunanjeekonomske pozicije države in zatorej vsakršno plačilnobilančno neravnotežje obenem odraža zunanje neravnotežje v gospodarstvu. Iz tega razloga v pričujočem delu izraza “zunanje neravnovesje” ter “plačilnobilančno neravnotežje” uporabljam kot sinonima¹⁵.

Kot omenjeno, je zaradi principa dvostavnega knjigovodstva plačilna bilanca kot celota vedno v ravnotežju. Posledično lahko o neravnotežju govorimo le pri posameznih delih plačilne bilance¹⁶, zaradi česar le-to v analitične namene presekamo na dva dela, in sicer na del, ki zajema transakcije “nad črto” oz. *avtonomne transakcije*¹⁷, ter na del “pod črto”, kamor štejemo t.i. *kompensatorne transakcije*¹⁸. Na podlagi takšne teoretične razdelitve plačilnobilančnih transakcij na avtonomne in kompensatorne definira Mrak (1987: 214) plačilnobilančno ravnotežje kot »/.../ izenačenost deviznih prihodkov in odhodkov, ki so posledica učinkovanja avtonomnih transakcij, /.../«. Država tako beleži presežek, kadar so avtonomni prilivi v plačilni bilanci večji od avtonomnih odlivov. V nasprotnem primeru, kadar imamo opraviti s situacijo, ko avtonomni odlivi presegajo avtonomne prilive, pa se država srečuje s primanjkljajem v plačilni bilanci (Mrak 2002: 24). V okviru teorije plačilnobilančnega ravnotežja je potrebno upoštevati razhajanja, ki se pojavljajo glede kvalifikacij transakcij kot avtonomnih oz. kompensatornih, zaradi česar poznamo različne preseke plačilne bilance ter s tem različne koncepte plačilnobilančnega (ne)ravnotežja¹⁹.

Gibanje mednarodnih denarnih rezerv države predstavlja kratkoročno osnovni indikator plačilnobilančnega ravnotežja oz. neravnotežja (Mrak 1987: 214). To pomeni, da se

¹⁵ Ker se diplomsko delo osredotoča na zunanje neravnovesje, merjeno s primanjkljajem tekočega računa plačilne bilance, bo z izrazom “plačilnobilančno neravnotežje oz. primanjkljaj” mišljeno neravnotežje oz. primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance.

¹⁶ Analiza teh parcialnih bilanc oz. bilanc posameznih transakcij predstavlja osnovo za določanje ravnotežja oz. neravnotežja plačilne bilance (Mrak 1987: 213).

¹⁷ Do avtonomnih transakcij pride neodvisno od gibanj v plačilni bilanci.

¹⁸ Kompensatorne so tiste transakcije, s katerimi se financira razlika med avtonomnimi prilivi in avtonomnimi odlivi v plačilni bilanci.

¹⁹ Več o tem v Mrak (2002), str. 23–30 ter v Mrak (1987), str. 213–219.

država nahaja v *kratkoročnem zunanjeekonomskem neravnotežju*: a.) kadar se raven njenih mednarodnih denarnih rezerv spreminja (bodisi da narašča ali se zmanjšuje), saj je to odraz njene neuravnotežene *celotne bilance*²⁰, in b.) v primerih, ko država ni sposobna financirati primanjkljaja v svoji *bazični bilanci*²¹ (ki je lahko posledica primanjkljaja v tekočem delu plačilne bilance in/ali posledica dolgoročnih kapitalskih transakcij) s prilivi kratkoročnega kapitala (Mrak 2002: 28,29). Koncept bazične bilance je lahko uporaben tudi pri opredeljevanju srednjeročnega²² zunanjeekonomskega položaja države. Ta se bo znašla v *srednjeročnem zunanjem neravnotežju*, če bo njena bazična bilanca neuravnotežena. Z drugimi besedami to pomeni, da država morebitnega primanjkljaja v tekočem delu plačilne bilance ne bi bila sposobna financirati s prilivi dolgoročnega kapitala²³.

Za nas najpomembnejše *dolgoročno zunanjeekonomsko neravnotežje* se izrazi kot neravnotežje tekočega računa plačilne bilance. V primeru, da se država sooča s primanjkljajem oz. deficitom v tekočem delu plačilne bilance, to pomeni, da s svojimi rednimi dejavnostmi ustvari manj sredstev, kot jih za te dejavnosti potrebuje. Ker priliv deviz od rednih dejavnosti ne more pokriti vseh potreb, ki izhajajo iz teh dejavnosti, mora država primanjkljaj teh sredstev pokriti s prilivom kapitala iz tujine. Taka država je neto uvoznica kapitala²⁴. Ravno nasprotno velja, ko država beleži presežek v tekočem delu plačilne bilance in je zato neto izvoznica kapitala (Mrak 2002: 25).

²⁰ Celotna bilanca vključuje vse plačilnobilančne transakcije, razen tistih, ki jih uvrščamo v kategorijo mednarodnih denarnih rezerv. V tem primeru so avtonomne vse transakcije razen transakcij monetarnih oblasti. Kadar monetarna oblast vodi politiko *fiksne devizne tečaja*, je koncept celotne bilance uporaben, saj saldo celotne bilance predstavlja pritisk na monetarno oblast oz. centralno banko, da devalvira/revalvira vrednost domače valute. Npr. v primeru primanjkljaja mora centralna banka intervenirati na deviznem trgu s prodajo deviznih rezerv, v primeru presežka pa devize odkupuje na trgu. Nasprotno, kadar ima država režim *čistega drsečega deviznega tečaja*, koncept celotne bilance ni uporaben, saj monetarne oblasti v tem primeru niti ne kupujejo niti ne prodajajo deviz. To seveda pomeni, da ne prihaja do sprememb v gibanju mednarodnih deviznih rezerv in posledično tudi ne do kratkoročnega neravnotežja. Več o konceptu celotne bilance v Mrak (2002), str. 27–29.

²¹ Bazična bilanca vključuje med avtonomne transakcije celotno bilanco tekočega računa ter saldo vseh dolgoročnih kapitalskih in finančnih transakcij.

²² Mišljeno je obdobje nekaj naslednjih let, običajno največ do pet let.

²³ Več o problematičnosti uporabe tega koncepta v analitične namene ter o problematični delitvi kapitalskih tokov na dolgoročne in kratkoročne je razloženo v Mrak (2002), str. 27.

²⁴ Zaradi deficita tekočega računa plačilne bilance je država bodisi manjši neto upnik bodisi večji neto dolžnik do tujine.

Bilanca tekočega računa predstavlja enega osnovnih in najpogostejših presekov plačilne bilance, saj sodi razvoj salda tekočega računa plačilne bilance med najpomembnejše kazalnike makroekonomske (ne)stabilnosti in zunanjega (ne)ravnotežja države. Določa namreč razvoj stanja neto terjatev ali obveznosti države do tujine in hkrati odraža spremembe fiskalnega položaja ter različne kombinacije varčevanja in investicijskih odločitev zasebnikov in države. To nakazuje, kako pomemben vpliv ima saldo tekočega računa na celotno gospodarsko rast in je hkrati eden od razlogov, zakaj je bilanca tekočega računa države osrednje merilo pri ocenjevanju ekonomske uspešnosti odprtega gospodarstva. Drugi razlog pa so pogoste implikacije, ki jih ima bilanca tekočega računa za menjalni tečaj, ter konkurenčnost gospodarstva (Roubini in Wachtel 1998: 2). Obenem gre za izjemno pomembno determinanto oblikovanja makroekonomske politike držav na prehodu²⁵, ki so v središču naše obravnave. Kot smo omenili, se dolgoročno plačilnobilančno ravnotežje lahko opredeli kot ravnotežje na tekočem računu plačilne bilance, saj je to, kot pravi Mrak (2002: 301), »/.../ edina plačilnobilančna situacija, v kateri se neto dolžniški oz. neto upniški položaj države ne spreminja, torej situacija, ki jo mora država na dolgi rok dosegati.« Nenazadnje se bilanca tekočega računa najpogosteje uporablja v analitične namene, zaradi česar se zdi smotrno, da se kot plačilnobilančno neravnotežje države opredeli neravnotežje tekočega računa plačilne bilance, kar velja tudi za pričujoče diplomsko delo.

2.3. Plačilnobilančni primanjkljaj in njegova umestitev v makroekonomski okvir

Plačilnobilančni primanjkljaj kot ena ključnih determinant (ne)stabilnosti gospodarstva tranzicijskih držav na eni strani odseva razvojno komponento nekdanjih centralnoplanskih gospodarstev, na drugi strani pa je posledica neravnovesja med nacionalnim varčevanjem in investicijami, ki ponavadi vodi v čezmerno zadolževanje v tujini²⁶. Iz tega razloga je izjemno težko ločiti med plačilnobilančnim primanjkljajem, ki je financiran s pritokom razvojno usmerjenega tujega kapitala, in primanjkljajem, ki je

²⁵ Termina "države na prehodu" in "tranzicijske države" uporabljam v besedilu kot sopomenki.

²⁶ Znatno povečanje plačilnobilančnega primanjkljaja je bilo značilno za večino večjih gospodarskih kriz v svetu, npr. Južna Amerika (1982), Mehika (1994), Češka (1997) in Turčija (2000). Podobno velja za zmanjševanje presežka, npr. Azija (1997) in Rusija (1998). (Aristovnik in Kešeljević 2001: 2)

posledica nenehnega povečevanja zunanjega zadolževanja oz. kopičenja zunanjega dolga, ki ga država v prihodnosti ne bo sposobna servisirati oz. obvladovati. Prav razlikovanje omenjenih plačilnobilančnih primanjkljajev je še posebno problematično v državah na prehodu, in sicer zaradi nepredvidljivih šokov (realnih in/ali finančnih), ki lahko vodijo včasne velike plačilnobilančne pritoke oz. odtoke (Aristovnik in Kešeljević 2001: 2). Nosilci makroekonomske politike morajo zato posebno pozornost nameniti ločevanju med t. i. "dobrim" in "slabim" primanjkljajem. "Dober" primanjkljaj v tekočem delu namreč pomeni, da se tuja finančna sredstva porabljajo za produktivne naložbe, ki bodo v prihodnosti prinesle dovolj novih finančnih sredstev za pokritje stroškov in dodaten dobiček. "Slab" primanjkljaj na tekočem računu pa nasprotno pomeni primanjkljaj, ki vodi v čezmerno tekočo porabo in nezmožnost servisiranja tujih posojil (Aristovnik 2002: 3). Gre namreč za to, da višja ko je zunanja zadolženost države, težje bo ta prišla do novih kreditov, kar posledično pomeni težje financiranje deficita tekočega računa. Da bi se gospodarstva takšnemu scenariju izognila, je ključna investicijska poraba sposojenih sredstev oz. nadomestitev tujih posojil z neposrednimi investicijami ali (dolgoročnimi) portfeljskimi naložbami.

Plačilnobilančno ravnovesje predstavlja zunanji (večkrat sekundarni) narodnogospodarski cilj, ki pa je neposredno povezan tudi z notranjimi cilji makroekonomske politike. Zato igra razumevanje vpetosti plačilne bilance v nacionalno gospodarstvo oz. v t. i. nacionalne račune (angl. *national accounts*) pomembno vlogo pri analizi in razumevanju povezav med domačim in svetovnim gospodarstvom ter učinkov, ki jih imajo ukrepi ekonomske politike, sprejeti na področju plačilne bilance, na druge segmente narodnega gospodarstva in obratno (Mrak 2002: 31). Temeljne makroekonomske enakosti²⁷, ki tvorijo konceptualni okvir za analiziranje teh povezav, predstavljajo izhodišče pri iskanju ukrepov za odpravljanje plačilnobilančnega neravnotežja.

Spodnja enačba nakazuje, da je kakršnokoli zunanje neravnovesje vedno enako notranjemu neravnovesju (Ouanes in Thakur 1997: 17):

²⁷ Gre za temeljne makroekonomske enakosti, ki domačo potrošnjo in proizvodnjo povezujejo v konsistentno celoto z varčevanjem, potrošnjo in investicijami, to pa seveda pomeni tudi s tekočim in finančno-kapitalskim računom plačilne bilance (Mrak 2002: 31).

$$Y - A = X - IM + TR = CAB; \quad (2.1)$$

pri čemer je Y - bruto domači proizvod države oz. celotna proizvodnja (output), A - domača potrošnja (absorpcija) domačih in tujih dobrin (torej vsota potrošnje in investicij), X - izvoz blaga in storitev, IM - uvoz blaga in storitev, TR - neto transferi iz tujine in CAB - saldo tekočega računa plačilne bilance. Iz enačbe (2.1) je razvidno, da se bo dolgoročno zunanje neravnovesje sčasoma izrazilo na notranjem neravnovesju narodnega gospodarstva. Primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance lahko v takšni situaciji odpravimo bodisi s povečanjem celotne proizvodnje relativno glede na povečanje domače absorpcije bodisi z zmanjšanjem absorpcije relativno glede na output (Kmet 2000: 7).

Notranje neravnotežje lahko zapišemo tudi kot neenakost med domačimi investicijami (I_d) in varčevanjem (S_d):

$$Y - A = S_d - I_d = X - IM = I_f; \quad (2.2)$$

kjer I_f predstavlja bilanco kapitalsko-finančnega računa oz. neto tok kapitala (Mrak 2002: 34). Enačba ima zelo pomembne implikacije za vodenje ekonomske politike in nas pripelje do zaključka, da država ne more zmanjšati primanjkljaja niti povečati presežka v tekočem računu, če ne izpolni dveh pogojev, in sicer: 1.) povečati mora ustvarjeni bruto domači proizvod v primerjavi s celotnimi izdatki (A), ter 2.) povečati mora obseg domačega varčevanja v primerjavi z domačimi investicijami (Mrak 2002: 34). Zato je tudi jasno, da so neuresničljivi predlogi, ki pravijo, da bi se tekoči račun plačilne bilance izboljšal z zmanjšanjem uvoza, na primer z višjimi carinami, ne da bi to vplivalo na odnos med bruto domačim proizvodom in absorpcijo ter na odnos med domačim varčevanjem in investicijami. Presežek investicij nad varčevanjem je torej po definiciji enak deficitu tekočega računa plačilne bilance, ki ga mora država financirati s prilivom kapitala iz tujine. Na osnovi teh dognanj lahko sedaj zapišemo enakost (2.3), ki jasno pokaže vrzel med prihranki in investicijami ter obenem povezavo med proračunskim primanjkljajem in primanjkljajem v tekočem računu plačilne bilance. To nam bo v nadaljevanju koristilo pri razumevanju ter preverjanju t. i. "hipoteze dvojnih

primanjkljajev”. Zagovorniki le-te poudarjajo, da javnofinančni primanjkljaj povzroča primanjkljaj na tekočem računu²⁸.

$$X - IM = (S_p - I_p) + (T - G) ; \quad (2.3)$$

kjer je S_p - varčevanje privatnega sektorja, I_p - investicije privatnega sektorja, T - plačilo davkov ter G - izdatki državnega sektorja (Mrak 2002: 35). Zgornja enakost (2.3) nam jasno pokaže, da je bilanca tekočega računa države enaka saldu varčevanja/investicij privatnega sektorja in saldu državnega proračuna²⁹. Ker običajno privatni sektor privarčuje več, kot investira, primanjkljaj v tekočem računu dejansko pomeni, da privatni sektor ne ustvari dovolj neto prihrankov, da bi se z njimi pokril proračunski primanjkljaj. V tem primeru bi bila rešitev za izboljšanje salda tekočega računa zmanjšanje proračunskega primanjkljaja (oz. povečanje proračunskega presežka), povečanje privatnih prihrankov in/ali zmanjšanje privatnih investicij (Strojan 1998: 55).

Pomembno je omeniti tudi ugotovitev, ki nam jo ponudijo naslednje enačbe, ko plačilno bilanco povežemo z monetarnim sektorjem (Ouanes in Thakur 1997: 175):

$$D + R = M \quad (2.4)$$

$$DM = DD + DR \quad (2.5)$$

$$BOP = DM - DD = DR; \quad (2.6)$$

pri čemer so D - krediti, R - rezerve, M - količina denarja v obtoku, DR - neto tuja sredstva bančnega sektorja (oz. rezerve bančnega sistema), BOP pa pomeni saldo plačilne bilance. Enačba (2.4), ki dejansko predstavlja račun bančnega sektorja, pokaže, da je količina denarja v obtoku enaka seštevku kreditov in rezerv. Ker je vsota tekočega ter kapitalnega in finančnega računa po definiciji enaka povečanju/zmanjšanju rezerv bančnega sistema, lahko plačilno bilanco definiramo, kot kaže enačba (2.5), kar nas pripelje do enakosti (2.6). Ta prikazuje, da ob eksogeno dani količini denarja v obtoku plačilnobilančni primanjkljaj traja le, če ga spremlja odobravanje novih kreditov (Kmet

²⁸ Povečanje javnofinančnega primanjkljaja namreč zmanjša nacionalno varčevanje, kar učinkuje negativno na bilanco tekočega računa (Aristovnik 2002: 4).

²⁹ Razlika med državnim varčevanjem (T) in investicijami (G) je enaka saldu državnega proračuna.

2000: 9). Osrednji teorem denarnega vidika plačilne bilance zato pravi, da se bo vsako novo ustvarjanje kreditov v končni fazi odlilo v tujino (Senjur 1995: 398).

Dejstvo je, da deficit tekočega računa sam po sebi ni nujno nekaj slabega. Drži pa tudi, da je prevladujoča konotacija negativna že zaradi vrste gospodarskih kriz, s katerimi so se soočale številne države s primanjkljajem v tekočem delu. Priliv tujega kapitala namreč omogoča realizacijo investicijskih projektov, s katerimi se povečuje proizvodna in izvozna kapaciteta gospodarstva, kar pospešuje gospodarsko rast (Šterk 2002: 6). Tako lahko država zaradi deficita troši več, kot proizvede v določenem obdobju, kar omogoči doseganje višjega življenjskega standarda. Takšen "koristen" primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance odraža sposobnost gospodarstva, da se razvija in pomeni prihajajoče vire, ki financirajo investicijsko povpraševanje (Oplotnik 1999: 90).

Če povzamemo po Wachtelu in Roubiniju (1998: 2), je plačilnobilančni primanjkljaj lahko pokazatelj uspešnih strukturnih sprememb, ki se odražajo v pritokih kapitala, investicijah in visoki gospodarski rasti. V nasprotnem primeru lahko deficit odraža neuravnoteženost v plačilni bilanci, ki je posledica neuspelega procesa tranzicije. Takšne razmere pa lahko privedejo do finančne in splošne gospodarske krize.

2.4. Vzroki za nastanek plačilnobilančnega neravnotežja

Motnje plačilnobilančnega ravnotežja lahko klasificiramo glede na čas njihovega trajanja ter razlikujemo med strukturnimi in monetarnimi vzroki. V skladu s prvo klasifikacijo ločimo med kratkoročnimi in trajnejšimi plačilnobilančnimi motnjami. Med ***kratkoročne motnje*** uvrščamo *reverzibilne motnje*, za katere je realno predpostaviti, da se bodo v relativno kratkem roku samodejno odpravile (npr. sezonsko povečanje voza nafte), in *enkratne motnje*, ki so posledica enkratnega dogodka (npr. poplava ali suša). Kratkoročne motnje so pomembne zlasti s stališča zunanje likvidnosti nacionalnega gospodarstva, medtem ko so za gospodarski razvoj države bistvenega pomena ***trajnejše plačilnobilančne motnje***, kamor uvrščamo *kontinuirane* in *progresivne motnje*. Za prve je značilno, da bodo v prihodnjem letu povzročile plačilnobilančno neravnotežje v enaki

višini kot v izhodiščnem letu, medtem ko za progresivne motnje velja, da bodo v prihodnjem letu povzročile še večje neravnotežje kot v baznem letu (Mrak 2002: 36).

Delitev na strukturne in monetarne vzroke je v praksi problematična, saj se vsako plačilnobilančno neravnotežje v končni fazi izrazi kot monetarni fenomen oz. kot presežek agregatnega povpraševanja nad agregatno ponudbo (Mrak 2002: 37). Kadar je neravnotežje posledica strukturnih vzrokov, bo v prizadevanjih po odpravljanju motenj potrebno izpeljati spremembo proizvodne strukture v državi, torej prerazdelitev proizvodnih resursov. Potrebno bo uporabiti bodisi tečajno politiko bodisi druge ukrepe s področja zunanjetrgovinske in devizne politike. Skupna značilnost monetarnih dejavnikov pa je inflacija, ki se kaže v presežku agregatnega povpraševanja nad ponudbo. V skladu z monetaristično teorijo bi bila rešitev za odpravo plačilnobilančnega neravnotežja v zmanjšanju agregatnega povpraševanja, vendar pa se je treba zavedati, da predstavlja zunanjeekonomsko ravnotežje le enega od ciljev nacionalne ekonomske politike. Države namreč niso pripravljene žrtvovati notranjeekonomskega ravnotežja (gospodarska rast, polna zaposlenost in stabilna raven cen), da bi z uporabo avtomatskega mehanizma finančne politike uravnotežile svojo plačilno bilanco. Zato je takšna, sicer teoretično korektna rešitev, v praksi težko izvedljiva (Mrak 2002: 38).

Dejstvo je, da plačilnobilančno neravnotežje največkrat povzroči kombinacija monetarnih in strukturnih faktorjev, zaradi česar je potrebna ekonomska politika, ki bo sprožila strukturne spremembe v državi. Res pa je, da se države na poslabšan plačilnobilančni položaj sprva najpogosteje odzovejo s spremembami v finančni politiki, torej z uporabo monetarnih in fiskalnih instrumentov³⁰. Ta reakcija ne preseneča, saj so učinki takšne politike na plačilno bilanco mnogo hitrejši in neposrednejši kot učinki prerazdelitvene gospodarske politike (Mrak 2002: 37).

Pokazatelj strukturnih vzrokov je mnogokrat neusklajenost obsega domače akumulacije (prihrankov) in investicij, kar imenujemo tudi t. i. *investicijsko-varčevalna vrzel*. Pogosto smo priča, da države v prizadevanjih po doseganju čim višje gospodarske rasti investirajo

³⁰ S takšno intervencijo pa se lahko odpravi samo monetarne vzroke plačilnobilančnega ravnotežja, čeprav v tej fazi še ni jasno kolikšen je pomen strukturnih faktorjev na plačilnobilančno neravnotežje, kolikšen del pa gre pripisati delovanju monetarnih faktorjev.

preko sposobnosti lastne akumulacije. To privede do plačilnobilančnega primanjkljaja in posledično do priliva tujih prihrankov za financiranje domačih investicij. Če to ponazorimo s simboli (IMF 1993: 158):

$$\text{CAB} = \text{X} - \text{IM} + \text{NY} + \text{NCT} = \text{S} - \text{I}^{31}. \quad (2.7)$$

Strukturni vzroki pa se kažejo tudi kot notranje strukturno neravnotežje, ki posledično povzroči zunanje neravnotežje. Primera za to sta nizka dohodkovna elastičnost izvoza glede na uvoz³² in visoka cenovna elastičnost izvoza glede na uvoz³³. Rezultat tega je poslabšanje strukture zunanjetrgovinske menjave, kar vodi v zunanje neravnotežje (Kovač 2001: 4).

Monetarni vzroki se kažejo skozi dve vrsti inflacije, in sicer skozi *inflacijo povpraševanja* ter *stroškovno inflacijo*. Prva povzroči plačilnobilančno neravnotežje zaradi pretiranega povpraševanja v obliki končne potrošnje in/ali investicij in/ali proračunskih izdatkov. Najpogostejši vzrok za tovrstno inflacijo je prevelika kreditna ekspanzija, zaradi katere raven efektivnega domačega povpraševanja preseže razpoložljivi obseg ponudbe, kar se kaže v povišanju cen. Ob tem pa ne pride do spremembe relativnih cen (Mrak 2002: 38). V primeru stroškovne inflacije oz. inflacije stroškov proizvodnje pa gre za to, da se povečane cene, ki jih povzroči inflacija povpraševanja, postopoma vgradijo v stroške proizvodnje. Sledi spiralna inflacija ter posledično slabšanje konkurenčne sposobnosti države. Vse to odseva poslabšanje plačilnobilančnega položaja države, saj je stimuliran uvoz, medtem ko izvoz domačih ekonomskih subjektov pada.

Če se osredotočimo zlasti na države v tranziciji, potem v grobem velja, kot bomo videli v kasnejših poglavjih, da so med notranjimi dejavniki deficita tekočega računa najpogostejši zlasti nizka konkurenčnost gospodarstva, javnofinančni primanjkljaj in

³¹ Pri čemer NY pomeni neto dohodek iz tujine, NCT pa neto tekoče transferje.

³² V primeru, kadar je dohodkovna elastičnost izvoza nižja od uvoza, se bo ob povečanju dohodka države v mednarodni menjavi povpraševanje po izvozu države povečalo za manj kot povpraševanje po uvozu, zaradi česar se bo poslabšala plačilnobilančna situacija.

³³ Višja cenovna elastičnost izvoza pomeni, da se ob enakem povišanju cen izvoznih in uvoznih dobrin povpraševanje po izvoznih dobrinah zmanjša bolj kot povpraševanje po uvoznih dobrinah, kar ponovno pomeni poslabšanje plačilnobilančnega ravnovesja.

premajhno varčevanje zasebnega sektorja. Tu igra pomembno vlogo realna apreciacija domače valute, ki predstavlja enega ključnih vzrokov za nekonkurenčnost domače proizvodnje. Pozornost je treba nameniti tudi negativnemu vplivu ekspanzivne fiskalne politike na zunanje neravnovesje. Gre namreč za to, da povečanje javnofinančnih izdatkov (ali zmanjšanje davkov) ob mednarodni mobilnosti kapitala vodi do večjih dohodkov, večjega povpraševanja po denarju in končno do višjih obrestnih mer, ki privabijo tuji kapital v državo (Kmet 2000: 11). Fiskalna ekspanzija bo v sistemu fleksibilnega deviznega tečaja povzročila apreciacijo nacionalne valute, kar bo prav tako negativno vplivalo na zunanjetrgovinsko ravnovesje države.

2.5. Doseganje uravnoteženega stanja plačilne bilance

Ko se država spopada z neravnotežjem tekočega računa, lahko po ekonomski teoriji nacionalno gospodarstvo doseže ravnovesje plačilne bilance na dva načina. Prvi se nanaša na ***financiranje plačilnobilančnega deficita*** ob pomoči mednarodnih denarnih rezerv (pri čemer se te zmanjšajo) ali s prilivi tujega kapitala. Tu gre bodisi za prilive lastniškega kapitala (NTI in portfolio lastniške investicije) bodisi za prilive dolžniškega kapitala (kredit, obveznice). Pri financiranju plačilnobilančnega primanjkljaja ne prihaja do neposredne prerazporeditve proizvodnih dejavnikov v narodnem gospodarstvu, zaradi česar je ta način primeren za odpravljanje kratkoročnih plačilnobilančnih motenj (Mrak 2002: 39). Zato je uporaba mednarodnih denarnih rezerv smiselna le, kadar gre za deficit začasne narave, torej v primeru enkratnih šokov (npr. slaba letina). V takšni situaciji lahko namreč devizne rezerve absorbirajo šok in omogočijo začasno preseganje absorpcije nad proizvodom. V razmerah trajnejšega plačilnobilančnega neravnotežja, ne glede na to, ali so vzroki monetarni ali strukturni, pa je neizogiben drugi način doseganja ravnovesja, in sicer ***proces plačilnobilančnega prilagajanja***, ki zahteva določeno prerazporeditev proizvodnih dejavnikov v narodnem gospodarstvu.

Načine prilagajanja plačilne bilance plačilnobilančnemu ravnovesju delimo na tržni pristop (pristop avtomatizma in pristop makroekonomske politike) ter administrativni pristop. Pristop avtomatizma zagotavlja avtomatično in samostojno uravnovešanje plačilne bilance (npr. teorija elastičnosti, absorpcijska teorija itd.), medtem ko pristop

makroekonomske politike zahteva vključevanje instrumentov za doseganje ravnovesja v plačilni bilanci. Administrativni pristop obsega ukrepe devizne kontrole, deviznih omejitev, ukrepe trgovinske kontrole in administrativni protekcionizem, ki pa jim močno nasprotujeta mednarodni denarni sklad (IMF) in Svetovna trgovinska organizacija (WTO), zato je njihova uporaba omejena in dovoljena le v posebnih okoliščinah (Aristovnik in Kešeljević 2001: 3). Pristop avtomatizma zagotavlja doseg zunanjskega ravnovesja na dolgotrajen in za narodno gospodarstvo boleč način (doseganje zunanjskega ravnovesja na račun notranjega ravnovesja), medtem ko je uporaba administrativnega pristopa, kot smo videli, omejena. Tako je jasno, da glavno breme plačilnobilančnega prilagajanja nosi makroekonomska politika in uporaba njenih instrumentov. Ta je ključna tudi zaradi hitrosti plačilnobilančnega prilagajanja, ki je neposredno povezana z narodnogospodarskimi stroški. Kadar mora država plačilnobilančno prilagajanje izvesti relativno hitro, torej v kratkem obdobju, bodo narodnogospodarski stroški visoki v smislu padca gospodarske rasti, povečanja nezaposlenosti, znižanja življenjskega standarda ter povečanja socialnih in političnih trenj v državi (Mrak 2002: 40).

Ker plačilnobilančni primanjkljaj pogosto ni posledica kratkoročnih motenj, lahko politika financiranja plačilnobilančnega deficita brez plačilnobilančnega prilagajanja privede do številnih negativnih posledic, npr. zmanjšanja deviznih rezerv, povečanja zunanje zadolženosti, problemov servisiranja zunanjskega dolga in zmanjšanja kreditne sposobnosti države³⁴ (Mrak 1987: 225). Poleg tega se je potrebno pri pristopu financiranja plačilnobilančnega deficita s prilivi tujega kapitala zavedati, da bo morala država, ko se zadolži v tujini, del svojih izvoznih prihodkov namenjati za servisiranje dolgov. Posledično se bo zmanjšal obseg deviznih rezerv, ki jih gospodarstvo lahko nameni za financiranje uvoza (Mrak 2002: 580). Da si država ne bi ustvarila dolžniških problemov, je treba v tujini sposojena sredstva porabiti za povečanje investicij v neposredno produktivnih sektorjih gospodarstva. Na tak način se lahko dvigne BDP države in obenem poveča tudi njen izvoz, kar kljub povečanim obveznostim vračanja tujih kreditov ne povečuje relativnega bremena zunanje zadolženosti države.

³⁴ V primeru slednje, torej kadar ima država omejen dostop do tujih finančnih sredstev in omejene devizne rezerve, mora plačilnobilančno prilagajanje izvesti v bistveno krajšem času kot država z dostopom do tujega kapitala in znatnim obsegom deviznih rezerv, kar močno zviša narodnogospodarske stroške.

3. KONCEPT VZDRŽNOSTI PLAČILNOBILANČNEGA PRIMANJKLJAJA

V literaturi se po pravilu analizira deficitno neravnotežje plačilne bilance, saj je vprašanje plačilnobilančnega neravnotežja mnogo bolj problematično v primeru primanjkljaja kot v primeru presežka. Enako velja pri ocenjevanju vzdržnosti, saj je ta mnogo bolj vprašljiva, kadar se država sooča s primanjkljajem. V takšnih razmerah so države pod mnogo večjim pritiskom, stroški plačilnobilančnega uravnoteževanja pa neprimerno večji.

Jasno je, da določena raven deficita tekočega računa sama po sebi nikakor ne more biti zadosten indikator vzdržnosti zunanjega ravnotežja³⁵, zato Edwards (2001: 10) opozarja, da se je po krizah v devetdesetih letih 20. stoletja izkazalo, da pravzaprav ni pomembno to, ali ima država visok plačilnobilančni deficit, ampak ali je ta deficit vzdržen. Iz tega razloga se ni smiselno pretirano zanašati na različno, arbitrarno določene meje. Po priporočilih IMF-a je npr. zaskrbljujoč tisti primanjkljaj, ki doseže 6 % BDP-ja (Jazbec in Damijan 2001: 13), medtem ko sta npr. avtorja Roubini in Wachtel (1998: 5) "mejo zaskrbljenosti" postavila pri 5 % BDP-ja. Takšni in podobni indikatorji so lahko v pomoč, a je potrebna predvsem temeljitejša analiza cele vrste makroekonomskih kazalcev, vzrokov neravnotežja ter načina financiranja primanjkljaja, da lahko ocenimo njegovo vzdržnost. Ko govorimo o vzdržnosti oz. o sprejemljivosti, obsegu in trajanju primanjkljaja, mislimo dejansko na možnosti njegovega financiranja v času. Drugače bi seveda bilo, če bi bile možnosti deviznega financiranja neomejene, saj potem ne bi bilo razlogov za zaskrbljenost nad deficitom v tekočem računu države (Rant 2000: 34). Ker to ni tako, se mora presežni uvoz po določenem času prilagoditi možnostim financiranja, kar zahteva povečanje domačih prihrankov in/ali zmanjšanje porabe. Ključno vlogo tu odigra ekonomska politika, ki mora k temu cilju sproti in spretno usmerjati rezidente, saj se v nasprotnem primeru prilagoditev uresniči s šokom (*ibid.*).

³⁵ Relativno nizek deficit tekočega računa je lahko namreč v eni državi nevzdržen, medtem ko ima lahko druga država relativno visok primanjkljaj, ki je vzdržen.

3.1. Dejavniki, ki opozarjajo na nevzdržnost plačilnobilančnega primanjkljaja

Medtem ko notranjeekonomsko neravnotežje (npr. inflacija, porast zadolževanja, fiskalni deficit) v največji meri povečuje ranljivost države, pa zunanji šoki in neravnotežje predstavljajo kritične sprožilce potencialne krize (Zanghieri 2004: 9). Glede na zaključke številnih avtorjev (Milesi-Ferretti in Razin 1996: 5; Roubini in Wachtel 1998: 2–3; idr.) je mogoče v grobem povzeti nekaj dejavnikov, ob katerih lahko plačilnobilančni primanjkljaj v državah na prehodu, predvsem če se te soočajo obenem tudi s fiskalnim deficitom in/ali nizko gospodarsko rastjo, predstavlja signal bližajoče se ekonomske krize, in sicer: 1.) v primeru, da je primanjkljaj v razmerju do BDP (pre)velik in še narašča; 2.) v primeru, ko je iz podatkov razvidno, da gre za primanjkljaj, ki izhaja iz naraščajoče končne porabe in nizke stopnje domačega varčevanja; 3.) v primeru, da je ob apreciaciji domače valute prišlo do izgube konkurenčnosti in povečanega uvoza dobrin končne porabe, od katerih se v prihodnosti ne pričakuje, da bodo generirale dohodek, potreben za servisiranje dolga³⁶; 4.) v primeru šibkega bančnega in finančnega sistema, ki se nista sposobna spopasti z velikimi pritoki tujega kapitala, vsebujeta veliko verjetnost moralnega tveganja, informacijske asimetrije in gospodarske ter politične nesvobode oz. nestabilnosti.

Pri ocenjevanju vzdržnosti zunanjega neravnovesja države, ki je neto dolžnica in ima plačilnobilančni primanjkljaj, ki povečuje njeno stanje obveznosti do tujine, je ključno vprašanje, ki se zastavlja, ali je država solventna oz. ali je v prihodnosti sposobna generirati zadostne presežke tekočega računa (izvzeta so plačila obresti) za odplačilo obstoječih zunanjih obveznosti (Šterk 2002: 7). Tako naletimo na dva različna, a med seboj ključno povezana koncepta, in sicer: *solventnost države* in *vzdržnost tekočega računa plačilne bilance*.

³⁶ Rezultati raziskave Roubina in Wachtla (1998: 3) so pokazali, da so bile države z bolj fiksnim sistemom deviznega tečaja soočene z večjo realno apreciacijo in posledično še ostrejšim poslabšanjem zunanjega ravnovesja. Zatorej naj bi tečajna politika ciljanja realnega deviznega tečaja (angl. *real exchange rate targeting*) zmanjšala tveganje povezano z vzdržnostjo.

3.2. Povezava med konceptoma solventnosti in vzdržnosti

V skladu z definicijami nekaterih avtorjev (Zanghieri 2004: 9; Ouanes in Thakur 1997: 107) je država solventna, če je sedanja diskontirana vrednost prihodnjih presežkov tekočega računa najmanj enaka sedanji vrednosti zunanjega dolga. Roubini in Wachtel (1998: 4) k temu dodajata, da država ne sme povečevati zunanjega dolga hitreje, kot znaša realna obrestna mera na ta dolg, če želi ostati solventna. Prav tako je država solventna ves čas, dokler ne narašča razmerje med zunanjim dolgom in BDP-jem, kar je praktično tudi zadosten pogoj vzdržnosti. Takšne definicije solventnosti pa so problematične v smislu, da se nanašajo na dogodke v prihodnosti in/ali na prihodnje politične odločitve, ne da bi jih kakorkoli opredelile. Tu nastopi potreba po definiranju vzdržnosti. Skladno z definicijo solventnosti mora namreč država, ki je neto dolžnica in beleži primanjkljaje v tekočem delu plačilne bilance, doseči presežek v trgovinski bilanci. Če je "prehod" iz trgovinskega deficita v suficit mogoče doseči brez drastičnih sprememb v potrošnji in ekonomski aktivnosti, potem lahko govorimo o vzdržnem primanjkljaju tekočega računa³⁷.

Vzdržen je torej tisti primanjkljaj tekočega računa, katerega trajanje oz. "vzdrževanje", ob nadaljevanju obstoječe ekonomske politike in ob nespremenjenem obnašanju zasebnega sektorja, v prihodnosti ne bo povzročilo šoka v obliki drastičnega preobrata ekonomske politike (primer bi bila npr. fiskalna kontrakcija) ali sprožilo zunanjeekonomske krize (Zanghieri 2004: 9-10). Slednja se lahko izrazi v obliki zloma deviznega tečaja ali pa pomeni, da država zaide v dolžniško krizo. V primeru valutne krize lahko nastane panika, ki povzroči naglo depreciacijo domače valute in močan pritisk na mednarodne denarne rezerve centralne banke. Dolžniška kriza pa pomeni za državo izgubo dostopa do novih virov financiranja oz. najemanja posojil na mednarodnem finančnem trgu in posledično nezmožnost nadaljnega servisiranja zunanjih obveznosti v celoti (angl. t. i. *default*) (Roubini in Wachtel: 1998: 5). Posledica

³⁷ "Prehod" iz deficita v suficit je lahko hiter, kot npr. v situaciji naglega obrata kapitalskih tokov, kar povzroči ekonomsko krizo. Posledice so drastičen padec potrošnje in gospodarske aktivnosti, oster obrat v trgovinski bilanci ter nesposobnost države, da v celoti servisira zunanje obveznosti (Milesi-Ferretti in Razin 1996: 3).

drastične spremembe ekonomske politike ali izbruha ekonomske krize je velik padec zaupanja investitorjev in mnogokrat nagel obrat mednarodnih tokov kapitala.

Ob številnih teoretičnih kriterijih, ki so bili omenjeni tudi v podpoglavju 3.1., pa ne smemo pozabiti, da je vzdržnost primanjkljaja odvisna tudi od pripravljenosti in predvsem zmožnosti države, da odplačuje svoje dolgove, ter seveda od volje posojilodajalcev oz. investitorjev, da kapital posojajo³⁸ (Milesi-Ferretti in Razin 1996: 1). V nadaljevanju bodo podrobneje predstavljeni posamezni kriteriji, ki nam dajejo koristne informacije o ranljivosti države na zunanje šoke in pomagajo oceniti vzdržnost plačilnobilančnih primanjkljajev.

3.3. Kriteriji za ocenjevanje vzdržnosti primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance

3.3.1. Vir plačilnobilančnega primanjkljaja

Da bi lahko ocenili vzdržnost deficita tekočega računa, je treba najprej določiti njegov vir. Glede na to, da primanjkljaj tekočega računa predstavlja razliko med narodnogospodarskim varčevanjem in investicijami, lahko torej omenjeni deficit izhaja iz padca varčevanja ali pa povečanja investicijske aktivnosti. Vzdrževanje plačilnobilančnega deficita vključuje zadolževanje v tujini, ki pa je mnogo manj nevarno, kadar se sredstva uporabijo za nove investicije in ne za financiranje končne porabe (Roubini in Wachtel 1998: 6). Višja raven investicij implicira višjo prihodnjo stopnjo rasti, saj nove investicije povečujejo tako proizvodno kot tudi izvozno kapaciteto gospodarstva, kar omogoča generiranje deviznih prihodkov za prihodnje odplačevanje zunanjega dolga³⁹ (Milesi-Ferretti in Razin 1996: 33). Lahko bi torej rekli, da dokler so

³⁸ Tradicionalni kriterij solventnosti namreč temelji na predpostavki, da bodo posojilodajalci pripravljeni posojati državi pod tekočimi/trenutnimi pogoji (Milesi-Ferretti in Razin 1996: 1). To pa seveda ne drži vedno, saj lahko v primeru zunanjega šoka tuji upniki začno dvomiti o sposobnosti države, da bo res lahko servisirala zunanje obveznosti.

³⁹ Vendar pa če gre za investicije v nemenjalnem sektorju ali neučinkovite investicije, ki ne povečajo kapacitete generiranja prihodnjih trgovinskih presežkov, potem povečanje investicij ne bo pripomoglo k večji vzdržnosti plačilnobilančnega deficita. Primer so veliki obsegi državnih infrastrukturnih projektov, katerih učinki se vračajo v rokih, ki se merijo v desetletjih (Drenovec 2000: 33). Sem spadajo tudi investicije v direktno neproduktivne sektorje gospodarstva, ki neposredno ne ustvarjajo deviznih prihodkov, potrebnih za servisiranje dolgov, npr. investicije v izobraževanje in zdravstvo (Mrak 1987: 139–140).

prevladujoči prilivi dolgoročni in tečejo direktno v sektor podjetij in dokler zaradi tega v podjetjih čezmerno ne naraščajo plače, je moč sklepati, da je poraba tujih virov povečini produktivna (Drenovec 2000: 33).

Nasprotno in mnogo bolj nevarno situacijo pa predstavlja primanjkljaj, ki nastane na temelju končne porabe, saj to, kot zatrjuje Rant (2000: 35), pomeni »/.../ zanesljivo znamenje nevzdržnosti primanjkljaja v plačilni bilanci.« V tem primeru se bo namreč relativno breme zunanje zadolženosti za državo povečalo, saj ostaja produktivni potencial gospodarstva enak, medtem ko se končna potrošnja poveča oz. varčevanje zmanjša. Previdnost pa je potrebna tudi, ko opazujemo padec varčevanja. Upad narodnogospodarskega varčevanja kot posledica nižjih javnih prihrankov (oz. višjega proračunskega primanjkljaja) je potencialno nevarnejši kot padec varčevanja zasebnega sektorja. Nižje varčevanje privatnega sektorja je največkrat tranzicijski fenomen, medtem ko predstavlja strukturni javnofinančni primanjkljaj večji in mnogo težavnejši problem, ki se lahko postopno sprevrže v nevzdržno kopičenje zunanjega dolga (Roubini in Wachtel 1998: 7). Na splošno lahko zaključimo, da je plačilnobilančni primanjkljaj, ki ga spremlja padec na ravni varčevanja oz. povečanje končne potrošnje težje vzdržen in nevarnejši kot deficit, ki ga spremljajo rastoče investicije.

3.3.2. Sestava tekočega računa, odprtost gospodarstva ter gospodarska rast kot kriterij vzdržnosti

Sestava bilance tekočega računa, ki jo lahko v grobem enačimo z vsoto trgovinske bilance in neto faktorskih pritokov, vedno vpliva na vzdržnost nastalega neravnotežja. Bolj vzdržen bo namreč tisti primanjkljaj tekočega računa, ki izvira iz velikega deficita neto faktorskih prihodkov (torej dohodkov od dela in kapitala na tujem), kot pa če je posledica velikega in obstojnega primanjkljaja v trgovinski bilanci. Slednja situacija je največkrat indikator strukturnih problemov konkurenčnosti, medtem ko utegne biti velik primanjkljaj v bilanci dohodkov odraz zunanjega dolga, akumuliranega v preteklosti (Roubini in Wachtel 1998: 7). Izjemno pomembna je obenem sposobnost gospodarstva, da generira devizne prilive, saj je od tega odvisno servisiranje zunanjih obveznosti države v prihodnosti. Iz tega razloga je delež izvoza v BDP-ju oz. odprtost gospodarstva še en zelo pomemben kazalec vzdržnosti. Kot poudarjajo teorije vzdržnosti, odprta

gospodarstva mnogo lažje servisirajo zunanje dolgove in je zato manj razlogov za skrb, da bi se takšne države kakorkoli izogibale zunanjim obveznostim ali bi jih ne bile sposobne poravnati, zaradi česar je nevarnost nenadnega obrata kapitalskih tokov mnogo manjša (Mlesi-Ferretti in Razin 1997: 7).

Prav tako je pri ocenjevanju vzdržnosti plačilnobilančnega deficita potrebno opazovati gospodarsko rast države. Običajno se višja stopnja rasti povezuje z večjo vzdržnostjo primanjkljaja tekočega računa (Roubini in Wachtel 1998: 6). Visok deficit tekočega računa je praviloma bolj vzdržen, če ga spremlja visoka gospodarska rast oz. če je pričakovano ohranjanje visokih ravni rasti. Posledica visoke gospodarske rasti je namreč precej manjše povečanje zunanjega dolga v razmerju do BDP-ja in zaradi tega do neke mere lažje servisiranje zunanjih obveznosti (Strašek 2000: 37–38). Obenem je za vzdržnost deficita tekočega računa države pomembna tudi gospodarska rast glavnih partnerskih držav. Če te beležijo slabotno gospodarsko rast, pride do upočasnitve izvoza na njihove trge, kar povečuje deficit oz. njegovo nevzdržnost v državi izvoznici. Kljub temu je potrebna previdnost pri opazovanju visoke stopnje rasti, saj le-ta običajno ni posledica samo večjih investicij, temveč je zlasti v državah na prehodu lahko tudi rezultat visoke stopnje rasti končne porabe, kar ob poglobljanju neravnotežja še poveča zunanjo obremenjenost države. To znova potrjuje, da je mnogo bolj kot velikost primanjkljaja pomembno to, kako je deficit tekočega računa financiran in kako so viri uporabljeni. Pomembna je torej struktura kapitalskih tokov.

3.3.3. Struktura in velikost kapitalskih pritokov ter nevarnost "zamenjave" domačega kapitala s tujim v tranzicijskih državah

Pri analizi vzdržnosti plačilnobilančnega deficita je ključna struktura njegovega financiranja po ročnosti in vrsti instrumentov. Možnosti hitrega vstopa in izstopa tujih investitorjev in upnikov določajo globino potencialnega nihanja in njegovega vpliva na tečaj, obresti in cene (Rant 2000: 35). V splošnem velja, da je primanjkljaj, financiran s pomočjo neposrednih tujih investicij (NTI), bolj vzdržen kot primanjkljaj, financiran s kratkoročnimi prilivi kapitala⁴⁰. Slednji, večkrat imenovan tudi t. i. "vroči denar" (angl.

⁴⁰ To sta med drugim dokazali azijska (1997) in mehiška (1994) kriza, kjer je bil problem ravno preveliko opiranje na kratkoročno zadolževanje (Strašek 2000: 38).

"hot money"), lahko zelo hitro spremeni smer toka, če se spremenijo tržne razmere ali zaupanje investitorjev. V primeru krize lahko namreč tuji investitorji hitro prodajo domače vrednostne papirje, banke pa prenehajo obnavljati kredite. Drugače je z lastniki fizičnega kapitala, ki ne morejo najti kupcev v zelo kratkem času. Zato veljajo NTI za najbolj stabilno obliko kapitalskega priliva, saj tu ne gre le za prenos sredstev, temveč ima investitor, ki pridobi delni ali popolni nadzor nad vodenjem podjetja, dolgoročnejši strateški interes v naložbi v državi gostiteljici. Z vidika države prejemnice so NTI zaželene, ker ne ustvarjajo dolžniških obveznosti, hkrati pa prinašajo nove tehnologije, izboljšani način vodenja podjetja (menedžment), pa tudi nove trge in druga inovacijska znanja oz. t. i. "know-how", ki je za tranzicijska gospodarstva izjemno pomemben (Aristovnik 2001: 5).

Vendar pa je potrebno biti natančen tudi glede NTI. Kratkoročno je namreč mogoče pričakovati negativen vpliv NTI na bilanco tekočega računa, saj so praviloma povezane z večjim uvozom investicijskega blaga in/ali blaga za vmesno uporabo ter z uvozom storitev (poslovno-tehnične, transportne, gradbene storitve ipd.) (Aristovnik 2002: 4). V trenutku nastanka (priliva) ustvarijo NTI torej več novega primanjkljaja, kot financirajo obstoječega. Kakšna je vzdržnost tega inicialnega zunanjega stroška, je enako kot za vsak drug tuj priliv odvisno od njegove uporabe (Drenovec 2000: 32). NTI na dolgi rok namreč ne predstavljajo garancije. Če v državi ni atraktivnih možnosti za reinvestiranje dobička, potem investitor dobička ne bo reinvestiral v državi, kjer ga je ustvaril, temveč bo investiral v kako drugo gospodarstvo⁴¹. To se bo v postavki dohodki od dela in kapitala beležilo kot debetna transakcija, zaradi česar se bo primanjkljaj tekočega računa povečal. Kot opozarja Makin (2003: 12), so »/.../ investicijske priložnosti gospodarstva tiste, ki ključno določajo mejo sprejemljivosti oz. vzdržnosti deficita tekočega računa, /.../.«

Poleg tega je še posebej za države v tranziciji pomembno razlikovanje med t. i. "greenfield investicijami", ki pomenijo izgradnjo novih proizvodnih kapacitet in drugega fizičnega premoženja (npr. izgradnja tovarn), ter naložbami, s katerimi investitorji

⁴¹ Za primer vzemimo Argentino, kjer je bilo npr. v letu 1992 reinvestiranih 72 % vložnega kapitala, v letu 1994 39,5 % in 1997 le še 32,4 % (Sjekloča 1998: 30).

največkrat v procesu privatizacije kupijo obstoječe premoženje. Za državo na prehodu je dolgoročno zelo nevarno, če gre večina NTI v odkup državnega premoženja, da bi se financiral proračunski primanjkljaj. Državno premoženje se bo tako kontinuirano zmanjševalo, kar bo državo v odsotnosti fiskalne prilagoditve pripeljalo v težaven finančni položaj. Ob nezmanjšanem proračunskem deficitu lahko tveganje nenadnega upada NTI povzroči nestabilnost deviznega tečaja. Zato je priporočljivo, da državne privatizacijske projekte nadomestijo druge oblike NTI (Vujčić 2001: 9-10).

Nekateri avtorji pa opozarjajo, da NTI lahko povzročijo zamenjavo domačega kapitala s tujim, ki tako ne prispeva k financiranju plačilne bilance. Ta nevarnost obstaja tam, kjer zaradi "tehnične napake" na finančnem trgu učinkovitejši in bolj organiziran tuji kapital izrinja neučinkovit in neorganiziran domači kapital, kar je v državah na prehodu realna nevarnost (Sjekloča 1998: 29). V določenih trenutkih tuji kapital aktivira domači kapital in domače investicije. Toda v tranzicijskih gospodarstvih, kjer je proces investiranja "jug-jug" (ali "jug-sever") še zelo slab, domači kapital večkrat konča lokalno, izrinjen in se uporabi neproduktivno⁴².

Ravno tako pomembna je seveda valutna sestava tujih obveznosti, saj lahko ob deprecijaciji domače valute valutno tveganje krizo še poglobi (Oplotnik 1999: 91). Na kratek rok kapitalski prilivi povečujejo vzdržnost deficita tekočega računa, a lahko sčasoma, če se skozi financiranje primanjkljaja še povečujejo, predstavljajo nevarnost iz dveh razlogov. Na eni strani gre za nestabilnost in možnost nenadnega in hitrega obrata v kapitalskem toku. Po drugi strani pa kapitalski pritoki povzročijo apreciacijo domače valute, kar zmanjšuje konkurenčnost narodnega gospodarstva in obenem le še poveča plačilnobilančni primanjkljaj (Roubini in Wachtel 1998: 8). Da bi centralna banka preprečila apreciacijo domače valute, mora intervenirati na deviznem trgu z nakupom deviz, zaradi česar se bodo povečale njene devizne rezerve, s tem pa se okrepi vzdržnost plačilnobilančnega neravnotežja. Centralna banka mora ob tem izvesti tudi sterilizacijo, saj bo v nasprotnem primeru povečana količina denarja v obtoku povzročila višjo stopnjo inflacije in višjo realno apreciacijo. Vendar pa sterilizacija po drugi strani ohranja

⁴² Domači in tuji kapital se tudi ne obnašata enako. Mehiško krizo leta 1995 je v resnici povzročil domači kapital, ki je prvi dojel, kaj se dogaja, in pričel bežati (Sjekloča 1998: 30).

domače obrestne mere na visoki ravni, s čimer se prvotni vir nominalne apreciacije ne odpravi. Prilivi kapitala se posledično nadaljujejo, kar onemogoča kakršnokoli nominalno deprecijacijo. Ta pa bi bila potrebna za vzpostavitev zunanje konkurenčnosti države, ki je soočena z naraščajočim deficitom tekočega računa (Roubini in Wachtel 1998: 8).

3.3.4. Realna apreciacija domače valute

Krepitev vrednosti domače valute zmanjšuje mednarodno konkurenčnost države in s tem zavira izvozno dejavnost gospodarstva. Vse skupaj se odrazi s poslabšanjem trgovinske bilance, zaradi česar je primanjkljaj tekočega računa manj vzdržen. Situacija se izboljša, če je uvoz osredotočen na investicijske dobrine in ne na končno porabo (Oplotnik 1999: 92). Oblikovala sta se dva različna pristopa glede vpliva realne apreciacije na plačilnobilančno ravnovesje. Prvi, t. i. pristop "*misalignment*", smatra, da je realna apreciacija deviznega tečaja razlog za poslabšanje plačilne bilance, saj povzroča izgubo konkurenčnosti na mednarodnih trgih⁴³. Drugi, t. i. pristop "*fundamentals*", pa zagovarja idejo, da realna apreciacija pomeni normalen proces približevanja realne vrednosti valute njenemu dolgoročnemu ravnovesju oz. predstavlja korekcijo velike začetne deprecijacije deviznega tečaja, ki je značilna za tranzicijske države (Roubini in Wachtel 1998: 20–24). V slednjem primeru poslabšanje plačilne bilance torej ni neposredna posledica realne apreciacije, ampak posledica odziva gospodarstva na obstoječe stabilizacijske in strukturne spremembe. Naslednja situacija, ko realna apreciacija ne predstavlja nevarnosti za vzdržnost in v bistvu ne pomeni odstopanja od ravnotežnega deviznega tečaja, pa je, kadar apreciacija izhaja iz sprememb v temeljih gospodarstva, ko npr. višja stopnja produktivnosti v menjalnem sektorju glede na nemenjalni sektor vodi v realno apreciacijo⁴⁴, kar pomeni apreciacijo dolgoročnega ravnotežnega deviznega tečaja (Roubini in Wachtel 1998: 9). Realna apreciacija v tem primeru ni znamenje zmanjšanja konkurenčnosti domačega gospodarstva, ampak pomeni spremembo (znižanje) relativnih cen menjalnega sektorja glede na nemenjalni sektor, kot posledica razlik v produktivnosti med omenjenima sektorjema (Aristovnik in Kešeljević 2001b: 9).

⁴³ Pri tem pristopu obstaja velika verjetnost, da se realna apreciacija pojavi ob uvedbi sistema fiksnega deviznega tečaja oz. njemu podobnega sistema. Več o obeh pristopih glej v Roubini in Wachtel (1998), str. 20–24.

⁴⁴ To pojasnjuje t. i. Balassa-Samuelsonov model. Podrobneje o tem glej v Roubini in Wachtel (1998), str. 24.

3.3.5. Devizne rezerve in breme zunanjega dolga

Vzdržnost plačilnobilančnega primanjkljaja je bolj problematična in vprašljiva, kadar država razpolaga z nizkimi deviznimi rezervami. Hkrati takšna situacija močno zmanjša pripravljenost tujih investorjev, da bi posojali sredstva. Zato je za ohranjanje zaupanja investorjev pomembno vzdrževati ustrezno raven deviznih rezerv. Konvencionalni kazalec ustreznosti deviznih rezerv je razmerje med le-temi in mesečnim uvozom blaga in storitev, pri čemer naj bi bile devizne rezerve enake vsaj trem (Ouanes in Thakur 1997: 115) oz. štirim mesecem uvoza (Roubini in Wachtel 1998: 44). Razmerje med denarnimi imetji države (angl. *money assets*) in deviznimi rezervami (Roubini in Wachtel 1998: 45) oz. denarnim agregatom M2 in deviznimi rezervami (Ouanes in Thakur 1997: 116) pa je drugi pomemben indikator ustreznosti rezerv. Razlog za to je v tem, da devizne rezerve v primeru valutne krize ali panike, ko želijo imetniki likvidnih sredstev le-te zamenjati za devize, služijo kot podpora domači valuti.

Zunanja obremenjenost države lahko ključno zaznamuje možnosti in dinamiko razvoja gospodarstva v tranziciji, saj lahko velika teža servisiranja tujega dolga ob majhnih rezervah hitro izpodje izvozne dohodke. To pomeni, da je financiranje primanjkljaja namenjeno odplačilu dolga namesto uvozu investicijskih dobrin, zaradi česar so možnosti za rast zelo omejene. To je tudi razlog, da države, ki se znajdejo v takšni poziciji, mrzlično iščejo izhod v reprogramiranju dolgov (Roubini in Wachtel 1998: 9).

Zato je teža dolga še eden izmed ključnih kazalcev za izdelavo ocene vzdržnosti plačilnobilančnega deficita. Razmerje med zunanjim dolgom in izvoznimi prihodki ali delež zunanjega dolga v BDP-ju sta konvencionalna kazalca zunanje obremenjenosti države (Ouanes in Thakur 1997: 111). Poleg velikosti pa je nujno potrebno upoštevati še ročno in valutno strukturo dolga, saj bo pri dolgu denominiranem v tuji valuti depreciacija domače valute povečala breme zunanjega dolga (Roubini in Wachtel 1998: 8). Skladno z določili Svetovne banke je država visoko zadolžena, če razmerje med dolgom in njenim izvozom blaga in storitev presega 220 %, oz. zmerno/srednje zadolžena, če je omenjeni kvocient višji od 132 %. V nasprotnem primeru govorimo o nizko zadolženi državi (Roubini in Wachtel 1998: 45). Na splošno velja, da naj delež

dolga v BDP-ju ne bi presegel 40 % (Svetovna banka tu postavlja mejo pri 80 %), razmerje med letnim obsegom servisiranja dolga ter izvozom blaga in storitev pa naj ne bi preseglo 25 % (Williamson 1999: 24).

3.3.6. Šibkost bančnega in finančnega sistema

Razvitost, uglašenost in zaupanje v finančni oz. bančni sistem ekonomije ključno zaznamujejo vzdržnost plačilnobilančnega neravnotežja. "Zdravje" domačega finančnega sektorja je ključ, da se gospodarstvo izogne t. i. "utrujenosti kapitalskih prilivov"⁴⁵ (angl. *capital flow fatigue*) in tako tranzicijskim državam še naprej omogoča vzdrževati primanjkljaje na tekočem računu (Wachtel 1998: 10). Finančni sektor, ki je dobro razvit in je sposoben prevzeti vse naloge, ki izhajajo iz pritokov tujega kapitala, dviga zaupanje tujih investorjev. Ti so bolj pripravljeni financirati primanjkljaj, ki bo tako bolj vzdržen tudi pri višjih stopnjah (Oplotnik 1999: 93). V nasprotnem primeru, ko ima država nestabilen in šibek bančni sistem, to odvrča tuje investitorje, da ohranjajo svoja portfeljska in druga stalna imetja v tej državi in zmanjšuje njihovo pripravljenost nadaljnjega kreditiranja države. Obenem bo slab bančni sistem privedel tudi do bega kapitala domačih varčevalcev, kar dodatno otežuje financiranje primanjkljaja tekočega računa. Banke omogočajo mednarodna plačila ter devizne transakcije, zato bo šibek bančni sistem, ki ne more kakovostno zagotavljati teh storitev, pomenil oviro za trgovanje takšne države. In kar je najpomembnejše; splošna raven kakovosti finančnega sistema in učinkovitost finančnega posredništva predstavljata temelj politične in ekonomske stabilnosti in sposobnosti gospodarstva, da se zoperstavi nenadnim šokom, ter pomenita predpogoj uspešnega razvoja tržne ekonomije (Roubini in Wachtel 1998: 39)

Največja pomanjkljivost bančnega in finančnega sistema v tranzicijskih državah je še vedno močno prisoten politični vpliv na posojanje bank (ki so pogosto v državni lasti). Banke so soočene s pritiski, naj alocirajo posojila za vzdrževanje podjetij, katerih lastnik je država. Posledica je velik delež slabih posojil, ki se ne ravna po najboljši ekonomski logiki (pojav moralnega hazarda in informacijske asimetrije) ali pa povzročajo preveč

⁴⁵ Wachtel (1998: 9) tako poimenuje močan upad kapitalskih prilivov, do katerega prihaja v državah na prehodu in zaradi česar so ti prilivi mnogo nižji od potreb po financiranju deficita tekočega računa. Rezultat je stagnacija ali celo zmanjšanje deviznih rezerv.

mrtvega bremena. To tuj kapital odvrča, saj ni nikakršnega zagotovila, da se bo tuje zadolževanje uporabilo za dobičkonosne naložbe (Oplotnik 1999: 93). Zato ne preseneča dejstvo, da večina tranzicijskih gospodarstev prej ali slej zaide v krizo bančnega sektorja.

3.3.7. Politična nestabilnost in negotovost glede makroekonomskega okolja

Pri analizi držav na prehodu, še posebej v primeru obravnavanih držav Zahodnega Balkana, ko gre za politično razmeroma nestabilne države s precej negotovim makroekonomskim okoljem, so politična situacija, stabilnost gospodarstva in uspešnost ekonomske politike nacionalne ekonomije izjemno pomembni kriteriji. Skupaj z nekaterimi drugimi kazalniki omogočajo sestavo ocene deželnega tveganja, ki je ključna za pritegnitev kapitalskih prilivov, s katerimi lahko država dolgoročno financira primanjkljaj. V tej oceni sta zelo pomembni *politična lestvica* (npr. stabilnost, mednarodna gibljivost kapitala, odnos do tujcev) in *monetarna lestvica* (npr. napoved tečaja, inflacije, stanja plačilne bilance, zadolženosti) (Zbašnik 2000: 41).

Če takšna ocena opozarja na tveganje in posledično zbudi nezaupanje, da se lahko obstoječi politični režim zamenja z režimom, ki ne bo naklonjen uglašeni makroekonomski politiki, bo to močno omejilo pripravljenost tujih investitorjev, da bi dolgoročno financirali primanjkljaj (Oplotnik 1999: 94). Takšna negativna pričakovanja glede političnega in finančnega okolja lahko dodatno poglobijo plačilnobilančne težave in/ali valutno krizo, še zlasti kadar imamo opraviti s slabimi makroekonomskimi temelji države (Roubini in Wachtel 1998: 10).

3.4. Kvantitativna ocena vzdržnosti primanjkljaja s pomočjo modela investicijske banke J. P. Morgan

Poleg obravnavanih makroekonomskih kriterijev smo v pričujočem delu pri ocenjevanju vzdržnosti deficitov tekočega računa plačilne bilance posameznih držav uporabili tudi izračune na podlagi *modela investicijske banke J. P. Morgan*. Omenjeni model povezuje vzdržnost plačilnobilančnega primanjkljaja s stopnjo gospodarske rasti in temelji na predpostavki, da je obstoječa raven zadolženosti države v deležu BDP-ja njen zgornji limit za zadolženost v tujini (ekstremna predpostavka). Poleg tega predpostavlja, da je raven deviznih rezerv v trenutku ocenjevanja vzdržnosti primerno ohraniti tudi v

prihodnje (Methodology brief 1997: 2-4). Na osnovi tega se izračuna oz. oceni, kakšna realna stopnja gospodarske rasti je združljiva z navedenimi predpostavkami in s predvidenim srednjeročnim povprečnim primanjkljajem tekočega računa. Tako lahko primerjamo dejansko rast BDP-ja s potrebno stopnjo rasti, da zagotovimo konsistentnost politik. Če je potrebna rast hitrejša od dejanske, je primanjkljaj tekočega računa nevzdržen ali pa je nevzdržna gospodarska rast.

Osnovno enačbo za oceno vzdržnosti lahko zapišemo na naslednji način:

$$CAD / y = g \cdot D^m, \quad (3.1)$$

kjer je CAD – primanjkljaj tekočega računa, y – nominalna vrednost BDP-ja, g – realna stopnja rasti BDP-ja ter D^m – zgornja meja deleža zunanjega dolga v BDP-ju (Methodology brief 1997: 2). V skladu z zapisano enačbo (3.1) je torej 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 BDP-ja). Kot omenjeno, temelji zgornja enakost (3.1) na dveh predpostavkah (Methodology brief 1997: 2,4):

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

$$D^m = d / y, \quad (3.2)$$

pri čemer je d – nominalna vrednost zunanjega dolga. Iz tega sledi, da bo država akumulirala obveznosti do tujine po stopnji rasti BDP-ja (g):

$$\Delta d / d = g, \quad (3.3)$$

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. Presežek kapitalskega računa pa je po definicij enak vsoti deficita tekočega računa ter neto akumulaciji mednarodnih rezerv (ΔR):

$$\Delta d = CAD + \Delta R \quad (3.4)$$

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

Na podlagi zgornjih predpostavk izpeljemo osnovno enačbo metodologije (3.1). S pomočjo slednje se ob danem deficitu tekočega računa in zunanjem dolgu izračuna tista gospodarska rast, ki bi pomenila izenačitev leve in desne strani enačbe. Z drugimi besedami to pomeni, da ob izračunani ("vzdržnostni") gospodarski rasti, plačilnobilančni primanjkljaj ne bo povečeval zunanjega dolga kot deleža v BDP-ju. Izračunana potrebna gospodarska rast se nato primerja z dejansko realno stopnjo rasti in če je slednja nižja od potrebne gospodarske rasti, to kaže na nevzdržnost deficita tekočega računa. Potrebno bo zmanjšanje deficita ali pa doseganje višjih stopenj realne rasti (Methodology brief 1997: 3).

4. AKTUALNI MAKROEKONOMSKI TRENDI V DRŽAVAH ZAHODNEGA BALKANA IN NJIHOV VPLIV NA ZUNANJE NERAVNOVESJE REGIJE

Države Zahodnega Balkana so predvsem v zadnjih šestih letih naredile precejšen korak v smeri stabilizacije in liberalizacije svojih gospodarstev. Kljub vsemu lahko povečani primanjkljaji na tekočem računu plačilne bilance in s tem povezana rast zunanje zadolženosti skupaj z ostalimi ključnimi indikatorji resno ogrozijo že tako krhko makroekonomsko stabilnost regije. Dejstvo je namreč, da neravnovesje na tekočem računu plačilne bilance slej ko prej destabilizira notranje ravnovesje, kot kažejo izkušnje tranzicijskih gospodarstev Srednje in Vzhodne Evrope (SVE) in še zlasti nauki nekaterih azijskih in južnoameriških ekonomij v 80-ih in 90-ih letih (Aristovnik 2002b: 5). Dodatnih negativnih pritiskov na notranje neravnovesje pa si države Zahodnega Balkana, ki se že tako soočajo z zelo visokimi narodnogospodarskimi stroški tranzicije, nikakor ne smejo dovoliti, če želijo uspešno nadaljevati procese pri vzpostavljanju zdravega tržnega gospodarstva in naposled postati kredibilen gospodarski partner drugim državam znotraj same regije, kakor tudi državam članicam Evropske unije (EU). Te so najpomembnejši

zunanjetrgovinski partner⁴⁶ državam Zahodnega Balkana in zato s stališča izvoznih možnosti ter s tem povezanega doseganja večjega zunanje ravnovesja, zelo pomembne.

Pri pregledu nekaterih makroekonomskih gibanj v obdobju 2000–2004, se bomo v tem in naslednjem poglavju osredotočili na vrsto dejavnikov, ki povzročajo oz. poglobljajo zunanjeekonomsko neravnotežje držav v regiji in ki opozarjajo na tendenčno povečevanje tveganj; npr. delež zunanje dolga v BDP-ju, delež izvoznih prihodkov, namenjenih servisiranju glavnice in obresti, stopnja apreciacije tečaja, delež primanjkljaja v BDP-ju ipd. Izpostavljeni bodo tudi posamezni aktualni trendi in karakteristike regije (npr. kreditna ekspanzija, visoki prilivi z naslova nakazil zasebnikov, ki iz tujine pošiljajo denar svojcem, kontinuirano padanje pritokov mednarodne finančne pomoči ipd.), ki jih zasledimo v posameznih državah in igrajo pomembno vlogo pri ocenjevanju vzdržnosti primanjkljajev na tekočem računu.

4.1. Kaj poganja gospodarsko rast regije ter učinki na zunanjo vzdržnost

Po obdobju ekstremnih političnih dogajanj⁴⁷ in izjemno nestabilnih makroekonomskih razmer v devetdesetih letih 20. stoletja, ko so regijo Zahodnega Balkana karakterizirale nizka produktivnost, neučinkovita alokacija resursov, mala in slabotna gospodarstva, šibke države in visoka stopnja korupcije ter organiziranega kriminala (Pack in Kammel, 2003: 4) in so države beležile velik padec gospodarske aktivnosti ter močno nazadovale v vseh pogledih, pa gospodarstva Zahodnega Balkana od leta 2000 kontinuirano rastejo. Po šoku zaradi kosovske krize leta 1999 regija v zadnjih petih letih beleži v povprečju 4,5-odstotno realno rast BDP-ja⁴⁸. Kot prikazuje tabela 1 v prilogi 1, se je kljub neugodni gospodarski klimi in občutnemu padcu rasti v EU rast regije nadaljevala tudi v lanskem

⁴⁶ EU je najpomembnejši zunanjetrgovinski partner držav Zahodnega Balkana, saj predstavlja izvoz v EU okrog 50 % celotnega izvoza regije (La Rochefordière 2004: 6).

⁴⁷ S tem so mišljeni razpad bivše Jugoslavije, oboroženi konflikti, ki so zajeli vse njene dele, pogubna nacionalistična politika, osnovana na političnih in ne ekonomskih prioritetah, mednarodne sankcije proti Zvezni republiki Jugoslaviji (ZRJ), grški embargo proti Makedoniji ter akcija NATA na ZRJ leta 1999 (Uvalić 2002: 2). Vsa ta dogajanja so občutno zavrla nujne politične reforme v smeri demokratizacije in omejevala napore za doseg ekonomskih in institucionalnih sprememb v državah regije.

⁴⁸ Pri teh podatkih moramo biti previdni, saj uradne ocene BDP-ja pogosto ne zajamejo aktivnosti neformalnega sektorja, čigar aktivnosti predstavljajo pomemben vir rasti, zaposlitev in blaženja učinkov revščine, zlasti v regiji Zahodnega Balkana (EBRD 2004b: 17). Za primer nam lahko služi SČG, kjer je delež sive ekonomije v letu 2002 znašal skoraj 50 % BDP (Survey S&M 2003: 61).

letu (2004), in sicer v povprečju za 4,9 % na letni ravni, k čemur so prispevale zlasti razmeroma visoke stopnje rasti v Albaniji (6 %), BiH (5 %) ter Srbiji in Črni gori (5,0 %) (La Rochefordière 2004: 1). Makedonija v tem pogledu še vedno zaostaja (okrog 2 %), kar je deloma posledica vztrajno nizkih neto *per capita* prilivov z naslova NTI (EBRDa 2004: 27). Sodeč po ocenah IMF-a se bo realna rast BDP-ja regije tako letos kakor tudi prihodnje leto gibala med 4,5 in 4,8 % na letni osnovi.

Takšne ocene so pozitivne s stališča vzdržnosti plačilnobilančnih deficitov, saj višje stopnje rasti BDP-ja implicirajo višjo vzdržnost primanjkljajev tekočega računa, ob predpostavki, da se ostali kazalci ne spreminjajo. Višje stopnje rasti namreč vodijo k manjšemu povečanju deleža zunanjega dolga v BDP-ju, zaradi česar država lažje servisira zunanje obveznosti (Roubini in Wachtel 1998: 6). Vendar pa je pri opazovanju tega kazalca pozornost treba nameniti tudi konjunkturi na glavnih izvoznih trgih. V našem primeru je to EU, na katero odpade 50 % izvoza Zahodnega Balkana. V drugi polovici 2004 je EU občutila precejšen padec rasti BDP-ja, in sicer z 0,6 % v drugem četrtletju na 0,3 %, v zadnjih dveh četrtletjih. Temu sta botrovala zlasti močan evro in rast cen nafte (EUCOM⁴⁹ 2005a: 19). Padec rasti BDP-ja v EU bi lahko namreč povzročil upočasnitev izvoza držav Zahodnega Balkana na trge EU, kar bi ob že tako visokem trgovinskem primanjkljaju regije le še povečalo deficit tekočega računa in obenem njegovo nevzdržnost. Kljub napovedim, da bo letos (2005) EU ponovno dosegla 2 % rast (EUCOM 2005a: 27), pa se lahko te ocene kaj hitro spremenijo, če upoštevamo trend nadaljevanja visoke rasti svetovnih cen nafte, ki smo jim priča tudi v drugi polovici letošnjega leta.

4.1.1. Srbija in Črna gora – visoka domača poraba in zatekanje k zunanjemu zadolževanju

Poleg omenjenega potencialno pozitivnega vpliva rasti BDP-ja na vzdržnost deficita tekočega računa pa ne gre zanemariti dejstva, da domača gospodarska rast spodbuja povpraševanje tako po domačem kot tudi po tujem blagu in storitvah ter tako posledično

⁴⁹ European Commission (EUCOM) (2005a): Economic Forecasts Spring 2005. Dostopno na: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/european_economy/2005/ee205en.pdf (15.08.2005).

povečuje primanjkljaj na tekočem računu (Aristovnik 2002a: 4). Istočasno se je treba vprašati, kaj to gospodarsko rast poganja. Tako npr. povprečna 4,5% realna rast v SČG od leta 2000 naprej odseva zlasti visoko domačo potrošnjo, medtem ko po drugi strani država zaradi prepočasnega izvajanja strukturnih reform razpolaga z zelo omejenim obsegom domače konkurenčne proizvodnje, kar se posledično odraža v nizki stopnji izvoza. Takšna situacija je vodila k porastu uvoza in posledično k višjemu primanjkljaju v tekočem računu plačilne bilance, ki je v letu 2004 znašal skoraj 12 % BDP-ja (Portal IMFb⁵⁰, 22.08.2005). Zatekanje k zunanjemu zadolževanju, s katerim se je financiral uvoz, je občutno povečalo zunanjeekonomsko ranljivost SČG.

4.1.2. Hrvaška: kreditna ekspanzija in (pre)visoke investicije v infrastrukturo – učinki na vzdržnost plačilnobilančnega neravnovesja

Tudi v primeru Hrvaške je realno rast BDP-ja, ki je med leti 2000 in 2004 v povprečju znašala 4 %, podpirala skupna domača poraba, zlasti investicije povezane z restrukturiranjem industrije ter vladni infrastrukturni projekti. A poleg državnega sektorja je potrošnja narasla tudi v zasebnem sektorju, in sicer kot posledica povečanja bančnih kreditov izdanih državljanom (Bičanić in Franičević 2003: 29). Tako je npr. leta 2002 glede na uradne statistike realni BDP na Hrvaškem zrasel za 5,2 %, medtem ko se je poraba privatnega sektorja povečala kar za 7,5 %⁵¹ (EBRD 2004a: 115). Na prvi pogled sicer spodbudna gibanja pa opozarjajo na resne strukturne in institucionalne pomanjkljivosti ter na velik zaostanek v uresničevanju reform. Razmeroma visoke stopnje rasti so namreč generirane z investicijami s strani države (zlasti izgradnja cestne infrastrukture, subvencioniranje izgradnje hiš itd.) ter s končno potrošnjo. Takšna situacija predstavlja negativen pritisk na vzdržnost primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance, saj, kot opozarja Mrak (2002: 585), omenjene investicije v direktno neproduktivne sektorje (npr. infrastruktura, izobraževanje, zdravstvo) ne povečujejo

⁵⁰ Portal IMFb: <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2005/pn0584.htm> (22.08.2005).

⁵¹ V istem letu je delež domačega kredita zasebnemu sektorju predstavljal 44 % v BDP-ju Hrvaške ter v letu 2003 narasel na 48,5 % BDP-ja (EBRD 2004a: 114). Da bi omejila nebrzdano rast domačega zadolževanja, je Hrvaška narodna banka (HNB) uvedla administrativne ukrepe, ki so se nanašali na poslovanje komercialnih bank (veljavnost teh ukrepov je potekla konec leta 2003). Rezultat je bil padec rasti domačega kredita v letu 2004, in sicer na 9,4 %, v primerjavi z 12 % rastjo v letu 2003 oz. kar 28 % rastjo domačega kredita konec leta 2002. Posledično je nekoliko upadla tudi poraba privatnega sektorja. Poleg tega je julija 2004 HNB sprejela dodatne ukrepe, da bi omejila naraščajoče zunanje zadolževanje bančnega sektorja (EBRD 2004a: 115).

kapacitete generiranja prihodnjih trgovinskih presežkov oz. ne ustvarjajo deviznih prihodkov, potrebnih za servisiranje dolgov⁵². To drži še toliko bolj, če se plačilnobilančni primanjkljaj povečuje na temelju končne porabe, sploh če ta narašča hitreje od BDP-ja, kot v primeru Hrvaške leta 2002. Takšen trend jasno opozarja na nevarnost nevzdržnosti deficita tekočega računa. Poleg tega je izvoz Hrvaške stagniral (praktično od njene osamosvojitve leta 1991), raven celotnih investicij je bila relativno nizka, še nižja pa je bila stopnja varčevanja. Vse skupaj se je odrazilo v investicijskem deficitu, ki je v obdobju od 1995 do 2001 znašal okrog 6 % (Mihaljek 2003: 45) in ki se je kontinuirano pokrival s prilivi tujega kapitala. Omenjeni kazalci ne pomenijo zgolj večje nevzdržnosti plačilnobilančnega primanjkljaja, temveč pod vprašaj postavljajo tudi nadaljnjo gospodarsko rast. Ta doslej namreč ni bila generirana z ekonomsko aktivnostjo privatnega sektorja v proizvodnji in/ali storitvah in zato ne predstavlja t. i. "moderne ekonomske rasti" (Bičanić in Franičević 2003: 30).

4.1.3. Bosna in Hercegovina: nevarno kreditiranje gospodinjstev v razmerah valutnega odbora ter visoka odvisnost od uradne finančne pomoči

Kot kaže primer Hrvaške, je višja realna rast BDP-ja regije deloma posledica kreditne ekspanzije v nekaterih državah Zahodnega Balkana, ki je vodila k višjim ravnem potrošnje (EBRD 2004a: 29). Podobno situacijo smo lahko opazovali v Bosni in Hercegovini (BiH), kjer so se zaradi reform v finančnem sektorju krediti gospodinjstvom in podjetjem vztrajno povečevali. Zlasti močno, za skoraj 40 %, je bilo to povečanje v letu 2003 (EBRD 2004a: 106). V razmerah valutnega odbora⁵³ je takšna kreditna

⁵² Ker investicije v infrastrukturo, čeprav še tako upravičene s stališča družbenoekonomskega in socialnega razvoja, neposredno ne ustvarjajo deviznih prihodkov, mora država opredeliti nacionalno vzdržno raven takšnih investicij in istočasno zagotoviti dolgoročna sredstva za financiranje infrastrukture. V nasprotnem primeru, če s krediti, najetimi v tujini, država ni racionalna pri investiranju v socialno in gospodarsko infrastrukturo, lahko to vodi v velike dolžniške probleme. To se je v sedemdesetih pokazalo v številnih latinskoameriških državah (npr. Brazilija, Argentina, Mehika), pa tudi v nekaterih državah izven te regije, vključno z Jugoslavijo (Mrak 2002: 585).

⁵³ Valutni odbor je edini primer restriktivne različice sistema čistega deviznega tečaja, ki je danes v uporabi. Gre za devizni režim, v katerem se država obveže, prvič, da bo zamenjevala domačo valuto za tujo po fiksnem deviznem tečaju, in drugič, da bo izdajala domači denar samo, če za to obstaja polno pokritje v deviznih sredstvih (Mrak 2002: 92). Centralna banka BIH (CBBIH) je valutni odbor uvedla leta 1997. Predviden je bil do leta 2003, a so ga zaradi politične nestabilnosti podaljšali. Stabilnost cen iz zadnjih let se nadaljuje, prav tako je v letih 2003 in 2004 kontinuirano rasla pokritost z rezervami in v povprečju znašala okrog pet mesecev uvoza blaga in storitev (Portal CBBIH: <http://www.cbbh.gov.ba/en/statistics.html>, 05.08.2005).

ekspanzija kot odraz finančnega "poglabljanja", ki so ga povzročile reforme leta 2002, začela resno ogrožati makroekonomsko stabilnost BiH, in sicer zaradi pritiska na deficit tekočega računa plačilne bilance (Bojičić-Dželilović, Čaušević in Tomaš 2004a: 5). Ta je, kot kaže tabela 3 v prilogi 1, v preteklih treh letih (2002–2004) znašal blizu 20 % BDP-ja. Tako visok primanjkljaj zbuja veliko zaskrbljenost, saj gre za državo, ki je praktično odvisna od prilivov tujega kapitala, predvsem mednarodne finančne pomoči. Slednja pa zadnja leta občutno in vztrajno pada, kar se bo nadaljevalo tudi v prihodnje⁵⁴. Uvaličeva (2002: 6) in številni drugi avtorji opozarjajo na nerazvojno usmerjenost dodeljenih donacij in posojil mednarodnih finančnih institucij državam, kot je BiH⁵⁵. Ta podpora je vodila v pravo odvisnost držav od finančne pomoči celo do takšne mere, da bi se ob ukinitvi omenjenih prilivov gospodarstva lahko celo zrušila.

Po obdobju visoke realne rasti BDP-ja BiH v času povojne obnove (torej med letoma 1996 in 1999), ko se je ta povprečno gibala nad 30 %, so letne rasti padle na okrog povprečno 5 % od leta 2000 do danes. IMF ocenjuje manjši padec realne rasti BDP-ja v letošnjem letu (na 4,5 %) ter vrnitev 5% realne rasti v letu 2006 (<http://www.imf.org/external/country/BIH/index.htm>, 10.07.2005). Slabši rezultati v zadnjih letih odražajo nesposobnost BiH, da bi ustrezno mobilizirala domače vire rasti, še zlasti dejavnosti zasebnega sektorja (La Rochefordière 2004: 36). To ponovno dokazuje, da je kreditna ekspanzija poganjala zlasti potrošnjo oz. da se posojila niso namenjala ustvarjanju novih produktivnih kapacitet. Gre namreč za to, da je finančna deregulacija v okolju, kjer so manjkale ustrezne institucije kriznega upravljanja ter prepotrebni razvojno-pospeševalni centri, rezultirala v "preusmeritvi" bančnih kreditov od podjetniškega sektorja h gospodinjstvom, ki predstavljajo mnogo manjše tveganje. Takšna "preusmeritev" delovanja komercialnih bank k manj tveganemu sektorju je vodila k izvozu kapitala (Bojičić-Dželilović, Čaušević in Tomaš 2004a: 5). BiH je tako, čeprav

⁵⁴ Finančna pomoč je npr. leta 1999 predstavljala 17,1 % v deležu BDP-ja BiH, leta 2002 pa le še 8,9 % BDP-ja BiH (La Rochefordière 2004: 38). Povedano drugače; okrog 270 USD pomoči na prebivalca leta 1999 se je zmanjšalo na 130 USD pomoči na prebivalca v letu 2003 (<http://devdata.worldbank.org/external/CPProfile.asp?SelectedCountry=BIH&CCODE=BIH&CNAME=Bosnia+and+Herzegovina&PTYPE=CP>, 15. 08. 2005).

⁵⁵ Da je bil razvoj BiH utemeljen na vzorcu odvisnosti od tuje pomoči, se jasno kaže v dejstvu, da je desetletje po koncu konflikta mednarodna skupnost še vedno glavni akter pri aktivnostih na ključnih področjih vladanja (angl. *governance*) v državi (Bojičić-Dželilović, Čaušević in Tomaš 2004b: 1).

se zdi protislovno, postala izvoznica kapitala. Količina izvoženega kapitala, namenjenega zavarovanju komercialnih bank proti tveganju, je namreč konec leta 2002 presegla celotni znesek posojil, ki jih je BiH prejela v vsem povojnem obdobju⁵⁶. Rezultat vsega tega pa je, da več kot dve petini imetij komercialnih bank praktično nima nikakršnega učinka na razvoj ekonomije BiH⁵⁷. Takšne razmere jasno opozarjajo, da gospodarstvo države ne bo sposobno doseči višjih stopenj rasti brez izdatne podpore s strani razvojnih oz. izvozno-uvoznih bank, pri čemer bo ključna natančno definirana in izvozno usmerjena strategija (Bojičić-Dželilović, Čaušević in Tomaš 2004b: 27).

4.1.4. Makedonija: nizka gospodarska rast ter potreba po večjih prilivih tujega kapitala

Podobno kot v SČG, na Hrvaškem in v BiH, tudi v Makedoniji struktura porabe ni bila primerna za vzpodbujanje visoke in dolgoročne gospodarske rasti. Po letu 1999 se je tako država vztrajno spopadala z najnižjo realno rastjo ter eno najvišjih stopenj brezposelnosti v regiji (37 % delovnega prebivalstva⁵⁸). Potem ko je Makedonija zaradi notranjega medetničnega konflikta leta 2001 beležila 4,5% padec gospodarske rasti, je njen realni BDP v obdobju zadnjih treh let (2002–2004) rasel povprečno 2 % na letni ravni (glej tabelo 4 v prilogi 1), kar je krepko pod 4,5% povprečjem regije. Lanska 2% rast je bila občutno pod zastavljenim ciljem, ki je predvideval 4% realno rast BDP-ja v letu 2004. Ocene za letošnje in prihodnje leto (2006) napovedujejo povprečno 3,5% realno rast (<http://www.imf.org/external/country/MKD/index.htm>, 10.07.2005). Takšen trend po eni strani odraža dramatičen upad industrijske proizvodnje, ki je bila deloma posledica začasnega zaprtja nekaterih večjih podjetij, vključno z veliko železarsko družbo Balkan Steel⁵⁹ (EBRD 2004a: 127). Po drugi strani pa je očitno, da je bilo uravnavanje povpraševanja primarno usmerjeno k ohranjanju stabilnosti cen v državi, ne pa v smeri

⁵⁶ Gre namreč za to, da so rezerve komercialnih bank pri CBBIH vključene v obveznosti CBBIH in morajo biti pokrite s tujimi sredstvi. Tako je ob koncu leta 2002 celotni izvoženi kapital, namenjen zavarovanju komercialnih bank proti tveganju, znašal 2 milijardi konvertibilnih mark (KM). Ta znesek, kot rečeno, pa je višji od celotnega zneska posojil, ki jih je BiH prejela v vsem povojnem obdobju (Bojičić-Dželilović, Čaušević in Tomaš 2004a: 5).

⁵⁷ Po mnenju Svetovne banke ima BiH, kar zadeva oživljanje gospodarstva, deset let zamude v primerjavi z državami JVE. Ta razlika bi se lahko še povečevala, če bo BiH nadaljevala v sedanjem tempu (Latal 2005: 14).

⁵⁸ Podatki za leto 2003, vzeti iz raziskave "Labour Force Survey" Mednarodne organizacije dela (ILO) (La Rochefordière 2004: 52).

⁵⁹ Po prevzemu julija 2004 podjetje ponovno obratuje.

spreminjanja strukture potrošnje, s čimer bi bila lahko dosežena višja gospodarska rast in višja stopnja zaposlenosti. Poleg tega so bile bruto investicije nizke, še zlasti investicije v stalna sredstva oz. materialne naložbe⁶⁰ (angl. *fixed assets*). Te investicije namreč povečujejo proizvodne zmogljivosti v prihodnosti in tako predstavljajo "motor" visoke in vzdržne rasti. Kljub konstantnemu naraščanju narodnogospodarskih prihrankov⁶¹ od leta 1997 to ni zadoščalo za doseganje višje gospodarske rasti (Petkovski in Bishev 2004: 11). Čeprav so bile investicije nizke, so le-te presegle domače varčevanje skozi celotno obdobje tranzicije. Investicijsko varčevalna vrzel je, tako kot v drugih državah Zahodnega Balkana, vodila v primanjkljaj na tekočem računu, ki je v obdobju med letoma 1997 in 2002 v povprečju znašal 5,3 % v deležu BDP-ja (Petkovski in Bishev 2004: 12). Ta vrzel se je financirala s tujimi prihranki. Razhajanje med investicijami in prihranki se je še povečalo leta 2002 kot posledica močne kontrakcije v predhodnem letu. Zaradi tega je plačilnobilančni primanjkljaj dosegel najvišji delež, in sicer 9,5 % BDP-ja (EBRD 2004a: 129). Tako lahko vidimo, da je bila gospodarska rast Makedonije ves čas močno odvisna od prilivov dolgoročnega privatnega kapitala ter sposobnosti domačega bančnega sektorja, da ustrezno alocira redke domače in tuje prihranke.

Statistike pa kažejo ravno nasprotno. Makedonija je namreč v zadnjih treh letih v povprečju prejela najmanj prilivov NTI med vsemi državami Zahodnega Balkana (La Rochefordière 2004: 13), kar je vodilo v povečanje plačilnobilančnega deficita in obenem dušilo gospodarsko rast. Učinkovitost bančnega sektorja kot drugega elementa, ki je pogojeval rast makedonskega gospodarstva, pa je bila slaba. Ključni vzrok za to je zlasti močna prepletenost odnosov med številnimi poslovnimi bankami in njihovimi lastniki delničarji. Lastnike so namreč predstavljala predvsem podjetja, ki so bila neto dolžniki. Privatizacija bank, v kateri so takšna podjetja sodelovala, je pripeljala do razdrobljene lastniške strukture, kjer so dominirali neto dolžniki. Slednji so tako seveda zlorabljali

⁶⁰ Makedonija beleži zmeren in kontinuiran padec naložb v stalna sredstva kot delež BDP-ja že od leta 1997. Zlasti močan padec s tega naslova je država utrpela leta 2001 zaradi notranjega konflikta, tako da so bile v letu 2002 investicije v stalna sredstva enake ravni iz leta 1997, in sicer 17,3 % BDP-ja (Petkovski in Bishev 2004: 11).

⁶¹ Delež prihrankov v BDP je najvišjo raven dosegel leta 2000, in sicer 23,2 %. Že v naslednjem letu, pa je ta delež občutno padel kot posledica močne kontrakcije. Leta 2003 je delež narodnogospodarskih prihrankov v BDP znašal 15,6 % (Petkovski in Bishev 2004: 11).

položaj in kredite, namesto da bi varovali bančni kapital⁶² (Petkovski in Bishev 2004: 20). Pomanjkljiv in neučinkovit nadzor bančnega sistema ter pasivnost vladnih oblasti, da bi se soočile s problemom podjetji, ki so neprestano ustvarjala izgubo, sta povzročila ogromne stroške restrukturiranja bančnega sektorja, ki so znašali kar 42,3 % BDP-ja. Makedonija še vedno zaostaja z uresničevanjem bolj celovitega regulatornega in nadzornega okvira za bančni sektor. Temu še vedno dominirajo tri največje banke ter nizke stopnje finančnega posredništva in konkurence. Delež slabih kreditov leta 2003 je bil 15,1 %, medtem ko je tuji lastniški delež znašal 48,6 % v celotnem bančnem premoženju (EBRD 2004a: 126).

Dejstvo je, da v srednjeročni perspektivi Makedonija ne bo sposobna dosegati višjih stopenj rasti brez uvoza oz. prilivov tujih prihrankov oz. kapitala. To pa seveda pomeni povečanje že tako visokega deficita tekočega računa. Vzdržnost slednjega je močno ogrožena, upošteva labilnost in neučinkovitost bančnega sektorja, nizko stopnjo rasti, nezadostne NTI ter padajoče prihranke. Obenem odpravljanje povečanih deficitov ne bo mogoče s korekcijami deviznega tečaja, saj je le-ta *de facto* fiksiran na evro. A po mnenju mnogih naj bi ravno sprememba deviznega tečaja manj negativno vplivala na gospodarsko stabilnost v državi kot pa nekateri drugi ukrepi ekonomske politike, saj je problem lažje rešiti s spremembo ene cene (domače valute), kot pa uvajati različne restriktivne ukrepe (Mrak 2002: 78). Druga alternativa ekonomskih oblasti Makedonije, da bi se izognili povečanim plačilnobilančnim deficitom, to potrjuje, saj pomeni, da bi morala država sprejeti nižjo raven gospodarske rasti ter se soočiti z dodatnim povečanjem nezaposlenosti. To seveda ne gre, saj imamo opraviti z državo, ki se sooča z eno najvišjih stopenj nezaposlenosti v regiji in veliko potrebo po novih produktivnih kapacitetah, ki bi omogočile nujno potrebno izvozno usmerjeno rast. Slednja bi, skupaj z učinkovito alokacijo domačih in tujih prihrankov, državo naposled usmerila k odpravljanju zunanjeekonomskega neravnotežja in zmanjšala nevzdržnost plačilnobilančnega deficita.

⁶² Zgovoren je primer daleč največje makedonske banke, v kateri so dve tretjini kreditne baze v letu 1995 predstavljali neoperativni krediti (Petkovski in Bishev 2004: 20).

4.1.5. Albanija: spodbudna dinamika rasti in gospodarske aktivnosti

Kot lahko razberemo iz tabele 2 (priloga 1), je z izjemo krajše "ohladitve" gospodarske rasti leta 2002 (3,4 %) Albanija zadnjih nekaj let kontinuirano beležila dinamično realno rast. Ta je v obdobju od leta 2000 do 2004 v povprečju znašala 6 % in se bo predvidoma na tej ravni nadaljevala tudi letos in prihodnje leto. Povečevanje aktivnosti v sektorju storitev (zlasti telekomunikacije), gradbeništva in transporta na eni strani, ter visoko domače povpraševanje in postopno naraščanje izvoza blaga na drugi, predstavljajo osnovo močne rasti albanskega gospodarstva (EBRD 2004a: 91). Največji deficit tekočega računa je Albanija beležila leta 2002, ko je ta dosegel 9 % BDP-ja⁶³. Omenjeni primanjkljaj je sovpadal s padcem gospodarske rasti ter nižjo ravno javnih in zasebnih naložb, obenem pa je odražal visok trgovinski primanjkljaj, ki se je, podobno kot v drugih državah Zahodnega Balkana, v zadnjih letih nenehno povečeval. Kljub mnogo hitrejši rasti uvoza nad izvozom je pri opazovanju vzdržnosti plačilnobilančnega deficita vzpodbudno dejstvo, da se v uvozu povečuje delež, ki predstavlja nakup strojne opreme in drugega kapitala. Poleg tega je v lanskem letu (2004) hitreje začel rasti tudi izvoz (ICEG EC 2005a: 12). Primanjkljaj na tekočem računu naj bi letos znašal okrog 7,1 %, v primerjavi s 6 % leta 2004, pri čemer naj bi bil letošnji priliv NTI razmeroma visok, in sicer kot posledica intenzivnega procesa privatizacije (ICEG EC 2005a: 13).

Leta 2004 je bila privatizirana največja albanska banka (Hranilna Banka), ki v preteklosti ni izdajala posojil zasebnikom. Zaradi omenjene privatizacije naj bi se povečala učinkovitost bančnega sektorja, obenem pa naj bi naraščali tudi krediti, podobno kot smo to lahko opazovali v drugih državah regije (EBRD 2004a: 90). Tu bo seveda ključno, kako produktivno se bodo porabljala sposojena sredstva zasebnega sektorja. Če bo država dosegala višjo stopnjo investicijske dejavnosti, se bo to sicer pokazalo na povečanju plačilnobilančnega primanjkljaja (seveda odvisno od rezultatov izvoznega sektorja). Vendar pa bo vzdržnost takšnega deficita tekočega računa mnogo manj problematična, kot če bodo sposojena sredstva poganjala končno porabo.

⁶³ Gre za primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance pred upoštevanjem prejetih donacij. Če slednje upoštevamo, potem znaša plačilnobilančni deficit Albanije za leto 2002 6,5 % BDP-ja (glej tabelo 2 v prilogi 1).

4.1.6. Pomen konvergence stopenj gospodarskih rasti držav regije

Upošteva velike razlike v gospodarski rasti med državami regije pred letom 2000, lahko v zadnjih letih opazujemo konvergenco stopenj rasti med državami Zahodnega Balkana. To je po eni strani predvsem rezultat podobnih pristopov in ukrepov politik ekonomske stabilizacije v državah regije, v okviru regionalnega pristopa EU ter programov finančne in tehnične pomoči drugih mednarodnih finančnih institucij do Zahodnega Balkana⁶⁴. Po drugi strani pa je to tudi posledica relativne politične stabilnosti. Ob predpostavki ugodnejših makroekonomskih gibanj v mednarodnem okolju in nadaljevanju izvajanja pomembnih strukturnih reform v smeri "izgradnje" tržnih gospodarstev imajo ekonomije Zahodnega Balkana potencial v prihodnjem srednjeročnem obdobju rasti še z večjo dinamiko. To bi jim omogočilo, da bi naposled dosegle ravni BDP-jev, ki so jih imele pred razpadom bivše Jugoslavije ter da bi zmanjšale nezaposlenost in dvignile življenjski standard prebivalstva⁶⁵. Takšna gibanja naj bi, v skladu s t. i. "hipotezo razvojnih stopenj" (angl. *stages of development hypothesis*), pozitivno vplivala na saldo tekočega računa. Rezultati študije Calderóna, Chonga in Loayza (1999: 26) namreč potrjujejo, da države v razvoju oz. tranzicijske države, katerih BDP se približuje ravni BDP-ja industrijskih držav, beležijo nižje deficite tekočega računa. Gospodarska rast se običajno povezuje s poslabševanjem salda tekočega računa plačilne bilance, kar se odraža nenazadnje z vplivom pozitivne gospodarske rasti na povečevanje plačilnobilančnih deficitov držav Zahodnega Balkana (glej tabelo 1 v prilogi 1). Kljub temu pa je za vzdržnost primanjkljajev tekočega računa v prihodnje ključno zlasti to, da bo gospodarska politika omenjenih držav poskrbela, da se bodo relativno visoke stopnje rasti

⁶⁴ Temelj sodelovanja EU z državami Zahodnega Balkana predstavlja Stabilizacijsko-pridružitveni proces (SPP), katerega ključni instrumenti so stabilizacijsko-pridružitveni sporazumi, trgovinske preference ter tehnična in finančna pomoč (Portal EUa, 15. 08. 2005). Pri izgradnji in modernizaciji institucij in uresničevanju *acquis communautaire* je v podporo SPP-ju EU oblikovala enotni program finančne pomoči CARDS ("Community Assistance for Reconstruction, Development and Stabilisation"), ki je nadomestil predhodna programa Phare in Obnova. Poleg tega so države Zahodnega Balkana skupaj z Bolgarijo, Romunijo in Moldavijo vključene v Pakt stabilnosti za JVE, ustanovljen junija 1999. Evropska investicijska banka podpira v regiji zlasti osnovne infrastrukturne projekte (prevsem v sektorju energetike in transporta). Proces stabilizacije in strukturnih reform z makroekonomsko podporo in tehnično pomočjo podpirajo tudi mednarodne finančne institucije, in sicer IMF ter Svetovna banka. Evropska banka za obnovo in razvoj (EBRD) pa financira zlasti razvoj zasebnega sektorja, z izjemo BiH in SČG, kjer je aktivna v prvi vrsti pri podpori javnemu sektorju (La Rochefordière 2004: 6–8).

⁶⁵ Leta 2003 je bila Albanija edina država Zahodnega Balkana, ki je presegla raven BDP-ja iz leta 1989 (129 %). Sledile so ji Hrvaška z 91 % BDP-ja iz leta 1989, Makedonija 78 %, BiH 57 % ter SČG z 52 % (EBRD 2004a: 38).

BDP-ja v prihodnje dosegale z zaslombo na skupnem izvozu. Poleg uravnavanja domače porabe, načeloma sta pri tem vodilni fiskalna in denarna politika, bo morala gospodarska politika spreminjati tudi sestavo celotnega povpraševanja (Borak 2000: 28). Kot smo videli, je v večini držav kreditna ekspanzija vodila predvsem v končno potrošnjo in ne v produktivne naložbe, kar ob upoštevanju previsokih plačilnobilančnih deficitov povečuje ranljivost teh gospodarstev na zunanje finančne šoke (EBRD 2004a: 27).

4.2. Notranje neravnovesje v državah regije in posledice za zunanji sektor

Potem ko se je regija v obdobju devetdesetih let nenehno spopadala z dvomestnimi stopnjami inflacije in je le-ta še leta 2001 znašala skoraj 30 %, pa po znižanju na 7,4 % v letu 2002, države Zahodnega Balkana beležijo postopno padanje inflacije, ki je zadnji dve leti v povprečju znašala nekoliko pod 4 % (glej tabelo 1 v prilogi 1). Po napovedih IMF-a naj bi bila povprečna stopnja inflacije za Zahodni Balkan okrog 4,5 % v letošnjem ter predvidoma okrog 3,5 % v prihodnjem letu (2006) (Portal IMF-a, 08.06.2005). Skoraj vse države so beležile stopnjo inflacije, ki je nižja od povprečne stopnje za regijo, in sicer je bila v letu 2004 inflacija v Albaniji 3,4%, kar predstavlja gibanje v okviru ciljane inflacijske stopnje Banke Albanije (med 2 in 4 %), medtem ko je v BiH, ob nadaljevanju politike valutnega odbora, inflacija znašala 0,9 % (*ibid.*). Enega najstabilnejših makroekonomskih okvirjev med tranzicijskimi gospodarstvi Zahodnega Balkana ima Makedonija, ki je z nadaljevanjem deviznega režima *de facto* fiksiranega makedonskega denara na evro lani (2004) beležila 0,5% rast inflacije. Hrvaška, ki stabilnost cen dosega z uporabo "nominalnega sidra" ciljanja deviznega tečaja⁶⁶, pa je v istem letu beležila 2,1% rast inflacije.

4.2.1. Razlogi za visoko inflacijo v Srbiji in Črni gori ter vpliv le-teh na vzdržnost deficita tekočega računa

Še vedno pa se precej nad regionalnim povprečjem nahaja inflacijska stopnja Srbije in Črne gore (SČG), ki je bila leta 2001 92,5 %, v naslednjem letu pa je padla na 21,5 %

⁶⁶ "Nominalno sidro" pomeni omejitve diskrecijske makroekonomske politike in odpravlja njeno nekonsistentnost v času ter omogoča dejansko doseg cenovne stabilnosti. Ciljanje deviznega tečaja predstavlja eno od različic "nominalnih sider", kjer se vrednost domače valute fiksira na valuto večjega in ekonomsko močnejšega gospodarstva z nizko stopnjo inflacije, kar omogoča postopno konvergenco inflacijske stopnje države s tovrstnim deviznim tečajem (Aristovnik in Kešeljević 2001: 6).

(EBRD 2004a: 40). Statistike deloma odsevajo razmeroma pozen proces liberalizacije cen in deviznega tečaja, ki se je v SČG začel šele leta 2000. V zadnjih dveh letih je znašala inflacija SČG v povprečju skoraj 11 %, medtem ko je bilo regionalno povprečje, kot omenjeno, nižje od 4 %. Prizadevanja, da bi z uporabo politike deviznega tečaja omilili visoko inflacijo in vedno večje zunanjeekonomske neravnotežje, so bila zaradi ključnih strukturnih rigidnosti Srbije neuspešna. To odseva 13,7 % inflacija leta 2004. Depreciacija dinarja, ki je sovpadala z visoko indeksacijo cen na gibanje evra, je povzročila skok inflacije (Portal IMFb⁶⁷, 22.08.2005). Ob tem je dodaten pritisk na rast inflacije predstavljala domača poraba, ki je kljub razmeroma visoki gospodarski rasti ter fiskalnemu "zategovanju" občutno preseгла rast BDP-ja. Nizka stopnja konkurenčne domače ponudbe in posledično povečan uvoz blaga in storitev ter fiksiranje deviznega tečaja so močno povečali primanjkljaj tekočega računa. Slednji se je financiral z nadaljnjim zunanjim zadolževanjem⁶⁸ ter v letošnjem letu (2005) s prihodki iz naslova privatizacije, kar predstavlja dodatno tveganje spodjedanja domače konkurenčnosti⁶⁹. Črna gora je z uvedbo evra sicer uspela stabilizirati inflacijo med 3 in 4 %, še vedno pa zbuja skrb visok deficit tekočega računa, ki je deloma posledica visokih cen nafte in investicijsko usmerjenega povečanja uvoza.

Z režimom uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja⁷⁰ (angl. *managed float*) skuša Narodna banka Srbije (NBS) omiliti visoko inflacijo. Z instrumenti monetarne politike ter intervencijami na deviznem trgu NBS vpliva na devizni tečaj dinarja. Konsistentnost načrtovane monetarne politike ji omogočajo določene omejitve zunanjih kapitalskih prilivov, ki naj bi se v srednje- oz. dolgoročnem obdobju postopoma odpravile (Portal NBS, 28. 08. 2005). Omenjene restrikcije na kapitalske pritoke, ki jih uvajajo mnoge države na prehodu, ne presenečajo, saj bi lahko v odsotnosti takšnih omejitev, kot opozarjata Roubini in Wachtel (1998: 22), nenadzorovani zunanji prilivi povzročili

⁶⁷ Portal IMFb: <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2005/pn0584.htm>, 22. 08. 2005.

⁶⁸ V letu 2004 je neto zunanje zadolževanje SČG predstavljalo 4% BDP-ja (Portal IMFc: <http://www.imf.org/external/np/ms/2005/022505.htm>, 28.08.2005).

⁶⁹ Portal IMFc: <http://www.imf.org/external/np/ms/2005/022505.htm> (28. 08. 2005).

⁷⁰ Za ta režim je značilno, da monetarne oblasti diskrecijsko (na osnovi lastnih analiz in ocen) opredelijo devizni tečaj, ki je po njihovi oceni za državo primeren in ki se mu z intervencijo na deviznem trgu želijo čimbolj približati. Indikatorji, ki jih uporabljajo pri izdelavi teh ocen običajno vključujejo informacije o plačilni bilanci, o deviznih rezervah in o dogajanjih na paralelnih deviznih trgih (Mrak 2002: 96–97).

apreciacijo domače valute, ki bi tako še dodatno negativno vplivala na konkurenčnost srbskega gospodarstva. Vzdržnost plačilnobilančnega primanjkljaja bi bila tako še bolj ogrožena. IMF zato opozarja na nujnost politike fleksibilnega deviznega tečaja, da bi se preprečila nadaljnja rast že tako nevzdržnega deficita tekočega računa (Portal IMF, 28. 08. 2005). Pretekli poskusi stabilizacije dinarja so bili neuspešni predvsem zaradi nezadostnih fiskalnih prilagoditev, ki bi obvladovale pritiske rasti plač v javnem sektorju in v državnih podjetjih. Plače javnega sektorja so namreč lani (2004) realno zrasle za 12 %. To občutno presega 5% realno rast BDP-ja v tem letu in je zato ekonomsko neopravičljivo (IECG EC 2005b: 12). Razlogi previsoke rasti plač in zasebne porabe tičijo predvsem v slabi finančni disciplini državnih podjetij, katerih neučinkovitost in nizka produktivnost dodatno zavirata rast BDP-ja. Nekonkurenčnost državnih podjetij se najbolj jasno kaže v nizkem deležu, ki ga ima v BDP-ju izvoz in ki znaša 16 %, medtem ko predstavlja uvoz 43 % BDP-ja (Portal IMF, 28. 08. 2005).

4.2.2. Zaostanki pri izvajanju strukturnih reform v državah Zahodnega Balkana in pomen zasebnega sektorja

Primer SČG nakazuje, da so makroekonomska neskladja v največji meri zakoreninjena v strukturnih problemih zlasti velikih podjetij v državni ali družbeni lasti. Zasebni sektor predstavlja namreč v SČG le okrog 50 % BDP-ja, kar je posledica prepočasnega procesa privatizacije in izvajanja strukturnih reform. Podobno kot SČG tudi BiH zaostaja za regionalnim povprečjem, ki znaša 60 % (deleža zasebnega sektorja v BDP-ju). 50% delež zasebnega sektorja BiH je posledica nenehnega odlašanja in zavlačevanja s procesom privatizacije zlasti večjih državnih podjetij (EBRD 2004a: 106). Nekoliko višji je delež privatnega sektorja na Hrvaškem (60 % BDP-ja), medtem ko sta Makedonija (65 % BDP-ja) ter Albanija (75 % BDP-ja) na tem področju predvsem lani (2004) dosegli največji napredek (EBRD 2004a: 6).

Na splošno pa za regijo velja, da še vedno precej zaostaja pri izvajanju strukturnih reform. Te so bile v sklopu privatizacije razmeroma uspešno izpeljane na področjih, ki so bila lažje izvedljiva, kot npr. privatizacija malih in srednjih podjetij, liberalizacija cen ter reforme trgovine in sistema zunanje menjave. Po drugi strani pa ostajajo nezadovoljivo rešeni privatizacija velikih podjetij v državni ali družbeni lasti, prestrukturiranje

upravljanja in podjetništva, politika regulacije konkurence, reforme v bančništvu in liberalizacija obrestih mer, trg vrednostnih papirjev in nebančne finančne institucije (Uvalić 2002: 5, 26). Slednjo skupino reform EBRD (2004b: 7) uvršča v t. i. “drugo fazo” tranzicijskih reform⁷¹. In ravno pospeševanje slednjih predstavlja enega ključnih srednjeročnih ciljev regije. Gre namreč za to, da zgodnje reforme z začetka obdobja tranzicije same po sebi prinesejo relativno omejene rezultate in koristi v kratkoročnih okvirih, medtem ko so strukturne in institucionalne spremembe odločilne za razvoj privatnega sektorja in za dolgoročen napredek (*ibid.*).

Dejstvo je, da predstavljajo prilivi zasebnega kapitala in predvsem NTI ključni vir financiranja velikih plačilnobilančnih in tudi javnofinančnih deficitov držav regije. Razvoj zasebnega sektorja predstavlja steber vzdržne rasti ter uspešne tranzicije, s čimer se ustvarja stabilno in privlačno makroekonomsko in podjetniško okolje, ki pomenita predpogoj za nujno potrebne kapitalske prilive in NTI. Kot omenja Ovin (2000: 34), poteka nastajanje tržnega gospodarstva nenazadnje tudi z večanjem deleža privatnega sektorja, zaradi česar so zgoraj navedeni deleži le-tega v posameznih državah. Za ekonomsko politiko je to pomembno, saj se z zmanjševanjem pomena javnega sektorja zmanjšujejo tudi problemi proračunskega primanjkljaja in dolga (*ibid.*). Ravno javnofinančni primanjkljaji skupaj z deficiti na tekočih računih držav Zahodnega Balkana predstavljajo nevarnost nevzdržnih t. i. “dvojnih primanjkljajev”⁷². Ta nevarnost je še večja, če upoštevamo visoke potrebe po investicijah v regiji ter konstantno upadanje pritokov mednarodne finančne pomoči na eni strani ter razmeroma veliko breme zunanjega dolga na drugi.

4.2.3. Javnofinančni primanjkljaji in njihov vpliv na deficit tekočega računa

Kot lahko razberemo iz tabele 1 v prilogi 1, je povprečje javnofinančnih primanjkljajev držav Zahodnega Balkana po letu 2000, ko je le-to znašalo 7 % BDP-ja regije, postopoma padalo, vse do leta 2004. Zlasti močno zmanjšanje proračunskega primanjkljaja je v letu 2003 dosegla Makedonija, in sicer s 5,7 % BDP-ja v letu 2002 na 1,6 % BDP-ja leta

⁷¹ Tranzicijske reforme lahko razdelimo v “prvo fazo”, kamor se uvrščajo reforme izvedene v začetnih stopnjah tranzicije, in “drugo fazo”, kjer gre v prvi vrsti za institucionalne reforme (EBRD 2004b: 7).

⁷² Hipoteza “dvojnega primanjkljaja” je razložena v naslednjem podpoglavju 4.2.3.

2003. Takšen padec javnofinančnega deficita je rezultat intenzivne fiskalne konsolidacije, ki jo je Makedonija izpeljala leta 2003 (EBRD 2004a: 29). Proces fiskalne konsolidacije se je v istem letu nadaljeval tudi v BiH, ki je ravno tako uspešno znižala javnofinančni deficit s 7,3 % leta 2002 na 3 % BDP-ja v letu 2003 (glej tabelo 3 v prilogi 1). Leta 2002 je namreč kljub nekoliko zmanjšanemu obsegu javna poraba BiH s 56,2 % v BDP-ju še vedno nedopustno presegala fiskalno sposobnost države, kar pojasnjuje visok javnofinančni primanjkljaj (Bojičić-Dželilović, Čaušević in Tomaš 2004b: 25). Do leta 2004 je trend padanja deleža proračunskega deficita beležila tudi Albanija, ki je le-tega leta 2003 uspela skrčiti na 4,5 %, s prvotnih 9,2 % BDP-ja v letu 2000. Primanjkljaj javnih financ Hrvaške pa je s 6,5 % v prvih dveh letih obdobja 2000–2004 padel na okrog 4,5 % BDP-ja v letih 2002 in 2003. Ravno obraten trend pa lahko zasledimo v primeru SČG, saj je njen javnofinančni primanjkljaj v povprečju rasel do leta 2003, in sicer s slabega 1 % leta 2000 na 4,2 % BDP-ja leta 2003. Z izjemo SČG so ostale države Zahodnega Balkana v povprečju torej znižale svoj fiskalni deficit, ki je leta 2003 za regijo v povprečju⁷³ znašal okrog 3,6 % BDP-ja. V lanskem letu pa lahko pri vseh državah, razen SČG, ponovno opazujemo nekoliko višji delež javnofinančnega primanjkljaja v BDP-ju v primerjavi z letom 2003, kar odseva tudi nekoliko višje povprečje regije za ta indikator (glej tabelo 1 v prilogi 1).

Krčenje javnofinančnih deficitov je pomembno s stališča zmanjševanja pritiska na tekoči račun⁷⁴. Primanjkljaji na tekočem računu plačilne bilance so namreč v regiji izjemno visoki, v povprečju okrog 10 % BDP-ja za leto 2004. V primeru, da bi poleg teh primanjkljajev regija beležila še naraščajoče javnofinančne deficite, bi to pomenilo veliko nevarnost nevzdržnosti t. i. “dvojnih primanjkljajev”. Hipoteza “dvojnega primanjkljaja” (angl. *twin deficit*) pravi, da javnofinančni primanjkljaj povzroča primanjkljaj na tekočem računu. Povečanje javnofinančnega deficita namreč zmanjša nacionalno varčevanje, kar na bilanco tekočega računa učinkuje negativno (Aristovnik 2002a: 4). Iz tabele 1 v prilogi

⁷³ Ko govorimo o povprečju v tem poglavju, mislimo na netehtano povprečje oz. navadno aritmetično sredino.

⁷⁴ Aristovnik (2002b: 4) namreč v svoji analizi dokazuje, kot to potrjujejo številne druge podobne empirične analize (npr. Aristovnik in Zajc (2001), Chinn in Prasad (2000), Roubini (1988)), da je vpliv javnofinančne bilance na tekoči račun pozitiven in statistično značilen. To z drugimi besedami pomeni, da bo povečanje javnofinančnega primanjkljaja povzročilo povečanje primanjkljaja tekočega računa (*ibid.*).

1 je tako moč razbrati, da je imelo občutnejše zmanjšanje javnofinančnih primanjkljajev regije v letu 2003 pozitiven vpliv tudi na deficite tekočega računa. Ti so se skupaj z izboljšanjem salda javnih financ v povprečju za regijo zmanjšali z 9 % leta 2002 na 7,8 % BDP-ja leta 2003. Če opazujemo razmere v naslednjem letu (2004), tabela 1 pokaže, da je bilo ponovno poslabšanje javnofinančnih bilanc regije, spremljano s povečanjem deficita tekočega računa regije. Tako bi, sodeč po podatkih za regijo v drugi polovici opazovanega obdobja, torej med leti 2002 in 2004, lahko zaključili, da hipoteza "dvojnega primanjkljaja" v obravnavanem primeru drži.

Proračunski primanjkljaj lahko država financira z zadolževanjem in s prodajo premoženja. V vsakem primeru prej ali slej naleti na ovire, ki naredijo določeno obliko financiranja javnofinančnega primanjkljaja nemožno. Zadolževanje za potrebe proračuna poteka na domačem ali tujem finančnem trgu. S tem se država izogne takojšnjemu zvišanju davkov; te bodo državljani plačali v prihodnosti, saj bo posojila treba vrniti z obrestmi vred. Tako je, ker proračunski primanjkljaj ob nespremenjenih zasebnih prihrankih zahteva bodisi zmanjšanje investicij bodisi povečan primanjkljaj tekočega računa (Zbašnik 2000: 41). Ker je v tranzicijskih gospodarstvih Zahodnega Balkana potreba po investicijah velika in le-te rastejo, medtem ko se po drugi strani zasebno varčevanje ne povečuje ustrezno, se proračunski primanjkljaj v določenem delu spreminja v plačilnobilančni primanjkljaj. Nanj seveda vpliva tudi neskladje med zasebnimi prihranki in vsemi oblikami zasebne porabe, kar je ravno tako opazen trend v obravnavanih državah. Zato je pomembno, da so se fiskalni deficiti regije zmanjšali, saj bi njihovo "prehajanje" v primanjkljaje tekočih računov posameznih držav, ki so že tako ali tako zaskrbljujoči, v prihodnje lahko privedlo do izbruha plačilnobilančnih kriz. Ob vseh težavah in notranjeekonomskih neravnovesjih, ki so posledica procesa tranzicije, si regija ne bi mogla privoščiti dodatnega povečanja nezaposlenosti, zmanjšanja gospodarske rasti, nižje ravni investiranja ter povečanja socialnih in političnih napetosti – cena, ki jo predstavlja odpravljanje plačilnobilančnega šoka.

5. ANALIZA DEJAVNIKOV MENJALNEGA SEKTORJA IN NJIHOV VPLIV NA VZDRŽNOST PLAČILNOBILANČNIH PRIMANJKLJAJEV ZAHODNEGA BALKANA

5.1. Visoki trgovinski deficiti – glavni vir plačilnobilančnih primanjkljajev

Države Zahodnega Balkana že daljše obdobje beležijo vztrajno poslabševanje trgovinskih deficitov (glej tabele v prilogi 1). Ravno povečani trgovinski primanjkljaji predstavljajo poglobljen razlog za poslabšanje salda tekočega računa tranzicijskih gospodarstev regije. Ob tem moramo upoštevati, da gre v prihodnje pričakovati tudi poslabšanje bilance na računu dohodkov, kar je posledica naraščajoče zadolženosti omenjenih držav. Te so neto dolžnice, kar bo v prihodnjih letih zahtevalo dodatna plačila obresti na tuja posojila. Po mnenju Straška (2000: 37) je vzdržnost neravnotežja tekočega računa manjša, če le-ta izvira bolj iz primanjkljaja trgovinske bilance kot iz deficita bilance dohodkov. Gre namreč za to, da utegne ob danem primanjkljaju tekoče bilance »/.../ velik in obstojen trgovinski deficit kazati strukturne probleme konkurenčnosti, medtem ko utegne biti velik primanjkljaj v bilanci dohodkov kazalnik zunanjega dolga, akumuliranega v preteklosti« (Strašek 2000: 37).

Podatki v tabeli 1 (priloga 1) kažejo prav na problem visokih in obstojnih trgovinskih deficitov. Povprečje deležev le-teh v BDP-ju za vse države regije se giblje okrog 26 % v obdobju 2002–2004. Od tega povprečja med državami najbolj odstopa BiH⁷⁵, katere trgovinski deficit je leta 2002 znašal 37 % BDP-ja, zadnji dve leti (2003 in 2004) pa okrog 35 % BDP-ja⁷⁶. Veliko neravnotežje trgovinske bilance v regiji odraža potrebo po naraščajočem uvozu za domačo porabo ter investicije. Ta značilnost je skupna večini tranzicijskih držav. Poleg tega vztrajni primanjkljaji trgovinskih bilanc v regiji kažejo tudi na to, da obravnavane države še vedno niso uspele optimalno izkoristiti prednosti, ki

⁷⁵ Še bolj zaskrbljujoče razmere so na Kosovu. Trgovinski deficit na Kosovu je leta 2003 znašal kar 48 % BDP-ja, lani pa se je nekoliko znižal, na okrog 45 %. Izvoz v lanskem letu je npr. dosegel komaj 2-odstotni delež v BDP-ju, medtem ko je komercialni uvoz znašal 50 % BDP-ja. (Grasman 2004: 82).

⁷⁶ V obdobju po vojni so bili visoki trgovinski deficiti razumljivi, saj so izhajali iz velikih potreb po uvozu, ki je bil povezan z obnovo. Nasprotno pa aktualni primanjkljaji trgovinske bilance jasno opozarjajo na resne strukturne probleme BiH (Grasman 2004: 54).

jih omogočajo t. i. "asimetrični trgovinski ukrepi"⁷⁷ (angl. *Asymmetric Trade Measures, ATM*), ki jih je za te države uvedla EU. Razlog za to je v največji meri premajhna proizvodna kapaciteta v državah, hkrati pa tudi nezadostna sposobnost izpolnjevanja meril standardov kvalitete, ki veljajo v EU (La Rochefordière 2004: 4). Kljub temu se je delež EU-15 v izvozu Zahodnega Balkana povečal s 47 % leta 2000 na okrog 55 % v letu 2003, kar kaže na pospešeno "preusmeritev" trgovine v smeri EU v obdobju zadnjih petih let ter hkrati vsaj deloma potrjuje pozitiven vpliv asimetričnih trgovinskih bilateralnih ukrepov (ATM) na gospodarsko rast regije (čeprav je treba tu upoštevati izjemno slabo izhodiščno pozicijo obravnavanih gospodarstev). S širitvijo EU v lanskem letu so države Zahodnega Balkana dobile možnost povečati svoj izvoz s pomočjo ATM še v desetih novih članicah EU. Tako znaša npr. delež izvoza regije v EU-25 za leto 2003 skoraj 75 % vsega izvoza Zahodnega Balkana (Grasmann 2004: 17).

Medtem ko je bila v obdobju od leta 2000 do 2002 za zunanjo trgovino regije značilna hitrejša uvozna rast nad rastjo izvoza, pa je skupni izvoz regije v letu 2003 rasel hitreje (okrog 5,4 % nominalno) od uvoza (stopnja rasti le-tega je bila 1,2 %). Kljub temu je ostal povprečni deficit trgovinske menjave za regijo visoko, okrog 26 % BDP-ja, kar se je nadaljevalo tudi v lanskem letu. Razlog za to je seveda poslabševanje bilanc trgovinske menjave, kar je razvidno iz posameznih tabel za države v prilogi 1.

⁷⁷ Septembra 2000 je EU za države Zahodnega Balkana, ki sodelujejo v Stabilizacijsko pridružitvenem procesu (SPP), uvedla avtonomne trgovinske ukrepe. Ti so se sprva nanašali na Albanijo, BiH, Hrvaško in Kosovo, novembra 2000 so se razširili na Makedonijo ter po zamenjavi oblasti še na SČG (Demekas in dr. 2002: 16). Z izjemo SČG so bile vse države regije že pred uvedbo omenjenih ukrepov deležne neke vrste preferencialne obravnave s strani EU. Vendar pa se avtonomni trgovinski ukrepi od prejšnjih sistemov trgovinskih preferenc razlikujejo v tem, da je z njimi EU enostransko (zato "asimetrični" ukrepi) odprla svoj trg za večino izdelkov po poreklu iz držav Zahodnega Balkana (Portal EUB). Tako približno 95 % vseh izdelkov vstopa na trg EU brez količinskih omejitev in ukrepov z enakim učinkom in je prosto carinskih ter drugih dajatev z enakim učinkom (Council Regulation (EC) No 2007/2000, 2000 O. J. (L240)1, člen 1.1). Vendar pa je treba opomniti, da so, kljub na prvi pogled velikim olajšavam, carine na nekatere izdelke iz regije razmeroma visoke, pri čemer gre zlasti za izdelke (kot npr. tekstilni, nekateri živilski in kmetijski izdelki), za katere imajo posamezne države primerjalno prednost. Poleg tega so pogoji, ki se nanašajo na t. i. "pravila porekla" (angl. *rules of origin*), pogosto zelo strogi in jih države težko realizirajo. Obenem so administrativni stroški ter zapletenost dokazovanja porekla mnogokrat previsoki. Tako lahko vidimo, da dostop do trga EU kljub vsemu ni tako enostaven, kot se zdi na prvi pogled, ob upoštevanju zgolj carinskih olajšav (EBRD 2004b: 43–44).

5.2. Struktura primanjkljaja tekočega računa držav Zahodnega Balkana

Po letu 2000, ko je regija beležila plačilnobilančni primanjkljaj v višini 4,2 %, je slednji kontinuirano rasel ter leta 2002 dosegel najvišji delež BDP-ja regije, in sicer 9 % (glej tabelo 1 v prilogi 1). Prilivi z naslova tekočih transferov ter pozitivna bilanca storitev v nekaterih državah predstavljajo ključne dejavnike, ki so v letu 2003 vsaj do neke mere lajšali pritiske in deloma zavirali zviševanje plačilnobilančnih deficitov regije. Slednji so se (upoštevaje prejete donacije) gibali med 3 % v Makedoniji, pa vse do 18 % v BiH. Regionalno povprečje je tako v istem letu znašalo okrog 8 % BDP-ja, a se je v lanskem letu (2004) ponovno dvignilo, in sicer na 10 %, kar znova opozarja na tendenčno povečevanje nevzdržnosti primanjkljajev tekočega računa obravnavanih držav in ranljivost le-teh pred izbruhom plačilnobilančnih kriz.

Razen Makedonije in Albanije so ostale države beležile pozitiven saldo v storitvenih bilancah, katerih presežki pa ne dosegajo ravni, ki bi pomembneje razbremenila negativne trende tekočih računov omenjenih držav. Poleg tega igrajo prihodki od turizma zelo marginalno vlogo pri zmanjševanju zunanjeekonomskega neravnotežja držav Zahodnega Balkana. Izjema je tu Hrvaška (glej tabelo 7 v prilogi 2), ki je edina v skupini obravnavanih gospodarstev, kjer raven presežka v bilanci storitev dejansko pomembno razbremenjuje pritiske, ki jih na eni strani povzroča trgovinski primanjkljaj ter na drugi primanjkljaj na računu dohodkov. Slednji je posledica visoke zadolženosti Hrvaške in obveznosti, ki jih mora servisirati s tega naslova.

5.2.1. Pomembna vloga tekočih transferov pri financiranju deficitov tekočega računa držav regije

Izjemno pomembni za celotno regijo so zlasti prilivi z naslova zasebnih enostranskih transferjev. Ti v največji meri predstavljajo nakazila, ki jih zdomci pošiljajo svojcem v domovino⁷⁸ (angl. *remittances*), čeprav lahko deloma skrivajo tudi nebeležene transakcije (Grasmann 2004: 17). Omenjeni pritoki, poleg donacij in kreditov mednarodnih finančnih institucij ter NTI, predstavljajo ključni vir tujega financiranja za pokrivanje deficitov

⁷⁸ Podatki IMF-a kažejo, da se BiH, Albanija ter SČG po deležu, ki ga v BDP-ju predstavljajo nakazila zasebnikov svojcem, uvrščajo v skupino prvih 20 držav na svetu, z najvišjimi prilivi z naslova tovrstnih enostranskih transferjev (EBRD 2004b: 22).

tekočih računov. Pregled plačilnih bilanc posameznih držav pokaže, da tovrstna nakazila zasebnikov krepko presegajo prilive z naslova NTI. V primerjavi s slednjimi predstavljajo takšni enostranski transferji stabilnejši in bolj zanesljiv vir deviznih prilivov iz leta v leto (EBRD 2004b: 22). A tu je potrebna previdnost. Čeravno se omenjena nakazila včasih usmerijo tudi v ustanavljanje manjših podjetij, pa se ti prilivi večinoma porabijo za uvozno potrošnjo (EBRD 2003: 34). Z zunanjim financiranjem se na tak način ne povečuje izvozna kapaciteta držav regije, obenem pa so prilivi NTI v te države še vedno mnogo prenizki. Vse skupaj kaže na nevarnost večje nevzdržnosti obstoječih primanjkljajev tekočega računa.

Uradni tekoči transferi (mednarodna finančna pomoč ter druge oblike donacij) za regijo še vedno predstavljajo izjemno pomemben vir deviznih sredstev, a kot kažejo plačilne bilance posameznih držav, prilivi s tega naslova padajo in tak trend se bo postopoma nadaljeval tudi v prihodnje. Tuja finančna pomoč, ki je npr. leta 1999 v BiH znašala 17,1 % BDP-ja, je v letu 2002 padla na 8,9 % (La Rochefordière 2004: 38). Podobna gibanja zasledimo tudi v drugih državah. Delež uradne pomoči mednarodnih finančnih institucij je v primeru Albanije padel s 3 % BDP-ja v letu 2000 na 2,1 % leta 2004, v Makedoniji s 3,7 % na 2 % v obdobju med letoma 2000 in 2003, medtem ko je raven donacij v SČG leta 2003 v deležu BDP-ja znašala 2,4 % (Grasman 2004: 17). Roubini in Wachtel (1998: 37) sicer opozarjata, da uradno financiranje ne pomeni avtomatično tudi večje vzdržnosti plačilnobilančnega primanjkljaja. Visoki krediti IMF-a so namreč pogosto znak, da je nevzdržnost deficita tekočega računa vodila v krizo, ki je zahtevala uradno intervencijo. Nižji pritoki s strani uradnih kreditorjev in sočasno večji prilivi z naslova zasebnih virov zadolževanja po mnenju avtorjev označujejo večjo kreditno sposobnost tranzicijskega gospodarstva, ki se lahko odslej za financiranje lastnih potreb zanaša na zasebne mednarodne finančne vire (*ibid.*).

Vendar pa je za skupino obravnavanih držav jasno, da naraščajoči deficiti tekočih računov regije na eni strani ter padanje uradne finančne pomoči na drugi, poleg številnih drugih dejavnikov, obravnavanih v tem in prejšnjem poglavju, kažejo na to, da se regija srečuje z resnim poslabševanjem zunanjeekonomskega neravnovesja, ki ne more biti vzdržno na daljši rok. To nikakor ne pomeni, da je odločujoč dejavnik nevzdržnosti

plačilnobilančnih deficitov padec uradne finančne pomoči. Dejstvo pa je, da države s prilivi deviz s tega naslova so in še vedno financirajo pomemben del omenjenih deficitov⁷⁹. Zato bo vedno večji "izpad" teh enostranskih transferov potrebno nadomestiti z drugimi dolgoročnimi viri tujega financiranja, a obenem paziti, da ne bo naraščalo breme zunanjega dolga. Vzdržnost bo torej odvisna od produktivne porabe tujih virov. Drenovec (2000: 33) meni, da lahko o njej govorimo, če so prevladujoči prilivi dolgoročni in tečejo direktno v sektor podjetij in dokler zaradi tega v podjetjih čezmerno ne naraščajo plače. Na tak način se namreč z zunanjim zadolževanjem ne financira končna poraba, temveč se povečuje proizvodna in izvozna kapaciteta za prihodnje odplačevanje dolga (*ibid.*). Takšno zadolževanje je za razvijajoča se gospodarstva Zahodnega Balkana normalno in sprejemljivo in kljub siceršnjemu povečevanju deficita na tekočem računu ne zmanjšuje njegove vzdržnosti.

5.2.2. Stanje deviznih rezerv

Neravnovesje med domačim varčevanjem in investicijami oz. porabo se odraža na primanjkljajih tekočih računov Zahodnega Balkana. Obravnavane države zato investicije in porabo financirajo s tujim kapitalom in/ali z akumulacijo tujega dolga. Sposobnost tranzicijskih gospodarstev regije, da bodo v prihodnje lahko vzdrževala takšne stopnje primanjkljajev, je zato pomembno pogojena tudi s količino deviznih rezerv, s katerimi razpolagajo nacionalne ekonomije. Devizne rezerve v razmerju do mesečnega uvoza blaga in storitev so se v obravnavanem obdobju zadnjih pet let gibale v povprečju okrog 4,3 mesece za celotno regijo. Povprečje zalog deviznih rezerv za posamezne države v istem obdobju pokaže, da je od povprečja regije navzdol odstopala le SČG, ki je med leti 2000 in 2004 razpolagala z deviznimi rezervami, ki bi v povprečju zadoščale za 3,3 mesece uvoza, torej tik nad kritično mejo sprejemljivosti zalog⁸⁰. Pomembno je, da bodo države tudi v prihodnje ohranjale ustrezno raven deviznih rezerv, saj lahko v primeru nizkih zalog le-teh, kot opozarja Oplotnik (1999: 92), velika teža servisiranja tujega dolga

⁷⁹ Nenazadnje so bili ti transferi odločilni za države kot npr. BiH, ki je bila in do neke mere še vedno je odvisna od mednarodne finančne pomoči praktično na vseh ravneh organizacije države, ter npr. SČG, ki je bila v obdobju med leti 1998–2001 v t. i. *defaultu* do praktično celotnega zunanjega dolga (EBRD 2004: 173). V zgodnjih fazah tranzicije so uradne intervencije, po mnenju Wachtla (1998: 8), pogosto preprečile izbruhe kriz v državah, ki so bile dejansko nesolventne.

⁸⁰ Ta po konvencionalnih merilih pravi, da naj bi bile devizne rezerve enake vsaj trem mesecem uvoza blaga in storitev (Ouanes in Thakur 1997: 115).

hitro izpodje izvozne dohodke. Takšna situacija bi države prisilila, da bi financiranje primanjkljaja namenjale za odplačevanje zunanjega dolga namesto za investicije oz. proizvodnjo menjalnega sektorja. To bi v državah, kot sta BiH in SČG, nevarno poslabšalo plačilnobilančno neravnotežje, ki je, kot kažejo obravnavani indikatorji in izračuni v poglavju 6, nevzdržno na dolgi rok.

5.3. Breme zunanjega dolga

Pri proučevanju obdobja 2000–2004 je moč opaziti, da povprečje deležev zunanjega dolga v BDP-ju držav regije pada. Kot lahko razberemo iz tabele 1 (priloga 1), se je povprečje za regijo znižalo s 64,5 % na 46 % zunanjega dolga v BDP-ju. V skladu s klasifikacijo Svetovne Banke bi torej lahko dejali, da je regija v zadnjih dveh letih v povprečju prešla iz srednje na nižjo raven zadolženosti⁸¹. Padec regionalnega povprečja gre pripisati v največji meri močnemu zmanjšanju deleža zunanjega dolga SČG, s skoraj 70 % leta 2003 na okrog 55 % BDP-ja v letu 2004, kar je posledica sprejetega sporazuma o restrukturiranju zunanjega dolga po koncesijskih pogojih med SČG in Londonskim klubom⁸² julija 2004. Na osnovi slednjega je bilo SČG odpisanega 61 % neplačanega dolga (Grasmann 2004: 73). Dodatnih 15 % odstotkov dolga se bo državi odpisalo s strani Pariškega kluba, če bo IMF ocenil, da je SČG do maja 2005 uspešno izpolnila pogoje, postavljene v t. i. "podaljšanem aranžmaju"⁸³ (angl. *Extended Arrangement*), ki ga je IMF za SČG uvedel leta 2002. Kljub dogovoru o restrukturiranju in odpisu dolga, pa SČG še vedno ostaja druga najbolj zadolžena država Zahodnega Balkana za Hrvaško. Slednja predstavlja edino državo obravnavane regije, ki se z 82,1% deležem zunanjega

⁸¹ Svetovna banka namreč države razvršča v "visoko zadolžene", če delež zunanjega dolga v BDP-ju države presega 80 %, "srednje zadolžene" če je ta delež med 48 % in 80 % ter "nizko zadolžene", ko zunanji dolg predstavlja manj kot 48 % BDP-ja države (<http://www.worldbank.org/data/countryclass/classgroups.htm>, 15. 08. 2005).

⁸² Pri restrukturiranju v okviru Londonskega kluba gre za restrukturiranje privatnih dolgov oz. tistih kreditov komercialnih bank, ki jih le-te niso zavarovale pri agencijah za zavarovanje pred nekomercialnimi tveganji v svojih državah. Pogajanja o restrukturiranju privatnih dolgov potekajo v imenu konzorcija komercialnih bank, v katerega so združene vse banke upnice določene države (Mrak 2002: 591). Razlika med Londonskim in Pariškim klubom je v tem, da gre pri slednjem za pogajanja o restrukturiranju bilateralnega javnega dolga. Več o restrukturiranju v okviru enega ali drugega kluba glej v Mrak (2002), str. 590–592.

⁸³ Gre za tip finančnega aranžmaja, s katerim IMF zagotavlja finančno pomoč za obdobje treh let in je namenjen predvsem tistim državam, katerih primanjkljaji v plačilnih bilancah so rezultat strukturnih problemov v njihovih gospodarstvih (Mrak 2002: 429). Za podrobno analizo finančnih aranžmajev IMF-a glej v Mrak (2002), str. 427–430.

dolga v BDP-ju (2004) uvršča med visoko zadolžene države. Vendar pa ob tem ne smemo pozabiti, da je Hrvaška hkrati država, ki ima v regiji najboljši dostop do mednarodnih kapitalskih trgov in s tem do virov zunanjega financiranja (La Rochefordière 2004: 6). Obenem je potrebna previdnost tudi pri opazovanju bremena dolga, saj je le-ta v primeru Hrvaške zelo dvoumen. Če za leto 2004 opazujemo npr. razmerje dolga do BDP-ja (82,1 %) potem lahko govorimo o visokem in dolgoročno nevzdržnem zunanjem dolgu. Vendar če v nasprotnem primeru za isto leto opazujemo breme zunanjega dolga kot razmerje le-tega do izvoza blaga in storitev⁸⁴ (157 %) ali pa kot razmerje med letnim obsegom servisiranja dolga in izvozom blaga in storitev (20 %), potem vidimo, da gre v skladu s konvencionalnimi merili pravzaprav za zmeren in razmeroma vzdržan dolg. Razmerje med zunanjim dolgom ter izvozom blaga in storitev je tako mnogo bolj zaskrbljujoče v primeru SČG, saj je le-to z 280 % v letu 2004 krepko preseglo kritično mejo 220 %. Po tem merilu se tudi SČG uvršča v skupino visoko zadolženih držav.

Albanija z 21 % zunanjega dolga v BDP-ju beleži najnižjo stopnjo zunanje zadolženosti v regiji, sledita ji BiH s 33 % in Makedonija z 38,4 % (glej tabele za posamezne države v prilogi 1). Breme zunanjega dolga predstavlja pomemben indikator vzdržnosti, saj se zaradi rastoče zadolženosti slabša saldo na računu dohodkov, kar privede do večjega primanjkljaja tekočega računa. Če je slednji posledica čezmernega zadolževanja in ne prilivov razvojno usmerjenega tujega kapitala, potem se bo vzdržnost plačilnobilančnega deficita poslabšala. Aristovnik (2002b: 5) v analizi, ki je vključevala tranzicijske države Srednje in Vzhodne Evrope ter Albanijo, BiH in Hrvaško, zaključuje, da višja zunanja zadolženost povzroči poslabšanje salda tekočega računa⁸⁵. Negativen in statistično značilen rezultat pokaže, da imajo države, ki vodijo večje primanjkljaje na tekočem računu, lažji dostop na mednarodnih trgih kapitala oz. so iz različnih razlogov zanimive za tuje investitorje (*ibid.*). Podoben rezultat dobimo pri opazovanju podatkov za Zahodni Balkan. Izračun povprečja zunanjega dolga v razmerju do izvoza blaga in storitev za obdobje 2000–2004 pokaže, da so države s povprečno največjimi deficiti tekočega računa

⁸⁴ Merila, ki določajo breme zunanjega dolga, so podrobneje razložena v podpoglavju 3.3.5.

⁸⁵ Za podrobnejšo razlago empiričnih rezultatov analize vpliva izbranih dejavnikov na tekoči račun plačilne bilance glej v Aristovnik (2002b), str. 3–7.

v tem obdobju obenem tudi države z najvišjo stopnjo zunanje zadolženosti. Gre za SČG, BiH in Hrvaško (glej tabele za posamezne države v prilogi 1).

5.3.1. Nevarnost nevzdržnega zunanjega dolga v primeru Hrvaške in SČG

Višja kot je zunanja zadolženost države, težje bo ta prišla do novih kreditov, kar z drugimi besedami pomeni težje financiranje deficita tekočega računa. Iz statistik je jasno razvidno, da sta najbolj zadolženi državi Zahodnega Balkana Hrvaška in SČG (glej tabele v prilogi 1). Zaradi visoke stopnje zadolženosti ter zunanjetrgovinskega deficita v obeh državah zato obstaja tveganje, da bi, v primeru zmanjšanja ali oviranja kapitalskih prilivov, posledično lahko prišlo do problema likvidnosti. To bi povzročilo nezmožnost servisiranja tekočih obveznosti in bi lahko vodilo v zunanjeekonomsko krizo v obliki valutne ali dolžniške krize.

5.3.1.1. Hrvaška - problem trgovinskega deficita in neuravnovešenost pritokov privatizacijskih NTI

Zunanji dolg Hrvaške beleži konstantno rast vse od stabilizacije deviznega tečaja leta 1994. Sprva je bil deficit tekočega računa financiran s tujimi prihranki hrvaških državljanov, z NTI in s prihodki od privatizacije. V obravnavanem obdobju 2000–2004 pa se je plačilnobilančni primanjkljaj v vedno večji meri financiral z zadolževanjem v tujini. Trend akumulacije zunanjega dolga v primeru Hrvaške, ki je samo v zadnjih dveh letih z 62,1 % BDP-ja leta 2002, zrasel na 82,1 % BDP-ja v letu 2004, se zato zdi nevzdržen. V zadnjih petih letih sta namreč deleža zunanjega dolga v BDP-ju ter v izvozu blaga in storitev rasla v povprečju za 8 odstotnih točk na letni osnovi (glej tabelo 5 v prilogi 1). Vire zunanjega dolga Hrvaške je v veliki meri mogoče iskati v deficitu tekočega računa, ki se je v obdobju 2000–2004 povprečno gibal nekoliko nad 5 % BDP-ja. Poganja ga zlasti izjemno visok primanjkljaj trgovinske bilance, vedno bolj pa tudi naraščajoči defцитi na računu dohodkov, kar pokaže pregled hrvaške plačilne bilance za obravnavano obdobje (tabela 2 v prilogi 2). Kot je razvidno iz tabele 7, je pritisk na bilanco dohodkov iz leta v leto večji, zato Vidović in Gligorov (2004: 15) opozarjata, da se bo Hrvaška v prihodnjem obdobju srečevala z velikimi problemi servisiranja dolga, predvsem zaradi vedno večjega deleža izvoznih prihodkov, ki ga mora država namenjati za odplačevanje glavnice in obresti.

S stališča zunanje zadolženosti igrajo NTI zelo pomembno vlogo, saj omogočajo zmanjšanje zunanjega dolga ali pa vsaj ustavitev oz. upočasnitev rasti deleža le-tega v BDP-ju. Tabela 5 v prilogi 1 kaže na zelo neuravnovešen trend prilivov z naslova NTI. Te so leta 2002 občutno padle na 2,7 % BDP-ja, nato skokovito narasle na skoraj 7 % leta 2003 (zlasti zaradi prodaje naftne družbe INA), v lanskem letu pa ponovno padle, in sicer na najnižjo raven v proučevanem obdobju 2000–2004 (na 2,6 % BDP-ja). To kaže na mnogo počasnejšo dinamiko procesa privatizacije v letu 2004. V letošnjem prvem četrtletju je raven NTI zdrsnila še nižje, na 2,3 % BDP-ja (EU COM 2005b: 6). Podobno kot drugod v regiji je tudi na Hrvaškem glavnina teh pritokov (točneje kar dve tretjini celotnih prilivov NTI) povezanih s privatizacijo, medtem ko predstavljajo "greenfield" investicije komaj 16% delež celotne vsote prejetih NTI. To obenem pomeni, da NTI ne morejo imeti pomembnejšega vpliva na povečevanje izvozne aktivnosti (Vidović in Gligorov 2004: 15). Poleg tega gre v obravnavanem primeru za pritoke NTI, ki so po eni strani nestabilni in na katere se v prihodnje ni moč zanašati, saj Hrvaški ne preostane več veliko državnega premoženja, ki bi ga v prihodnosti lahko prodala⁸⁶. Po drugi strani so to NTI, katerih učinki na vzdržnost zunanjega dolga ali na vzdržnost plačilnobilančnega deficita so zelo omejeni, zlasti zaradi nezadostnega deleža "greenfield" investicij (Gligorov 2004: 18).

Hrvaška je potencialno izpostavljena dvema tipoma tveganja. Prvič, visok deficit tekočega računa bi lahko zahteval prilagoditev deviznega tečaja, kar bi povečalo breme zunanjega dolga. Tu govorimo o težavah s solventnostjo. Po drugi strani bi dvig obrestne mere otežil servisiranje dolga, pri čemer gre za problem likvidnosti. Glede na visoke primanjkljaje trgovinske menjave gre pri Hrvaški bolj za problem solventnosti. S povečano restriktivnostjo monetarne politike, zlasti v drugi polovici opazovanega obdobja 2000–2004, je hrvaška centralna banka želela upočasniti uvoz z zmanjšanjem rasti potrošnje. Ob tem naj bi cene in devizni tečaj ostali stabilni, pri čemer bi devizni tečaj depreciral za toliko, za kolikor bi se povečale cene. Rezultat naj bi bila upočasnitev rasti skupaj s počasnejšo rastjo zunanjega dolga (Gligorov 2004: 23). Gre za t. i.

⁸⁶ Podobno se dogaja tudi v drugih tranzicijskih državah, ki izvajajo obsežne privatizacijske programe. Po nekaj letih razmeroma velikih prilivov NTI le-ti začno kontinuirano upadati, ker države praktično nimajo več kaj prodati (Gligorov 2004: 18).

restriktivni "policy mix", kjer je monetarna politika bolj restriktivna kot fiskalna, s čimer naj bi počasnejša gospodarska rast upočasnila nadaljnje kopičenje zunanjega dolga⁸⁷ (*ibid.*). Zunanji dolg je tako leta 2004 rasel dvakrat počasneje kot leto prej (HNB 2005b: 21–22). Izjemno pomembno pa je ob tem dejstvo, da se je povečala rast izvoza blaga, in sicer s 7,6 % leta 2003 na 17,3 % v lanskem letu, kar se je odrazilo tudi na zmanjšanju deficita trgovinske bilance, ki pa je s 24,3 % BDP-ja še vedno zelo visok (EU COM 2005b: 8). Vidimo lahko, da se eno ključnih vprašanj glasi, kako povečati izvoz in ne zgolj omejevati uvoz. Odgovor se skriva v potrebnih strukturnih reformah, ki so predpogoj za doseganje višje konkurenčnosti hrvaškega gospodarstva, s tem pa izvozno usmerjene rasti, ki je ključ za doseganje zunanjeekonomske vzdržnosti države.

5.3.1.2. Pregled dejavnikov, ki vplivajo na vzdržnost zunanjega dolga SČG

Kot je razvidno iz tabele 6 v prilogi 1, je SČG od leta 2000 dalje beležila trend padanja deleža zunanjega dolga v BDP-ju. S 132 % BDP-ja se je v petih letih zunanji dolg zmanjšal na 55 % BDP-ja, s tem pa je SČG iz visoko zadolžene države prešla v skupino srednje zadolženih gospodarstev. Vendar pa je opazovanje le omenjenega kazalnika zunanje obremenjenosti države v tem primeru zelo zavajajoče, saj če opazujemo razmerje med zunanjim dolgom ter izvozom blaga in storitev, se izkaže, da je le-ta v obravnavanem obdobju 2000–2004 v povprečju znašal kar 380 %. Ta podatek državo po merilih Svetovne banke brez dvoma uvršča med visoko zadolžene države⁸⁸. Če ob tem upoštevamo trend rasti deficita tekočega računa, ki je v opazovanem obdobju kontinuirano rasel in lani dosegel skoraj 12 % delež BDP-ja, je jasno, da se država sooča z resnimi zunanjeekonomskimi težavami. Kljub visoki realni gospodarski rasti Srbije⁸⁹ v letu 2004 (8,6 %) in restriktivnosti fiskalne politike, je domača poraba vseeno prehitela

⁸⁷ Učinek ukrepov je viden v upočasnitvi gospodarske rasti (s 5,2 % leta 2002 na 3,8 % leta 2004), padcu rasti zasebne porabe s 7,5 % leta 2002 na 3,9 % leta 2004 (ta je še vedno ključni generator rasti BDP-ja), padcu rasti investicijske aktivnosti (s 16,8 % leta 2003 na 4,4 % lani) in posledično manjšemu uvozu.

⁸⁸ Meja, ki jo pri omenjenem kazalniku postavlja Svetovna banka je namreč 220 %, kjer neto sedanja vrednost servisiranja dolga kot delež izvoza blaga in storitev ne sme preseči te meje. Če jo država preseže, se uvršča med visoko zadolžena gospodarstva (Mrak 2002: 582).

⁸⁹ Pri obravnavi problematike zunanjega dolga SČG mislimo zlasti na zunanji dolg Srbije, ki predstavlja glavnino problema zunanje zadolženosti SČG. To je razlog, da na nekaterih mestih tega podpoglavja eksplicitno omenjamo Srbijo. Črna gora, katere BDP predstavlja 0,1 % skupnega BDP-ja SČG, se s 34 % deležem zunanjega dolga v svojem BDP-ju uvršča med nizko zadolžene države. Poleg tega s svojim zunanjim dolgom, ki je lani znašal 502,4 milijona evrov, predstavlja komaj 4,6 % delež celotnega zunanjega dolga SČG (CB ČG 2005: 32).

rast BDP-ja, kar se je odrazilo v povečanju deficita tekočega računa. Ta je lani dosegel 13 % BDP-ja, kar je najvišja raven v obravnavanem obdobju 2000–2004. Hkrati je neto zunanje zadolževanje znašalo 4 % BDP-ja. Visok trgovinski deficit, okrog 25 % BDP-ja, kaže na velike zaostanke v procesu privatizacije in prestrukturiranja, kar odraža relativno nizek delež zasebnega sektorja v ekonomiji, in sicer predstavlja ta 45 %. Gospodarstvo Srbije se sooča s prekomerno rastjo plač in zasebno potrošnjo na eni strani, na drugi pa ga odraža nizka produktivnost in nekonkurenčnost, zaradi katerih je delež izvoza komaj 16 % BDP-ja, medtem ko uvoz znaša 43 % BDP-ja, kar pojasnjuje visok trgovinski deficit (Portal IMFc, 28. 08. 2005).

Pri ocenjevanju zunanjeekonomske ranljivosti Srbije je pomemben podatek, da je delež deviznih rezerv v razmerju do kratkoročnega dolga države razmeroma visok, in sicer je leta 2003 znašal 336 % in lani 326 % (NBS 2004: 3). To je namreč eden ključnih indikatorjev, ki kaže na to, da državi neposredno ne grozi mednarodna likvidnostna kriza. Obenem devizne rezerve pokrivajo za okrog 4 mesece uvoza blaga in storitev, kar presega kritično mejo treh mesecev. Visok deficit tekočega računa Srbije v obravnavanem obdobju 2000–2004 je v veliki meri rezultat visoke stopnje neto uvoza kapitala. Jasen dokaz za to je bila višja ponudba tuje valute v tem obdobju kot povpraševanje po le-tej, kar se odraža v konstantni rasti mednarodnih deviznih rezerv, kot kaže tabela 8 v prilogi 3. Pregled plačilne bilance prav tako kaže na pomembno vlogo prilivov z naslova zasebnih nakazil in drugih tekočih transferov ter uradne finančne pomoči, ki so ključno pokrivali visoke trgovinske deficite v tem obdobju. Prilivi iz tujine v obliki posojil in rastočih NTI so po eni strani omogočili financiranje deficita tekočega računa in obenem akumulacijo deviznih rezerv države, kot kaže tabela 8.

Kar zadeva obseg servisiranja zunanjega dolga v BDP-ju, je imela Srbija z 2,2 % leta 2003 ugodnejši položaj v primerjavi s Hrvaško, katere delež servisiranja dolga v istem letu je znašal 8 % BDP-ja (NBS 2004: 4). Razmerje med letnim obsegom servisiranja zunanjega dolga v izvozu blaga in storitev, ki je v lanskem letu doseglo blizu 20 %, opozarja na razmeroma nizek delež izvoza v BDP-ju. Šibka zunanja komponenta gospodarstva Srbije pa ne preseneča in obenem opozarja na izjemno nizko stopnjo odprtosti gospodarstva. Ta se meri z razmerjem izvoženega blaga in storitev do celotne

ekonomske aktivnosti države. Če je na Hrvaškem kazalec odprtosti ekonomije 113 %, pa v primeru Srbije znaša komaj 61 %. To ima za posledico številne negativne učinke na zunanjeekonomski položaj države. Slednja ne more optimalno izkoristiti svojih mednarodnih primerjalnih prednosti, po drugi strani pa nizka stopnja ekonomske odprtosti Srbije onemogoča učinkovito utrjevanje konkurenčnosti njenega gospodarstva. Obenem se pojavljajo težave pri doseganju ekonomij obsega ter zniževanja proizvodnih stroškov, vse skupaj pa se odrazi tudi v problemih rednega servisiranja zunanjega dolga (NBS 2004: 5). Narodna banka Srbije v svoji študiji o vzdržnosti zunanjega dolga⁹⁰ ocenjuje, da bo ohranjanje vzdržnosti zunanjega dolga v obdobju do konca leta 2010 mogoče doseči pod naslednjimi pogoji: stalna gospodarska rast okrog 5 %, 15% letna rast izvoza ter rast investicijske dejavnosti, financiranje deficita tekočega računa predvsem z NTI in posojili pod koncesijskimi pogoji (kar bi moralo pripeljati do zmanjšanja deleža plačilnobilančnega deficita v BDP-ju ter zlasti krčenja deficita trgovinske bilance) (NBS 2004: 5). Pri realizaciji teh ciljev bo nedvomno ključna sposobnost pospeševanja gospodarske aktivnosti, ki bo oprta na izvozno usmerjeni rasti. Na osnovi slednje bi bilo mogoče doseči stabilnost zunanjega dolga ter zmanjševanje deleža le-tega v BDP-ju. V obravnavanem obdobju je povprečna mesečna stopnja rasti uvoza SČG znašala 2,96 %, medtem ko je izvoz rasel v povprečju 1,75 % vsak mesec. Z drugimi besedami, rast izvoza v tem obdobju je predstavljala komaj 60 % rasti uvoza blaga in storitev. To se kaže v vztrajno visokem trgovinskem deficitu, katerega raven se ni zmanjšala skozi celotno opazovano obdobje (glej tabelo 6 v prilogi 1). Trgovinski deficit je v letu 2004 znašal kar 5,65-krat več kot vrednost celotnega izvoza države v letu 2003 (Zaman 2004: 21).

5.4. Gibanje realnih deviznih tečajev in vpliv na poslabševanje konkurenčnosti gospodarstva držav

Plačilnobilančni primanjkljaji so tesno povezani z gibanjem deviznega tečaja. Azijska kriza je znova opozorila na pomanjkljivosti režima fiksnega tečaja⁹¹. Hkrati se je potrdila

⁹⁰ Za natančnejšo analizo rezultatov študije in izračune glej NBS (2004), dostopno na: http://www.nbs.yu/english/publications/external_debt_sustainability_dec.pdf, 20. 08. 2005.

⁹¹ Večina prizadetih držav je namreč izbrala fiksni tečaj, vezan na dolar. Izjeme so Koreja, Tajvan in Kitajska, ki so izbrale bolj fleksibilen režim deviznega tečaja (Strašek 2000: 38).

močna povezava med stopnjo realne apreciacije in izbiro tečajnega režima. Tranzicijske države z bolj fiksnim tečajem so bile sicer na splošno uspešnejše pri zniževanju visokih inflacijskih stopenj na nižje ravni, a so se morale po drugi strani posledično soočiti z višjo realno apreciacijo, izgubo konkurenčnosti ter večjimi primanjkljaji na tekočem računu⁹² (Roubini in Wachtel 1998: 31). Tako so variante fiksnega tečaja, spremljane z nespretno ekonomsko politiko, vodile v znatno rušenje konkurenčnosti in s tem v ustvarjanje močnega potencialnega dejavnika destabilizacije (Strašek 2000: 38). Roubini in Wachtel (1998: 26) dodajata, da lahko seveda do realne apreciacije pride tudi v pogojih uravnavanega drsečega tečaja, zlasti kadar izdatni kapitalski prilivi povzročijo nominalno apreciacijo oz. preprečujejo depreciacijo kljub pozitivni razliki med ravno domače in tuje inflacije. Nedavne izkušnje držav pristopnic EU so pokazale, da niti režim fiksnega niti režim drsečega deviznega tečaja nista uspela preprečiti realne apreciacije, ki je bila posledica povečane produktivnosti menjalnega sektorja na eni in kapitalskih prilivov na drugi strani (Hadžiomeračić 2005: 4).

5.4.1. Režimi deviznih tečajev v posameznih državah regije

V skupini obravnavanih tranzicijskih gospodarstev ima režim fiksnega deviznega tečaja *de jure* le BiH, ki vodi politiko valutnega odbora⁹³, s fiksiranjem nacionalne valute (konvertibilna marka) na evro (angl. *currency board pegged to euro*). Makedonija ima uradno od leta 1994 sistem uravnavanega drsečega deviznega tečaja, a Narodna banka Republike Makedonije (NBRM) že od leta 1997 zasleduje strategijo ciljanja nominalnega deviznega tečaja makedonskega denara v razmerju do evra; z drugimi besedami, gre za *de facto* fiksiran devizni tečaj na evro (NBRM 2005: 32). Do podobne ugotovitve pridemo tudi pri opazovanju Albanije, Hrvaške in Srbije⁹⁴. Te imajo sicer *de jure* režim uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja (angl. *managed float*), a se po natančnejši analizi izkaže, da so vse tri države izbrale "nominalno sidro" ciljanja deviznega tečaja in fiksirale vrednosti svojih valut bodisi na dolar (Albanija) ali pa na evro, v primeru

⁹² V razmerah režima fiksnega deviznega tečaja je realna apreciacija pogosto znak, da je država fiksirala tečaj svoje valute na nepravni ravni (Roubini in Wachtel 1998: 26).

⁹³ Za razlago deviznega režima valutnega odbora glej opombo št. 55 v podpoglavju 4.1.3. na str. 37.

⁹⁴ Vse tri države so v začetku devetdesetih let vodile režim fiksnega deviznega tečaja s fiksiranjem nacionalnih valut na nemško marko (Hrvaška ter tedanja ZRJ) oz. na dolar (Albanija), a le zelo kratko obdobje⁹⁴ (Daviddi in Uvalić 2003: 3).

Hrvaške in Srbije. Daviddi in Uvalićeva (2003: 9) tako govorita o "skoraj fiksnem" režimu deviznega tečaja (angl. *near-pegged exchange rate*) v primeru Srbije, medtem ko se po stabilizacijskem programu leta 1993 hrvaška monetarna politika označuje kot "kvazi valutni odbor" (angl. *quasi-currency board*) (Vujčić 2003: 83). Poleg tega imamo še primer Črne gore, ki je z januarjem 2002 uvedla evro kot edino uradno plačilno sredstvo⁹⁵ in s tem uspela občutno znižati inflacijo (Vukotić 2004: 20). Iz vsega povedanega je jasno razvidno, da je denarna politika obravnavanih gospodarstev na prehodu brez izjeme usmerjena k zniževanju inflacijskih stopenj in k stabilnosti cen v gospodarstvu⁹⁶. V okviru ocenjevanja vzdržnosti plačilnobilančnih primanjkljajev pa nas predvsem zanima, s kakšnimi trendi gibanja realnega deviznega tečaja so se soočale omenjene države v obravnavanem obdobju (med letoma 2000 in 2004).

5.4.2. Gibanje realnega deviznega tečaja Albanije

Albanija je v predhodnem obdobju, od leta 1997 do 2001, beležila visoko realno apreciacijo, saj je albanski lek (ALL) realno apreciral za 54 % (glede na indeks potrošnih cen – IPC) oz. za 60 % (glede na BDP deflator). Skupaj z visokimi deficiti na tekočem računu v tem obdobju, negativno trgovinsko bilanco ter visokim povpraševanjem po uvozu potrošnih dobrin, je tolikšna apreciacija pomenila močan pritisk na vzdržnost zunanjeekonomskega neravnovesja. V obdobju od leta 2001 do 2004 pa je ALL realno apreciral za 4,5 % (glede na IPC) oz. za 11 % (glede na BDP deflator) (Shautzer 2005: 117). Razmeroma močna oslabitev valute med februarjem 2002 in majem 2003 je bila posledica močnega poslabšanja bilance tekočega računa leta 2002, ki je sledilo velikemu padcu izvoza v tem letu. Prav tako se izkaže, da se Albanija ravno v omenjenih dveh letih (2002 in 2003) srečuje z nevzdržnim plačilnobilančnim primanjkljajem (glej tabelo 6.1 v poglavju 6). Pojasnilo za razmeroma slabe izvozne rezultate v obravnavanem obdobju, ki so se odrazili na visokem trgovinskem in posledično plačilnobilančnem deficitu, lahko do neke mere nedvomno najdemo v relativno visoki realni apreciaciji in v ekonomskem "zaviranju" italijanskega izvoznega trga po letu 2000 (Shautzer 2005: 122).

⁹⁵ Črna gora je že od leta 1999 kot paralelno valuto ob jugoslovanskem dinarju uporabljala nemško marko, ki je novembra 2000 postala edino zakonito plačilno sredstvo, vse do januarja 2002, ko je bila zamenjana z evrom (Vukotić 2004: 20).

⁹⁶ Za podrobnejši pregled in analizo režimov deviznih tečajev Zahodnega Balkana glej Daviddi in Uvalić (2003).

5.4.3. Gibanje realnega deviznega tečaja Bosne in Hercegovine

Realni efektivni devizni tečaj (REER) konvertibilne marke (KM) BiH v opazovanem obdobju ni občutneje apreciiiral v največji meri zahvaljujoč relativno stabilnim cenam v razmerju do glavnih trgovinskih partnerjev BiH (Hadžiomeragić 2005: 4). Upošteva je izjemno visoke deficite tekočega računa BiH, ki so bili skozi celotno proučevano obdobje nevzdržni v vseh pogledih (glej tabelo 6.3 v poglavju 6), konstantno spremljani z nesprejemljivo visokimi primanjkljaji trgovinske bilance ter nezadostnimi prilivi NTI, bi dodaten pritisk realne apreciacije že tako nekonkurenčno gospodarstvo BiH pahnil v še slabši položaj in globlje plačilnobilančno neravnovesje. Nujno potrebne strukturne spremembe bodo lahko v prihodnjih letih vodile k večji produktivnosti, ki bo lahko "prehitela" realno apreciacijo.

5.4.4. Gibanje realnega deviznega tečaja Makedonije

Povprečna realna apreciacija makedonskega denara (MKD) je med letoma 2000 in 2003 v povprečju znašala okrog 0,6 % na letni osnovi (glede na indeks proizvodnih cen – IPRC). Nekoliko višja apreciacija REER MKD (najvišja v proučevanem obdobju) je bila opazna leta 2002, ko je le-ta na letni osnovi apreciiiral za 1,6 % (glede na IPRC kakor tudi glede na indeks potrošnih cen (IPC)). Istega leta je Makedonija beležila močno poslabšanje deficita tekočega računa, ki je dosegel najvišjo raven med letoma 2000 in 2004 (9,5 % BDP-ja), obenem pa tudi najvišji trgovinski deficit v tem obdobju, ki je znašal 20,3 % BDP-ja (glej tabelo 4 v prilogi 1). Vzrok poslabšanja je bilo močno povečanje uvoza blaga, h kateremu je vsaj deloma pripomogla tudi realna apreciacija MKD, za katero vemo, da vodi k večji porabi uvoženega blaga in na tak način povečuje plačilnobilančni primanjkljaj, ki je bil v letu 2002 za Makedonijo nevzdržen (glej tabelo 6.2 v poglavju 6). V naslednjem letu je REER MKD minimalno apreciiiral, medtem ko je leta 2004 MKD realno depreciiiral, in sicer predvsem zaradi rasti potrošnih cen trgovinskih partnerjev v razmerju do domačih. Glede na IPC je tako MKD realno depreciiiral za 3,2 % na letni osnovi oz. za 1,5 % glede na IPRC zaradi intenzivnejše rasti tujih proizvodnih cen v razmerju do domačih (NBRM 2005: 81–82). To se je deloma poznalo tudi na občutnem povečanju izvoza (zlasti tekstilnih izdelkov), ki je pripomogel k zmanjšanju deficita trgovinske bilance na 17,4 % BDP-ja (glej tabelo 4 v prilogi 1).

5.4.5. Gibanje realnega deviznega tečaja Hrvaške

Tendenca realne apreciacije REER hrvaške kune (HRK) je vidna v celotnem obdobju med letoma 2000 in 2004. Povprečna realna rast HRK za to obdobje znaša 3 % letno, pri čemer je treba izpostaviti zlasti leto 2002, ko je REER kune apreciral za 3,4 % glede na leto 2001 (glede na IPRC). Istočasno je močno povečana rast uvoza vodila v dodatno poslabšanje bilance trgovinske menjave, katere deficit se je leta 2003 povečal za 38 % v primerjavi z letom prej ter tako dosegel najvišjo stopnjo v obravnavanem obdobju (27,3 % BDP-ja) (glej tabelo 5 v prilogi 1). V obeh "kritičnih" letih (2002 in 2003) je Hrvaška obenem beležila najvišji stopnji deficita tekočega računa, in sicer 8,7 % (2002) ter 6,9 % v BDP-ju (2003), od katerih je prvi ocenjen kot nevzdržen (glej tabelo 6.4 v poglavju 6). Kljub takšnim gibanjem REER, pa se zunanja konkurenčnost Hrvaške ni poslabšala, saj so se s podobnim trendom realne apreciacije srečevale tudi države, ki so glavne trgovinske partnerice Hrvaške (La Rochefordière 2004: 45). Se pa tendenca apreciacije HRK nadaljuje tudi v letu 2005, saj je REER HRK glede na IPC do aprila letos apreciral za 4,4 % v primerjavi z aprilom 2004 (EUCOM 2005: 7). Močno se je v prvem četrtletju 2005 zmanjšala rast izvoza (1,3 %) v primerjavi z istim obdobjem lani (7,8 %), nekoliko pa je narasel tudi deficit tekočega računa, na 4,9 %, in sicer kot posledica zmanjšanja presežka storitvene bilance (EUCOM 2005: 6).

5.4.6. Gibanje realnega deviznega tečaja Srbije

Najočitnejši primer negativnega vpliva realne apreciacije pa lahko v obdobju med letoma 2000 in 2004 opazujemo na primeru SČG, natančneje Srbije. Narodna banka Srbije (NBS) je namreč med novembrom 2000 in sredino leta 2002 z vodenjem restriktivne monetarne politike in s pogostimi intervencijami na valutnem trgu zagotavljala stabilnost deviznega tečaja oz. ohranjala stabilno raven nominalnega deviznega tečaja dinarja v razmerju do evra za to obdobje (Daviddi in Uvalić 2003: 9). Posledica takšne politike je bila visoka realna apreciacija dinarja, saj je REER dinarja med letoma 2001 in 2003 apreciral kar za 50 %, kar je močno poslabšalo konkurenčnost srbskega gospodarstva. To je imelo za posledico kontinuirano povečevanje trgovinskega deficita SČG, ki se je v omenjenem obdobju najbolj poslabšal in leta 2002 dosegel najnižjo raven s skoraj 25% deležem v BDP-ju (glej tabelo 6 v prilogi 1). Iz Tabele 6 je tudi jasno razvidno, da je

obdobje visoke realne apreciacije (med letoma 2001 in 2003), ki je skupaj z močnim uvoznim povpraševanjem poglobljala primanjkljaj trgovinske menjave, sovpadalo z občutnim poslabšanjem deficita tekočega računa SČG, ki je od leta 2002, kot bomo videli v podpoglavju 6.5., nevzdržen. Tudi v letu 2003 in 2004 je trgovinski deficit SČG znašal blizu 25 % BDP-ja ter ob izjemno slabih izvoznih rezultatih na eni strani in močno uvozno rastjo (blizu 50 % rast uvoza v letu 2004) na drugi vodil v še višji primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance, ki je lani (2004) znašal že blizu 12 % BDP-ja. Nadaljevanje tako močne realne apreciacije bi lahko, ob nevzdržno visokem plačilnobilančnem deficitu SČG, pripeljalo do prave plačilnobilančne krize. Zato je NBS že od sredine leta 2002 pričela dopuščati postopno nominalno depreciacijo dinarja in se tako usmerila k vodenju politike deviznega tečaja, ki naj bi vodila k uravnoteženju zunanje konkurenčnosti gospodarstva na eni strani ter ohranjala zadovoljivo raven deviznih rezerv in ščitila inflacijo na drugi (Grasmann 2004: 72). Leta 2003 je REER dinarja appreciiral za 2 %, medtem ko je lani dinar realno depreciiral za 3,4 % (*ibid.*).

Iz zgornje analize posameznih držav, še posebej na podlagi slednjega primera, lahko zaključimo, da so se tranzicijska gospodarstva (in se še) z denarnim sistemom ciljanja deviznega tečaja (torej z njegovim fiksiranjem) razmeroma uspešno bojevala proti visokim stopnjam inflacije, a je vztrajanje pri takšni ureditvi z narodnogospodarskega vidika lahko tvegano. Kot opozarjata Aristovnik in Kešeljević (2001a: 7), bi lahko vztrajanje pri ciljanju deviznega tečaja vodilo gospodarstvo do asimetričnih šokov in precenjenosti domače valute, kar bi lahko povzročilo valutno krizo (npr. Češka, 1997). Zatorej je fleksibilnost deviznega tečaja izrednega pomena, in sicer dokler države na prehodu ne bodo povečale konkurenčnosti v posameznih sektorjih, prilagodile proizvodne in cenovne strukture primerljivo z "razvitimi" gospodarstvi ter s tem dosegle realno in ne le nominalno konvergenco (*ibid.*).

5.5. Neposredne tuje investicije – ključni vir financiranja deficitov tekočega računa v državah regije

V splošnem veljajo NTI za najboljši način financiranja primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance, saj vključujejo dolgoročni interes v državi gostiteljici in istočasno

povečujejo proizvodne kapacitete v gostujoči državi. Poleg tega prinašajo NTI tehnologije in nova znanja, kar z učinkom razlitja (angl. *spill-over effect*) pomembno vpliva na celotno gospodarstvo (Aristovnik 2002b: 4). Učinek NTI na trgovinsko bilanco in s tem tudi na tekoči del plačilne bilance je dvojen. Prilivi s tega naslova omogočajo financiranje primanjkljaja v blagovni menjavi oz. na celotnem tekočem računu, medtem ko imajo lahko po drugi strani NTI za posledico povečanje deficita v trgovinski menjavi, s tem ko spodbujajo investicije in uvoz (Kmet 1999: 34). Vendar pa je po Eltetovem mnenju (1998: 19) glavni cilj NTI na majhnih trgih, kot so gospodarstva Zahodnega Balkana, predvsem proizvodnja za izvoz. To seveda igra ključno vlogo pri reševanju problema vzdržnosti deficitov na tekočih računih regije. Hkrati je pomembno tudi dejstvo, ki ga navaja Kmet (1999: 35), in sicer, da se podjetja, ki so v večinski tuji lasti, hitreje prestrukturirajo od tistih v pretežni domači lasti in so bolj izvozno orientirana⁹⁷.

Reich (1998: 117) v svoji študiji ugotavlja, da je zelo pomembno, od kod NTI prihajajo. Loči namreč med podjetji, ki večji del inputov za proizvodnjo svojih podružnic v tujini dobavljajo doma, s čimer prispevajo k povečevanju trgovinskega primanjkljaja v državi prejemnici. Takšen vzorec delovanja je npr. značilen za podjetja iz Nemčije, Avstrije in Japonske. Na drugi strani zlasti ameriška podjetja v primeru investicije v tujini pri proizvodnji uporabljajo lokalne inpute (*ibid*). Glede na to, da se Avstrija in Nemčija uvrščata med pet vodilnih investitorjev na Zahodnem Balkanu (EBRD 2004b: 38), bi v skladu z Reichovimi ugotovitvami lahko sklepali, da morda v nekaterih gospodarstvih regije NTI iz teh držav v povprečju slabše vplivajo na saldo blagovne menjave. Vendar pa bi bilo to potrebno seveda empirično preveriti.

5.5.1. NTI v razmerah "usihanja" mednarodne finančne pomoči

Kot smo zapisali v podpoglavju 5.2.1., uradna finančna pomoč zlasti s strani EU, pa tudi drugih mednarodnih finančnih institucij, močno pada kot delež v BDP-ju držav Zahodnega Balkana⁹⁸. V primeru BiH se npr. izkaže, da je delež donacij EU v BDP-ju

⁹⁷ Kot dokazujejo podatki EBRD-ja (2004b: 13), je privatizacija v gospodarstvih Zahodnega Balkana, kjer so bili vključeni tuji lastniki, rezultirala v 50 % večjem prestrukturiranju kot privatizacija z domačimi lastniki (t. i. "insiderska" privatizacija).

⁹⁸ S podobnimi gibanji so se srečevale tudi tranzicijske države SVE, kjer so v prvi polovici devetdesetih let velik del primanjkljaja na tekočem računu teh držav financirale različne mednarodne finančne institucije

države padel z 12,6 % v letu 1996, na vsega 1 % leta 2003 (EBRD 2004b: 34). Če visoki plačilnobilančni deficiti, s katerimi se srečujejo gospodarstva Zahodnega Balkana in med katerimi jih večina nima popolnega dostopa na mednarodne kapitalske trge, ne bodo financirani s prilivi NTI oz. z uradno finančno pomočjo, bo to rezultiralo v nižji porabi, investicijah in posledično nižji rasti. Zato in zaradi trenda padanja tekočih transferov, s katerim se srečujejo vse tranzicijske ekonomije v regiji, morajo le-te intenzivno nadaljevati z razvojem dejavnosti zasebnega sektorja, da bi bile na takšen način sposobne privabiti nujno potrebne NTI⁹⁹ (*ibid.*).

Iz tabel 1 (priloga 1) ter 7.1 (v poglavju 7) je mogoče razbrati, da so tranzicijska gospodarstva Zahodnega Balkana v proučevanem obdobju 2000–2004 v povprečju beležila okrog 4% pritek NTI v deležu BDP-ja. Po letu 2002, ko so tovrstne naložbe v povprečju padle na 3,2 % oz. 2.1 milijarde evrov (EUR), pa je regija v letu 2003 beležila ponoven skok ravni NTI, kar gre v prvi vrsti pripisati velikim privatizacijskim projektom v SČG (Grasmann 2004: 17). Povprečno 4,3% delež NTI v BDP-ju regije¹⁰⁰ (leta 2003) lahko prevedemo v 130 EUR priliva NTI na prebivalca Zahodnega Balkana. Če za primerjavo vzamemo tranzicijska gospodarstva desetih novih pristopnih članic EU¹⁰¹ (AC-10), ugotovimo, da je razmerje med prilivi NTI in BDP-jem v obdobju 1997–2002 v povprečju znašalo 5 %, kar pomeni, da je povprečni letni priliv na prebivalca teh držav znašal 230 EUR (La Rochefordière 2004: 5). V istem obdobju je bilo povprečno razmerje med NTI in BDP-jem za Zahodni Balkan približno 4 %. Kljub pozitivni višji ravni NTI v letu 2003 pa so le-te v lanskem letu (2004) za regijo, z izjemo Albanije, kjer je privatizacija Varčevalne banke omogočila pomemben priliv tujih sredstev, v povprečju padle na komaj 3,4 %. Kot je moč razbrati iz izračunov vzdržnosti za regijo (glej tabelo 7.1 v poglavju 7), je takšna raven mnogo prenizka, da bi lahko omogočila vzdržno

(IMF, Svetovna banka, EBRD idr.) s svojimi posojili. V drugi polovici devetdesetih pa je postalo izredno pomembno zlasti financiranje primanjkljaja na tekočem računu s pomočjo NTI (Aristovnik 2002b: 4–5).

⁹⁹ Kot pogoje za tovrstne kapitalske pritoke Aristovnik in Kešeljević (2001b: 12) navajata: i) široka in pregledna privatizacija državnega premoženja, tudi ob pomoči tujih vlagateljev; ii) izboljšanje nacionalnega ozračja in regulativ za NTI; iii) odprava administrativnih ovir za naložbe; iv) obstoj komunalno opremljenih industrijskih con; v) izobrazena in kvalificirana delovna sila.

¹⁰⁰ Če gledamo tehtano povprečje za isto leto, potem predstavlja priliv NTI 5,4 % BDP-ja regije (La Rochefordière 2004: 13).

¹⁰¹ Nove pristopne članice (AC-10), ki so v EU vstopile s 1. majem 2004, so: Češka, Ciper, Estonija, Madžarska, Latvija, Litva, Malta, Poljska, Slovaška in Slovenija.

financiranje visokih primanjkljajev na tekočih računih obravnavanih gospodarstev. Da bi dosegla relativno vzdržnost plačilnobilančnih deficitov, bi morala regija privabiti NTI, ki bi v povprečju znašale vsaj 7,7 % BDP-ja za leto 2004.

5.5.2. Zavajajoča slika NTI

S stališča ocenjevanja vzdržnosti primanjkljajev je pri opazovanju NTI v regiji potrebno upoštevati, da je glavčina pritokov s tega naslova povezana s privatizacijskimi procesi, medtem ko so bile t. i. "greenfield" investicije doslej zelo omejene (Grasmann 2004: 18). Takšna situacija pa je lahko precej zavajajoča. Če namreč opazujemo obdobja, ko je regija beležila razmeroma zadovoljive stopnje prilivov NTI (zlasti leta 1999, 2001 in 2003), zelo hitro ugotovimo, da je šlo v največji meri za posamezne enkratne, ogromne transakcije, povezane s privatizacijo v storitvenem sektorju, predvsem na področju bančništva in telekomunikacij. Tako je npr. v letu kosovske krize (1999) največji del NTI v regijo, in sicer kar 80 %, odpadel na Hrvaško. Za tem deležem pa se skrivata dve operaciji v sektorju bančništva in telekomunikacij, in sicer 66% prodaja Privredne banke Zagreb italijanski BCI, ter na drugi strani prodaja 35% deleža Telekoma Hrvaške, ki ga je odkupil Deutsche Telekom (La Rochefordière 2004: 13). Slednji je leta 2001 odkupil še dodatnih 16 % hrvaškega Telekoma, medtem ko je Makedonija v istem letu prodala večinski delež nacionalnega telekom operaterja madžarskemu Matavu¹⁰², kar pojasnjuje povečanje deleža NTI v BDP-ju regije za to leto. Podobna razlaga pojasni tudi razmeroma visoke NTI prilive leta 2003, ki so večinoma posledica privatizacijskih poslov v SČG (zlasti tobačna in naftna industrija).

Zgoraj navedeni primeri kažejo, zakaj se v gospodarstvih Zahodnega Balkana kljub občasno višjim pritokom NTI ni moč zanesti na rast le-teh tudi v prihodnje. Vidimo lahko namreč, da je regija beležila bolj posamične skoke ravni NTI, kadar je šlo za prodajo državnega premoženja v posameznih državah, predvsem v sektorju storitev. Slednje pa, kot opozarja Sjekloča (1998: 30), niso povezane s proizvodnjo za izvoz, zato prodaja javnih podjetij tujemu kapitalu povzroča odliv kapitala in povečanje primanjkljaja v plačilni bilanci. Zato je s stališča doseganja večje vzdržnosti deficita tekočega računa

¹⁰² Omeniti velja, da ta investicija, ki je znašala skoraj 350 milijonov EUR, predstavlja več kot tretjino vseh NTI pritokov v Makedonijo v obdobju med letoma 1997 in 2003 (La Rochefordière 2004: 13).

izjemno pomembna sposobnost privabiti čim več t. i. "greenfield" investicij, ki bodo povečevale produktivno in izvozno kapaciteto v državah prejemnicah in tako ustvarjale prihodnje dohodke za servisiranje zunanjih dolgov.

5.5.3. Nezadostni prilivi NTI

Če opazujemo obdobje od leta 1997 dalje, se izkaže, da je Hrvaška kot največje gospodarstvo regije prejela skoraj 60 % vseh prilivov NTI v tem času. SČG kot druga največja izmed obravnavanih ekonomij okrog 21 %, medtem ko si Albanija, BiH in Makedonija v bolj ali manj enakih deležih delijo preostalih 19 %. Za enako obdobje velja, da so prilivi NTI financirali približno dve tretjini deficitov tekočih računov Zahodnega Balkana. Edina država regije, ki ni odvisna od plačilnobilančnih intervencij oz. pomoči in katere prilivi NTI so bili v omenjenem obdobju povprečno večji od primanjkljaja na tekočem računu (116 %), je Hrvaška. V primeru Makedonije so prilivi s tega naslova v povprečju pokrivali polovico plačilnobilančnega primanjkljaja, medtem ko je v drugih državah to razmerje precej slabše, in sicer v Albaniji 35,5 %, SČG 28 % ter v BiH 21 % (La Rochefordière 2004: 13).

Tabela 7.1 v poglavju 7 pokaže, da je bila količina NTI za regijo v proučevanem obdobju petih let (od leta 2000 do 2004) ustrezna le v prvih dveh letih. Za celotno obdobje so bili prilivi s tega naslova v povprečju prenizki, da bi ohranili vzdržnost visokih primanjkljajev regije, kar je tudi razlog, da se povprečni primanjkljaj za celotno regijo v letih med 2000 in 2004 ocenjuje kot nevzdržen.

6. OCENA VZDRŽNOSTI PLAČILNOBILANČNIH DEFICITOV DRŽAV ZAHODNEGA BALKANA PO METODOLOGIJI INVESTICIJSKE BANKE J. P. MORGAN

Na podlagi analize tako notranjih (domaćih) dejavnikov, kakor tudi dejavnikov menjalnega sektorja, ki so bili predmet obravnave v 4. in 5. poglavju, se izkaže, da se je večina tranzicijskih držav Zahodnega Balkana (z izjemo Hrvaške in deloma Albanije) v proučevanem obdobju med letoma 2000 in 2004 kontinuirano soočala z visokimi in nevzdržnimi deficiti na tekočem računu plačilne bilance. To potrjujejo tudi ocene

vzdržnosti plačilnobilančnih deficitov za obravnavana gospodarstva v obdobju 2000–2004, ki so izračunane s pomočjo modela investicijske banke J. P. Morgan¹⁰³.

6.1. Ocena vzdržnosti za Albanijo

Izračuni za Albanijo, zbrani v tabeli 6.1, nam pokažejo, da so bili vsi plačilnobilančni primanjkljaji, ki jih je država beležila v obdobju 2000–2004, nevzdržni. Potrebna stopnja gospodarske rasti, ki bi omogočila ohranjanje omenjenih deficitov, namreč krepko presega dejansko realno rast po posameznih letih.

Tabela 6.1:

ALBANIJA – Ocenjevanje vzdržnosti deficita tekočega računa v obdobju 2000–2004

Leto	Dejanska realna stopnja rasti BDP-ja (v %)	Zunanji dolg (delež v BDP-ju)	Deficit TR PB ⁽¹⁾ (v % BDP-ja)	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ⁽²⁾ (v %)	NTI ⁽³⁾ (v % BDP-ja)	Deficit TR PB, prilagojen z deležem NTI v BDP-ju (v %)	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ob upoštevanju NTI (v %)	Potrebni delež NTI za vzdržnost def. TR PB (v % BDP-ja)
1	2	3	4	5 = 4 / 3	6	7 = 4 - 6	8 = 7 / 3	9 = 4 - 2 · 3
2000	7,3	0,32	4,4	13,8	3,7	0,7	2,2	2,1
2001	7,2	0,27	3,2	11,9	4,8	-1,6	-5,9	1,3
2002	3,4	0,23	6,5	28,3	2,6	3,9	17,0	5,7
2003	6,0	0,20	5,1	25,5	2,7	2,4	12,0	3,9
2004	6,0	0,21	5,5	26,2	5,0	0,5	2,4	4,2
2000 - 2004 ⁽⁴⁾	6,0	0,25	4,9	21,1	3,8	1,2	5,5	3,4

Opombe: (1) TR PB – tekoči račun plačilne bilance

(2) Realna stopnja rasti BDP-ja, ki bi pri obstoječem deležu zunanjega dolga v BDP-ju omogočila vzdržnost deficita tekočega računa plačilne bilance

(3) Neto prilivi

(4) Upoštewane so povprečne vrednosti spremenljivk (navadna aritmetična sredina) v obdobju 2000–2004

Viri: Transition Report 2004 (EBRD 2004: 92-93); The Vienna Institute for International Economic Studies (Portal WIIWa, 05.08.2005); International Financial Statistics, April 2005 (IMF 2005: 76-79); European Commission (Grasmann 2004: 42); lastni izračuni.

Vendar pa se ob upoštevanju NTI izkaže, da sta bila resnično nevzdržna le primanjkljaja v letu 2002 in 2003. Leta 2002, ko je Albanija beležila najvišji deficit na tekočem računu,

¹⁰³ Model investicijske banke J. P. Morgan je natančneje razložen v podpoglavju 3.4.

bi bila potrebna "vzdržnostna" rast kar 28,3 %. Le-ta pa več kot osemkratno presega dejansko stopnjo realne rasti, ki je v tistem letu znašala 3,4 %. Da bi se z dejanskima stopnjama gospodarske rasti za leti 2002 in 2003 resnično lahko ohranjalo nespremenjen delež zunanjega dolga v BDP-ju, kar bi pomenilo zagotavljanje vzdržnosti deficita tekočega računa, bi bil potreben priliv neto NTI v višini 5,7 % BDP-ja za leto 2002 oz. 3,9 % v letu 2003, za razliko od dejanskega 2,6% priliva NTI leta 2002 ter 2,7 % leta 2003. Ravno skok NTI v letu 2004 (na 5 % BDP-ja) je ključni razlog, da je deficit tekočega računa Albanije ob nespremenjeni gospodarski rasti vzdržen, kljub dejstvu, da je celo nekoliko višji kot leto prej.

Če opazujemo celotno proučevano obdobje, ki upošteva povprečne vrednosti spremenljivk med letoma 2000 in 2004, lahko zaključimo, da je so bili deficiti tekočega računa Albanije v povprečju nevzdržni, saj bi morala le-ta v povprečju več kot potrojiti stopnjo gospodarske rasti, da bi bili deficiti vzdržni. Vendar pa ob upoštevanju NTI lahko v povprečju govorimo o vzdržnosti plačilnobilančnih deficitov v opazovanem obdobju.

6.2. Ocena vzdržnosti za Makedonijo

Tudi v primeru Makedonije so primanjkljaji tekočega računa, ob neupoštevanju NTI, nevzdržni za vsako od opazovanih let. Ko v obravnavo vključimo še NTI, pa se kot nevzdržni izkažejo deficiti v letih 2002, 2003 in 2004. Kot kaže tabela 6.2, je tudi v primeru Makedonije podobno kot pri Albaniji t. i. "vzdržnostna" stopnja gospodarske rasti od dejanske gospodarske rasti najbolj odstopala v letu 2002¹⁰⁴, in to za skoraj 26-krat. Tudi ob predpostavki, da bi bil delež zunanjega dolga v BDP-ju države vsa tri leta 100%, bi potrebna realna rast še vedno odstopala od dejanske. Najbolj kritični leti sta 2002 in 2004, kjer bi potrebna raven NTI za vzdrževanje primanjkljajev na tekočem računu morala znašati 9,1 % oz. 5,2 % BDP-ja, s čimer bi se zagotovilo nespremenjeno razmerje med zunanjim dolgom in BDP-jem. Po izračunih sodeč je plačilnobilančni primanjkljaj Makedonije v letu 2003 strogo gledano sicer nevzdržen, po drugi strani pa bi lahko dejali, da je nekje "na meji". Višina potrebnih prilivov NTI, ki bi zadoščala za vzdržnost deficita v tem letu, namreč od višine prejetih NTI odstopa za vsega 0,1 %.

¹⁰⁴ Pregled plačilne bilance Makedonije tudi pokaže, da je morala država za financiranje deficita tekočega računa leta 2002 zmanjšati devizne rezerve.

Hkrati pa je bila (ob upoštevanju NTI) dejanska stopnja realne rasti le 0,2 % nižja od ravni gospodarske rasti, ki bi omogočila vzdržno stanje negativne bilance tekočega računa. Tabela 6.2 nam pokaže, da se je v istem letu občutno zmanjšal deficit tekočega računa glede na leto 2002, kar je sovpadalo z zmanjšanjem trgovinskega deficita, 2% rastjo izvoza, 2% padcem uvoza ter razmeroma visokimi prilivi z naslova uradnih in privatnih tekočih transferov, ki so predstavljali 16% delež BDP-ja (Grasmann 2004: 62). Omenjena gibanja lahko zato štejemo k "vzdržnemu" delu plačilnobilančnega primanjkljaja za leto 2003, saj so nedvomno lajšala negativne pritiske na vzdržnost omenjenega deficita.

Tabela 6.2:

MAKEDONIJA – Ocenjevanje vzdržnosti deficita tekočega računa v obdobju 2000-2004

Leto	Dejanska realna stopnja rasti BDP-ja (v %)	Zunanji dolg (delež v BDP-ju)	Deficit TR PB ⁽¹⁾ (v % BDP-ja)	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ⁽²⁾ (v %)	NTI ⁽³⁾ (v % BDP-ja)	Deficit TR PB, prilagojen z deležem NTI v BDP-ju (v %)	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ob upoštevanju NTI (v %)	Potrebni delež NTI za vzdržnost def. TR PB (v % BDP-ja)
1	2	3	4	5 = 4 / 3	6	7 = 4 - 6	8 = 7 / 3	9 = 4 - 2 · 3
2000	4,6	0,40	1,9	4,8	4,9	-3,0	-7,5	0,1
2001	-4,5	0,42	6,5	15,5	13,0	-6,5	-15,5	8,4
2002	0,9	0,41	9,5	23,2	2,1	7,4	18,0	9,1
2003	3,2	0,38	3,3	8,7	2,0	1,3	3,4	2,1
2004	2,0	0,38	6,0	15,8	2,3	3,7	9,7	5,2
2000 - 2004 ⁽⁴⁾	1,2	0,40	5,4	13,6	4,9	0,6	1,6	5,0

Opombe: (1) TR PB – tekoči račun plačilne bilance

(2) Realna stopnja rasti BDP-ja, ki bi pri obstoječem deležu zunanjega dolga v BDP-ju omogočila vzdržnost deficita tekočega računa plačilne bilance

(3) Neto prilivi

(4) Upoštewane so povprečne vrednosti spremenljivk (navadna aritmetična sredina) v obdobju 2000–2004

Viri: Transition Report 2004 (EBRD 2004: 127-128); The Viena Institute for International Economic Studies (Portal WIIWd, 05.08.2005); International Financial Statistics, April 2005 (IMF 2005: 602-605); European Commission (Grasmann 2004: 59); lastni izračuni.

Na osnovi rezultatov povprečnih vrednosti spremenljivk za obdobje 2000–2004 lahko sklepamo, da so bili primanjkljaji tekočega računa Makedonije, če ne upoštevamo NTI,

nevzdržni, saj je dejanska stopnja gospodarske rasti v povprečju zaostajala za 12,4 % za rastjo, ki bi ob nespremenjenih pogojih zagotavljala vzdržnost primanjkljajev tekočega dela v opazovanem obdobju. Upoštevanje NTI se situacija sicer precej izboljša, a je še vedno tik pod mejo vzdržnosti, saj realna gospodarska rast še vedno nekoliko zaostaja za "vzdržnostno" (za 0,4 %). Podobno je tudi s količino prejetih NTI, ki od potrebne ravni v povprečju odstopa za 0,1 %. Vendar pa je na tem mestu potrebno poudariti, da je povprečna raven NTI za obdobje 2000–2004 "skoraj vzdržna" le zahvaljujoč izjemno visokemu prilivu NTI leta 2001 (13,0 % BDP-ja), ki je bil posledica privatizacije nacionalnega telekom operaterja. Če ne upoštevamo te transakcije, se izkaže, da je povprečna količina NTI v obravnavanem obdobju nižja od 3 % BDP-ja, kar ob izjemno nizki gospodarski rasti jasno kaže na nevzdržnost plačilnobilančnega deficita Makedonije.

6.3. Ocena vzdržnosti za Bosno in Hercegovino

Z daleč največjim in najbolj nevzdržnim zunanjeekonomskim neravnotežjem se je v opazovanem časovnem okviru soočala BiH. Že sama velikost deficitov tekočega računa plačilne bilance, ki v povprečju za obdobje 2000–2004 znašajo 17,2 % BDP-ja, in vztrajno visoki trgovinski primanjkljaji (v povprečju 36 % BDP-ja), ki jih razberemo iz tabele 3 v prilogi 1 in ki odsevajo šibko proizvodno ter izvozno kapaciteto države, brez dvoma opozarjajo na nevzdržno plačilnobilančno situacijo proučevanega gospodarstva. Izračuni v tabeli 6.3 to jasno potrjujejo, saj so vsi deficiti tekočega računa BiH od leta 2000 naprej nevzdržni, tako brez upoštevanja NTI, kakor tudi z njihovo vključitvijo v analizo. Tudi če predpostavimo, da bi delež zunanjega dolga v BDP-ju BiH skozi celotno obdobje obravnave znašal 100 %, bi povprečna realna gospodarska rast BiH še vedno štirikratkrat zaostajala za potrebno "vzdržnostno" rastjo. Prepad med slednjo in doseženimi stopnjami realne rasti BiH je v vseh letih analize ogromen. Povprečna realna rast, ki jo je BiH dosegla med leti 2000 ter 2004, predstavlja namreč komaj 11 % potrebne realne rasti, ki bi omogočila vzdržnost deficitov tekočega računa. Tudi prilivi NTI so v tem obdobju v povprečju štirikrat nižji od potrebne količine prilivov, in sicer so znašali 3,9 % BDP-ja. Da se ob nizki gospodarski rasti, ki jo je beležila BiH, ne bi povečevalo breme zunanje zadolženosti države (torej nespremenjen delež zunanjega

dolga v BDP-ju), obenem pa bi bilo mogoče vzdrževati ogromen deficit tekočega računa, bi morala količina prilivov z naslova NTI v opazovanem obdobju znašati povprečno vsaj 15 % BDP-ja. Pričujoči izračuni, kakor tudi drugi indikatorji, ki smo jih obravnavali v prejšnjih podpoglavjih, odražajo velike strukturne probleme BiH, ki skupaj s skokovito rastjo uvoza (zaradi kreditne ekspanzije) povečujejo nevdržnost nesprejemljivo visokega plačilnobilančnega deficita. Tako ekstremno zunanjeekonomsko neravnotežje zbuja resnično zaskrbljenost glede nadaljnje dolgoročne samovzdržnosti BiH.

Tabela 6.3:

BOSNA IN HERCEGOVINA – Ocenjevanje vzdržnosti deficita tekočega računa v obdobju 2000–2004

Leto	Dejanska realna stopnja rasti BDP-ja (v %)	Zunanji dolg (delež v BDP-ju)	Deficit TR PB ⁽¹⁾ (v % BDP-ja)	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ⁽²⁾ (v %)	NTI ⁽³⁾ (v % BDP-ja)	Deficit TR PB, prilagojen z deležem NTI v BDP-ju (v %)	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ob upoštevanju NTI (v %)	Potrebni delež NTI za vzdržnost def. TR PB (v % BDP-ja)
1	2	3	4	5 = 4 / 3	6	7 = 4 - 6	8 = 7 / 3	9 = 4 - 2 · 3
2000	5,6	0,59	13,1	22,2	3,2	9,9	16,8	9,8
2001	4,5	0,48	16,2	33,8	2,6	13,6	28,3	14,0
2002	5,5	0,42	20,0	47,6	4,1	15,9	37,9	17,7
2003	3,5	0,34	18,0	52,9	4,5	13,5	39,7	16,8
2004	5,0	0,33	18,5	56,1	5,2	13,3	40,3	16,9
2000 - 2004 ⁽⁴⁾	4,5	0,43	17,2	42,5	3,9	13,2	32,6	15,0

Opombe: (1) TR PB – tekoči račun plačilne bilance

(2) Realna stopnja rasti BDP-ja, ki bi pri obstoječem deležu zunanjega dolga v BDP-ju omogočila vzdržnost deficita tekočega računa plačilne bilance

(3) Neto prilivi

(4) Upoštewane so povprečne vrednosti spremenljivk (navadna aritmetična sredina) v obdobju 2000–2004

Viri: Transition Report 2004 (EBRD 2004: 108-109); The Viena Institute for International Economic Studies (Portal WIIWb, 05.08.2005); International Financial Statistics, April 2005 (IMF 2005: 182-185); European Commission (Grasmann 2004: 51); lastni izračuni.

6.4. Ocena vzdržnosti za Hrvaško

Kot lahko razberemo iz tabele 6.4, ki vsebuje izračune za vzdržnost deficita tekočega računa Hrvaške med leti 2000 in 2004, so bili vsi plačilnobilančni primanjkljaji v tem

obdobju nevzdržni. V vsakem od opazovanih let je bila dosežena realna rast BDP-ja namreč nižja od tiste, ki bi lahko zagotovila vzdržno stanje tekočega deficita. Ob upoštevanju prilivov NTI pa se izkaže, da je imela Hrvaška resnično nevzdržen plačilnobilančni deficit samo leta 2002, ko je primanjkljaj dosegel tudi najvišjo raven v opazovanem obdobju, in sicer 8,7 % BDP-ja. To je bilo leto, ko so se drastično zmanjšale NTI, ki so s skoraj 6 % BDP-ja leta 2001 padle na 2,7 % v letu 2002. Deficit tekočega računa je bil posledično nevzdržen kljub najvišji realni stopnji gospodarske rasti v obravnavanem obdobju (5,2 %). Vzdržnost plačilnobilančnega primanjkljaja bi ob takšni realni rasti in nespremenjenem deležu zunanjega dolga v BDP-ju omogočili višji prilivi NTI, ki bi morali znašati vsaj 5,5 % v BDP-ju. Vzdržnost primanjkljaja je bila ponovno dosežena že v naslednjem letu, ko je ta padel na 6,9 % BDP-ja, Hrvaška pa je beležila ponoven skok pritoka NTI. Tako lahko od leta 2002 naprej opazimo trend padanja gospodarske rasti, spremljan z zmanjševanjem primanjkljaja tekočega računa, ki naj bi se po ocenah WIIW¹⁰⁵ nadaljeval tudi v letošnjem in prihodnjem letu (2005 in 2006). Vendar pa se je istočasno nezadržno in naglo povečeval delež zunanjega dolga v BDP-ju, ki ga je poganjalo predvsem zadolževanje komercialnih bank v tujini in ki je z 62,2 % leta 2002 narasel na 82,2 % BDP-ja v lanskem letu.

Če v tabeli 6.4 pogledamo rezultate, ki temeljijo na povprečnih vrednostih spremenljivk v obdobju 2000–2004, se izkaže primanjkljaj tekočega računa v omenjenem obdobju kot nevzdržen, saj je bila realna gospodarska rast v tem času povprečno 3,6 % nižja od potrebne "vzdržnostne" rasti. Ko vključimo prilive z naslova NTI, ki so v opazovanem obdobju znašali povprečno 4,8 % BDP-ja, pa lahko vidimo, da je ob doseženi realni stopnji rasti ter povprečno 69 % deležu zunanjega dolga med leti 2000 in 2004 deficit tekočega računa, ki je v tem obdobju znašal povprečno 5,3 % BDP-ja, vzdržen. Gledano torej strogo s stališča plačilnobilančnega primanjkljaja je bil zunanjeekonomski položaj Hrvaške v analiziranem obdobju med vsemi državami Zahodnega Balkana najbolj vzdržen. Dejstvo pa je, da Hrvaška, upoštevaje delež zunanjega dolga v BDP-ju, edina v regiji sodi v skupino visoko zadolženih držav.

¹⁰⁵ The Vienna Institute for International Economic Studies.

Tabela 6.4:**HRVAŠKA** – Ocenjevanje vzdržnosti deficita tekočega računa v obdobju 2000–2004

Leto	Dejanska realna stopnja rasti BDP-ja (v %)	Zunanji dolg (delež v BDP-ju)	Deficit TR PB ⁽¹⁾ (v % BDP-ja)	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ⁽²⁾ (v %)	NTI ⁽³⁾ (v % BDP-ja)	Deficit TR PB, prilagojen z deležem NTI v BDP-ju (v %)	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ob upoštevanju NTI (v %)	Potrebni delež NTI za vzdržnost def. TR PB (v % BDP-ja)
1	2	3	4	5 = 4 / 3	6	7 = 4 - 6	8 = 7 / 3	9 = 4 - 2 · 3
2000	2,9	0,61	2,5	4,1	5,7	-3,2	-5,2	0,7
2001	4,4	0,61	3,7	6,1	5,9	-2,2	-3,6	1,0
2002	5,2	0,62	8,7	14,0	2,7	6,0	9,7	5,5
2003	4,3	0,78	6,9	8,8	6,9	0	0	3,5
2004	3,8	0,82	4,6	5,6	2,6	2,0	2,4	1,5
2000 - 2004 ⁽⁴⁾	4,1	0,69	5,3	7,7	4,8	0,5	0,7	2,4

Opombe: (1) TR PB – tekoči račun plačilne bilance

(2) Realna stopnja rasti BDP-ja, ki bi pri obstoječem deležu zunanjega dolga v BDP-ju omogočila vzdržnost deficita tekočega računa plačilne bilance

(3) Neto prilivi

(4) Upoštewane so povprečne vrednosti spremenljivk (navadna aritmetična sredina) v obdobju 2000–2004

Viri: Transition Report 2004 (EBRD 2004: 116-117); The Vienna Institute for International Economic Studies (Portal WIIWc, 05.08.2005); International Financial Statistics, April 2005 (IMF 2005: 302-305); Candidate Countries' Economies Quarterly (European Commission 2005b, 28.08.2005); lastni izračuni.

6.5. Ocena vzdržnosti za Srbijo in Črno goro

Rezultati v tabeli 6.5 kažejo na to, da se je SČG soočila z nevezdržnostjo deficita tekočega računa v zadnjih treh letih obravnavanega obdobja. Kljub dejstvu, da sta deficita v letu 2000 in 2001 ocenjena kot vzdržna, pa ne moremo mimo dejstva, da je delež zunanjega dolga SČG v teh dveh letih znašal 132 % in 103 % BDP-ja. Dejansko gre torej za vzdržnost primanjkljaja tekočega računa na račun izjemno visoke zunanje zadolženosti države, kar seveda ne predstavlja vzdržnosti na "zdravi" osnovi in ima zato lahko za posledico poslabševanje vzdržnosti v prihodnje. V letih med 2002 in 2004 pa je bil deficit tekočega računa SČG nevezdržen, tako brez upoštevanja prilivov NTI, kakor tudi z njihovo vključitvijo v analizo. Dosežena realna rast BDP-ja je za potrebno "vzdržnostno" rastjo najbolj zaostajala leta 2003, ko je bila več kot trikrat nižja od slednje. Največja vrzel med prejetimi in količino potrebnih NTI, ki bi omogočila vzdržnost deficita

tekočega računa, ob nespremenjenem deležu zunanjega dolga, je mogoče zaslediti v lanskem letu. Država je beležila NTI, ki so predstavljale 2 % BDP-ja, medtem ko bi za vzdržnost zadostovala šele 8,9 % raven NTI v BDP-ju.

Če v tabeli 6.5 pogledamo rezultate, ki temeljijo na povprečnih vrednostih spremenljivk v obdobju 2000–2004, se deficit tekočega računa SČG v povprečju ocenjuje kot nevzdržen. Medtem ko je povprečna realna rast BDP-ja v opazovanem obdobju znašala 4,5 %, pa bi šele 11,1% rast gospodarstva lahko zagotovila vzdržnost plačilnobilančnega deficita, ki je povprečno znašal 7,8 % BDP-ja. Delež tujih naložb, ki bi omogočil vzdržnost deficita tudi ob dejanski 4,5% realni gospodarski rasti, pa bi moral doseči vsaj 3,8 % BDP-ja, za razliko od povprečno 2,6% deleža NTI v BDP-ju, ki ga je v opazovanem obdobju beležila SČG.

Tabela 6.5:

SRBIJA IN ČRNA GORA – Ocenjevanje vzdržnosti deficita tekočega računa v obdobju 2000–2004

Leto	Dejanska realna stopnja rasti BDP-ja (v %)	Zunanji dolg (delež v BDP-ju)	Deficit TR PB ⁽¹⁾ (v % BDP-ja)	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ⁽²⁾ (v %)	NTI ⁽³⁾ (v % BDP-ja)	Deficit TR PB, prilagojen z deležem NTI v BDP-ju (v %)	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ob upoštevanju NTI (v %)	Potrebni delež NTI za vzdržnost def. TR PB (v % BDP-ja)
1	2	3	4	5 = 4 / 3	6	7 = 4 - 6	8 = 7 / 3	9 = 4 - 2 · 3
2000	5,0	1,32	3,9	3,0	0,3	3,6	2,7	-2,7
2001	5,5	1,03	4,6	4,5	1,4	3,2	3,1	-1,1
2002	4,0	0,73	8,8	12,0	3,5	5,3	7,3	5,9
2003	3,0	0,69	10,2	14,8	5,8	4,4	6,4	8,1
2004	5,0	0,55	11,6	21,1	2,0	9,6	17,5	8,9
2000 - 2004 ⁽⁴⁾	4,5	0,86	7,8	11,1	2,6	5,2	7,4	3,8

Opombe: (1) TR PB – tekoči račun plačilne bilance

(2) Realna stopnja rasti BDP-ja, ki bi pri obstoječem deležu zunanjega dolga v BDP-ju omogočila vzdržnost deficita tekočega računa plačilne bilance

(3) Neto prilivi

(4) Upoštewane so povprečne vrednosti spremenljivk (navadna aritmetična sredina) v obdobju 2000–2004

Viri: Transition Report 2004 (EBRD 2004: 172-173); The Viena Institute for International Economic Studies (Portal WIIWe/f, 05.08.2005); European Commission (Grasmann 2004: 69); Portal IMFb: Economic and Financial Indicators 2001-05 (IMF 2005, 11.08.2005); lastni izračuni.

7. ZAKLJUČEK

Rast primanjkljajev na tekočem računu v državah Zahodnega Balkana je odsev kombinacije številnih dejavnikov. Kot je pokazala pričujoča naloga, gre vire plačilnobilančnih primanjkljajev v prvi vrsti iskati med strukturnimi dejavniki, v notranjem neravnovesju obravnavanih tranzicijskih gospodarstev (zlasti javnofinančni primanjkljaji), močnem povečanju uvoza blaga in storitev, rasti domače porabe, ki je naraščala hitreje od rasti BDP-ja ter v realni apreciaciji domačih valut. Ob tem je izvoz zaostajal za uvozom, kar očitno kaže na to, da regija prepočasi napreduje pri oblikovanju konkurenčnega in diverzificiranega izvoznega sektorja. To se zrcali v visokih trgovinskih deficitih, ki predstavljajo pglavitni razlog za poslabšanje salda tekočega računa v državah regije. Konvergenca stopenj gospodarskih rasti med državami Zahodnega Balkana, ki smo ji priča v obravnavanem obdobju, je vsekakor pozitiven trend za regijo. Vendar kot kaže analiza makroekonomskih kazalnikov, je bila gospodarska rast generirana zlasti na osnovi visoke domače potrošnje, ki jo je omogočala kreditna ekspanzija v praktično vseh državah regije, zlasti v BiH, SČG in Hrvaški. Težava visoke domače potrošnje je ta, da omenjene tranzicijske države razpolagajo z zelo omejenim obsegom domače konkurenčne proizvodnje, kar je posledično vodilo v zatekanje k zunanjemu zadolževanju. Nekatere države regije, predvsem Hrvaška in SČG, so se posledično soočile z nevdržno stopnjo zunanje zadolženosti in z visoko ranljivostjo svojih gospodarstev na zunanje finančne šoke. Ob previsoki končni porabi, ki ključno opozarja na nevdržnost deficita tekočega računa, ki nastaja na osnovi le-te, predstavljajo velik pritisk na vdržnost primanjkljajev gospodarstev regije visoke investicije, ki pa so predvsem državne, kot je pokazal primer Hrvaške. Gre zlasti za infrastrukturne projekte oz. z drugimi besedami za investicije v sektorje, ki ne povečujejo kapacitete ustvarjanja prihodnjih trgovinskih presežkov. To dodatno poslabša vdržnost plačilnobilančnih primanjkljajev.

Eden ključnih virov tujega financiranja deficitov tekočega računa držav Zahodnega Balkana so bili v vsem opazovanem obdobju tekoči transferi, zlasti donacije in krediti mednarodnih finančnih institucij, nakazila zasebnikov svojcem in NTI. S stališča vdržnosti je tu analiza relevantnih kazalnikov opozorila na dva problema omenjenega

tujega financiranja primanjkljajev. Z zunanjim financiranjem, kot ga predstavljajo nakazila zasebnikov, ki pošiljajo denar svojem, se največkrat ne povečuje izvozna kapaciteta gospodarstev, temveč se tako prejeta sredstva namenjajo predvsem za uvozno porabo. Drugi problem, na katerega ravno tako opozarja naloga, pa je “neustreznost” prejetih NTI, ki so izhajale v največji meri iz prodaje državnega premoženja v procesu privatizacije (zlasti v sektorju storitev), medtem ko je bil delež “greenfield” investicij, ki so ključne pri doseganju večje zunanjeekonomske vzdržnosti, v opazovanem obdobju zelo nizek. Ob tem se države v obravnavanem obdobju srečujejo z vedno manjšimi prilivi uradne finančne pomoči, kar povečuje nevezdržnost plačilnobilančnih deficitov v regiji. Ta “izpad” enostranskih transferov bo zato potrebno nadomestiti z drugimi dolgoročnimi viri tujega financiranja, a obenem paziti, da ne bo naraščalo breme zunanjega dolga.

Naloga deloma, točneje za obdobje med leti 2002 in 2004, potrdi hipotezo t. i. “dvojnega primanjkljaja”, ki pravi, da javnofinančni primanjkljaj povzroča primanjkljaj na tekočem računu. Rezultati so namreč pokazali, da je imelo občutnejše zmanjšanje javnofinančnih primanjkljajev regije v letu 2003 pozitiven vpliv na deficite tekočega računa. Ti so se skupaj z izboljšanjem salda javnih financ za regijo v povprečju zmanjšali z 9 % leta 2002 na 7,8 % BDP-ja leta 2003. Ponovno poslabšanje javnofinančnih bilanc regije v naslednjem letu pa je bilo spremljano s sočasnim povečanjem deficita tekočega računa regije.

Analiza notranjih (domačih) makroekonomskih indikatorjev in dejavnikov menjalnega sektorja, ki vplivajo na vzdržnost plačilnobilančnih deficitov, potrjuje v uvodu zastavljeno hipotezo o nevezdržnosti plačilnobilančnih primanjkljajev držav Zahodnega Balkana v obdobju 2000–2004. Hipotezo dodatno potrjujejo empirični rezultati, ki smo jih izračunali na podlagi modela investicijske banke J. P. Morgan. Ti rezultati kažejo na nevezdržnost plačilnobilančnih primanjkljajev vseh petih držav Zahodnega Balkana v obdobju 2000–2004, če ne upoštevamo prilivov NTI. Ko le-te vključimo v analizo, se kot resnično nevezdržni izkažejo sledeči deficiti: plačilnobilančni primanjkljaj Albanije leta 2002 in 2003, primanjkljaj Makedonije v letih 2002, 2003 in 2004, vsi plačilnobilančni primanjkljaji v obravnavanem obdobju za BiH, deficit tekočega računa v letu 2002 za Hrvaško ter deficiti v letih 2002, 2003 in 2004 za SČG. Izračuni hkrati pokažejo, da se

povprečni primanjkljaj tekočega računa v celotnem obdobju 2000–2004 ocenjuje kot nevzdržen za BiH, Makedonijo ter SČG v obeh primerih, torej z vključitvijo NTI v oceno ali brez nje. Iz tega sledi, da lahko uvodoma postavljeno hipotezo potrdimo za oba “scenarija”. Plačilnobilančni deficit Albanije in Hrvaške pa se za opazovano obdobje, upoštevaje NTI, v povprečju ocenjuje kot vzdržen, kar ovrže zastavljeno hipotezo za ta primer. Po drugi strani “scenarij”, ki ne upošteva NTI, kaže na to, da je bil v povprečju deficit tekočega računa med leti 2000 in 2004 nevzdržen za obe državi, s čimer je uvodna hipoteza za ta primer potrjena.

Za jasnejši pregled, kako se omenjeni plačilnobilančni trendi odražajo na ravni celotne regije, smo v pričujoče sklepno poglavje vključili rezultate za le-to, ki so prav tako izračunani s pomočjo metodologije investicijske banke J. P. Morgan. Regija Zahodnega Balkana je v vsem proučevanem obdobju 2000–2004 beležila v povprečju visoke plačilnobilančne deficite, ki so, ob neupoštevanju NTI, nevzdržni za vsako od opazovanih let. Vendar pa se na ravni celotne regije, ob upoštevanju prilivov z naslova NTI, kot resnično nevzdržni izkažejo deficiti leta 2002, 2003 in 2004 (glej tabelo 7.1). Najbolj zaskrbljujoče je leto 2004, ko je regija beležila povprečno najvišji primanjkljaj na tekočem računu (10 % BDP-ja), ob čemer pa je dejanska realna rast BDP-ja s 4,9 %, za več kot štirikrat zaostajala za potrebno stopnjo "vzdržnostne" realne rasti (ta po izračunih znaša 21,7 %). Če bi regija ob nespremenjeni stopnji zunanje zadolženosti in ob dejanski realni rasti BDP-ja želela doseči vzdržnost deficita tekočega računa za leto 2004, potem bi bila potrebna količina NTI povprečno 7,7 % v deležu BDP-ja, za razliko od dejanskih 3,4 %, ki jih je v povprečju beležila regija.

Če na takšen način ocenimo vzdržnost deficita za celotno obravnavano obdobje, ki upošteva povprečne vrednosti spremenljivk za opazovana leta, se izkaže, da je plačilnobilančni primanjkljaj na ravni regije za obdobje 2000–2004 nevzdržen, kar ponovno potrjuje uvodoma zastavljeno hipotezo. Realna stopnja rasti bi morala v povprečju znašati vsaj 14,9 %, za razliko od dejansko dosežene 4,5% rasti BDP-ja. Celo ob predpostavki, da bi regija v povprečju beležila 100% delež zunanjega dolga med leti 2000 in 2004, stopnja realne gospodarske rasti, ki jo je regija dejansko dosegala v tem času, še vedno ne bi zadoščala za doseganje vzdržnosti deficita tekočega računa. Da bi

bila slednja realizirana, ob nespremenjenem deležu zunanjega dolga v BDP-ju, bi morali prilivi NTI za obravnavano obdobje povprečno znašati vsaj 5,2 % BDP-ja, a se to ni zgodilo. Dejanski priliv s tega naslova je v opazovanem času znašal povprečno 4,1 % BDP-ja.

Tabela 7.1:

ZAHODNI BALKAN – Ocenjevanje vzdržnosti deficita tekočega računa v obdobju 2000–2004

Leto	Dejanska realna stopnja rasti BDP-ja (v %)	Zunanji dolg (delež v BDP-ju)	Deficit TR PB ⁽¹⁾ (v % BDP-ja)	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ⁽²⁾ (v %)	NTI ⁽³⁾ (v % BDP-ja)	Deficit TR PB, prilagojen z deležem NTI v BDP-ju (v %)	Potrebna realna stopnja rasti BDP-ja ob upoštevanju NTI (v %)	Potrebni delež NTI za vzdržnost def. TR PB (v % BDP-ja)
1	2	3	4	5 = 4 / 3	6	7 = 4 - 6	8 = 7 / 3	9 = 4 - 2 · 3
2000	4,3	0,65	4,2	6,5	3,6	0,6	0,9	1,4
2001	4,6	0,56	6,8	12,1	5,8	1,0	1,8	4,2
2002	4,5	0,50	9,0	18,0	3,2	5,8	11,6	6,7
2003	4,2	0,48	7,8	16,3	4,3	3,5	7,3	5,8
2004	4,9	0,46	10,0	21,7	3,4	6,6	14,3	7,7
2000 - 2004 ⁽⁴⁾	4,5	0,53	7,6	14,9	4,1	3,5	7,2	5,2

Opombe: (1) TR PB – tekoči račun plačilne bilance

(2) Realna stopnja rasti BDP-ja, ki bi pri obstoječem deležu zunanjega dolga v BDP-ju omogočila vzdržnost deficita tekočega računa plačilne bilance

(3) Neto prilivi

(4) Upoštewane so povprečne vrednosti spremenljivk (navadna aritmetična sredina) v obdobju 2000–2004

Viri: Transition Report 2004 (EBRD 2004: 38-49); European Commission (Grasmann 2004: 12-13), European Commission (La Rochefordière 2004: 1-2); lastni izračuni.

Izhajajoč iz rezultatov analize makroekonomskih kazalnikov ter dobljenih izračunov, bo v prihodnje za regijo izjemno pomembno, da bo sposobna privabiti čim več NTI, zlasti t. i. "greenfield" investicij. To bo lahko sčasoma vodilo v izvozno usmerjeno rast, ki je ključna pri odpravljanju zunanjeekonomskega neravnovesja Zahodnega Balkana. Nujno je treba pospešiti strukturne reforme in ustvariti zdravo makroekonomsko okolje, v

katerem bodo cene blaga, storitev in faktorjev proizvodnje v ravnovesju¹⁰⁶. Takšno okolje, kot meni Rant (2000: 35), spodbuja domače varčevanje in investicijsko aktivnost podjetij. To tvori osnovo za dvig izvozne kapacitete in konkurenčnosti domačega izvoznega sektorja. Pozitiven “premik” v smeri stabilnega makroekonomskega okolja bo obenem povečeval interes za dodatno financiranje investicij iz tujine, kar se bo odrazilo v gospodarski rasti. Primanjkljaj, ki nastaja na takšnih temeljih, spodbuja izravnavanje življenjske ravni. Vendar to seveda velja ob predpostavki, da so investicije rentabilne, da torej omogočajo tehnološko in organizacijsko prenavo ter da ustvarjajo možnosti za večji pretok blaga in storitev s tujino.

¹⁰⁶ Zdravo makroekonomsko okolje se odraža v nizki inflaciji, skladni rasti plač z naraščanjem produktivnosti, ravnovesnem deviznem tečaju in ceni denarja, zmernih stroških države in javnofinančnem ravnovesju (Rant 2000: 35).

8. SEZNAM VIROV IN LITERATURE

1. Aristovnik, Aleksander in Aleksandar Kešeljević (2001a) Doseganje plačilnobilančnega ravnovesja v okviru makroekonomske stabilizacije v državah na prehodu (1). *Bančni vestnik* 50(11), 2-7.
2. Aristovnik, Aleksander in Aleksandar Kešeljević (2001b) Doseganje plačilnobilančnega ravnovesja v okviru makroekonomske stabilizacije v državah na prehodu (2). *Bančni vestnik* 50(12), 8-13.
3. Aristovnik, Aleksander (2002a) Vpliv izbranih dejavnikov na tekoči račun plačilne bilance držav na prehodu (1). *Bančni vestnik* 51(10), 2-4 .
4. Aristovnik, Aleksander (2002b) Vpliv izbranih dejavnikov na tekoči račun plačilne bilance držav na prehodu (2). *Bančni vestnik* 51(11), 2-7.
5. Bičanić, Ivo in Vojmir Franičević (2003) "Understanding Reform: The Case of Croatia". Vienna: Global Development Network Southeast Europe, The Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW). Dostopno na: http://www.wiiw.ac.at/balkan/files/GDN_UnderstandingReform_Croatia.pdf (22.08.2005).
6. Bojičić-Dželilović, Vesna, Fikret Čaušević in Rajko Tomaš (2004a) "Bosnia and Herzegovina: Problems, Obstacles and Outcomes of the Reforms". V *European Balkan Observer*, Vol. 2, No. 4, 2-9. Vienna: The Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW), Belgrade Centre for European Integration (BeCEI). Dostopno na: <http://www.wiiw.ac.at/balkan/files/EBO6.pdf> (15.08.2005).
7. Bojičić-Dželilović, Vesna, Fikret Čaušević in Rajko Tomaš (2004b) "Bosnia and Herzegovina – Understanding Reform". Vienna: Global Development Network Southeast Europe, The Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW). Dostopno na: http://www.wiiw.ac.at/balkan/files/GDN_UnderstandingReform_BosniaHerzegovina.pdf (22.08.2005).
8. Borak, Neven (2000) Domača poraba in plačilna bilanca. *Bančni vestnik* 49(7/8), 27-28.
9. Calderón, César, Alberto Chong in Norman Loayza (1999) "Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries". Central Bank of Chile Working Papers, No. 51. Dostopno na: <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm> (28.05.2005).
10. Centralna banka Črne gore (2005) "Macroeconomic Environment in Montenegro in 2004". V *Annual Report 2004*. Dostopno na: <http://www.cb-mn.org/indexE.htm> (22.08.2005).

11. Daviddi, Renzo in Milica Uvalić (2003) "Exchange Rate Regimes in the Western Balkans and their Evolution towards EMU". First Alumni Annual Conference on "Governing EMU", European University Institute. Florence 3-4 October 2003. Dostopno na:
<http://www.iue.it/Alumni/Conference2003Papers/Daviddi-UvalicPaper.doc>
(16.07.2005).
12. Demekas, Dimitri G., Johanness Herderschee, James McHugh in Mitra Saumaya (2002) "Building Peace in South East Europe: Macroeconomic Policies and Structural Reforms since the Kosovo Conflict". Second Regional Conference for South East Europe: World Bank and International Monetary Fund. Bucharest 25-26 October 2001. Dostopno na:
http://www.seerecon.org/region/documents/wb/imf_wb_building_peace_in_see.pdf
(17.07.2005).
13. Drenovec, Franček (2000) Omejena vzdržnost zunanjega primanjkljaja. *Bančni vestnik* 49(7/8), 32-33.
14. Elteto, Andrea (1998) "The Role of the Trade Balance in the European Union and the Central and Eastern European Economies". Budapest: Institute for World Economics, Hungarian Academy of Sciences. Working Papers.
15. European Commission (2005a) *Economic Forecasts Spring 2005*. European Commission (EUCOM), Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Dostopno na:
http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/european_economy/2005/ee205en.pdf (15.08.2005).
16. European Commission (2005b) *Candidate Countries' Economies Quarterly*. European Commission (EUCOM), Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Dostopno na:
http://europa.eu.int/comm/economy_finance/about/activities/cceq/2005q2_cceq.pdf
(20.08.2005).
17. European Bank for Reconstruction and Development (2003) *Annual Report 2003 South-eastern Europe 2003*. London: EBRD. Dostopno na:
<http://www.ebrd.com/pubs/general/5968d.pdf> (25.11.2004).
18. European Bank for Reconstruction and Development (2004a) *Transition Report 2004*. London: EBRD.
19. European Bank for Reconstruction and Development (2004b) *Spotlight on south-eastern Europe*. London: EBRD.

20. Edwards, Sebastian (2001) *Does the Current Account Matter?* Cambridge: National Bureau of Economic Research.
21. Gligorov, Vladimir (2000) "Economic Strategy for South-eastern Europe". Vienna: EastWest Institute (EWI), The Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW).
22. Gligorov, Vladimir (2004) "Debt Sustainability and Growth in Croatia". Vienna: The Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW). WIIW Reports, No. 306.
23. Grasmann, Peter, ur. (2004) *The Western Balkans in Transition. European Economy*. Brussels: European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Dostopno na: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/enlargement_papers/2004/el_p23en.pdf (31.08.2005).
24. Hadžiomerađić, Amir (2005) "Monetary Policy in Bosnia and Herzegovina: experience and future challenges". Sarajevo: Centralna banka Bosne in Hercegovine. Dostopno na: http://www.oenb.at/de/img/hadziomeragic_ojf_55_2005_tcm14-28147.pdf (05.08.2005).
25. Hrvatska narodna banka (2005a) "Platna bilanca i tečaj". Zagreb: Hrvatska narodna banka. Dostopno na: <http://www.hnb.hr/publikac/prezent/hplatna-bilanca-tecaj.pdf> (22.08.2005).
26. Hrvatska narodna banka (2005b) *Annual Report 2004*. Zagreb: Hrvatska narodna banka. Dostopno na: <http://www.hnb.hr/publikac/godisnje/2004/e-makroekonomska-kretanja.pdf> (22.08.2005).
27. International Center for Economic Growth European Center – ICEG EC (2005a) "Albania – EU Accession in 2014?" V SEE Monitor No. 4, 12-14. Dostopno na: http://icegec.hu/eng/publications/_docs/see/SEE_08.pdf (27.05.2005).
28. International Center for Economic Growth European Center – ICEG EC (2005b) "Higher inflation and trade deficit in Serbia". V SEE Monitor No. 6, 12-14. Dostopno na: http://icegec.hu/eng/publications/_docs/see/SEE_10.pdf (27.05.2005).
29. International Monetary Fund (1993) *Balance of Payments Manual*. Peta izdaja. Washington: IMF.
30. International Monetary Fund (1996) *Balance of payments textbook*. Washington: IMF. Dostopno na: <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPtex.pdf> (25.04.2005).
31. International Monetary Fund (2005) "Albania: 2004 Article IV Consultation, Fifth Review under the Poverty Reduction and Growth Facility, Request for Extension of

- the Arrangement, and Financing Assurances Review – Staff Report; Public Information Notice and Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Albania”. IMF Country Report No. 05/89. Dostopno na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2005/cr0589.pdf> (30.08.2005).
32. International Monetary Fund (2005) *International Financial Statistics April 2005*. Washington: IMF.
 33. International Monetary Fund (2004) *Balance of Payments Statistics Yearbook*. Washington: IMF
 34. International Monetary Fund (2003) *International Financial Statistics Yearbook*. Washington: IMF
 35. Jazbec Boštjan in Jože Damijan Pavlič (2001) Gospodarska rast in primanjkljaj v plačilni bilanci – čas zbežanosti. *Delo – sobotna priloga*, 14. 4.: 13.
 36. J.P. Morgan (1997) *Methodology brief: Some simple current account arithmetic*. New York: J.P. Morgan Securities Inc.
 37. Kmet, Rotija (2000) “Vzroki primanjkljajev na tekočem računu plačilne bilance v obdobju tranzicije”. Delovni zvezek ZMAR 6, letnik VIII.
 38. Knight Malcom in Masson P. (1997) “International Transmission of Fiscal Policies in Major Industrial Countries”. IMF Staff Papers 3, 387-438. Washington: International Monetary Fund.
 39. Kovač, Miran (2001) *Primerjava plačilnih bilanc Slovenije in Madžarske v obdobju tranzicije: diplomsko delo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 40. La Rochefordière, Christophe, ur. (2004) *The Western Balkans in Transition. European Economy*. Brussels: European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Dostopno na: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/occasional_papers/2004/ocp5en.pdf (14.08.2005).
 41. Latal, Zdravko (2005) BiH je v desetletni zamudi. *Delo*, 17. 2.: 14.
 42. Makin, Anthony J. (2003) “Feasible Limits for External Deficits and Debt”. Queensland: School of Economics (The University of Queensland). Discussion Paper No 321. Dostopno na: <http://www.uq.edu.au/economics/abstract/321.pdf> (22.07.2005).
 43. Mihaljek, Dubravko (2003) *Macroeconomic Aspects of Croatia's Accession to the European Union*. V Ott, Katarina (ur.) (2003) *Croatian Accession to the European*

- Union: Economic and Legal Challenges*. Zagreb: Institute of Public Finance and Friedrich Ebert Stiftung.
44. Milesi-Ferretti Gian Maria in Assaf Razin (1996) "Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences". Cambridge: National Bureau of Economic Research.
 45. Milesi-Ferretti Gian Maria in Assaf Razin (1997) "Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Analysis". Cambridge: National Bureau of Economic Research. Working Paper 6310.
 46. Miller, Norman C., Julian G. Lange in Richard T. Farmer (2002) *Balance of Payments and Exchange Rate Theories*. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar.
 47. Mrak, Mojmir (1987) *Svetovni jug v pasti dolgov*. Prva izdaja. Ljubljana: Delavska enotnost.
 48. Mrak, Mojmir (2002) *Mednarodne finance*. Prva izdaja. Ljubljana: GV založba.
 49. Nachtigal, Matjaž (2004) *A decade of transition and beyond: institutional transformation of the countries in central and eastern Europe*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
 50. Narodna banka Republike Makedonije (2005) *Annual Report 2004*. Skopje: NBRM. Dostopno na: http://www.nbrm.gov.mk/WBStorage/Files/Annual%20report%202004_finalno.pdf (25.07.2005).
 51. Narodna banka Srbije (2004) "Serbia's External Debt Sustainability". Beograd: NBS. Dostopno na: http://www.nbs.yu/english/publications/external_debt_sustainability_dec.pdf (20.08.2005).
 52. Narodna banka Srbije (2005) "Statistical Bulletin May 2005". Beograd: NBS. Dostopno na: <http://www.nbs.yu/english/statistics/index.htm> (28.06.2005).
 53. Ouanes, Abdessatar in Subhash Thakur (1997) *Macroeconomic Accounting and Analysis in Transition Economies*. Washington: International Monetary Fund.
 54. Oplotnik, Žan Jan (1999) Kapitalski tokovi in tekoči račun plačilne bilance. *Naše gospodarstvo* 45(1/2), 89-95.
 55. Ovin, Rasto (2000) Tveganja in priložnosti primanjkljaja tekočega računa. *Bančni vestnik* 49(7/8), 33-34.

56. Pack, Andreas in Armin J. Kammel (2003) Europa – Laboratorium des 21. Jahrhunderts. *Denken + Glauben* Nr. 126/127, 3-4.
57. Petkovski, Mihail in Gligor Bishev (2004) “Understanding Reforms in Macedonia”. Vienna: Global Development Network Southeast Europe, The Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW). Dostopno na:
http://www.wiiw.ac.at/balkan/files/GDN_UnderstandingReform_Macedonia.pdf
(22.08.2005).
58. Portal EU: Balkans – Bilateral Trade Relations:
http://europa.eu.int/comm/trade/issues/bilateral/regions/balkans/index_en.htm#atc
(15.08.2005).
59. Portal HNBa: Hrvatska narodna banka (2005) Ekonomski indikatori. Dostopno na:
<http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm> (18.07.2005).
60. Portal HNBb: Hrvatska narodna banka (2005) Balance of payments – summary. Dostopno na:
http://www.hnb.hr/publikac/bilten/statisticki_pregled/h1.xls
(05.07.2005).
61. Portal IMFa: Country Information. Dostopno na:
<http://www.imf.org/external/country/index.htm> (08.06.2005).
62. Portal IMFb: International Monetary Fund (2005) “IMF Executive Board Concludes 2005 Article IV Consultation with Serbia and Montenegro”. Public Information Notice No. 05/84. Dostopno na:
<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2005/pn0584.htm> (22.08.2005).
63. Portal IMFc: International Monetary Fund (2005) “Serbia and Montenegro – 2005 Article IV Consultation. Concluding Statement of the IMF Mission, February 25, 2005”. Dostopno na:
<http://www.imf.org/external/np/ms/2005/022505.htm>
(28.08.2005).
64. Portal Centralne banke BiH (CBBH): Podatki o plaćilnobilančnim gibanjima med leti 1998 in 2004. Dostopno na:
http://www.cbbh.gov.ba/statistika/bop/platni_bilans_novi.xls (25.08.2005).
65. Portal Centralne banke BiH (CBBH): BiH External Sector Statistics. Dostopno na:
<http://www.cbbh.gov.ba/en/statistics.html> (05.08.2005).
66. Portal Narodne banke Srbije (NBS): Macroeconomic Framework. Dostopno na:
<http://www.nbs.yu/english/sitemap/index.htm> (28.08.2005).
67. Portal Svetovne banke: Country Groups – Data and Statistics. Dostopno na:
<http://www.worldbank.org/data/countryclass/classgroups.htm> (15. 08. 2005).

68. Portal WIIWa : Albania - Selected Economic Indicators. Dostopno na: <http://www.wiiw.ac.at/balkan/files/data/Albania.pdf> (05.08.2005).
69. Portal WIIWb: Bosnia and Herzegovina - Selected Economic Indicators. Dostopno na: <http://www.wiiw.ac.at/balkan/files/data/Bosnia.pdf> (05.08.2005).
70. Portal WIIWc: Croatia - Selected Economic Indicators. Dostopno na: <http://www.wiiw.ac.at/balkan/files/data/Croatia.pdf> (05.08.2005).
71. Portal WIIWd: Macedonia - Selected Economic Indicators. Dostopno na: <http://www.wiiw.ac.at/balkan/files/data/Macedonia.pdf> (05.08.2005).
72. Portal WIIWe: Serbia - Selected Economic Indicators. Dostopno na: <http://www.wiiw.ac.at/balkan/files/data/Serbia.pdf> (05.08.2005).
73. Portal WIIWf: Montenegro - Selected Economic Indicators. Dostopno na: <http://www.wiiw.ac.at/balkan/files/data/Montenegro.pdf> (05.08.2005).
74. Rant, Andrej (2000) Plačilnobilančni primanjkljaj – posledica notranjih in zunanjih vplivov. *Bančni vestnik* 50(7/8), 34-36.
75. Reich, Simon (1998) Globalisation and Changing Patterns of Foreign Direct Investment: The Lessons for Central and Eastern Europe. *Journal of International Relations and Development* (1/2), 106-119.
76. Roubini, Nouriel in Paul Wachtel (1998) "Current Account Sustainability in Transition Economies". Cambridge: National Bureau of Economic Research.
77. Salvatore, Dominick (1998) *International Economics*. Šesta izdaja. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
78. Schautzer, Anton (2005) "Albania: Country Profile and Recent Economic Developments". Österreichische Nationalbank, Fokus 1/05, 107-125. Dostopno na: http://www.oenb.at/de/img/feei_05_1_albania_tcm14-29791.pdf (15.08.2005).
79. Senjur, Marjan (1995) *Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
80. Sjekloča, Marko (1998) Neposredna tuja vlaganja in plačilna bilanca držav na prehodu. *Bančni vestnik* 47(7/8), 29-31.
81. Strašek, Sebastjan (2000) Plačilnobilančni primanjkljaj v azijski krizi: nekateri nauki za Slovenijo. *Bančni vestnik* 50(7/8), 37-38.
82. Strojjan, Andreja (1998) Teoretična podlaga analize plačilne bilance in njenega vpliva na gospodarsko rast. *Prikazi in analize* VI(4), 51-66.

83. Survey Serbia and Montenegro (2003) "A Record of Facts and Information". Belgrade: Jugoslovenski pregled.
84. Šterk, Darja (2002) *Vzdržnost plačilnobilančnega primanjkljaja v izbranih državah na prehodu: diplomsko delo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
85. Uvalić, Milica (2002) "Economics: From International Assistance toward Self-Sustaining Growth". Dostopno na: http://www.euintegration.net/data/doc_publications/258/02_Uvalic.pdf (18.08.2005).
86. Vidović, Hermine in Gligorov, Vladimir (2004) "Croatia's Delayed Transition: Competitiveness and Economic Policy Challenges". Vienna: The Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW). WIIW Research Reports, No. 304.
87. Vujčić, Boris (2001): "Managing Capital Flows in Croatia – Experiences, Problems and Questions". Budapest: International Conference organized by ICEG and Ford Foundation.
88. Vujčić, Boris (2003): "Monetary policy and management of capital flows in a situation of high euroisation – the case of Croatia". BIS Papers, No. 17. Dostopno na: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap17g.pdf> (03.07.2005).
89. Vukotić, Veselin (2004) "Elements for Understanding Economic Reforms in Montenegro". Vienna: Global Development Network Southeast Europe, The Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW). Dostopno na: http://www.wiiw.ac.at/balkan/files/GDN_UnderstandingReform_Montenegro.pdf (22.08.2005).
90. Williamson, John (1999) The Management of Capital Inflows. V Drábek Zdeněk in Stephany Griffith-Jones (ur.) *Managing Capital Flows in Turbulent Times*. New York: M. E. Sharp, Inc.
91. Wachtel, Paul (1998) "Current Account Balances and External Debt in Transition Economies: Lessons for Central Asia". Paper presented to the international conference "Challenges to the Economies in Transition: Stabilization, Growth and Governance", Bishkek 27-28 May. Dostopno na: <http://www.imf.org/external/np/eu2/kyrgyz/pdf/pw.pdf> (15.05.2005).
92. Zaman, Constantin (2004) "The Sustainability of Foreign Trade Deficit in case of Serbia and Montenegro". Beograd: Svetodavaoni centar za ekonomska i pravna pitanja (SCEPP). Dostopno na: www.plac-yu.org/downloads/2.12SustainabilityOfForeignTradeDeficit.pdf (18.08.2005).

93. Zanghieri, Paolo (2004) "Current Accounts Dynamics in new EU members: Sustainability and Policy Issues". Paris: Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII). Working Paper No. 2004 – 07.
94. Zbašnik, Dušan (2000) Umetnost ohranjanja ravnotežja. *Bančni vestnik* 50(7/8), 40-41.

PRILOGA 1: Gibanje izbranih makroekonomskih indikatorjev v regiji in po posameznih državah

Tabela 1: ZAHODNI BALKAN – izbrani makroekonomski indikatorji za obd. 2000-2004

Leto		2000	2001	2002	2003	2004
Realna stopnja rasti BDP-ja ⁽¹⁾	v %	4,3	4,6	4,5	4,2	4,9
Inflacija – povp.letna stopnja ⁽¹⁾	v %	26,3	29,4	7,4	4,4	3,0
Fiskalni deficit	v % BDP-ja	-7,0	-6,8	-5,7	-3,6	-4,0
Trgovinski deficit	v % BDP-ja	23,2	24,3	26,0	25,7	25,1
Saldo tekočega računa ⁽¹⁾	v % BDP-ja	-4,2	-6,8	-9,0	-7,8	-10,0
Zunanji dolg	v % BDP-ja	64,5	55,6	49,6	47,8	45,9
Neposredne tuje investicije ⁽²⁾	v % BDP-ja	3,6	5,8	3,2	4,3	3,4

Opombe: (1) tehtano povprečje (2) neto prilivi

Viri: Transition Report 2004 (EBRD 2004: 38-49); European Commission (Grasmann 2004: 12-13), European Commission (La Rochefordière 2004: 1-2); lastni izračuni.

Tabela 2: ALBANIJA – izbrani makroekonomski indikatorji za obd. 2000-2004

Leto		2000	2001	2002	2003	2004
Realna stopnja rasti BDP-ja	v %	7,3	7,2	3,4	6,0	6,0
Inflacija – povp.letna stopnja	v %	0,0	3,1	5,2	2,4	3,4
Stopnja nezaposlenosti	v % delovne sile	16,8	16,4	15,8	15,2	14,5
Fiskalni deficit	v % BDP-ja	-9,2	-8,2	-6,7	-4,5	-6,5
Trgovinski deficit	v % BDP-ja	-22,3	-24,2	-23,9	-22,9	-21,5
Saldo tekočega računa ⁽¹⁾	v % BDP-ja	-4,4	-3,2	-6,5	-5,1	-5,5
Zunanji dolg	v % BDP-ja	31,8	26,8	23,3	20,2	21,0
	v % izvoza blaga in storitev	166,2	142,7	128,7	121,7	100,9
Neposredne tuje investicije ⁽²⁾	v % BDP-ja	3,7	4,8	2,6	2,7	5,0

Opombe: (1) po prejetih donacijah (2) neto prilivi

Viri: Transition Report 2004 (EBRD 2004: 92-93); The Vienna Institute for International Economic Studies (Portal WIIWa, 05.08.2005); International Financial Statistics, April 2005 (IMF 2005: 76-79); European Commission (Grasmann 2004: 42); lastni izračuni.

Tabela 3: BOSNA IN HERCEGOVINA – izbrani makroekonomski indikatorji za obd. 2000-2004

Leto		2000	2001	2002	2003	2004
Realna stopnja rasti BDP-ja	v %	5,6	4,5	5,5	3,5	5,0
Inflacija – povp.letna stopnja	v %	4,8	3,1	0,4	0,6	0,9
Stopnja nezaposlenosti	v % delovne sile	39,7	40,3	40,9	42,0	/
Fiskalni deficit	v % BDP-ja	-16,5	-10,5	-7,3	-3,0	-3,2
Trgovinski deficit	v % BDP-ja	-36,1	-36,4	-37,0	-35,0	-35,0
Saldo tekočega računa ⁽¹⁾	v % BDP-ja	-13,1	-16,2	-20,0	-18,0	-18,5
Zunanji dolg	v % BDP-ja	58,8	48,2	42,2	34,0	33,0
	v % izvoza blaga in storitev	218,5	183,7	171,9	135,8	120,6
Neposredne tuje investicije ⁽²⁾	v % BDP-ja	3,2	2,6	4,1	4,5	5,2

Opombe: (1) po prejetih donacijah (2) neto prilivi

Viri: Transition Report 2004 (EBRD 2004: 108-109); The Viena Institute for International Economic Studies (Portal WIIWb, 05.08.2005); International Financial Statistics, April 2005 (IMF 2005: 182-185); European Commission (Grasmann 2004: 51); lastni izračuni.

Tabela 4: MAKEDONIJA – izbrani makroekonomski indikatorji za obd. 2000-2004

Leto		2000	2001	2002	2003	2004
Realna stopnja rasti BDP-ja	v %	4,6	-4,5	0,9	3,2	2,0
Inflacija – povp.letna stopnja	v %	5,8	5,5	1,8	1,2	0,5
Stopnja nezaposlenosti	v % delovne sile	32,2	30,5	31,9	36,7	/
Fiskalni deficit	v % BDP-ja	1,8	-7,2	-5,7	-1,6	-1,9
Trgovinski deficit	v % BDP-ja	-19,3	-15,2	-20,3	-18,4	-17,4
Saldo tekočega računa ⁽¹⁾	v % BDP-ja	-1,9	-6,5	-9,5	-3,3	-6
Zunanji dolg	v % BDP-ja	40,1	42,0	41,1	38,1	38,4
	v % izvoza blaga in storitev	109	125	139	130	126
Neposredne tuje investicije ⁽²⁾	v % BDP-ja	4,9	13,0	2,1	2,0	2,3

Opombe: (1) po prejetih donacijah (2) neto prilivi

Viri: Transition Report 2004 (EBRD 2004: 127-128); The Viena Institute for International Economic Studies (Portal WIIWd, 05.08.2005); International Financial Statistics, April 2005 (IMF 2005: 602-605); European Commission (Grasmann 2004: 59); lastni izračuni.

Tabela 5: HRVAŠKA – izbrani makroekonomski indikatorji za obd. 2000-2004

Leto		2000	2001	2002	2003	2004
Realna stopnja rasti BDP-ja	v %	2,9	4,4	5,2	4,3	3,8
Inflacija – povp.letna stopnja	v %	4,6	3,8	1,7	1,8	2,1
Stopnja nezaposlenosti	v % delovne sile	16,1	15,8	14,8	14,3	13,8
Fiskalni deficit	v % BDP-ja	-6,5	-6,5	-4,2	-4,6	-5,2
Trgovinski deficit	v % BDP-ja	-17,5	-20,7	-24,6	-27,3	-24,3
Saldo tekočega računa ⁽¹⁾	v % BDP-ja	-2,5	-3,7	-8,7	-6,9	-4,6
Zunanji dolg	v % BDP-ja	60,6	60,7	62,2	77,6	82,1
	v % izvoza blaga in storitev	128,7	124,6	135,3	149,5	157,2
Neposredne tuje investicije ⁽²⁾	v % BDP-ja	5,7	5,9	2,7	6,9	2,6

Opombe: (1) po prejetih donacijah (2) neto prilivi

Viri: Transition Report 2004 (EBRD 2004: 116-117); The Viena Institute for International Economic Studies (Portal WIIWc, 05.08.2005); International Financial Statistics, April 2005 (IMF 2005: 302-305); Candidate Countries' Economies Quarterly (European Commission 2005b, 28.08.2005); Portal HNBa (18.07.2005); lastni izračuni.

Tabela 6: SRBIJA IN ČRNA GORA – izbrani makroekonomski indikatorji za obd. 2000-2004

Leto		2000	2001	2002	2003	2004
Realna stopnja rasti BDP-ja	v %	5,0	5,5	4,0	3,0	5,0
Inflacija – povp.letna stopnja	v %	70,0	92,5	21,5	11,6	9,5
Stopnja nezaposlenosti	v % delovne sile	27,0	28,0	29,0	30,0	34,0
Fiskalni deficit	v % BDP-ja	-0,9	-1,4	-4,5	-4,2	-3,1
Trgovinski deficit	v % BDP-ja	-20,8	-24,5	-24,9	-24,3	-24,8
Saldo tekočega računa ⁽¹⁾	v % BDP-ja	-3,9	-4,6	-8,8	-10,2	-11,6
Zunanji dolg	v % BDP-ja	132	103	73	69	55
	v % izvoza blaga in storitev	448	436	365	360	280
Neposredne tuje investicije ⁽²⁾	v % BDP-ja	0,3	1,4	3,5	5,8	2,0

Opombe: (1) po prejetih donacijah (2) neto prilivi

Viri: Transition Report 2004 (EBRD 2004: 172-173); The Viena Institute for International Economic Studies (Portal WIIWe/f, 05.08.2005); European Commission (Grasmann 2004: 69); Portal IMFb: Economic and Financial Indicators 2001-05 (IMF 2005, 11.08.2005); lastni izračuni.

PRILOGA 2: Gibanje plačilne bilance Hrvaške v obdobju 2000-2004

Tabela 7:

HRVAŠKA – Plačilna bilanca v obdobju 2000-2004, v mio USD (razen če je označeno drugače)

Leto	2000	2001	2002	2003	2004
TEKOČI RAČUN	-470,6	-727,4	-1.916,6	-2.071,9	-1.641,3
v % BDP	- 2,5	- 3,7	- 8,7	- 6,9	- 4,6
Blago	-3.203,1	-4.100,8	-5.648,3	-7.908,0	-8.346,3
Izvoz blaga	4.567,2	4.759,3	5.003,9	6.308,0	8.208,2
Uvoz blaga	-7.770,2	-8.860,0	-10.652,2	-14.216,0	-16.554,5
Storitve	2.249,2	2.934,7	3.168,0	5.653,0	5.993,6
Izvoz storitev	4.070,9	4.883,9	5.582,4	8.634,7	9.619,5
Uvoz storitev	-1.821,7	-1.949,2	-2.414,4	-2.981,8	-3.625,8
Dohodki	-397,1	-544,8	-526,7	-1.223,9	-771,6
Prejemki	343,5	422,9	433,2	502,9	804,1
Izdatki	-740,6	-967,6	-960,0	-1.726,9	-1.575,7
Tekoči transferji	880,5	983,4	1.090,4	1.407,0	1.483,0
Prejemki	1.098,2	1.192,7	1.375,0	1.741,4	1.971,7
Izdatki	-217,8	-209,3	-284,6	-334,4	-488,7
KAPITALSKI IN FINANČNI RAČUN	1.155,1	934,9	2.621,3	3.466,4	2.915,5
KAPITALSKI RAČUN	20,6	133,6	443,4	83,9	28,5
FINANČNI RAČUN (brez rezerv)	1.761,5	2.169,8	2.863,5	4.783,1	2.955,3
Neposredne naložbe	1.082,6	1.183,2	674,2	2.025,1	897,9
Domače v tujini	-2,6	-154,5	-538,7	-107,8	-344,9
Tuje na Hrvaškem	1.085,3	1.337,7	1.212,8	2.132,9	1.242,8
Naložbe v vrednostne papirje	707,6	601,1	-439,2	964,4	260,6
Terjatve	-22,7	-129,3	-626,5	143,9	-948,3
Obveznosti	730,3	730,4	187,3	820,4	1.208,9
Ostale naložbe	-28,7	385,5	2.628,6	1.793,6	1.796,8
Terjatve	-966,0	360,4	357,5	-2.526,6	-522,0
Obveznosti	937,2	25,1	2.271,1	4.320,1	2.318,9
NETO NAPAKE IN IZPUSTITVE	-684,6	-207,4	-704,7	-1.394,5	-1.274,2
MEDNARODNE DENARNE REZERVE	-627,0	-1.368,6	-685,6	-1.400,6	-68,2

Viri: Portal HNBb: Balance of payments – summary (05.07.2005); Balance of Payments Statistics Yearbook (IMF 2004: 231-237).

PRILOGA 3: Gibanje plačilne bilance Srbije (SČG) v obdobju 2000-2004

Tabela 8:

SRBIJA (SČG) – Plačilna bilanca v obdobju 2000-2004, v mio USD (razen če je označeno drugače)

Leto	2000	2001	2002	2003	2004
TEKOČI RAČUN	-323	-354	-1,434	-1,757	-2,922
v % BDP	-3,9	-4,6	-8,8	-10,2	-11,6
Blago	-1,772	-2,540	-3,539	-4,618	-7,047
Izvoz blaga	1,558	1,721	2,075	2,855	3,897
Uvoz blaga	-3,330	-4,261	-5,614	-7,473	-10,944
Storitve	161	417	267	289	405
Izvoz storitev	454	740	839	1,007	1,487
Uvoz storitev	-293	-323	-572	-718	-1,082
Dohodki	-1	-26	-96	-208	-216
Prejemki	53	48	62	69	80
Izdatki	-54	-74	-158	-277	-296
Tekoči transferji	1,018	1,204	1,438	2,304	3,411
Prejemki	1,302	1,578	1,808	2,712	4,006
Izdatki	-248	-374	-370	-408	-595
Uradni transferji (donacije)	271	591	496	476	525
KAPITALSKI IN FINANČNI RAČUN	363	843	2,055	2,595	3,170
KAPITALSKI RAČUN	0	0	0	0	0
FINANČNI RAČUN	363	843	2,055	2,595	3,170
Neposredne naložbe (neto)	50	165	475	1,360	966
Srednjeročni in dolgoročni krediti (neto)	234	220	690	991	1,537
Črpanje	377	253	755	1,195	2,149
Odplačila	-143	-33	-65	-204	-612
Kratkoročni krediti in depoziti (neto)	30	73	158	66	394
Drugo (neto)	49	659	876	280	289
Komercialne banke (neto)	0	-274	-144	-102	-16
NETO NAPAKE IN IZPUSTITVE	187	2	490	432	446
MEDNARODNE DENARNE REZERVE	-227	-491	-1,111	-1,270	-694

Vir: Statistical Bulletin May 2005 (NBS 2005: 48-54).