

1 Odprto gospodarstvo

1.1 Motivacija in statistične kategorije

Sodobne države so močno vpete v mednarodno okolje. Interakcije narodnega gospodarstva s tujino smo doslej zanemarjali, vendar pa se jim ne smemo izogniti glede na to, da je osrednji cilj makroekonomije razumevanje sodobnih gospodarstev. Slovenija se uvršča med majhna odprta gospodarstva. Majhnost pomeni, da so pogoji trgovanja v veliki meri določeni eksogeno, v tujini in na njih ne moremo vplivati. Velika gospodarstva, npr. ZDA in Kitajska, lahko že zaradi svoje velikosti vplivajo na pogoje trgovanja. Na primer, cene dobrin so v majhnem gospodarstvu določene, ker slovenski proizvajalci predstavljajo zanemarljiv delež v svetovni proizvodnji, medtem ko jih države kot so ZDA ali Nemčija v veliki meri določajo. Velike države lahko v času visoke rasti vplivajo na lastno ohlajanje tako, da na primer dvignejo cene ključnih surovin, ki negativno vplivajo na gospodarsko rast.

Slovenija velja za odprto gospodarstvo, kar pomeni, da so mednarodne transakcije dopuščene in da so ovire relativno majhne. Na primer, slovenski izvoz in uvoz nista podvržena različnim oviram. Delno gre za posledico dejstva, da je Slovenija obkrožena z drugimi gospodarstvi (nizki transportni stroški), delno pa gre za to, da pogoji menjave niso podvrženi carinskim in necarinskim oviram. (To velja za trgovino z drugimi državami EU.) Odprtost gospodarstva pa se poleg mednarodnega pretoka blaga in storitev nanaša tudi na mednarodne finance.

V mednarodnem okviru ločimo dve ključni skupini transakcij: trgovino z blagom in storitvami in pa mednarodne finance. To sta dve ključni kategoriji, ki tvorita plačilno bilanco. Računovodska in dandanes tudi makroekonomska izraza sta tekoči račun in kapitalsko-finančni račun. Na tekočem računu je mednarodna trgovina z blagom in storitvami pretežni del. Izvoz blaga in storitev je odraz tujega povpraševanja po domačem blagu oziroma storitvah in cenovno konkurenčnost domače ponudbe blaga in storitev. Uvoz pa odraža, nasprotno, domače povpraševanje po tujem blagu in storitvah ter tujo ponudbo blaga in storitev.

Poglejmo si strukturo plačilne bilance skozi aktualne podatke za Slovenijo. Tabela 1 spodaj razkriva, da je v letu 2007 slovenski izvoz dosegel 23.893 mld. evrov, kar je 71.2% BDP, uvoz pa 24.517 mld. evrov ali 73.1% BDP. Tako visoki deleži so značilnost majhnih odprtih gospodarstev. V velikih (odprtih) gospodarstvih so deleži izvoza in uvoza v BDP bistveno manjši. Na primer, v Italiji je delež izvoza in uvoza približno 20% BDP, v Veliki Britaniji je okrog 19%, v ZDA pa skromnih 7%. Slovenija ima bistveno višji delež zaradi liberalizacije mednarodnih tokov blaga v Sloveniji v smislu odprave carinskih in necarinskih omejitev mednarodni trgovini (carina je davek na uvožene dobrine, ki draži uvožene dobrine), kot tudi relativne majhnosti Slovenije (kar

preprečuje slovenskim podjetjem, da bi dosegala ekonomije obsega s prodajo zgolj na domačem trgu) in pa bližine drugih večjih gospodarstev (kar znižuje predvsem transportne stroške za uvoz dobrin).

Bolj podroben pogled pokaže, da je pretežni del izvoza ustvarjen z izvozom blaga (19.8 mld. evrov), del tega pa tudi s storitvami (4.12 mld. evrov), predvsem s turizmom (1.6 mld. evrov). Na uvozni strani so številke bolj ali manj primerljive. Struktura uvoza pa je nekoliko drugačna, saj se uvozi za skoraj 21.4 mld. blaga in pa nekoliko manj kot 3.1 mld. evrov storitev. Primanjkljaj na trgovinski bilanci se torej pokriva s presežkom na storitveni bilanci. Bralec naj bo torej pozoren na izrazoslovje. Tradicionalno se je **trgovinska bilanca** nanašala zgolj na razliko med izvozom in uvozom blaga. **Bilanca blaga in storitev** pa je razlika med izvozom in uvozom blaga in storitev. Vendar pa je v makroekonomiji terminologija pogosto nenatančna, saj se za trgovinsko bilanco (angl. trade balance, akronim TB) šteje kar bilanca blaga in storitev, ker je običajno trgovina s storitvami bistveno manjša kot trgovina z blagom. Razlog je predvsem v naravi storitev, ki so tipično netrgovane.¹

Preden nadaljujemo z drugimi postavkami tekočega računa, pa si pogledjmo še strukturo izvoza in uvoza blaga po regijah in njeno dinamiko v času. V letu 2005 je največji delež v izvozu zavzela Evropska unija s 67.7% celotnega izvoza, delež celotnega uvoza pa je 80.9%. V trgovini z blagom EU imamo tako primanjkljaj, ki je v istem letu znašal kar 3.0 mld. evrov. Med posamičnimi državami pa imajo največji delež v celotni trgovini Nemčija (izvoz predstavlja 20.0% celotnega izvoza; uvoz predstavlja 20.0% celotnega izvoza; primanjkljaj je 300 mln. evrov), Italija (izvoz: 12.6%, uvoz: 19.1%; primanjkljaj 1200 mln. evrov), Avstrija (izvoz: 8.0%, uvoz: 12.3%) ter Francija (izvoz: 8.2%, uvoz: 7.4%; izravnana bilanca trgovine z blagom). Delež izvoza in uvoza blaga v in iz EU se je najprej hitro povečeval (v obdobju 1992-1999), nato se je zniževal do leta 2003. Po vstopu Slovenije in drugih centralno evropskih in severnih držav, pa je prišlo do skoka v trgovini s temi državami. K temu je pripomoglo več dejavnikov. Najpomembnejši je, da so nekatere države, ki prej niso bile članice (npr. Češka, Slovaška, Poljska, Madžarska, Estonija, itd.), sedaj članice, tako da se izvoz v te države šteje kot izvoz v EU. Poleg tega pa morajo po novem uvozniki na trge bivše Jugoslavije (Hrvaška, Bosna in Hercegovina ter Srbija in Črna gora) iz Slovenije ponovno plačevati carino, kar zvišuje cene slovenskega blaga na teh trgih in posledično zmanjšuje konkurenčnost na teh trgih. Slika 1 prikazuje zgodnje obdobje dinamike izvoza po trgih.

¹Turizem vključuje izdatke tujcev pri nas, kar pomeni, da vključuje tudi nakupe dobrin pri nas (npr. bencin, hrana v trgovinah). Ker takšnih podatkov običajno nimamo, se ta trgovina ocenjuje posredno preko spremljanja transakcij v bančnem sistemu in menjav v menjalnicah.

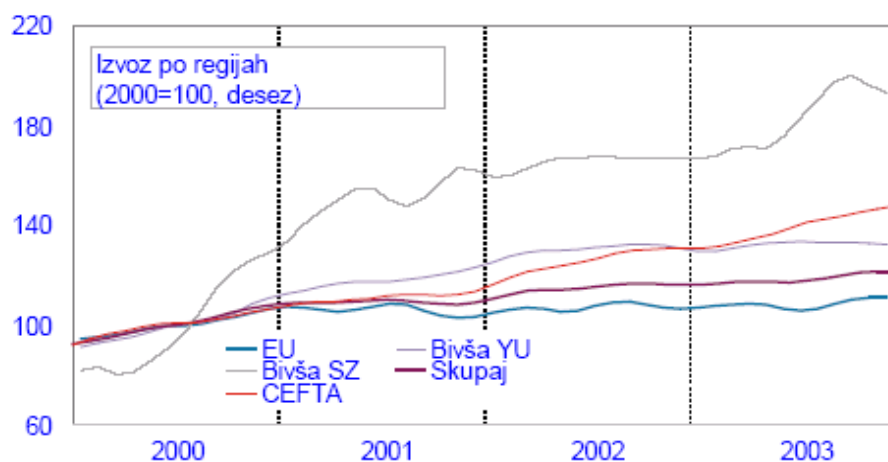
Plačilna bilanca	zadnjih			2008	2008
	2006	2007	12 mes.	jan.-jan.	jan.
<i>tokovi v mio EUR</i>					
Tekoči račun	-857	-1.641	-1.867	-259	-259
<i>v % BDP</i>	-2,8	-4,9	-5,5	...	...
Blago in storitve	-285	-624	-768	-128	-128
<i>v % BDP</i>	-0,9	-1,9	-2,3	...	...
<i>Koef. odprtosti</i>	135	144	145	145	...
Izvoz	20.478	23.893	24.057	1.934	1.934
<i>v % BDP</i>	67,3	71,2	71,3	...	...
Blago	17.028	19.777	19.931	1.624	1.624
Storitve	3.449	4.116	4.126	310	310
- Turizem	1.425	1.619	1.618	94	94
- Transport	1.057	1.256	1.277	110	110
Uvoz	-20.763	-24.517	-24.824	-2.062	-2.062
<i>v % BDP</i>	-68,2	-73,1	-73,6	...	...
Blago	-18.179	-21.441	-21.688	-1.802	-1.802
Storitve	-2.584	-3.075	-3.136	-260	-260
- Turizem	-772	-803	-804	-46	-46
- Transport	-602	-731	-752	-66	-66
Dohodki od dela	117	55	52	6	6
Dohodki od kap.	-515	-780	-805	-76	-76
Tekoči transferi	-173	-292	-346	-61	-61
<i>letne stopnje rasti</i>					
Izvoz blaga in storitev	15,4	16,7	15,8	9,3	9,3
Uvoz blaga in storitev	15,9	18,1	17,7	17,5	17,5
Izvoz blaga	16,6	16,1	15,6	10,5	10,5
Uvoz blaga	16,3	17,9	17,3	15,9	15,9
Izvoz storitev	9,8	19,3	16,9	3,4	3,4
Uvoz storitev	12,7	19,0	20,3	30,2	30,2

Vir: Banka Slovenije

Slika 1: Plačilna bilanca v Sloveniji, 2006-2008

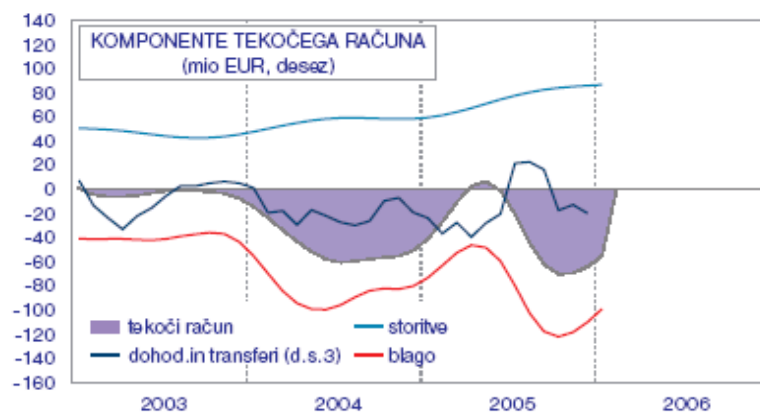
Vrnimo se ponovno k Tabeli 1, ki prikazuje tekoči račun plačilne bilance. V njej lahko najdemo poleg trgovine z blagom in storitvami še dohodke od dela (plače, ostali prejemki povezani z delom) in kapitala (dividende, obresti, najemnine, itd.) ter tekoče transfere (npr. pokojnine, državne pomoči, donacije,..). Zneski navedeni v tej tabeli so neto zneski, kar pomeni da gre za razliko med dohodki oziroma transferi, ki jih slovenski rezidenti prejemo iz tujine (knjiži se kot pozitivna vrednost, ker gre za pritek deviz) in dohodki oziroma transferi, ki jih tuji državljani prejemo iz Slovenije. Iz teh je razvidno, da slovenski rezidenti iz tujine prejemo več dohodkov od dela kot tuji zaslužijo pri nas. To je lahko posledica dveh razlogov: i) več Slovencev dela v Sloveniji kot pa tujcev v Sloveniji in ii) slovenski rezidenti zaslužijo v tujini v povprečju več kot tuji pri nas. Na drugi strani pa so dohodki od kapitala, ki jih tuji rezidenti (med njih uvrščamo tudi multinacionalna podjetja) zaslužijo v Sloveniji večji od dohodkov, ki jih Slovenci zaslužijo v tujini.

Sedaj pa si še pogledajmo, kaj se je dogajalo z različnimi komponentami tekočega računa. V Slikah 3 in 4 so te komponente prikazane na mesečni ravni. Kot vidimo je bilanca storitev relativno stabilna v času, volatilna je predvsem trgovinska bilanca, delno pa tudi dohodki in

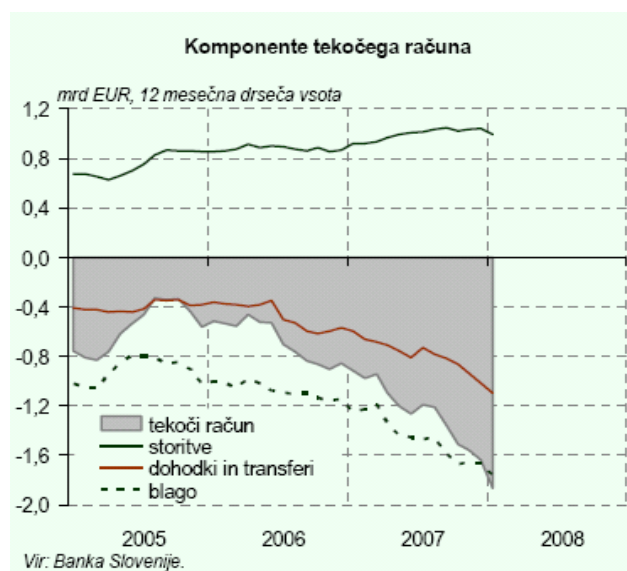


Slika 2: Rast izvoza Slovenije po regijah, 2000-2003, Vir: Bilten Banke Slovenije

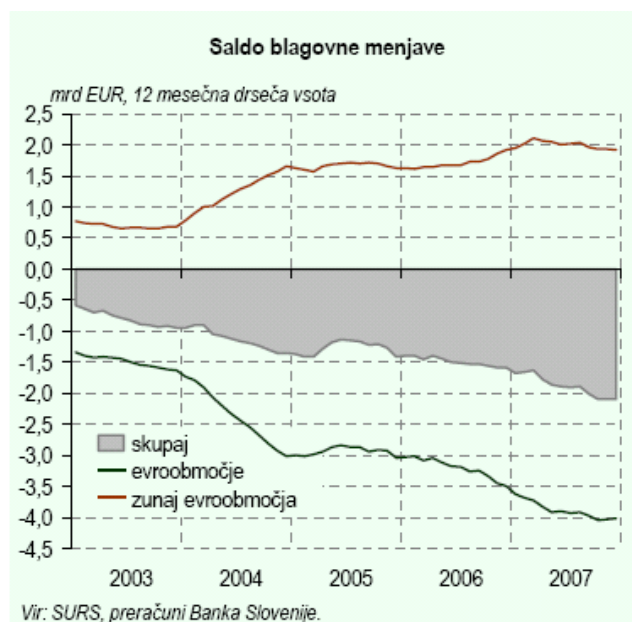
storitve. Trgovinska bilanca je v zadnjem času zašla v večji primanjkljaj, saj se je primanjkljaj v trgovini z blagom povečeval. Slika 4 prikazuje zadnje obdobje, ki kaže znantno poslabšanje. Slika 5 prikazuje strukturo salda blagovne menjave po regijah in kaže, da Slovenija z evro območjem vztrajno povečuje primanjkljaj in povečuje presežek z drugimi državami (predvsem države bivše Jugoslavije).



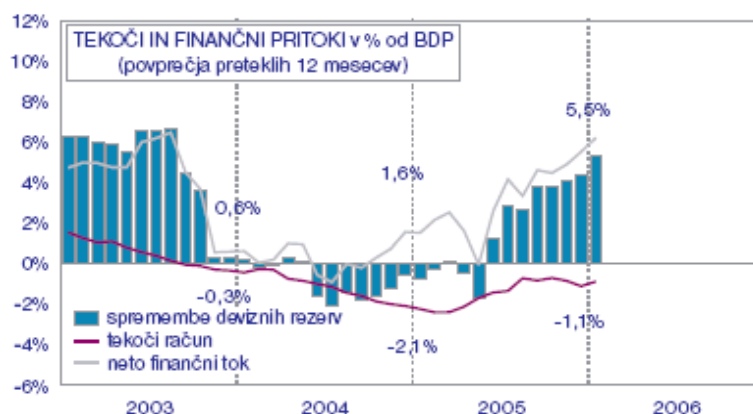
Slika 3: Komponente tekočega računa v Sloveniji, 2003-2005



Slika 4: Komponente tekočega računa v Sloveniji, 2005-2008



Slika 5: Struktura salda blagovne menjave v Sloveniji, 2003-2007



Slika 6: Tekoči in finančni pritoki ter spremembe deviznih rezerv pri BS (Vir: Bilten Banke Slovenije)

Drugi del plačilne bilance je **kapitalsko-finančni račun**, ki je (poenostavljeno) prikazan v Tabeli 7. Kapitalsko-finančni račun vključuje kapitalski in finančni račun. Kapitalski račun (v tabeli označeni kot kapitalski tokovi). V tej postavki so vključene prodaje in nakupi zemlje in nematerialnih lastninskih pravic (patenti, licence, avtorske pravice, blagovne znamke, itd). Na strani terjatev gre za odlive deviz v tujino (nakupe v tujini), na strani obveznosti pa za prilive deviz iz tujine (prodaje v tujino).

Finančni račun zajema vse finančne transakcije. Neto finančne transakcije, ki jih bomo podrobneje razložili kažejo, da smo imeli v Sloveniji v letih 2006 in 2007 velike neto finančne pritoke. V tabeli ločimo tri skupine agentov: i) zasebni sektor, ii) državo in iii) Banko Slovenije.

Za zasebni sektor imamo poleg kapitalskih transferov še neposredne naložbe (NN), portfeljske naložbe v vrednostne papirje (VP), komercialne kredite, posojila in gotovino in vloge.

1. **Neposredne naložbe** (v Tabeli 7 so označene z NN) so finančni tokovi med povezanimi podjetji. Gre za nakupe oziroma prodaje domačih in tujih podjetij med rezidenti in tujci, pri čemer je pomembno to, da ima investitor interes upravljanja podjetij oziroma ima možnost upravljanja. Kriterij da se naložba v vrednostne papirje šteje med neposredne naložbe je vsaj 10% delež navadnih delnic. V plačilno bilanco beležimo transakcije, ki se zgodijo v enem letu, kar pomeni, da nas v primeru enega leta zanima za koliko so se neposredne naložbe Slovencev v tujini in tujcev v Sloveniji spremenile. Ti dve postavki sta prikazani posebej. Opozorilo! Posojila med povezanimi podjetji, torej tistimi z več kot 10% lastništvom se štejejo med neposredne naložbe. Prav tako to velja za zadržane dobičke, ki pa so po računovodskih standardih del lastniškega kapitala. Iz tabele je razvidno, da je bil v letu 2007 obseg neposrednih naložb v obe smeri približno enak (1.065 milijarde evrov).
2. **Naložbe v vrednostne papirje** so naslednja postavka v finančnem računu plačilne bilance. Gre za nakupe lastniških vrednostnih papirjev (manj kot 10 % navadnih delnic posameznih podjetij) in dolžniške vrednostne papirje (obveznice podjetij in države), s katerimi se trguje na organiziranih finančnih trgih. Ponovno ločimo spremembe, ki se nanašajo na lastništvo Slovencev v tujini in spremembe, ki se nanašajo na spremembe lastništva tujcev v Sloveniji. Spremembe naložb v vrednostne papirje Slovencev v tujini so v letu 2007 znašale -3694 mln. evrov, kar pomeni da smo neto povečali količino vrednostnih papirjev 3.7 milijard evrov. Nasprotno pa so se spremembe naložb v vrednostne papirje tujcev v Sloveniji povečale za 94 mln. evrov. Iz tega lahko sklepamo, da Slovenci kupujemo tuje vrednostne papirje bolj kot pa tujci kupujejo domače vrednostne papirje. Kot bomo videli v nadaljevanju, je takšen razvoj smiselen, saj so trgi, kot imajo hitro rastoči trgi, npr. Indija in Kitajska pa tudi vzhodna Evropa ter balkanski trgi, višje stopnje donosnosti.

Finančni in kapitalski račun	2006		2007		zadnjih 12 mes.		jan.-jan.	
	2006	2007	2007	2008	2007	2008	2007	2008
<i>tokovi v mio EUR</i>								
1. Zasebni sektor	-574	-2.095	300	-2.144	252			
Terjatve	-5.059	-8.942	-6.956	-1.762	224			
Kapitalski transferi	-331	-369	-370	-12	-13			
NN v tujini	-718	-1.065	-994	-103	-32			
Naložbe v VP	-2.094	-3.694	-2.555	-1.099	39			
Komerčni krediti	-435	-434	-482	-25	-74			
Posojila	-733	-1.808	-1.622	-18	167			
Gotovina in vloge	-747	-1.571	-931	-504	137			
- Prebivalstvo	-809	-710	-792	47	-35			
- Banke	37	-870	-231	-466	174			
- Podjetja	25	9	92	-85	-2			
Obveznosti	4.485	6.846	7.256	-382	28			
Kapitalski transferi	159	182	190	10	19			
Tuje NN	512	1.065	1.177	19	131			
Naložbe v VP	176	94	-3	39	-59			
Komerčni krediti	468	519	624	-171	-66			
Posojila	2.179	3.804	3.757	147	100			
- podjetja	736	450	386	104	40			
- banke	1.443	3.355	3.371	44	60			
Vloge pri bankah	991	1.182	1.511	-427	-97			
2. Država	382	889	889	-23	-23			
3. Banka Slovenije	1.287	3.639	1.610	1.993	-36			

Vir: Banka Slovenije.
Predznaki: pritoki oz. povečanje obveznosti (+), odtoki oz. povečanje terjatev (-).

Slika 7: Kapitalsko-finančni račun Slovenije (glavne postavke)

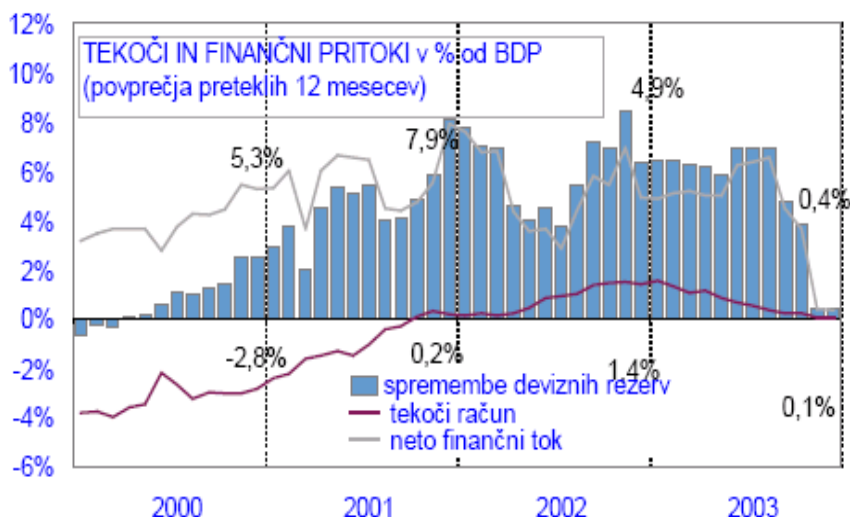
- Kratkoročni komercialni krediti** so naslednja postavka v finančnem računu. Kratkoročni komercialni krediti so krediti domačih podjetij dani tujim podjetjem ob izvozu dobrin in krediti tujih podjetij dani domačim uvoznikom ob uvozu dobrin. Dani krediti tujcem ob izvozu so terjatve in imajo negativno vrednost. Prejeti krediti domačih podjetij ob uvozu so obveznost in imajo pozitivno vrednost.
- Posojila** vključujejo dana in prejeta posojila različnih sektorjev (bank, države in gospodinjstev in podjetij). Iz tabele je razviden relativno velik obseg, saj gre za enega od najpomembnejših elementov.
- Zadnja postavka so gotovina in vloge bank in ostalih sektorjev, ki se obravnavajo na enak način kot ostale postavke. Če gre za povečanje držanja teh finančnih oblik s strani domačih sektorjev.

Iz neto postavk je razvidno, da so največji prilivi deviz (povečanje obveznosti) povezani z državo in Banko Slovenije, medtem ko je pri privatnem sektorju smer nasprotna, saj so se terjatve povečale bolj kot obveznosti.

Tokovi v mio EUR	zadnjih			jan. - jan.	
	2004	2005	12 mes.	2005	2006
1. Tekoči račun	-544	-301	-237	4	67
2. Neto finančni tok	411	1.506	1.699	-57	136
- v % BDP	1,6	5,5	6,2	...	...
v tem: zunanji dolg (oc.)	2.273	4.114	4.405	103	394
3. Devizne rez.(1+2)	133	-1.205	-1.462	53	-203
- BS	239	-283	-441	-83	-241
- Banke	-106	-922	-1.021	136	38
4. Zasebni sektor	628	2.186	2.438	-160	92
Terjatve	-2.570	-2.648	-2.685	-211	-249
Kapitalski transferi	-247	-277	-279	-8	-10
NN v tujini	-442	-453	-501	-38	-86
Naložbe v VP	-483	-649	-673	-44	-69
Komercialni krediti	-238	-225	-193	-82	-51
Posojila	-277	-377	-394	3	-14
Prebivalstvo	-756	-600	-586	-63	-49
Obveznosti	3.200	4.836	5.122	53	338
Kapitalski transferi	132	140	142	12	14
Tuje NN	662	427	402	-14	-39
Naložbe v VP	263	327	400	21	93
Komercialni krediti	207	237	212	-51	-76
Posojila	1.668	2.669	2.797	-3	125
- podjetja	705	297	374	-12	65
- banke	963	2.372	2.423	8	60
Vloge pri bankah	236	1.012	1.171	94	254
5. Država	-231	-372	-331	-10	31

Slika 8: Kapitalsko-finančni račun Slovenije (glavne postavke), 2004-2005

Na koncu pa si še pogledjmo dinamiko neto finančnih pritokov zasebnega sektorja (torej brez postavke centralne banke) in tekočega računa na mesečni ravni. Slika 3 nam razkriva, da so bili neto finančni pritoki bolj ali manj vselej pozitivni, vrednosti pa so bile razmeroma velike v primerjavi s tekočim računom. Odtod ne preseneča dejstvo, da so bile intervencije centralne banke na deviznih trgih tako velike, saj so kupovale velike presežke deviz na finančnih trgih.



Neto finančni in tekoči račun Slovenije, 2000-2003 (Vir: BS)

1.2 Opredelitve ključnih analitičnih kategorij

Kategorije, ki smo jih doslej obravnavali računovodsko, bomo sedaj opredelili makroekonomsko. Začnimo s tekočim računom plačilne bilance. Ugotovili smo, da je za Slovenijo najpomembnejši element tekočega računa bilanca blaga in storitev, ki jo bomo označevali s TB (v angleščini kratica za trade balance, kar pa je ožji pojem kot bilanca blaga in storitev)². **Bilanca blaga in storitev** je povsem enaka **neto izvozu**, ki ga bomo označevali z NX . Torej vedno velja, da je $TB = NX$! Razlika v oznakah je le v tem, da ponavadi trgovinsko bilanco obravnavamo v drugačnem analitičnem okviru kot neto izvoz. Čeprav ni potrebno posebej poudarjati, je trgovinska bilanca oziroma neto izvoz razlika med izvozom blaga in storitev in uvozom blaga in storitev, torej je $TB = X - Z$, pri čemer X označuje izvoz, Z pa uvoz.

Tekoči račun, ki ga bomo označevali s TR , pa bo v stiliziranem makroekonomskem svetu, v katerem zanemarjamo manj pomembne postavke (čeprav morda ne povsem upravičeno v luči števil iz Tabele 1) kot vsoto bilance blaga in storitev, TB , in donosov od naložb kapitala v tujini. Naj bo neto obseg naložb v tujini označen z B^* (ponovno si predstavljajmo poenostavljen svet, kjer imamo le obveznice, ostale vrednostne papirje pa zanemarimo), obrestna mera pa je označena z r . Torej velja, da je tekoči račun v letu t enak

$$TR_t = TB_t + rB_{t-1}^* = X_t - Z_t + rB_{t-1}^*.$$

S tem smo zanemarili, da so v tekočem računu še dohodki od dela in tekoči transferi. Takšna

²Ker so storitve manj trgovane kot blago, so mednarodni tokovi povezani s trgovino storitev v makroekonomski analizi pogosto zanemarjeni. Ker bi bila za Slovenijo to premočna predpostavka, pa bomo mi uporabljali standardno oznako TB kar za bilanco blaga in storitev in ne le trgovinsko bilanco.

predpostavka je običajna, saj so tokovi dohodkov kapitala večji od ostalih dveh postavk. Pogled v Tabelo 1 pa razkriva, da je temu tako tudi v Sloveniji.

B^* je neto obseg naložb v tujini ali neto stog terjatev (razlika med terjatvami in obveznostmi), ki jih imajo vsi rezidenti (podjetja, gospodinjstva, država, centralna banka) neke države do tujine. B^* se imenuje tudi **neto zunanja (mednarodna) investicijska pozicija** (angl. net international investment position). Pozorni bralec je opazil, da se nismo obremenjevali s tem v kateri valuti je izražena neto zunanja pozicija, ker je svet v tem delu realen in ne nominalen! Terjatve in obveznosti so lahko v obliki tuje gotovine, depozitov v tuji valuti v tujini, obveznic tujih zakladnic, delnic, itd. Neto zunanja investicijska pozicija vključuje tudi spremembe v mednarodnih denarnih rezervah centralne banke. Sprememba neto zunanje investicijske pozicije je tudi enaka tekočemu računu

$$TR_t = B_t^* - B_{t-1}^*.$$

Kaj nam ta enačba pove? Pove nam, da npr. presežek na tekočem računu mora biti enak povečanju neto zunanje investicijske pozicije. Povedano drugače, če več izvozimo kot uvozimo skupaj z ostalimi faktorskimi dohodki (obrestmi), potem ta presežek deviz naložimo v tujini v obliki nekih naložb. Čeprav smo v finančnem računu plačilne bilance vključevali postavke kot so neposredne naložbe, naložbe v vrednostne papirje, komercialne kredite, posojila podjetjem, bankam, gospodinjstvom in državi in pa spremembe mednarodnih deviznih rezerv, bo sedaj $B_t^* - B_{t-1}^*$ odražala spremembe vseh teh postavk oziroma je kar enaka negativni vrednosti **finančnega računa plačilne bilance!** Očitno je takšna analiza bistveno bolj enostavna, saj ne ločimo različnih agentov in vrst naložb, ki so sicer morda pomembne. Posebej pa velja poudariti, da je v B^* tudi obseg mednarodnih deviznih rezerv centralne banke, saj je centralna banka eden izmed agentov. (Seveda je centralna banka agent, ki v primerih pogostih presežkov deviz le-te kupuje na trgih in jih potem nalaga v različne vrednostne papirje z namenom vplivanja na devizni tečaj.)

Poglejmo si še dinamiko neto zunanje investicijske pozicije Slovenije od leta 1994 do leta 2002, ki je povzeta v Tabeli 3. Iz nje je razvidno, da se je od leta 1994 do 2002 neto zunanja investicijska pozicija poslabšala za približno 2 mld. evrov. Sicer pa so se povečale vse kategorije tako na strani imetij (terjatev) do tujcev kot tudi obveznosti. Med pomembnejše postavke med imetji sodi povečanje rezerve Banke Slovenije (za skoraj 6 mld. evrov), kar odraža njeno tečajno politiko, delno pa tudi povečanje slovenskih neposrednih naložb (predvsem v državah bivše Jugoslavije). Na drugi strani pa gre za povečanje neposrednih naložb tujcev za skoraj 3 mld. evrov, pa tudi povečanja ostalih naložb, med katerimi so se povečala dolgoročna posojila

domačim podjetjem in gospodinjstvom.

Tabela 3: Neto zunanja investicijska pozicija Slovenije (mln. evrov)

Postavka	1994	1998	2002
B^*	600	-842	-1398
Imetja	4830	7210	13083
Neposredne naložbe v tujini	289	543	1417
Naložbe v vrednostne papirje	51	34	311
Ostale naložbe	3269	3529	4574
Rezervna imetja (BS)	1222	3104	6781
Obveznosti	4230	8052	14481
Neposredne naložbe tujcev v Sloveniji	1081	2369	3918
Naložbe v vrednostne papirje	72	1213	2095
Ostale naložbe	3077	4470	8468

Vir: Bilten Banke Slovenije

Nenazadnje pa lahko opredelimo tudi **plačilno bilanco**, BP , ki je enaka vsoti tekočega računa in finančnega računa

$$BP_t = TR_t + KFR_t = TB_t + r_t B_{t-1}^* - (B_t^* - B_{t-1}^*).$$

Očitno je, da mora biti plačilna bilanca vedno izravnana, torej enaka 0! To sledi iz definicije, saj B^* vključuje tudi mednarodne denarne rezerve centralne banke. Pozorni bralec je opazil, da je sprememba neto investicijske pozicije knjižena z negativnim predznakom. Razlog je seveda v tem, da je povečanje neto zunanje investicijske pozicije odtok deviz - zato z negativnim predznakom!

Opredelimo pa še makroekonomske agregate BDP in BND , torej bruto domači proizvod in bruto nacionalni dohodek. Bruto domači dohodek bomo označevali z Y , drugega pa s Q . Razlika med njima je v faktorskih dohodkih. Ker pa v naši analizi upoštevamo le dohodke kapitala, je razlika med njima le v dohodkih kapitala

$$Q_t = Y_t + r_t B_{t-1}^*.$$

1.3 Povezava med individualnimi proračunskimi omejitvami in narodnogospodarsko proračunsko omejitvijo

Vzemimo za izhodišče individualno proračunsko omejitev gospodinjstva v obdobju t in označimo tega agenta z indeksom j . V poglavju z investicijami smo potrošniku dali na razpolago dve možnosti: (i) prihranke investira v fizične investicije ali pa (ii) prihranke naloži v obveznice (oziroma neko obliko finančnih naložb), ki so lahko v odprtem gospodarstvu tako domače kot tuje. Bralec je opazil, da zanemarjamo denar kot alternativno obliko naložb. Ponovimo to omejitev:

$$b_1^j = b_0^j(1 + r) + y_1^j - c_1^j - i_1^j.$$

Pri tem sta b_0^j in b_1^j neto finančno premoženje oziroma prihranki, ki jih drži gospodinjstvo v trenutkih 0 in 1, y_1 je dohodek, ki ni od obresti, c_1 je potrošnja in i_1 so investicije. r je realna obrestna mera. Pri tem bomo investicije označevali z *inv* namesto i kot doslej v izogib zmešnjavi. Preoblikovana zgornja omejitev je tako:

$$b_1^j = b_0^j(1 + r) + y_1^j - c_1^j - inv_1^j.$$

Pri tem je potrebno poudariti, da gre pri b za neto vrednost prihrankov oziroma neto finančno premoženje, ki ga drži gospodinjstvo v trenutku t , ne glede na to ali gre za domače vrednostne papirje. S seštetjem teh omejitev za vse posameznike (od 1 do N) dobimo naslednjo enačbo:

$$\sum_{j=1}^N b_1^j = \sum_{j=1}^N b_0^j(1 + r) + \sum_{j=1}^N y_1^j - \sum_{j=1}^N c_1^j - \sum_{j=1}^N inv_1^j.$$

Vsota vseh neto finančnih premoženj se sešteje v vsoto vseh neto terjatev do tujcev, kar bomo označili z B_1^* in imenovali neto zunanja investicijska pozicija. Zvezdica bo označevala neto terjatve do tujine. Do takšnega sklepa pridemo zlahka. Najprej si zamislimo, da imamo v gospodarstvu zgolj dva posameznika, ki imata med seboj dolžniško-upniški odnos. To pomeni, da je $b_1^1 + b_1^2 = 0$, saj je dolg prvega enak terjatvi drugega posameznika. Če imamo N posameznikov in nihče od njih nima terjatev ali obveznosti do tujcev je $\sum_{j=1}^N b_1^j = 0$. Zato je v primeru odprtega gospodarstva, ko lahko držimo prihranke v obliki tujih vrednostnih papirjev, vsota vseh neto terjatev domačih rezidentov enaka neto terjatvam do tujcev. Kot rečeno, te neto terjatve do tujcev imenujemo neto zunanjo investicijsko pozicijo. Kar velja za B_1^* , velja tudi za B_0^* . Poleg tega je vsota vseh doma ustvarjenih dohodkov enaka Y_1 - bruto domačem proizvodu, vsota vseh potrošenj je enaka agregatni potrošnji, vsota vseh investicij pa agregatnim

investicijam. To pomeni, da lahko zapišemo enačbo za neto zunanjo pozicijo kot:

$$B_1^* = B_0^*(1 + r) + Y_1 - C_1 - I_1.$$

Ker ta enačba velja za vsa obdobja, jo lahko zapišemo kot:

$$B_t^* = B_{t-1}^* + rB_{t-1}^* + Y_t - C_t - I_t.$$

V primeru, ko ni mogoče služiti dohodkov od dela v tujini in obratno, je edini faktorski dohodek povezan s kapitalom. V tem primeru je bruto nacionalni dohodek enak vsoti obresti na neto tuje vrednostne papirje in bruto domačega proizvoda. Zato lahko zgornjo enačbo prepisemo v:

$$B_t^* = B_{t-1}^* + Q_t - C_t - I_t.$$

Razlika med bruto nacionalnim proizvodom in potrošnjo je enaka varčevanju: $S_t = Q_t - C_t$. Zato je sprememba neto zunanje pozicije v dveh zaporednih obdobjih enaka:

$$B_t^* - B_{t-1}^* = S_t - I_t.$$

Že prej smo pokazali, da je sprememba neto zunanje investicije enaka tekočemu računu, zato velja, da je tekoči račun enak razliki med varčevanjem in investicijami:

$$TR_t = S_t - I_t.$$

Ta enačba razkriva pomembno dejstvo. In sicer, večje kot je varčevanje v primerjavi s tekočimi investicijami, večji bo presežek na tekočem računu in hitreje se bo povečevalo neto finančno premoženje, ki ga držijo rezidenti v tujini.

1.3.1 Narodnogospodarska medčasovna proračunska omejitev v odprtem gospodarstvu

Povezava med spremembo neto finančne pozicije in tekočim računom nam omogoča izpeljati narodnogospodarsko medčasovno proračunsko omejitev. In sicer, ker je

$$B_t^* = B_{t-1}^* + TR_t, \tag{1}$$

velja, da je tudi

$$B_{t-1}^* = B_{t-2}^* + TR_{t-1}. \tag{2}$$

Če vstavimo (2) v (1) dobimo:

$$B_t^* = B_{t-1}^* + TR_t = B_{t-2}^* + TR_{t-1} + TR_t.$$

Ta medčasovna proračunska omejitev države nam odraža pomembno značilnost. Neto zunanja investicijska pozicija danes (recimo, da se t nanaša na sedanost) je vsota začetne neto zunanje investicijske pozicije (recimo da je začetek $t - 2$) in pa tekočih računov v vmesnih obdobjih. Če nadaljujemo z nadomeščanjem B_{t-j}^* (rekurzivno substitucijo), lahko omejitev zapišemo kot:

$$B_t^* = B_0^* + TR_1 + TR_2 + \dots + TR_t. \quad (3)$$

Razlaga te enačbe je povsem enaka tisti zgoraj. Če si zamislimo, da je bila na začetku planskega obdobja, v našem primeru je to trenutek 0, neto zunanja investicijska pozicija enaka 0, torej je $B_0^* = 0$, in na koncu planskega obdobja moramo država izginiti brez dolgov, $B_t^* = 0$, nam medčasovna proračunska omejitev pove, da mora biti vsota tekočih računov v času obstoja določene države enaka 0. Ker države sicer običajno obstajajo zelo dolgo, je na tem mestu pomembno vprašanje ali lahko država bankrotira. To vprašanje sodi med vprašanja vzdržnosti dolga, ki ga bomo za državo algebraično analizirali v poglavju o javnih financah, vendar pa lahko na tem mestu povemo nekaj osnovnih značilnosti. Dejstvo je, da lahko investitorji postanejo negotovi glede poplačila prihodnjih dolgov in niso več pripravljeni financirati dodatnega dolga. Država z zelo visokim neto dolgom, ki se običajno izraža kot razmerje do bruto domačega proizvoda (B_t^*/Y_t), lahko v investitorjih vzbudi nezaupanje, da v prihodnje ne bodo mogla plačevati obresti. Čeprav je v splošnem težko napovedovati, kdaj investitorji postanejo tako nezaupljivi, je dejstvo, da manjše kot je razmerje B_t^*/Y_t , večja je verjetnost težav s servisiranjem dolga. S takšno situacijo so se v preteklosti soočile številne države, med njimi so bile prav gotovo afriške države, za katere so se nedavno nekateri politiki (Tony Blair) zavzeli za odpis njihovih dolgov ali pa južno-ameriške države, ki jih je notorično pestil primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance.

Celo ZDA so se v zadnjih nekaj letih soočile z velikim primanjkljajem na tekočem računu in posledično potrebo po financiranju tega s finančnimi prilivi. Ker je teh prilivov vse manj zaradi ocen investitorjev, da bodo naložbe v ZDA manj donosne, presežno povpraševanje po devizah v ZDA vodi do deprecijacije deviznega tečaja. Prav zaradi tega razloga, lahko opazujemo zniževanje vrednosti ameriškega dolarja proti drugim svetovnim valutam, na primer proti evru. Ta opis kaže na to, da vedno obstaja neka zgornja meja neto zunanje investicijske pozicije, do katere financiranje poteka bolj ali manj brez težav, po preseganju te meje pa investitorji

postanejo manj pripravljeni na nadaljnje financiranje dolgov. Takšni primeri finančnih kriz so bili pogosti v preteklosti in so se običajno odrazili v zlomu tečajnega režima (Npr. Argentina je devalvirala peso z 1:1 za ameriški dolar na 3:1.) Po velikem znižanju vrednosti domače valute pa pride do povečanja izvozne konkurenčnosti in presežka izvoza nad uvozom. Tako država prične vračati v preteklosti akumulirane negativne tekoče račune.

S tem v zvezi je zanimivo vprašanje financiranja velikih primanjkljajev na tekočih računih držav bivše Jugoslavije s katerimi ima Slovenija trajne presežke izvoza nad uvozom. Namreč, pomembno je ali so ti primanjkljaji dolgoročno vzdržni. Hrvaška je pomemben del trgovinskih primanjkljajev financirala delno s privatizacijo podjetij delno pa s presežki v turistični bilanci. Ker so dohodki od privatizacije kratkotrajne narave, je zato pomembno ali bo Hrvaška še naprej našla vire za financiranje primanjkljajev. Seveda pa Hrvaška razpolaga z velikimi količinami letoviške zemlje s katero lahko financira negativne tekoče račune. Bolj tvegani pa so trgi Bosne in Hercegovine in Srbije in Črne Gore, saj so se primanjkljaji financirali tudi z mednarodnimi pomočmi, ki lahko relativno hitro usahnejo.

Opisano medčasovno proračunsko omejitev pa lahko zapišemo tudi nekoliko drugače, če upoštevamo da je $Q_t + i_t B_{t-1}^* - C_t = S_t = I_t + B_t^* - B_{t-1}^*$. Izrazimo neto zunanjo investicijsko pozicijo na naslednji način

$$B_t^* = B_{t-1}^*(1+r) + (Q_t - C_t - I_t),$$

nato zamenjajmo B_{t-1}^* z enakim izrazom kot je na desni strani za eno obdobje pred tem, torej $B_{t-2}^*(1+i) + (Q_{t-1} - C_{t-1} - I_{t-1})$. Tako dobimo

$$B_t^* = B_{t-2}^*(1+r)^2 + (Q_t - C_t - I_t) + (Q_{t-1} - C_{t-1} - I_{t-1})(1+r).$$

Z nadaljevanjem takšnih zamenjav dobimo enačbo

$$B_t^* = B_0^*(1+i)^t + \sum_{j=0}^{t-1} (1+r)^j (Q_{t-j} - C_{t-j} - I_{t-j}).$$

Če ponovno predpostavimo, da je $B_t^* = B_0^*$, torej da začnemo in končamo z neto zunanjo investicijsko pozicijo enako nič, in delimo zgornjo enačbo s faktorjem $(1+r)^{t-1}$ dobimo

$$C_1 + \frac{C_2}{1+r} + \dots + \frac{C_t}{(1+r)^{t-1}} = Q_1 - I_1 + \frac{Q_2 - I_2}{1+r} + \dots + \frac{Q_t}{(1+r)^{t-1}}.$$

Predpostavili smo še dodatno, da v zadnjem obdobju ni investicij, ker se ne izplača investirat.

To enačbo pa lahko zapišemo še nekoliko drugače

$$Q_1 - C_1 - I_1 + \frac{Q_2 - C_2 - I_2}{1+r} + \dots + \frac{Q_t - C_t}{(1+r)^{t-1}} = 0.$$

Ker je bilanca dobrin in storitev enaka $TB_t = Q_t - C_t - I_t$, je mogoče zgornjo omejitev zapisati tudi kot

$$TB_1 + \frac{TB_2}{1+r} + \dots + \frac{TB_t}{(1+r)^{t-1}} = 0.$$

To pomeni, da mora biti diskontirana vsota bilanc blaga in storitev enaka 0.

1.4 Analiza tekočega računa

V poglavju o teoriji potrošnje in varčevanja smo ugotovili, da je odločitev o varčevanju in potrošnji v sodobni teoriji potrošnje odvisna od obrestnih mer. Lahko bi zapisali funkcijo varčevanja kot funkcijo obrestnih mer. Čeprav je smer povezanosti med varčevanjem in obrestno mero v splošnem odvisna od tega ali prevlada dohodkovni oziroma substitucijski učinek, pa je tipično predpostavljena povezava pozitivna, torej višje obrestne mere spodbudijo varčevanje. (Substitucijski učinek je močnejši od dohodkovnega učinka).

V poglavju o teoriji investicij pa smo ugotovili, da je obrestna mera, ki sodi med stroške uporabe kapitala, negativno povezana z obsegom investicij. Trg kapitala (investicij in varčevanja) je eden izmed trgov na katerem se določa obrestna mera. Čeprav bomo šele v teoriji splošnega ravnotežja ta trg povezali s trgom denarja, kjer obrestna mera tudi igra pomembno vlogo, pa bomo to zaenkrat zanemarili.

V zaprtem gospodarstvu je ravnotežje na trgu kapitala doseženo tako da se investicije izenačijo z varčevanjem. To sledi iz narodnogospodarskih identitet, $AD = C + I + G = C + S + T$, če je $G = T$. Vendar pa se izenačijo pri točno določeni ravni obrestnih mer, ki so določene na trgu kapitala, torej s funkcijami investicij, $I(r, \dots)$ in varčevanja $S(r, \dots)$. Torej ravnotežje na trgu kapitala določa obrestno mero, r_{rav} , $S(r_{rav}) = I(r_{rav})!$

V odprtem gospodarstvu pa je analiza nekoliko drugačna. Zamislimo si Slovenijo, ki je majhno odprto gospodarstvo, ki ima povsem liberalizirane finančne tokove z Evropsko Unijo. Zamislimo tudi, da imamo v Sloveniji evro, kar pomeni da nam pri primerjavi donosov v Sloveniji in v tujini ni potrebno skrbeti za spremembe tečaja (kakšne so posledice tečaja bomo videli v nadaljevanju tega poglavja!). Ker je Slovenija relativno majhno gospodarstvo (EU bo imela 450 mln. prebivalcev), bo obrestna mera po prevzemu evra povsem določena na evropskih trgih kapitala (in denarja). To pa pomeni, da bo mogoče imeti razkorak med varčevanjem in investicijami, ki je enak tekočemu računu! Recimo, da bi bila obrestna mera na evropskih trgih

(ki odraža donosnost tujih obveznic in tako posredno donosnost kapitala) nižja od ravnotežne slovenske obrestne mere v zaprtem gospodarstvu, kar je zelo realističen scenarij, ki se kaže že sedaj. Torej je $r_{EU} < r_{rav}$. V tem primeru bi imeli v Sloveniji na tekočem računu primanjkljaj, saj bi bile domače investicije pri r_{EU} večje od investicij pri r_{rav} , hkrati pa je varčevanje pri nižji evropski obrestni meri manjše kot pri domači ravnotežni obrestni meri. Torej je $TR(r_{EU}) = S(r_{EU}) - I(r_{EU}) < 0$. Kaj pomeni ta primanjkljaj? Na kratek rok bo zaradi višje stopnje donosa na kapital v Sloveniji kapital pritekal iz EU in zato bo tekoči račun negativen. Negativen tekoči račun pa seveda pomeni, da bomo uvažali več dobrin in storitev kot izvažali, manjši pa bodo tudi dohodki od kapitala. Ker je trenutna neto zunanja investicijska pozicija vsota pretekle neto zunanje investicijske pozicije in tekočega računa, $B_t^* = B_{t-1}^* + TR_t$, se bo ta zaradi negativnega tekočega računa poslabševala. Povedano drugače, slovensko neto zunanje finančno premoženje se bo zmanjševalo na račun večjih investicij, do katerih bo prihajalo zaradi višjih donosov v Sloveniji!

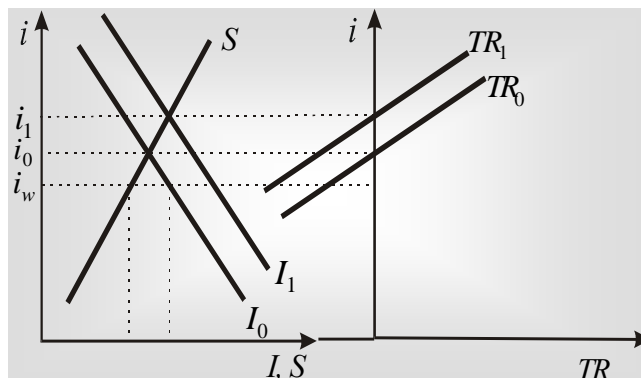
Sedaj pa si še pogledjmo, kaj se bo zgodilo ob spremembah nekaterih spremenljivk. Recimo, da se *obrestna mera v EU zniža*. V tem primeru se bo stanje na tekočem računu še nadalje poslabšalo, saj bo ob še nižji obrestni meri obseg investicij še večji, obseg domačega varčevanja pa še manjši. Posledično se bo neto zunanja investicijska pozicija še naprej poslabševala.

Naslednji primer je kratkoročna sprememba dohodka, npr. da gre za kratkotrajni dohodkovni šok navzdol (npr. zaradi dviga svetovnih cen nafte). V tem primeru se bo funkcija varčevanja premaknila levo in navzgor, funkcija investicij, ki se odziva predvsem na trajne spremembe v dohodku pa se ne bo bistveno premaknila. V tem primeru bo prišlo do znižanja varčevanja pri obrestni meri r_{EU} . Posledično se bo primanjkljaj na tekočem računu dodatno povečal. Za pozitiven kratkoročni šok velja, da se bo tekoči račun izboljšal.

Kaj pa če je znižanje dohodka trajno? V tem primeru se premakne funkcija investicij na levo in navzdol, funkcija varčevanja pa se ne spremeni bistveno, saj se prilagodi predvsem potrošnja. Posledica tega je, da se stanje na tekočem računu v tem primeru izboljša. V nasprotnem primeru trajnega dohodkovnega šoka navzgor pa se tekoči račun poslabša. (Ta primer je tudi narisana na Sliki 9 spodaj.)

1.5 Devizni trg

Na trgu deviz se soočata ponudba in povpraševanje po devizah. **Devizni tečaj**, ki ga bomo v splošnem označili z e , je cena tujega denarja oziroma inverz cene tujega denarja. V Sloveniji je standardni način izražanja deviznih tečajev tako imenovana direktna kotacija, kjer je cena 1 evra izražena v tolarjih. Nasprotno pa v ZDA in Veliki Britaniji tečaje izražajo v indirektni



Slika 9: Varčevanje, investicije in tekoči račun: Analiza trajne spremembe dohodka

kotaciji kot ceno dolarja oziroma funta izraženo v tuji valuti. Direktna kotacija je torej 239.64 SIT/ e , indirektna pa je 0.004 e za 1 SIT. Na deviznem trgu delujejo številni agenti. Na strani povpraševanja po devizah imamo uvoznike dobrin in storitev ter investitorje, ki želijo bodisi zmanjšati finančne naložbe v Sloveniji bodisi povečati obseg naložb v tujini. Med njimi lahko najdemo tako podjetja, gospodinjstva, kot tudi banke, države in centralno banko. Na strani ponudbe deviz imamo izvoznike dobrin in storitev, tuje investitorje, ki želijo povečati obseg naložb v Sloveniji oziroma domače investitorje, ki zmanjšujejo obseg naložb v tujini. Ponovno lahko na tej strani najdemo vse zgoraj omenjene investitorje. Ravnotežje na trgu deviz opredeljujeta tako ravnotežni devizni tečaj kot tudi ravnotežna količina deviz. Deviznih trgov je seveda več, pač v odvisnosti od števila valut. Ti trgi so globalni, saj na njih delujejo agenti z vsega sveta.

Preden se posvetimo deviznemu tečaju v Sloveniji in v bližnji prihodnosti, ko bomo vstopili v ERM2 in nato v evro, pa si pogledjmo nekaj zgodovinskih značilnosti deviznih režimov.

1.5.1 Tečajni režimi

Po drugi svetovni vojni so gospodarstva imela v grobem dva tečajna režima: **režim fiksnih tečajev** in pa režim fleksibilnih tečajev. Potem ko so leta 1944 v **Bretton Woodsu** prestavniki najpomembnejših svetovnih gospodarstev sprejeli novo ureditev, ki je temeljila na fiksni ceni ameriškega dolarja do zlata, je bila prevladujoč režim fiksnih tečajev. ZDA so jamčile, da bodo vedno pripravljene kupovati oziroma prodajati dolarje po dogovorjenem deviznem tečaju. Vse ostale države pa so fiksirale svoje tečaje do ameriškega dolarja. Na ta način so bili devizni tečaji relativno stabilni (razen v primeru občasnih razvrednotenj oziroma devalvacij). Na tej konferenci so ustanovili tudi **Mednarodni denarni sklad** (MDS), ki je bil ustanovljen z namenom spremljanja svetovnega denarnega sistema in naj bi deloval kot svetovna centralna banka. Obdobje od leta 1944 do leta 1973 je obdobje fiksnih tečajev. Sistem fiksnih tečajev

je sistem pri katerem centralna banka določi fiksno razmerje med domačo in tujo valuto. To razmerje imenujemo **pariteta** (angl. par value). Centralna banka se zavezuje, da bo po tem tečaju prodajala oziroma kupovala vsako količino tuje valute. Ob postavljeni pariteti so izbrane tudi meje nihanja, do katerih tečaj sme nihati. Če je prišlo do presežne ponudbe tujih valut, jih je centralna banka odkupila, če pa je nasprotno prišlo do presežnega povpraševanja po tuji valuti, jo je centralna banka tudi ponudila. CB reagirajo še pred prebojem vnaprej določenih mej nihanja. Za izvajanje teh operacij centralna banka nujno potrebuje **mednarodne denarne rezerve**. Kadar centralna banka meni, da ne bo mogla zdržati pritiska presežne ponudbe ali povpraševanja, se odloči za spremembo paritete, ki jo ob povišanju tečaja imenujemo **devalvacija**, ob znižanju pa **revalvacija**.

Sistem fiksnih tečajev je postal nevzdržen, ker so različne države vodile različne denarne politike. Nekatere države so povečevale denarno maso relativno hitro, npr. Francija in Velika Britanija v nasprotju z drugimi kot sta npr. Nemčija in Japonska. Kot bomo videli v nadaljevanju analize, se povečanje denarne mase ob relativno stabilnem povpraševanju po denarju prej ali slej odrazi v večjem ravnotežnem deviznem tečaju. Posledica tega so bile devalvacije deviznih tečajev. Ti dve valuti sta bili prisiljeni v devalvacijo (Francija, 1956, VB, 1965). Zaradi nadaljevanja tako različnih denarnih politik, je sistem fiksnih tečajev v letu 1973 propadel in začela se je doba fleksibilnih tečajev.

Sistem **fleksibilnih (drsečih) tečajev** je sistem v katerem se tečaj oblikuje na prostem trgu brez ovir. Zato centralna banka ne postavi paritete in tako tudi ne omeji nihanja tečajev proti drugim valutam. Ker ne poskuša vplivati na tečaj, mednarodne rezerve za posege na deviznem trgu niso potrebne, pa tudi prilagajanje denarne mase ni potrebno. Hkrati nimamo devalvacij oziroma revalvacij, saj se tečaj določa povsem tržno. Povišanje tečaja imenujemo **depreciacija**, znižanje tečaja pa **apreciacija**. Značilnost fleksibilnih deviznih tečajev se odraža tudi v bistveno večji spremenljivosti deviznih tečajev kot pa v razmerah fiksnih tečajev.

Danes poznamo še številne druge oblike deviznih tečajev, mi pa v Tabeli 4 povzemamo vse glavne značilnosti opisanih tečajnih režimov in pa režima uravnavanega tečaja, ki je bil prevladujoč sistem v Sloveniji. Poleg teh sistemov poznamo še več različic tečajnih režimov, ki se razlikujejo v manj pomembnih podrobnostih. Na primer, namesto fiksacije tečaja do ene same valute, je možna fiksacija do košarice valut. Namesto fiksacije je možen tudi režim currency board, kjer je domača valuta, ki je izdana povsem krita z deviznim rezervami v izbranih tujih valutah. Tak režim imata na primer Bosna in Hercegovina ter Estonija.

Tabela 1: Značilnosti različnih tečajnih režimov

Značilnost / Tečajni režim	Fiksni	Uravnjavani	Drseči
Pariteta	da	ne	ne
Omejitev nihanja	da	ne	ne
MDR so potrebne	da	da	ne
Prilagajanje denarne mase	da	da	ne
Posegi CB	da	da	ne
Devalvacije / revalvacije	da	ne	ne

1.5.2 Tečajni režim v Sloveniji

Banka Slovenije na začetku njenega obstoja ni imela tečajne izbire, saj je bila popolnoma brez rezerv. Iz Tabele 4 je razvidno, da je bodisi za fiksni bodisi uravnjavano drseč tečaj potrebno imeti dovolj velik obseg deviznih rezerv. Kot rečeno, je bila Banka Slovenije ob ustanovitvi, 8. oktobra 1991, brez takšnih rezerv. Tako smo imeli določen čas povsem prosto drseči devizni tečaj. Že po nekaj letih delovanja pa je Banka Slovenije nabrala dovolj visoke mednarodne denarne rezerve, da je pričela z načrtnim uravnavanjem deviznega tečaja. Uravnavanje deviznega tečaja je pomenilo izbiro vnaprej določene stopnje rasti deviznega tečaja, najprej nemške marke, v zadnjih letih tega režima, ki je trajal do 1. julija 2004, pa deviznega tečaja evra. V Tabeli 5 so prikazani povprečni letni devizni tečaji evra in njihove letne stopnje rasti. Iz nje je razvidno, da se tečajne spremembe v veliki meri odražajo v cenah končnih dobrin in pa cenah proizvajalcev. (Seveda pa zahteva dokaz tega malo bolj zahtevno ekonometrično metodologijo.) To je bil v preteklosti tudi pomemben element razhajanj v Sloveniji, saj so se ocene prehajanja sprememb deviznega tečaja v inflacijo razlikovale med raziskovalci. Danes je bolj ali manj jasno, da je s fiksacijo tečaja prišlo do odprave ključnega vira inflacije.

Dinamiko tečajne politike pa še bolj kot Tabela 5 odraža Slika 5a. Iz nje je razvidno, da je Banka Slovenije v preteklosti postopoma zniževala ciljne stopnje deprecijacije. V letu 2003 je mesečna stopnja deprecijacije (preračunana na letno raven) bila še 4%, nato pa se je postopoma zniževala, tako da je lahko devizni tečaj fiksirala devizni 28. junija 2004, k čemer se je z vstopom v EU s 1. majem 2004 zavezala, da takrat ko izpolni Maastrichtske kriterije, prevzame skupno valuto Evropske unije, evro. Namreč, nove članice nimajo možnosti izbire kot npr. Velika Britanija, Švedska in Danska. Lahko le "načrtno ne izpolnjujejo" Maastrichtskih pogojev, kar pa je tudi škodljivo za dolgoročno rast gospodarstva, saj Maastrichtski kriteriji zgolj pomenijo določeno mero vzdržnosti, ki so si jo določile sedanje članice EU v strahu pred morebitnim inflatornim obnašanjem. Slovenija je po poročilu EU izpolnila vse Maastrichtske pogoje za

Tabela 2: Povprečni devizni tečaji evra ter stopnje rasti tečaja in indeksa cen na drobno ter proizvajalcev

Leto	Devizni tečaj SIT/€	Rast dev. tečaja [%]	Cene življ. potrebšč. [%]	Cene proiz. [%]
1992	105.1	-	207.3	-
1993	132.3	25.9	32.9	21.6
1994	152.4	15.2	21.0	17.7
1995	153.1	0.5	13.5	12.8
1996	169.5	10.7	9.9	6.8
1997	180.4	6.4	8.4	6.1
1998	186.3	3.2	8.0	6.0
1999	193.6	3.9	6.1	2.1
2000	205.0	5.9	8.9	7.6
2001	217.2	5.9	8.4	9.0
2002	226.2	4.1	7.5	5.2
2003	233.7	3.3	5.6	2.6
2004	238.9	1.3	3.6	4.3
2005	239.6	0.1	2.5	2.7
2006	239.6	0.0	2.5	2.8
2007	239.6	0.0	6.4	3.4

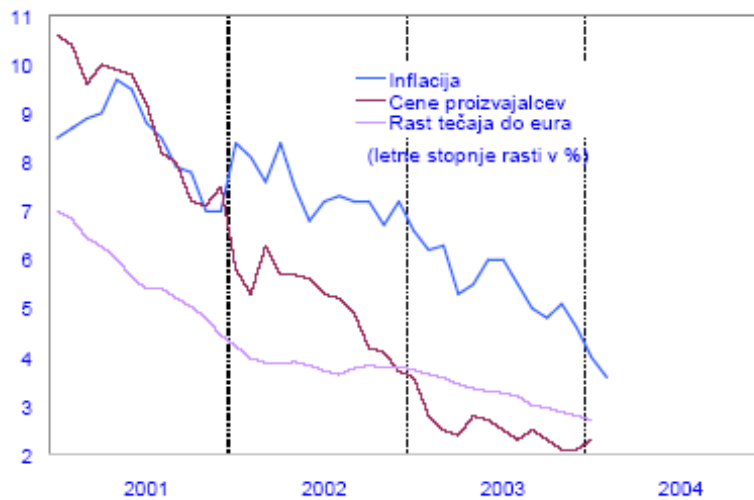
Vir: Bilten Banke Slovenije

prevzem evra in bo s 1.1. 2007 prevzela novo valuto.

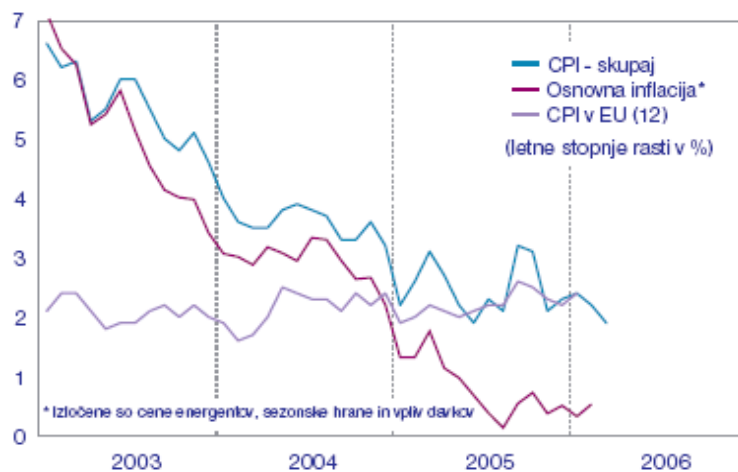
1.5.3 Kratka zgodovina EMU (povzeto po Damijan in ostali, 2003)

V EMU so vstopile le države, ki so izpolnjevale stroge konvergenčne kriterije iz Maastrichtskega sporazuma. Julija 1998 sta bila ustanovljena ECB in Evropski sistem centralnih bank (ESCB). evro je zamenjal eku v razmerju 1 proti 1. ECB je prevzela nadzor nad denarno politiko držav članic EMU in nad deviznimi rezervami ter njihovim upravljanjem. Od 1. januarja 1999 do 31. decembra 2001 so določili in fiksirali devizne tečaje; evro so razglasili za uradno valuto v EMU, jo uvedli kot knjižno valuto in preusmerili denarne, kapitalske in medbančne trge na poslovanje z evrom. V EMU niso vstopile Velika Britanija, Švedska in Danska, katerih prebivalci so na referendumu zavrnilo uvedbo evra, ter Grčija, ki do tega obdobja ni uspela izpolniti konvergenčnih kriterijev. V času od 1. januarja 2002 do 1. julija 2002 so članice EMU zamenjale nacionalni denar z novimi bankovci in kovanci. Zamenjava nacionalnih valut je bila opravljena do 28. februarja 2002, tako da so vsi plačilni sistemi začeli poslovati z novo valuto. S 1. januarjem 2002 je v EMU vstopila tudi Grčija, ki je do takrat izpolnila vse konvergenčne kriterije. Tako je bil evro uveden kot edino plačilno sredstvo in je v celoti nadomestil nacionalne valute v dvanajstih članicah EU.

Na tem mestu pa je smiselno povedati še nekaj o **Maastrichtskih kriterijih**, ki jih bo morala Slovenija izpolnjevati ob prevzemu evra. Ti kriteriji so bili določeni decembra 1991, z



Slika 10: Rast tečaja evra, inflacije in pa cen proizvajalcev



Slika 11: Mere inflacije v Sloveniji in EU(12)

Maastrichtskim sporazumom in so zapisani v Pogodbi o EU, ki so jo članice podpisale februarja 1992. Ideja v ozadju teh kriterijev je, da morajo države doseči določeno mero usklajenosti politik in konvergenco osnovnih makroekonomskih spremenljivk, če naj bi delile skupno denarno politiko. Za vstop v EMU je pet konvergenčnih kriterijev (oziroma štirje, če javnofinančna kriterija združimo).

Maastrichtski konvergenčni kriteriji so kvantificirane minimalne zahteve glede stabilnosti v vodenju monetarnih, fiskalnih in tečajnih politik držav članic EU ter so pogoj za vstop v EMU²³. Njihov osnovni namen je: i) določanje meril za vstop v EMU; ii) zagotavljanje stabilnosti skupne evropske valute in iii) selekcija med kandidatkami za vstop v EMU. Maastrichtski konvergenčni kriteriji so:

1. Kriterij **stabilnosti cen** določa, da stopnja inflacije v državi članici EU ne sme presegati povprečja inflacijskih stopenj *treh članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 1,5 odstotne točke*. Zaradi spreminjanja inflacijskih stopenj v času in pa držav, ki dosegaajo te stopnje, je bilo v preteklosti kar precej negotovosti glede tega, ali bo Slovenija ta cilj dosegla pravočasno. Danes že vemo, da smo tudi ta kriterij kot zadnji tudi mi dosegli. Trenutna referenčna vrednost za februar 2.6%, naša stopnja inflacije za marec, ki bo upoštevana pri poročilu pa je 2.3%. (To pomeni, da je povprečje najnižjih letnih stopenj inflacije v treh državah znašalo 1.1%.)
2. Kriterij **višine dolgoročnih obrestnih mer** določa, da višina dolgoročnih obrestnih mer v državi članici EU ne sme presegati povprečja obrestnih mer treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 2 odstotni točki. Kriterij obrestne mere se giblje med 6 in 7 odstotki. Slovenija ga že dlje časa izpolnjuje z obrestnimi merami, saj obveznica RS59 z ročnostjo 11 let (mora biti dolgoročen netvegan vrednostni papir), ki služi za izračun tega kriterija, prinaša 3.80% obresti, referenčna vrednost tega kriterija za EU pa je 5.34%. To pomeni, da ima Slovenija obrestne mere za 0.54% višjo obrestno mero od vrednosti v treh državah EU z najnižjimi stopnjami.
3. Kriterij **stabilnosti deviznega tečaja** predpisuje dveletno vključitev v evropski monetarni sistem in nihanje deviznega tečaja v dovoljenih mejah brez devalvacij pred vključitvijo države v tretjo fazo oblikovanja EMU. To pomeni, da mora biti devizni tečaj fiksiran vsaj dve leti preden lahko prevzamemo evro in nihati znotraj predpisanih mej, ki so določene na 15%.
4. Kriterij **primanjkljaja državnega proračuna** določa, da financiranje državnega proračuna ne sme ustvariti primanjkljaja, ki bi presegel referenčno vrednost 3% BDP

po tržnih cenah, oziroma ga dovoljuje pod enim izmed dveh pogojev: a) če je delež proračunskega primanjkljaja v zadnjem obdobju občutno in nepretrgoma padal ter se približal referenčni vrednosti ali b) če je presežek referenčne vrednosti izjemen in začasen ter je blizu referenčni vrednosti.

5. Kriterij višine **javnega dolga** določa, da zadolženost države oziroma njen javni dolg ne sme presegati 60% BDP po tržnih cenah. Dovoljuje ga le pod enim izmed dveh pogojev: a) če je delež javnega dolga v zadnjem obdobju občutno in nepretrgoma padal ter se približal referenčni vrednosti ali b) če je presežek referenčne vrednosti izjemen in začasen ter je blizu referenčni vrednosti.

Kot rečeno Slovenija Maastrichtske pogoje izpolnjuje, prav tako je zaprosila za predčasno preverjanje izpolnjevanja teh kriterijev, tako da se bomo s 1. januarjem 2007 poslovili od tolarja. Banke pa ga bodo sprejemale še deset let v zamenjavo.

1.5.4 Alternativne kategorije

Doslej smo razpravljali zgolj o nominalnem deviznem tečaju, ki pa ni ključna spremenljivka pri odločanju podjetij. Za podjetja, ki izvažajo v Nemčijo je trenutno pomembno kakšne so njihove cene izražene v evrih v primerjavi s cenami konkurentov, ki prodajajo na Nemškem trgu v evrih. Tak tečaj, ki odraža tudi razlike v cenah se imenuje **realni devizni tečaj** in ga bomo označevali z E . Realni menjalni tečaj je v bistvu razmerje cen dveh košaric dobrin in storitev. S formulo izražen realni devizni tečaj je

$$E = e \frac{P^*}{P},$$

kjer je P^* cena košarice v tujini proizvedenih dobrin, P pa je cena doma proizvedene košarice dobrin. Za spremembe v izvozu v tujino se običajno gleda predvsem spremembe v realnem deviznem tečaju. In sicer povečanje realnega deviznega tečaja pomeni, da so se v tolarjih izražene cene v tujini proizvedenih dobrin v primerjavi s cenami domačih dobrin povečale. Ob ostalih nespremenjenih pogojih, so posledično domače dobrine cenovno bolj konkurenčne in bi pričakovali hkrati povečanje izvoza in pa zmanjšanje uvoza. Ker imamo običajno opravka z več dobrinami, imamo namesto P^* in P kar indeksa cen. Pogosto ta dva indeksa nimata povsem enake strukture, tako da ta mera pogosto ni idealna mera za analizo konkurenčnosti. V statistikah se zato pogosto pojavljajo trije različni realni devizni tečaji, ki se razlikujejo glede na uporabljeni indeks cen. In sicer se uporabljajo indeksi stroškov dela, indeks cen v predelovalnih dejavnostih (po standardni klasifikaciji dejavnosti) ter cen življenjskih potrebščin.

V praksi se uporabljata predvsem dva indeksa: nominalni efektivni (tudi multilateralni) devizni tečaj in pa realni efektivni tečaj. Ta dva tečaja sta v bistvu multilateralna (in ne tako kot zgornji tečaj, ki je bilateralen).

Efektivni devizni tečaj je indeks menjalnih tečajev z vsemi valutami, ki so pomembne za menjavo države, za katero ga izračunavamo. Predstavlja ceno košarice tujih valut, pri čemer je utež vsake valute določena z njenim pomenom v mednarodni menjavi. Gre torej za povprečen nominalni menjalni tečaj. Če uporabimo geometrično povprečje in je utež za i -to državo enaka μ_i , je enačba za izračun efektivnega deviznega tečaja, e_M , (ob predpostavki n držav oziroma območij z različnimi državami s katerimi trguje)

$$e_M = e_1^{\mu_1} \cdot e_2^{\mu_2} \cdot \dots \cdot e_n^{\mu_n}.$$

Ker tehtano povprečje tečajev samo po sebi ne pove ničesar, jih vedno primerjamo glede na bazno leto (odtod indeks).

Realni multilateralni tečaj je, kot ime samo pove, tehtani indeks dvojno deflacioniranih nominalnih tečajev. V primeru geometričnega povprečja je izračunan tako, da upoštevamo geometrično povprečje poleg geometričnega povprečja za tečaje tudi za cene (indekse) različnih držav:

$$\begin{aligned} E_M &= E_1^{\mu_1} \cdot E_2^{\mu_2} \cdot \dots \cdot E_n^{\mu_n} = \\ &= \left(e_1 \frac{P_1^*}{P}\right)^{\mu_1} \cdot \left(e_2 \frac{P_2^*}{P}\right)^{\mu_2} \cdot \dots \cdot \left(e_n \frac{P_n^*}{P}\right)^{\mu_n}, \end{aligned}$$

in ga primerjamo z neko bazno ravnijo. Ponovno velja, da so uteži določene na podlagi pomena države partnerice v mednarodni menjavi (delež izvoza, delež uvoza ali vsote uvoza in izvoza). Realni multilateralni tečaj je kategorija, ki se običajno spremlja pri ugotavljanju sprememb v konkurenčnosti. V Tabeli 6 prikazujemo realni efektivni devizni tečaj, pri katerem so tudi uporabljeni različni indeksi cen (tako CPI kot cene proizvajalcev in stoški dela na enoto proizvoda). Realni efektivni tečaj prikazan v Tabeli je opredeljen kot inverz tečaja ki smo ga opredelili zgoraj, zato pozitivna vrednost odraža realno apreciacijo (in ne realno depreciacijo kot v našem primeru!). Ne glede na uporabljen indeks, lahko ugotovimo, da se je realni efektivni tečaj povečeval in tako je slovensko gospodarstvo nekoliko izgubljalo konkurenčnost. Realni efektivni tečaj s CPI kaže najslabšo sliko, vendar pa odraža v veliki meri prilagajanje cen storitev nivoju cen v tujini. (To je tako imenovani Samuelson-Balassa učinek, ki je značilen spremljevalec hitrejši rasti v Sloveniji kot v EU!)

Sorodna mera mednarodne konkurenčnosti pa so menjalna razmerja. **Menjalna razmerja**

	Letne stopnje rasti			Mesečne st.rasti	
	dec.04	nov.05	jan.06	dec.05	jan.06
Nom.ef.teč. SIT (1)	0,2	-2,1	-1,4	0,1	0,4
Realni efektivni tečaj SIT (2):					
- CPI	1,0	-2,0	-1,3	-0,3	0,0
- Cene proizv.	1,3	-3,2	-2,9	0,3	-0,1
- Str. dela na en. pr.	3,3	-5,3	...	-0,8	...
Realni tečaj SIT:					
EUR (CPI)	-0,7	0,2	0,1	-0,4	-0,1
USD (CPI)	7,5	-12,2	-9,3	1,0	0,8
Indeksi povprečnih vrednosti slovenske zunanje trgovine (3):					
	Povp. letne st. rasti			Rast na povp. 2004	
	2002	2003	2004	jan-nov.05	jan-dec.05
Izvoz	-0,7	1,7	4,2	3,9	4,2
Uvoz	-0,7	1,9	7,0	6,8	7,0
Pogoji menjave	0,0	-0,2	-2,6	-2,7	-2,6

1) Efektivni tečaj: košarica valut 7 glavnih slovenskih zunanjetrgovinskih partneric (brez Hrvaške), tehtana z deleži v slovenski blagovni menjavi. V izračunu so upoštewane 4 valute (EUR, USD, CHF, GBP). 2) Realni tečaj: tečaj SIT, deljen z relativnimi (domaćimi/tujimi) cenami. 3) Izračunani iz podatkov v EUR.

Slika 12: Spremembe nominalnega in realnega efektivnega tečaja v Sloveniji

(**angl. terms of trade**) so opredeljena kot razmerje cen uvoznih in izvoznih dobrin izraženih v eni valuti, npr. v domači. Izračunamo pa jih kot razmerje med cenami izvažanih dobrin s cenami uvažanih dobrin, vse cene pa so izražene v eni valuti

$$MR = \frac{P_X}{P_Z},$$

kjer smo z MR označili menjalna razmerja, s P_Z in P_X pa cene uvažanih oziroma izvažanih dobrin v domači valuto. Podobno kot je veljalo za realni devizni tečaj, tudi za menjalna razmerja velja, da namesto cen nastopajo indeksi. Med menjalnimi razmerji in realnim deviznim tečajem obstaja povezava. In sicer, ker so cene uvoženih dobrin cene v tujini proizvedenih dobrin izražene v tuji valuti (zato zvezdica v nadaljevanju!) pomnožene z nominalnim deviznim tečajem eP_Z^* , lahko MR zapišemo kot $\frac{P_X}{eP_Z^*}$. Če bi bile vse doma proizvedene dobrine hkrati izvažane dobrine (z enakimi utežmi v indeksu), bi bil uporabljen indeks izvažanih dobrin enak kar indeksu cen P . Če bi enako veljalo za tujino, bi lahko indeks P_Z^* zamenjali s P^* . Potem bi bila menjalna razmerja enaka $\frac{P}{eP^*}$ kar je inverz realnega deviznega tečaja. Torej, pod določenimi predpostavkami so menjalna razmerja enaka inverzu realnega deviznega tečaja. Sicer pa je gibanje realnega deviznega tečaja indikator gibanja menjalnih razmerij.

In kakšna dinamika je zaželeno za MR ? Če so cene določene na svetovnem trgu bi si seveda želeli, da se cene izvažanih dobrin povečujejo. V tem smislu je interpretacija drugačna kot pri realnem deviznem tečaju. Ne gre za to, da prodajamo po čim nižjih cenah ampak, da prodamo

dobrine po čim višjih cenah. Ta dva aspekta pa na nek način odražata dinamiko, ki je za nas eksogena in je povezana s svetovnimi cenami od tiste, ki je odvisna od gibanja nominalnega tečaja. Če se spremenijo svetovne cene tako da se dobrine, ki jih izvažamo povečajo, potem je to pozitivno. Če pa se tečaj giblje v smer, ki pomeni realno apreciacijo pa naj bi bilo to slabo.. Očitno gre v razkoraku med tema dvema zgodbama za razlike v interpretaciji, ne pa toliko v vsebini. Gibanje realnega tečaja oziroma menjalnih razmerij naj bi bilo takšno da povečuje BDP. Ob povečanju realnega tečaja se lahko izvožena količina poveča. Ob povečanju menjalnih razmerij pa se pogosto misli, da se prodana količina ne spremeni, le cena se dvigne.

1.5.5 Pariteta kupne moči

Ena izmed v zadnjem času pogosto empirično testiranih hipotez je teorija paritete kupne moči. Osnova za takšno idejo je v zakonu ene cene. Le-ta pravi, da je cena za dobrino zgolj ena, če je trg dovolj povezan. To pomeni, da je med enim in drugim delom trga lahko trgovati oziroma so stroški trgovanja med različnimi trgi zanemarljivi. V času pred vstopom v EMU oziroma pred prevzemom evra, zakon ene cene pomeni, da mora biti npr. jabolko v Sloveniji v tolarjih enako vredno kot jabolko v Avstriji izraženo v tolarjih. Če bi zakon ene cene veljal za vse dobrine, bi to pomenilo da je $P_i = eP_i^*$ za vsako dobrino i . Posledica tega bi bila, da bi za celotno košarico dobrin (ob enakih utežeh košaric) veljalo, da je tudi $eP^* = P$. Še drugače, če velja teorija paritete kupne moči, je realni devizni tečaj E enak 1.

Vendar pa vemo, da so stroški povezani s trgovino (angl. trade costs), ki vključujejo tako carine kot transportne stroške. To je prvi razlog zakaj pariteta kupne moči v tej obliki (imenuje se močna inačica) ne drži. Poleg tega pa tudi struktura indeksov ni enak. Nenazadnje pa cene niso postavljene na konkurenčen način, tako da si podjetja lahko privoščijo odstopanja od zakona ene cene. Zaradi tega se je pojavila šibkejša inačica teorije paritete kupne moči, ki namesto absolutnih ravni povezuje stopnje rasti. In sicer

$$\frac{e_t - e_{t-1}}{e_{t-1}} + \frac{P_t^* - P_{t-1}^*}{P_{t-1}^*} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}.$$

Empirično je šibkejša hipoteza kupne moči potrjena za države z višjimi stopnjami inflacije in pa za daljša obdobja (več let). To pa pomeni, da se lahko realni tečaj v času precej spreminja. Sicer pa smo iz Tabele 5 videli, da sta se stopnji domače inflacije in pa sprememb tečaja precej skladno spreminjali v zadnjih letih. V letih 2000 in 2001, ko so bile stopnje rasti tečaja višje, je bila višja tudi rast indeksa cen življenjskih potrebščin.

1.6 Utemeljitev mednarodne menjave

Eno izmed pomembnih vprašanj v teoriji mednarodne trgovine je zakaj sploh mednarodno trgovimo. Teorije ponujajo več odgovorov. Med glavnimi pa so v tem, da se države razlikujejo v relativni obilnosti faktorjev, razlik v preferencah, ter v tehnologiji. Razlike v faktorjih pomeni npr. da ima Kitajska relativno več delavcev v primerjavi s fizičnim kapitalom, zato se specializira za proizvodnjo takšnih dobrin. Podobno velja za preference. Če imajo v določenih državah raje npr. jabolka kot ostale dobrine, je večja možnost, da bodo zaradi tega jabolka uvažali, še posebej, če je domača proizvodnja predraga. Nenazadnje pa določa obseg menjave tudi tehnologija. Če ima določena država tehnologijo za proizvodnjo računalnikov, npr. ZDA, Slovenija pa ni sposobna proizvajati teh računalnikov, bo prišlo do trgovine. To so v grobem glavni dejavniki mednarodne trgovine o katerih bodo študentje slišali več v naslednjih letnikih.

1.7 Funkcija neto izvoza

V poglavjih o teoriji splošnega ravnotežja bomo potrebovali funkcijo neto izvoza, saj je neto izvoz sestavni del agregatnega povpraševanja, $AD = C + I + G + NX$. Čeprav bi to funkcijo tudi lahko izpeljali iz mikroekonomskih osnov, tako da bi podjetja maksimizirala dobiček, pa so izpeljave relativno zapletene in se jih bomo zaradi tega izognili. Dovolj je, če si zamišljamo, da je za konkurenčnost domačih podjetij na tujih trgih oziroma za konkurenčnost tujih podjetij na domačih trgih pomembno kakšen so cene enih in drugih izražene v enaki valuti. Če se cene po katerih domača podjetja prodajajo na tuje trge, in so izražene v tuji valuti - $\frac{P}{e}$, povečajo, potem so konkurenčnost naših podjetij na teh trgih zmanjša ob nespremenjenih cenah njihovih konkurentov, ki so P^* . Torej je pomembno predvsem razmerje med $E = \frac{eP^*}{P}$, realni devizni tečaj. Višji kot je realni devizni tečaj, večji bo višje so cene tujih dobrin izražene v domači valuti v primerjavi z domačimi cenami in posledično manjše je izvozno povpraševanje po naših dobrinah. Podobno velja z uvoženimi dobrinami. Če se cene uvoženih dobrin izražene v domači valuti, eP^* , v primerjavi s cenami doma proizvedenih dobrin izraženimi v domači valuti, P , povečajo, bo povpraševanje po uvoženih dobrinah manjše. Zato je funkcija neto izvoza pozitivna funkcija realnega deviznega tečaja. Višji kot je realni devizni tečaj, večje je izvozno in manjše je uvozno povpraševanje.

Značilnost uvoza pa je, da se spreminja z agregatnim dohodkom, Y . In sicer, povečanje domačega dohodka naj bi spodbudilo domače povpraševanje po tujih dobrinah, torej uvozno povpraševanje. Posledica tega je, da je funkcija neto izvoza negativna funkcija domačega dohodka. Povedano drugače, povečanje domačega dohodka zmanjša neto izvoz. Nasprotno pa velja, da je s povečanjem tujega dohodka, večje tuje uvozno povpraševanje in posledično

poveča

Ob povečanju tujega dohodka pa se poveča tuji uvoz - kar je domači izvoz. Odtod pozitivna povezava med neto izvozom in tujim dohodkom.

1.8 Teorije mednarodnih tokov kapitala

V analizi tekočega računa smo že izpostavili razloge za pretok kapitala. Tam smo ugotovili, da je pretok kapitala odvisen od razlik med stopnjami donosnosti investicij doma in v tujini. Če je donosnost investicij doma večja od donosnosti investicij v tujini, bo kapital pritekal v Slovenijo. Posledica tega je seveda presežek na kapitalskem računu, ki pomeni neto pritok kapitala in primanjkljaj na tekočem računu, saj so investicije večje od varčevanja. Prvi faktor za odločitev mednarodnih investorjev je tako donosnost investicij. Teorija tekočega računa pa zanemarljivo številne pomembne faktorje pri odločitvi o investicijah, ki jih upošteva portfeljska teorija mednarodnih finančnih tokov.

Portfeljska teorija mednarodnih tokov izhaja iz odločanja investorjev (tako domačih kot tujih) o tem kakšen delež lastnega portfelja bodo držali v različnih vrednostnih papirjih, denarju. Vrednostni papirji so seveda lahko delnice, obveznice itd. denominirane v različnih valutah (kar pomeni, da so donosi izplačani v različnih valutah). Prvi element, ki ga torej teorija tekočega računa ne upošteva je, da moramo pri opredelitvi donosov poskrbeti zato, da so ti določeni v eni sami valuti. Zato je teorija uporabna zgolj za pojasnjevanje tokov med državami, ki imajo enako valuto (oziroma imajo nepreklicno fiksiran tečaj za katerega je verjetnost spremembe tečaja zanemarljivo majhna) in se vrednostni papirji ne razlikujejo po tveganosti.

Kaj pa če je tečaj uravnavano drseč oziroma se oblikuje prosto, vendar pa so vrednostni papirji povsem ekvivalentni kar se tiče tveganj in ostalih dejavnikov? V tem primeru mednarodni investitor pri odločitvi o strukturi naložb upošteva kakšen je donos v eni izmed valut (ni pomembno v kateri, saj je eden izmed donosov višji ne glede na izbrano valuto). Za lažje razumevanje si zamislimo naslednji miselni eksperiment. Recimo, da naložimo premoženje v višini 1 SIT v domačo državno obveznico s fiksno stopnjo donosa i , kar pomeni da bo investitor naslednje leto prejel $1 + i$. Alternativna naložba je nakup tujega vrednostnega papirja. Ker moramo za nakup tujega vrednostnega papirja najprej domačo valuto, torej 1 SIT pretvoriti v tujo valuto (npr. evro), dobimo zato $\frac{1}{e_0}$ evrov. Ob stopnji donosa i^* na vrednostni papir denominiran v evrih dobimo v evrih ob koncu obdobja $\frac{1+i^*}{e_0}$. Za primerjavo donosov moramo to vsoto pretvoriti nazaj v tolarje, zato jo pomnožimo s tečajem ob koncu obdobja e_1 , kar nam da $\frac{e_1}{e_0}(1+i^*)$. Sedaj pa primerjamo $1+i$ kolikor dobimo od 1 tolarja investiranega doma z $\frac{e_1}{e_0}(1+i^*)$ kolikor dobimo od 1 tolarja investiranega v tujini. Če je torej $1+i > \frac{e_1}{e_0}(1+i^*)$, potem bo

prihajalo do pritoka kapitala oziroma nasprotno, če je $1 + i < \frac{e_1}{e_0}(1 + i^*)$, potem bo kapital odtekal. Zapisani izraz pa lahko nekoliko poenostavimo, če ga prepisemo v nekoliko drugačni obliki. Najprej upoštevajmo da je $\frac{e_1}{e_0} = \frac{e_1 - e_0}{e_0} + \frac{e_0}{e_0} = \frac{e_1 - e_0}{e_0} + 1 = 1 + \gamma_e$, kjer γ tako kot doslej označuje stopnjo rasti, v tem z subindeksom e označuje stopnjo rasti deviznega tečaja.

Skratka, eno izmed gornjih neenakosti lahko zapišemo kot $1 + i > (1 + \gamma_e)(1 + i^*) = 1 + \gamma_e + i^* + \gamma_e i^*$. Če sta stopnja rasti tečaja in obrestna mera relativno majhni (npr. manjši od 10%) je njun produkt manjši za en velikostni razred, tako da lahko $\gamma_e i^*$ zanemarimo. Tako dobimo neenakost, ki je $i > \gamma_e + i^*$. Sedaj pa še enkrat interpretirajmo ta rezultat. Če je nominalna obrestna mera domačega vrednostnega papirja večja od vsote rasti deviznega tečaja in tuje nominalne obrestne mere, bo prišlo do pritokov kapitala. Velja seveda tudi obratno. Sedaj pa si pogledjmo, kaj se zgodi v ravnotežju, ki se zgodi po popolni sprostitvi tokov kapitala.

1.8.1 Diskurz o obrestnih paritetah

Ob popolni sprostitvi tokov kapitala se morajo stopnje donosov na različne vrednostne papirje izenačiti zaradi delovanja arbitraže. Če je donos v Sloveniji bistveno višji kot v tujini, bodo investitorji kupovali domače vrednostne papirje in na ta način povečevali ponudbo kapitala. Zaradi padajočih donosov od investicij, bodo posledično domače obrestne mere padale dokler ne dosežejo mednarodnih ravni. V Sloveniji smo imeli dolgo časa višje obrestne mere zaradi tega, ker je Slovenija bolj tvegana država kot so države EU, pa tudi zaradi tega ker je Banka Slovenije omejevala gibanje kapitala. Takšen ukrep so bili skrbniški računi, ki so v svojem bistvu povečevali stroške tujim investitorjem. Posledica tega je seveda bila, da arbitraža ni mogla doseči, da bi veljala nominalna obrestna pariteta $1 + i = (1 + \gamma_e)(1 + i^*)$. Sedaj pa smo povsem odpravili omejitve tokovom kapitala, zato mora veljati nepokrita obrestna pariteta. Veliko zadolževanje bank in podjetij (kar smo videli v uvodnem delu tega poglavja), je odraz tega da so še vedno bile priložnosti za arbitražo, ki pa so skoraj povsem izginile (do razlike v donosih, ki je posledica različnih tveganj). Ker je Slovenija majhna država, praktično nimamo več nobenega vpliva na domačo obrestno mero, saj je ta s pariteto povsem določena.

Preden pa nadalje razdelimo paritete, pa še pomembna opazka. Ko poskušamo ugotoviti kakšni bodo tokovi, moramo primerjati donose v zaprtih gospodarstvih. Z odprtjem gospodarstev se donosi začnejo prilagajati zaradi tokov kapitala. V ozadju so seveda padajoči mejni donosi investicij oziroma kapitala, ki pomenijo da se tržni donos znižuje.

Obrestna pariteta $1 + i = (1 + \gamma_e)(1 + i^*)$ je nepokrita, če je e_1 pričakovani tečaj (ne pa še prodajni tečaj za devize od prodaje vrednostnega papirja). Če pa je e_1 tečaj po katerem se že vnaprej dogovorimo za prodajo (pogodba na terminski blagovni borzi, ki smo jo v Sloveniji

sicer nekaj časa imeli, a je propadla zaradi prevelike predvidljivosti tečaja), se obrestna pariteta imenuje **pokrita pariteta**. Čeprav **nepokrita obrestna pariteta** ni potrjena v statističnih testih, pa se običajno s tem ne obremenjujejo, saj je povsem zanemarjeno tveganje različnih vrednostnih papirjev, o čemer bomo govorili v nadaljevanju.

Iz paritete, ki velja za nominalne obrestne mere lahko izpeljemo pariteto tudi za realne obrestne mere. Pri tem pa moramo narediti nekaj predpostavk. Naj velja pariteta kupne moči, torej $eP^* = P$. To pomeni, da velja tudi $\frac{e_1 P_1^*}{e_0 P_0^*} = \frac{P_1}{P_0}$. Nadalje velja, da je $\frac{e_1}{e_0} = 1 + \gamma_e$, $\frac{P_1}{P_0} = 1 + \pi$ in $\frac{P_1^*}{P_0^*} = 1 + \pi^*$. To pomeni, da velja $(1 + \pi^*)(1 + \gamma_e) = 1 + \pi$. Iz tega sledi, da lahko izrazimo rast tečaja kot $1 + \gamma_e = \frac{1 + \pi}{1 + \pi^*}$, torej višja rast cen doma v primerjavi z rastjo cen v tujini je povezana z rastjo tečaja, kar smo že videli pri pariteti kupne moči. Sedaj pa nadomestimo tečajni faktor v obrestni pariteti z razmerjem inflacijskih faktorjev, tako da dobimo $1 + i = \frac{1 + \pi}{1 + \pi^*}(1 + i^*)$. Iz poglavja o denarju vemo, da je povezava med realnimi in nominalnimi obrestnimi merami enaka $1 + i = (1 + r)(1 + \pi)$, kar velja tako za domače kot za tuja gospodarstva. Če to upoštevamo dobimo povezavo med obrestnimi merami, ki pravi da mora biti domača realna obrestna mera enaka realni obrestni meri v tujini, $r = r^*$!

Tveganje. Vrednostni papirji se razlikujejo po tveganosti donosov. Tveganje je povezano z različnimi oblikami vrednostnih papirjev. Delnice imajo bolj negotove donose kot obveznice. Državne obveznice imajo manjše tveganje kot podjetniške obveznice. Tveganje je za investitorje pomembno, če so nenaklonjeni tveganju, kar je običajna predpostavka v makroekonomiji. Za različne države so tveganja različna, še posebej če so ta povezana s političnimi in drugimi manj ekonomskimi dejavniki. Deželno tveganje ocenjuje npr. revija svetovna agencija Euromoney. Večje kot je tveganje naložb v domače vrednostne papirje v primerjavi z vrednostnimi papirji izdanimi v tujini, manjši so neto pritoki kapitala ob ostalih nespremenjenih pogojih. Države z večjim tveganjem morajo plačati premijo za to tveganje, ki omogoči, da obrestna pariteta ne drži. Če je Slovenija bolj tvegana kot npr. Avstrija, bi lahko pariteta držala v naslednji obliki $i = i^* + \gamma_e + RP$, kjer je RP risk premium ali premija za (različno) tveganje.

Nenazadnje pa je obseg tokov odvisen od velikosti svetovnega gospodarstva oziroma od premoženja s katerim razpolagajo investitorji. Večje kot je to premoženje, večji bodo ti tokovi. Če povzamem, je neto finančni pritok oziroma kapitalsko finančni račun lahko izražen kot funkcija $KFR = KFR(i - i^* - \gamma_e, \text{tveganje}, \text{premoženje})$. Še enkrat, večja kot je razlika med obrestnimi merami in rastjo tečaja, večji bodo neto pritoki. Večje je tveganje donosov domačih vrednostnih papirjev, manjši so donosi in večje kot je svetovno premoženje, večji so finančni tokovi.

1.9 Kvantitetna teorija denarja in izbira ciljev

Vzemimo za izhodišče analize kvantitetno teorijo denarja. Osnovna premisa te teorije je, da je povpraševanje po denarju enako razmerju med nominalnim dohodkom in pa obtočno hitrostjo po denarju. Torej velja, da je nominalno povpraševanje

$$M^d = \frac{PY}{V(i)},$$

kjer je M^d povpraševanje po denarju, P je raven cen, Y pa je realni dohodek (BND oziroma BDP), V pa je obtočna hitrost denarja. Obtočna hitrost nam pove kolikokrat uporabimo denar na enoto BDP. Če je torej $V = \frac{1}{5} = \frac{M^d}{PY}$, to pomeni, da 1 enota denarja zadošča za menjavo 5 denarnih enot BDP. Višja kot je obrestna mera večji so oportunitetni stroški denarja in manj denarja držimo. Zato da bi obseg transakcij bil enak, torej da bi bil nominalni BDP enak, se mora povečati obtočna hitrost denarja. Zato je v imenovalcu zapisana funkcija obtočne hitrosti v odvisnosti od obrestne mere.

Ravnotežje na trgu denarja pomeni, da je povpraševanje po denarju enako ponudbi denarja

$$M^d = M^s.$$

Ob upoštevanju kvantitetne enačbe povpraševanja po denarju, velja

$$PY = V(i)M^s.$$

Sedaj pa moramo narediti nekaj predpostavk. Recimo, da velja absolutna verzija paritete kupne moči, torej da velja $eP^* = P$ in da velja nepokrita obrestna pariteta kot posledica popolne mobilnosti kapitala, torej da je $i = i^* + \gamma_e$. . Potem se enačba ravnotežja na trgu denarja spremeni v

$$eP^*Y = V(i^* + \gamma_e)M^s.$$

Nadalje predpostavimo, da so tuje cene stabilne, torej da je P^* konstanta in da je svetovna obrestna mera eksogeno dana z i^* . Ob predpostavki, da tečaj ne raste, je obtočna hitrost konstantna. V tem primeru lahko izrazimo devizni tečaj

$$e = \frac{V(i^*)}{P^*Y} M^s = \xi M^s.$$

Vidimo lahko, da je devizni tečaj proporcionalen količini denarja M^s , ξ pa je faktor proporcionalnosti odvisen od obtočne hitrosti denarja, tuje ravni cen in domačega proizvoda.

Iz tega sledi, da v gospodarstvu s popolno mobilnostjo kapitala, kjer tujina določa pogoje (kar je zelo realistično za sedanjo situacijo v Sloveniji), količina denarja v obtoku določa devizni tečaj. Torej čim si izberemo obseg denarne mase, ki je sicer produkt dveh faktorjev: denarnega multiplikatorja, mm , in primarnega denarja, H , se devizni tečaj temu endogeno prilagodi. Velja pa tudi obratno

$$M^s = \frac{P^*Y}{V(i^*)}e,$$

kar lahko interpretiramo v nasprotni smeri. Čim bo Banka Slovenije fiksirala devizni tečaj z evrom, bo s tem obseg denarja povsem določen. To pomeni, da bo s fiksacijo deviznega tečaja centralna banka izgubila instrument denarne politike in ne bo več mogla vplivati na gospodarstvo!

In kakšen je proces, ki odraža to povezanost med količino denarja in deviznim tečajem? Recimo, da centralna banka **poveča količino denarja**. Recimo, da to naredi z nakupi državnih vrednostnih papirjev, torej da je povečanje primarnega denarja, $H_t - H_{t-1}$, posledica večjih nakupov državnih vrednostnih papirjev, $B_t^c - B_{t-1}^c$. Povečanje primarnega denarja poveča količino denarne mase preko multiplikatorja. Gospodinjstva imajo zaradi prodaje vrednostnih papirjev večjo količino denarja. Ker veljata pariteta kupne moči in obrestna pariteta, se ob nespremenjenem proizvodu povpraševanje po denarju ne spremeni. Tako imajo gospodinjstva presežno količino denarja, ki se ga želijo znebiti. Čim poskušajo kupiti domače vrednostne papirje, ima oseba, ki je vrednostne papirje prodala, presežno količino denarja. Vrednostnih papirjev se gospodinjstva lahko znebijo le tako, dakupijo tuje vrednostne papirje. Za nakup tujih vrednostnih papirjev potrebujejo devize, kar se odrazi v pritisku na tečaj. Takrat se posledično tečaj torej poviša, saj se tečaj dvigne. Takšna reakcija centralne banke je dopustna v režimu fleksibilnega deviznega tečaja. V režimu fiksnega deviznega tečaja pa centralna banka intervenira na trgu in proda presežne devize. Ob prodaji deviz zniža obseg denarja v obtoku. Ta proces traja dokler je denarna ponudba večja od začetnega ravnotežja na trgu denarja. Poskus povečanja denarne ponudbe se je tako izjalovil, edina posledica pa je spremenjena struktura naložb centralne banke in gospodinjstev. Gospodinjstva držijo namesto domačih obveznic več tujih obveznic, centralna banka pa namesto tujih vrednostnih papirjev drži več domačih obveznic. *V režimu fiksnih tečajev, s popolno mobilnostjo kapitala, centralna banka ne more vplivati na količino denarja. Vsak tak poskus vodi v znižanje mednarodnih denarnih rezerv. Denarna masa je endogena.*

Kaj pa pomeni ukrep **devalvacije** tečaja v razmerah fiksnega tečaja? Predpostavljamo, da smo na začetku v monetarnem ravnotežju, torej da velja zgornja enačba. Devalvacija, ob predpostavki paritete kupne moči, vodi v povečanje domačih cen. Povečanje domačih cen

zniža realno vrednost denarnih blagajn, ki jih ljudje držijo. S tem nastopi na denarnem trgu neravnovesje, saj ekonomski agenti želijo držati večjo količino denarja – povpraševanje presega ponudbo. Zaradi tega se gospodinjstva želijo znebiti domačih in tujih vrednostnih papirjev, da bi dosegli želeno denarno blagajno. Prodaja domačih vrednostnih papirjev nima učinka, saj si presežne vrednostne papirje zgolj podajajo med sabo. Prodaja tujih vrednostnih papirjev pa povzroči povečano ponudbo tuje valute, ki jo dobijo ob prodaji na mednarodnih trgih kapitala. Presežna količina deviz pritiska na znižanje – apreciacijo tečaja, ki pa je centralna banka zaradi zavezanosti fiksnim tečajem ne dopusti in kupuje presežne devize. S kupovanjem presežnih deviz, se povečuje količina denarja v obtoku. Centralna banka kupuje devize toliko časa, dokler se realna ponudba ne izenači s povpraševanjem po denarju. Posledica devalvacije je, da si je centralna banka nabrala rezerve, ne da bi povečala realno vrednost obveznosti (realna masa primarnega denarja je enaka). Centralna banka je tako pridobila realno premoženje na račun tistih, ki držijo realne denarne blagajne. CB je tako ob devalvaciji prejemnik kapitalskih izgub gospodinjstev, v naslednjem poglavju bomo videli, da gre za inflacijski davek.