

**DELOVNI ZVEZEK**

št. 10/letnik VIII/1999

**ZUNANJE NERAVNOVESJE IN EKONOMSKA  
POLITIKA V OBDOBJU TRANZICIJE**

primer é eške, Madžarske in Poljske  
z možnimi zaključki za Slovenijo

mag. Rotija **KMET**

Ljubljana, marec 2000

**IZDAJATELJ:** Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj,  
Ljubljana, Gregorčičeva 27

**FAKS:** 061/178 20 70  
**TELEFON:** 061/178 21 12

**UREDNIK ZBIRKE:** Boštjan PLEŠEC

Razmnoževanje v 200 izvodih.

**GRAFI^NO OBLIKOVANJE:** Tina KOPITAR, Boštjan PLEŠEC  
**LEKTORIRANJE:** Slavica REMŠKAR

**ODGOVORNA OSEBA:** doc. dr. Janez POTOČNIK

Pisna naročila za zbirko ali publikacijo sprejemamo na naslov izdajatelja.

**KLJU^NE BESEDE:** plačilna bilanca, ekonomska politika, zunanje neravnovesje, tranzicija,  
Slovenija, Češka, Poljska, Madžarska.

# KAZALO

<b>POVZETEK</b>	<b>5</b>
<b>SUMMARY</b>	<b>6</b>
<b>UVOD</b>	<b>7</b>
<b>METODE ANALIZIRANJA ZUNANJEGA NERAVNOVESJA IN NJIHOV RAZVOJ</b>	<b>8</b>
Mundell - Flemingov model	8
Teorija ravnovesja med investicijami in varčevanjem	9
Zunanje ravnovesje v luči potrošnih ciklov	11
Kapitalski tokovi, negotovost in tveganje	13
<b>ZUNANJE NERAVNOVESJE IN EKONOMSKA POLITIKA</b>	<b>15</b>
Pomen plačilnobilančnih gibanj za ekonomsko politiko	15
Primeri izbranih tranzicijskih držav	16
<sup>^</sup> e{ka	16
Ukrepi ekonomske politike	16
U-inki in ocena ukrepov ekonomske politike	18
<b>Mad'arska</b>	<b>20</b>
Ukrepi ekonomske politike	20
U-inki in ocena ukrepov ekonomske politike	21
<b>Poljska</b>	<b>23</b>
Ukrepi ekonomske politike	23
U-inki in ocena sprejetih ukrepov ekonomske politike	23
<b>Slovenija</b>	<b>25</b>
<b>ZAKLJU^EK</b>	<b>29</b>
<b>LITERATURA</b>	<b>30</b>
<b>VIRI</b>	<b>32</b>

## POVZETEK

V okviru mednarodne ekonomike je nastala v preteklosti vrsta teorij, ki preu-ujejo medsebojno odvisnost med saldno teko-ega ra-una pla-ilne bilance na eni strani in deviznim te-ajem, doma-o in tujo gospodarsko aktivnostjo ter monetarno, fiskalno in drugimi ekonomskimi politikami na drugi strani. V novejšem ~asu se vse ve- pozornosti namenja vzpostavljanju dolgoro-no trdnega in stabilnega makroekonomskega okvira. [ e posebej so pomembni vidiki zunanjega neravnovesja in mo' ni vplivi na mednarodne finan-ne tokove.

Ve-ina tranzicijskih dr'av se je v devetdesetih letih sre-ovala s hitrim poglobljanjem investicijsko-var-evalne vrzeli. Nekatere od teh so se v tem obdobju ' e sre-ale s kriti-nim pove-anjem primanjkljaja na teko-em ra-unu pla-ilne bilance, ki je zahtevalo sprejetje stabilizacijskih ukrepov ekonomske politike. V delovnem zvezku so s tega vidika obravnavane ^e{ka, Mad'arska, Poljska in Slovenija. Iz pregleda ukrepov, ki so sledili poslab{evanju zunanjega ravnovesja v omenjenih dr'avah, izhaja, da so dr'ave najve- energije usmerile v zmanj{evanje trgovinskih primanjkljajev (administrativno omejevanje uvoza, omejevanje doma-ega povpra{evanja, devalvacije nacionalnih valut itd.). Neravnovesje na teko-em ra-unu pla-ilne bilance pa je potrebno, kot izhaja iz novej{ih teoreti-nih spoznanj, obravnavati skupaj z razvojnimi mo'nostmi gospodarstva, izpostavljenostjo gospodarstva zunanjim {okom, kvaliteto ~love{kega kapitala, pogoji menjave, stabilnostjo finan-nega sistema ipd. To med drugim tudi potrjuje tezo, postavljeno v uvodu, da se morajo tranzicijske dr'ave pri vzpostavljanju ali ohranjanju zunanjega ravnovesja dolgoro-no osredoto-iti tudi na pove-anje nagnjenosti k var-evanju, s ~imer bi pribli' ali raven lastnih prihrankov ravni investicij. To pa je potrebno storiti tako, da ne bi ogrozili gospodarske stabilnosti, in je zato tesno povezano z dokon-anjem procesa tranzicije. Hkrati pa napotilo k pove-anju doma-ega var-evanja ne pomeni, da je vloga tujega kapitala pri financiranju gospodarskega razvoja tranzicijskih dr'av nepomembna ali celo {kodljiva, pa- pa opozarja, da gospodarske ekspanzije ne moremo nasloniti zgolj na tuje finan-ne vire, saj lahko to v primeru pove-anja nezaupanja v stabilnost gospodarstva privede do odliva tujega kapitala in do krize zunanjega ravnovesja (npr. valutna kriza).

## SUMMARY

A number of theories have evolved within the framework of international economics that look into the relationship between the current account balance on the one hand and the exchange rate, domestic and foreign economic activity, monetary, fiscal and other economic policies on the other. Recently, a great deal of efforts have been devoted to achieving a long-term stability and robustness of the macroeconomic environment. What is particularly relevant in this respect is the external imbalance and its possible effects on international financial flows.

The majority of countries in transition faced a rapid widening of the investment-savings gap in the 1990s. Some of them witnessed a serious increase in the current account deficit over the last decade, which called for economic policy measures that would stabilise the situation. This paper looks at the Czech Republic, Hungary, Poland and Slovenia from this point of view. It is evident from the range of measures following the deterioration in the external balance that those countries concentrated their efforts to reduce trade deficits (administrative measures to reduce imports, curbing domestic consumption, devaluation of national currencies, etc). However, as shown by recent theoretical findings, the issue of the current account imbalance should be addressed in combination with the development potential of the economy, exposure of the economy to external shocks, the quality of the human capital, terms of trade, the stability of the financial system, etc. This supports a claim, put forward in the introduction, that countries in transition should focus on promoting saving, whereby the level of savings would draw closer to the level of investment. This should be achieved without threatening the economic stability and is therefore closely linked to the completion of the process of transition. However, trying to increase domestic savings does not mean that the role of foreign capital in financing economic development of countries in transition is irrelevant or even harmful. This only points to the fact that economic expansion cannot rely solely on foreign financial sources because foreign capital may start shedding a country and the external balance crises may emerge (currency crisis, for example) should the confidence in economic stability be undermined.

## UVOD

Zanimanje ekonomske stroke za problematiko zunanjega ravnovesja se je precej povečalo z izbruhom valutne krize v Mehiki leta 1994. V številne latinskoameriške in vzhodnoazijske države v razvoju se je konec sedemdesetih in v začetku osemdesetih let ter v zgodnjih devetdesetih letih prelil precejšen del mednarodnih kapitalskih tokov, namenjen financiranju držav v razvoju (Milesi-Feretti, Razin, 1996, str. 1). Večinoma so pritok tujega kapitala spremljali visoki in dlje časa trajajoči primanjkljaji na tekočem računu plačilne bilance. Strokovnjaki so veliko pozornosti posvetili indikatorjem kriz zunanjega ravnovesja in prenašanju učinkov teh kriz med državami. Dosežen je bil precejšen napredek pri odkrivanju zgodnjih signalov kriz zunanjega neravnovesja (Milesi-Feretti, Razin, 1996, str. 30), kakor tudi glede identificiranja držav, ki bi se s takšno krizo najhitreje "okule". Kljub temu in bogatemu izboru teorij, ki obravnavajo problematiko primanjkljajev tekočega računa plačilne bilance, nosilci ekonomske politike pri odpravljanju nastalega neravnovesja dostikrat naletijo na težave, saj univerzalnega teoretičnega okvira, ki bi bil uporaben v vseh okoliščinah, ni (Knight, 1997, str. 22). Literatura na več mestih zasleduje in analizira tudi dogajanja na področju poslabševanja zunanjega ravnovesja v tranzicijskih državah. Pri tem se največkrat omejuje na iskanje vzrokov visokih primanjkljajev na tekočem delu plačilne bilance (Elteto 1996, Nuti 1996, Inotai 1998) ali pa se problematiki zunanjega neravnovesja posveča v analizi tekočih gospodarskih gibanj v teh državah (Richter, 1996; EBRD, 1998; Podkaminer, 1999; Poschl, 1998).

Na tem mestu skušam na primeru tranzicijskih držav, ki se v procesu prehoda v tržno gospodarstvo srečujejo s kroničnimi primanjkljaji na tekočem računu plačilne bilance, pokazati, da je dolgoročno problematika zunanjega neravnovesja rešljiva le s povečanjem nagnjenosti k varčevanju. Tako bi omogočili zadostno raven domačih prihrankov, s katerimi bi lahko financirali gospodarski razvoj in hkrati zmanjšali visoko odvisnost od tujih finančnih virov ter izpostavljenost domačega gospodarstva negativnim učinkom finančnih kriz v svetu. To seveda ne pomeni, da bi se države morale odpovedati tujemu kapitalu, ki je v obdobju okrevanja gospodarstva zelo pomemben dejavnik čim hitrejšega gospodarskega razvoja. Pa ne pa kaže na to, da na dolgi rok razvoj neke države ne more temeljiti zgolj na tujih prihrankih, ampak zahteva tudi določeno višino lastnih finančnih virov.

Uvodnemu poglavju sledi pregled teorij, ki analizirajo zunanje neravnovesje, merjeno s primanjkljajem tekočega računa plačilne bilance. Pri tem skušam iz teorije izlučiti predvsem najpomembnejše nasvete za ukrepanje ekonomskih politik v primeru, ko pride do hitrejšega povečevanja primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance. V tretjem poglavju pa skušam na primeru treh izbranih tranzicijskih držav, ki so se začele srečevale z relativno visokimi primanjkljaji tekočega računa plačilne bilance glede na bruto domači proizvod in so zanimive tudi z vidika primerjave s Slovenijo, odkriti, s katerimi ukrepi ekonomske politike se tranzicijska gospodarstva spopadajo s primanjkljajem na tekočem delu plačilne bilance, kakšni so učinkoviti ukrepi in kako se ujemajo s priporočili ekonomskih teorij, obravnavanih v drugem poglavju.

## METODE ANALIZIRANJA ZUNANJEGA NERAVNOVESJA IN NJIHOV RAZVOJ

V okviru mednarodne ekonomike je nastala v preteklosti vrsta teorij, ki preu-ujejo medsebojno odvisnost med saldno teko-ega ra-una pla-ilne bilance na eni strani in deviznim te-ajem, doma-o in tujo gospodarsko aktivnostjo ter monetarno, fiskalno in drugimi ekonomskimi politikami na drugi strani. V novejšem -asu se vse ve- pozornosti namenja vzpostavljanju dolgoro-no trdnega in stabilnega makroekonomskega okvira. [ e posebej sopolomembni vidik zunanjega neravnovesja in mo' ni vplivi na mednarodne finan-ne tokove.

### Mundell - Flemingov model

Mundell - Flemingov (M-F) model se 'e od zgodnjih {estdesetih let dalje pojavlja v razli-nih verzijah kot zelo popularen na-in analiziranja zunanjega neravnovesja in {e vedno igra pomembno vlogo pri oblikovanju ekonomske politike. V sebi nosi idejo, da je z ustreznimi ekonomskimi politikami mogo-e simultano dose-i notranje (polna zaposlenost) in zunanje (pla-ilna bilanca) ravnovesje. V osnovi izhaja M - F model iz IS- LM analize in je raz{irjen v smislu analiziranja odprtega gospodarstva. Pri tem predpostavlja mednarodno mobilnost kapitala, nepopolno nadomestljivost med doma-im in tujim blagom, fiksno raven cen ter spremenljiv realni (output) proizvod (oziroma pri polni zaposlenosti fiksen realni proizvod in spremenljive cene).

M -F model se ukvarja le s kratkoro-no analizo, zato zanemarija vpliv neto investicij na obseg kapitala in primanjkljaja v teko-em ra-unu pla-ilne bilance na neto zunanjo zadol'enost gospodarstva. Gre za preprost mehanizem prilagajanja, ki se je izkazal kot uporaben pri analiziranju vpliva posameznih ekonomskih politik na proizvodnjo, obrestne mere in pla-ilnobilna-na prilagajanja v primerih razli-nih sistemov deviznih te-ajev. Model razlikuje teko-e in kapitalske transakcije v pla-ilni bilanci, zato lahko z njim razlo' imo tudi, kak{ne posledice imajo spremembe v vodenju ekonomske politike na teko-i del pla-ilne bilance (Knight 1997, str. 3).

Analiti-no gledano se v M - F modelu pojavljata dve spremenljivki, realna obrestna mera (i) in realni proizvod (output, Y), in tri krivulje (IS, LM in BOP), ki predstavljajo vse tiste kombinacije i in Y, pri katerih so trg blaga, trg denarja in trg deviz v ravnovesju. Ob predpostavki, da imata LM in BOP krivulji pozitiven nagib, IS krivulja pa je padajo-a, je ravnote' je dose' eno pri tisti obrestni meri in tisti ravni proizvodnje, kjer je prese-i{-e vseh treh krivulj. Ob predpostavki mednarodne mobilnosti kapitala lahko gospodarstvo dose' e ravnote' je tudi v primeru, ko imamo prese' ek ali primanjkljaj teko-ega ra-una pla-ilne bilance, odvisno pa- od vrednosti razli-nih ekonomskih parametrov, npr. od ravni proizvodnje, realnega deviznega te-aja, razlike med doma-o in tujo obrestno mero. Krivulja BOP v M-F modelu namre- ne ponazarja le ravnovesja teko-ega dela pla-ilne bilance, ampak ravnovesje na celotnem deviznem trgu. Tako se bo na primer pri danem realnem deviznem te-aju pove-anje doma-ih dohodkov odrazilo v deficitu teko-ega ra-una pla-ilne bilance (-e izhajamo iz ravnote' ja), kar pa lahko nadomestimo z zvi{anjem doma-e obrestne mere in deficit financiramo s pritokom tujega kapitala (Knight 1997, str. 4).

Pri ocenjevanju vpliva različnih ekonomskih politik na saldo tekočega računa plačilne bilance je pomembno poznavanje naklonov vseh treh krivulj (IS, LM, BOP). Najprej si oglejmo primer, ko imamo sistem fiksnega deviznega tečaja. Ekspanzivna fiskalna politika vodi do povečanja domačega dohodka in poslabšanja zunanje ravnotežja, merjenega s saldom tekočega računa plačilne bilance. Deficit tekočega računa financiramo s pritokom tujega kapitala, ki ga privabijo visoke domače obrestne mere - posledica vpliva fiskalne ekspanzije na povečanje dohodkov in povpraševanje po denarju. Večja je mednarodna mobilnost kapitala, večji je vpliv fiskalne ekspanzije na poslabšanje zunanje ravnotežja. V sistemu fiksnega deviznega tečaja ima torej fiskalna politika neposreden vpliv na zunanje ravnovesje nekega gospodarstva, medtem ko velja za monetarno politiko ravno nasprotno (Senjur, 1995, str. 387).

Monetarna politika je učinkovita v sistemu fleksibilnega deviznega tečaja. Povečanje količine denarja v obtoku povzroča znižanje domače obrestne mere, višje domače dohodke in realno deprecijacijo nacionalne valute. Končni vpliv na zunanje ravnovesje je odvisen od tega, ali prevlada učinkovitejša deprecijacija na izvoz in uvoz ali učinkovitejši dohodkov. Na drugi strani ima ekspanzivna fiskalna politika za posledico višjo obrestno mero in apreciacijo domače valute, kar nazadnje vodi v primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance.

Glavna slabost M - F modela je njegova statičnost. Ker obravnava le kratkoročno obdobje, ne upošteva vpliva neto investicij na obseg produktivnega kapitala, a tudi ne primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance na zunanjo zadolženost države (Knight, 1997, str. 6). Kot takšen lahko model pojasni zgolj učinkovite posameznih ekonomskih politik na zunanje ravnovesje. Poglejmo še enkrat primer ekspanzivne fiskalne politike. V začetni fazi vodi povečanje državnih izdatkov ali zmanjšanje davkov v deficit tekočega računa in pritok tujega kapitala. Toda to hkrati pomeni, da se je zunanja zadolženost povečala. Če je deficit tekočega računa trajen in se zunanja zadolženost vztrajno povečuje, naraščajo tudi obresti na državni dolg. Da bi torej vzpostavili oziroma ohranili zunanje ravnovesje (izravnali saldo tekočega računa plačilne bilance), moramo izboljšati trgovinsko bilanco. Po začetni apreciaciji, ki je posledica fiskalne ekspanzije, bo potrebno zmanjšanje realne vrednosti domače valute (realna deprecijacija), da bi izboljšali konkurenčnost domačih izvoznikov, spodbudili izvoz in omejili uvoz. Takšni in podobni dolgoročni ukrepi, ki so pomembni pri vzpostavljanju in vzdrževanju zunanje ravnotežja, so iz M - F modela enostavno izpuščeni. Kljub široki sprejetosti je Mundell - Flemingov model vendarle v mnogih pogledih pregrob približek realnosti, da bi z njim spremljali dolgoročno plačilnobilančno gibanje.

### Teorija ravnovesja med investicijami in varčevanjem

Post-Bretton-Woods-ov sistem drsečih deviznih tečajev je pripeljal do neprestanih zunanjih neravnovesij večjih industrijskih držav. Ekonomisti so na problem začeli gledati dolgoročno. Za izhodišče so uporabili razliko med celotnim varčevanjem in investicijami v gospodarstvu, ki je po definiciji enaka saldu tekočega računa plačilne bilance (Jenkinson 1996, str. 79). S simboli lahko to identiteto zapišemo takole (Knight 1997, str. 32):

$$CA_t = Sp_t + Sg_t - Ig_t - Ip_t, \quad (1)$$

pri čemer  $CA$  pomeni tekoči račun plačilne bilance (če je  $CA > 0$ , govorimo o preseku),  $Sp$  predstavlja varčevanje zasebnega sektorja,  $Sg$  varčevanje



dr'avnega sektorja, Ip investicije zasebnega sektorja in Ig investicije dr'avnega sektorja, subskript t pa označuje določen časovni trenutek.

Razlika v primerjavi z M - F modelom je takoj očitna. Deficit tekočega računa, ki bi v skladu z M - F modelom zahteval takojšnje ukrepanje ekonomskih politik, je sedaj sprejemljiv. Dr'ava lahko na primer s primanjkljajem v tekočem računu shaja v daljšem časovnem obdobju, če so investicije v produktivni kapital relativno večje od nagnjenosti k varčevanju.

Prva, ki sta si problem zunanjšega neravnovesja zastavila dolgoročno, sta bila Laursen in Metzler, kasneje se jima je pridružil Mundell. V osemdesetih letih sta Knight in Masson razvila preprost model o mednarodnem prenašanju fiskalnih politik (International Transmission of Fiscal Policies) med večjimi industrijskimi državami (Knight 1997, str. 7). Sredi osemdesetih let je namreč postalo vse bolj očitno, da ima nenadna fiskalna ekspanzija v teh državah vpliv tudi na gibanje deviznih tečajev in s tem povezano zunanje ravnotežje v okviru industrijskih gigantov. Finančne in trgovinske odnose med Združenimi državami Amerike, Japonsko in Nemčijo so v letih od 1980 do 1985 zaznamovale tri skupne značilnosti: visoka raven obrestnih mer na mednarodnih finančnih trgih, sunkovito povečanje primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance ZDA ob sočasnem naraščanju presežkov na Japonskem in v Nemčiji ter nominalna in realna apreciacija ameriškega dolarja (Knight, Masson 1997, str. 388).

Model, ki sta ga razvila Knight in Masson, temelji na naslednji ideji. Zaradi fiskalne ekspanzije se v nekem gospodarstvu poruši ravnotežje med investicijami in prihranki. Da bi zadržali investicije na nespremenjeni ravni, moramo pritegniti tuji kapital. Le-ta se v dr'avo preljuje skozi kapitalski del plačilne bilance in ob sočasni apreciaciji domače valute pripelje do poslabšanja ravnotežja na tekočem računu (povečanje deficita oziroma zmanjšanje suficita tekočega dela plačilne bilance). To velja seveda le ob predpostavki, da manjše varčevanje dr'avnega sektorja (posledica ekspanzivne fiskalne politike) ni popolnoma nadomeščeno s povečanim varčevanjem zasebnega sektorja. Le-ta zaradi večjega dr'avnega trošenja deloma zmanjša svojo tekočo potrošnjo in poveča varčevanje, z namenom, da bo lahko v prihodnosti plačeval višje davke. Lahko govorimo o določenem deležu javnega deficita, ki predstavlja zasebnemu sektorju del njegovega neto premoženja. Označimo ga s  $f$ . Ob predpostavki, da imamo model dveh držav (domača država in tuja), lahko njuno ravnotežje zapišemo tudi z enačbami.

Naj bodo investicije funkcija obrestne mere:

$$I_p = I_p(i); \quad (2)$$

pri čemer  $i$  pomeni realno obrestno mero.

Varčevanje lahko zapišemo kot:

$$S_p = S_p(i) + (1 - f)F; \quad (3)$$

pri čemer je  $F$  javnofinančni deficit, vrednost  $f$  pa se nahaja med nič in ena, kar pomeni, da nedr'avni sektor s povečanjem svojega varčevanja nadomesti del zmanjšanja dr'avnih prihrankov.

Makroekonomsko ravnotežje v doma se torej vzpostavi, ko velja identiteta (4):

$$S_p - I_p(i) - F = CA(e); \quad (4)$$

pri čemer  $e$  pomeni realni devizni tečaj, torej relativno ceno tujega blaga, izraženo z domašim blagom.

Če enačbo (3) vstavimo v enačbo (4), dobimo ravnotežni pogoj zapisan takole:

$$S_p(i) - I_p(i) - fF = CA(e). \quad (5)$$

Povsem analogno bi lahko zapisali ravnotežje enačbo tudi za tujino. Model torej vsebuje tri endogene spremenljivke: svetovno obrestno mero, realni devizni tečaj in saldo tekočega računa plačilne bilance. Medtem ko so eksogene spremenljivke javnofinančni deficit in faktorji, ki utegnejo vplivati na raven varčevanja, investicij ali izvoza. Knight in Masson sta s tem preprostim modelom pokazala, da vsako povečanje javnofinane primanjkljaja, kakor tudi nenadna ekspanzija investicij zasebnega sektorja, vodita v neenakost med narodnogospodarskimi investicijami in varčevanjem in deficit tekočega računa plačilne bilance. Če je država dovolj velika, ima presežno povpraševanje po prihrankih (posledica presežka investicij nad varčevanjem) za posledico tudi povečanje svetovne obrestne mere, kar omogoča ponovno vzpostavitev ravnovesja.

Na dolgi rok se fiskalna ekspanzija pokaže v naraščajočem zunanjem dolgu države. Naraščajoča pa tudi znesek obresti, ki jih je potrebno plačati na javni dolg. Da bi preprečili nadaljnje povečevanje deficita tekočega računa, je zato nujno potrebno znižati vrednost domaše valute. Prvotno apreciacijo mora torej zamenjati deprecijacija nacionalne valute. Takšne dolgoročne učinke sta Knight in Masson podrobneje analizirala v ekonometričnem modelu, omenjeni pristop pa je bil kasneje vključen v ekonometrični model Mednarodnega denarnega sklada MULTIMOD (Masson et al., 1990). Gre za večregionalni model, ki je namenjen preučevanju učinkov ekonomskih politik na najpomembnejše makroekonomske spremenljivke, še posebej meddržavnemu pretoku teh učinkov.

### Zunanje ravnovesje v luči potrošnih ciklov

Analiziranje zunanjega neravnovesja s pomočjo potrošnih ciklov, ki je vzbudilo največ zanimanja v začetku devetdesetih (Agenor et al, 1995, str. 2), postavlja v ospredje dolgoročno odločanje o varčevanju in investicijah. Razlika med prihranki in investicijami je po tej teoriji odvisna od tega, koliko si je tujina pripravljena sposoditi od opazovane države (če imamo presežek na tekočem računu) oziroma koliko je tej državi pripravljena posoditi (v primeru primanjkljaja na tekočem računu). Države z visokim deležem varčevanja v bruto domaem proizvodu so ponavadi neto izvoznice kapitala in imajo presežek v tekočem delu plačilne bilance. Ravno nasprotno velja za države z nizkim deležem varčevanja, ki se nagibajo k večjemu uvozu kapitala. Saldo tekočega računa je v tem primeru negativen. Obravnavanje zunanjega neravnovesja na podlagi potrošnih ciklov torej sporoča, da lahko gospodarstva dolgoročno rastejo, ne glede na to ali izkazujejo uravnovešeno ali neuravnovešeno saldo tekočega računa. Za državo, ki omogoča prost pretok kapitala, je nepomembno,

ali se investicije financirajo z doma-im ali tujim kapitalom. Bistveno je le, da je sedanja neto vrednost investicije pozitivna, medtem ko geografski izvor finan-nega vira ne igra vloge.

V osnovi lo-imo vsaj dve razli-ici potro{nega pristopa. Obe izhajata iz identitete (6) (Knight 1997, str. 11):

$$CA_t = A_t - A_{t-1} = i_t A_{t-1} + Y_t - C_t - G_t - I_t; \quad (6)$$

kjer  $A_t$  pomeni neto obveznosti tujine ob koncu obdobja  $t$ ,  $Y_t$  je bruto doma-i proizvod v obdobju  $t$ ,  $C_t$  je potro{nja,  $I_t$  je vsota zasebnih in javnih investicij,  $G_t$  so javnofinan~ni izdatki,  $i$  pa je obrestna mera v obdobju  $t$ .

V prvi razli-ici omenjene teorije maksimiramo med-asovno funkcijo koristnosti reprezentativnega potro{nika, ki jo zapi{emo kot (Knight, 1997, str. 12):

$$S_{t=0} b^t E [U (C_t) / W_t]; \quad (7)$$

kjer  $E [U (C_t) / W_t]$  predstavlja funkcijo pogojnega pri-akovanja,  $W$  je niz informacij, na podlagi katerih oblikuje potro{nik svoja pri-akovanja,  $b$  pa predstavlja potro{nikove med-asovne preference. Neto proizvod v tem modelu zapi{emo kot  $Z_t = Y_t - G_t - I_t$ , kar je enako potro{nji in saldu teko-ega ra-una. ^e predpostavljamo, da je funkcija  $U (C_t)$  kvadratna in  $b (1+i) = 1$ , potem lahko re{itev zapi{emo takole (Knight, 1997, str. 12):

$$CA_t = - S_{s=t+1} [1/1+i]^{s-t} E [DZ_s / W_t]. \quad (8)$$

Izhajajo- iz ena-be (8), je saldo teko-ega ra-una enak pri-akovani diskontirani vrednosti bodo-ih sprememb v neto proizvodu: ~e je ta pri-akovana vrednost pozitivna, potem imamo deficit teko-ega ra-una in obratno. Povedano enostavneje: kadar je prihodnost gospodarstva neke dr' ave ble{-e-a, potem so se njeni prebivalci pripravljani zadovol' evati v tujini, vedo~, da bodo akumulirani dolg v prihodnosti zlahka odpla~ali. S tem tro{tijo del svojih bodo-ih prihodkov. V saldu teko-ega ra-una se potemtakem zrcalijo med-asovne odlo-itve racionalnih subjektov neke ekonomije. Za razliko od Mundell - Flemingovega modela, ki se posve~a le kratkoro-nemu obdobju, v skladu s teorijo, ki razlaga spremembe v zunanjem ravnovesju s pomo-jo potro{nih ciklov, primanjkljaj teko-ega ra-una pla-ilne bilance torej {e ne pomeni nujno opozorilnega signala, da je gospodarstvo za{lo iz za-rtanih tirov.

Druga razli-ica teorije izhaja iz nekoliko druga-nih predpostavk o funkciji koristnosti, ki jo posamezni potro{nik maksimira. Saldo teko-ega ra-una je po tej razlagi odvisen od dveh faktorjev: na eni strani so to odstopanja vrednosti glavnih spremenljivk (bruto doma-ega proizvoda, dr' avnih izdatkov, investicij, obrestne mere) od njihove dolgoro-ne ravni, na drugi strani pa vpliva na vrednost teko-ega ra-una razlika med svetovno obrestno mero in med-asovnimi preferencami potro{nikov oziroma, povedano druga-e "tolerantnost" potro{nikov do obrestne mere (Agenor et al., 1995, str. 2).

Klju~ni makroekonomski indikatorji lahko na kratek rok odstopajo od dolgoro-nega ravnote' ja zaradi ve- razlogov. Eden od njih je fiskalni {ok, s katerim deficit teko-ega dela pla-ilne bilance pojasnjujeta Knight in Masson. Obstaja pa {e vrsta drugih {okov, ki vodijo v zunanje neravnovesje, vendar nujno ne predstavljajo signala, da gre v gospodarstvu nekaj narobe. Tak{ni so

na primer: množiš i-no priseljevanje, strukturne reforme, tehnološki napredek ali demografski faktorji.

Poglejmo za primer povečanje stopnje rodnosti. Če se število prebivalstva poveča, to pomeni, da je delež zunanjega dolga, ki odpade na prebivalca, manjši. Država se nagiba k pridobivanju zunanjih virov financiranja, saj bo v prihodnosti zaradi številnejšega prebivalstva breme zunanjega dolga na prebivalca manjša. Sedanja generacija lahko torej troši več, ker bo prihodnja generacija zaradi večjega števila njenih članov lažje odplačevala dolgove (Higgins, 1998, str. 344). Zgodba pa ima tudi drugo stran resnice. Koristi od demografske ekspanzije ne pridejo zastonj, ampak je potrebno mlado generacijo tudi izobraziti, ji priskrbeti zdravstveno varstvo, vse to pa zahteva dodatne državne izdatke. Le-ti prispevajo h kopičenju dolga, ki ga bo potrebno servisirati v prihodnosti (Knight, Savilliani 1998, str. 38).

### Kapitalski tokovi, negotovost in tveganje

Kot smo spoznali v prejšnjem poglavju, je zunanje ravnovesje odvisno od investicijske oziroma potrošne usmerjenosti ekonomskih subjektov in s tem povezanega mednarodnega zadolževanja oziroma posojanja. Pri tem moramo upoštevati, da mednarodne finančne tokove sestavlja cela vrsta vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov. Dohodki rezidentov niso odvisni le od gospodarskih rezultatov domačega gospodarstva, saj se je mogoče predložiti doma zavarovati z mednarodno diverzifikacijo portfeljev. V skrajnem primeru lahko rezidenti vsa domača podjetja prodajo tujcem in ves svoj kapital investirajo v tujini. S tem se v celoti zaščitijo pred fluktuacijami v domačem bruto proizvodu, hkrati pa se izpostavijo tveganju na svetovnem finančnem trgu.

Upoštevaje kapitalske tokove, tveganje in negotovost, lahko s pomočjo dvoobdobne logaritemske funkcije koristnosti (Knight, Scavilliani 1998, str. 40) poiščemo determinante salda tekočega računa. Ob tem predpostavljamo popolnost trgov, to pomeni, da je na trgu tolikšno število vrednostnih papirjev, da je zagotovljena stabilnost posameznikove bodoče potrošnje, ne glede na to, kaj se bo v prihodnosti zgodilo. Funkcijo koristnosti zapišemo za reprezentativnega posameznika, ki deluje v gospodarstvu z eno samo potrošno dobrino. V drugem obdobju naj bosta možni dve stanji 1 in 2 z verjetnostima  $p(1)$  in  $p(2)$  (Knight, Scavilliani 1998):

$$U_1 = \log(C_1) + p(1)b \log[(C_2(1))] + p(2)b \log[(C_2(2))], \quad (9)$$

kjer  $C_1$  in  $C_2$  pomenita potrošnjo v prvem in drugem obdobju,  $b$  pa je stopnja medčasovnih preferenc. Reprezentativni posameznik se torej srejuje s sledenjo proračunsko omejitvijo (Knight, Scavilliani, 1998):

$$C_1 + [p(1)C_2(1) + p(2)C_2(2)] / (1 + r) = Y_1 + [p(1)Y_2(1) + p(2)Y_2(2)] / (1 + r), \quad (10)$$

pri čemer je  $p(1)/(1 + r)$  cena obveznice, katere donos je enota outputa, če je bilo v drugem obdobju realizirano stanje 1. Analogno velja za  $p(2)/(1 + r)$ ,  $r$

pa je diskontna stopnja, enaka realnemu donosu obveznice, ki je popolnoma netvegana, njena cena v prvem obdobju pa je 1.

Za razliko od pristopa, obravnavanega v predhodnem poglavju, lahko v tem primeru posameznik izbira ne le med potro{njo v razli~nih ~asovnih obdobjih, ampak tudi med razli~nimi dr' avami. Saldo teko~ega ra~una je potemtakem enak (Knight, Scavilliani 1998, str. 40):

$$CA_1 = Y_1 - C_1 = b Y_1 / (1 + r) - 1 / (1 + b) [p(1) Y_2(1) / (1 + r) + p(2) Y_2(2) / (1 + r)]. \quad (11)$$

^e sta stopnja tveganja, (r), in stopnja med~asovnih preferenc, (b), konstantni, potem je saldo teko~ega ra~una opredeljen s cenami obveznic, ki so torej odvisne od verjetnosti, da se bo v prihodnosti uresni~ilo eno od stanj. V praksi se spreminjajo vsaki~, ko se pojavi na trgu kak{na nova informacija, hkrati pa se preoblikuje tudi razporeditev portfeljev.

Ena~ba (11) nam govori dvoje. Z globalizacijo se je pove~alo {tevilo investicijskih mo' nosti. Investitorji lahko sedaj svoje nalo' be razpr{ijo tudi mednarodno, kar vpliva na pove~anje obsega mednarodnih kapitalskih tokov. Vse to se odra' a v saldu teko~ega ra~una bilance s tujino, ~eprav ni neposredne povezave z izvozom ali uvozom blaga in storitev. Na drugi strani pa se je s pove~evanjem obsega kapitalskih tokov pove~ala tudi hitrost spreminjanja teh tokov. Spremenljivost kapitalskih tokov je ve~ja v dr' avah s pomanjkljivimi informacijami o klju~nih makroekonomskih spremenljivkah, ki pomagajo pri ocenjevanju rizi~nosti investiranja v dr' avi. V enaki smeri vplivajo neu~inkovitost finan~nega in pravnega sistema, nestabilna fiskalna politika in podobno (Deszeri 1996, str. 15). V tak{nih okoli{~inah velik primanjkljaj teko~ega ra~una, financiran s pritokom tujega kapitala, opozarja na ob~utljivost gospodarstva na nenadne spremembe ocen de' elnega tveganja dr' ave. Z ena~bo (11) zapisana definicija salda teko~ega ra~una torej ne govori o neza' elnosti primanjkljaja v menjavi s tujino, ampak priporo~a stabilnost monetarne in fiskalne politike ter u~inkovito delovanje in transparentnost trgov v gospodarstvu. S tem se namre~ dr' ava naju~inkoviteje zavaruje pred pobegom tujega kapitala.

## ZUNANJE NERAVNOVESJE IN EKONOMSKA POLITIKA

Najpogostejše vprašanje, ki se pojavlja med ekonomisti ob zunanjem neravnovesju, je, kateri so vzroki, da je tekoči račun plačilne bilance začel v primanjkljaj. Sledi vprašanje, ali so ti razlogi takšni oziroma ali je primanjkljaj tako velik, da je potrebno reagirati s spremembo ekonomske politike. Če je odgovor pritrdilen, sledi iskanje ustreznih ukrepov ekonomskih politik, s katerimi bi ponovno vzpostavili zunanje ravnovesje.

### Pomen plačilnobilančnih gibanj za ekonomsko politiko

Saldo tekočega računa ponavadi ne sodi med osnovne cilje ekonomske politike, kot so na primer inflacija, obseg proizvodnje ali stopnja nezaposlenosti, ravno tako se ne uporablja kot sredstvo ekonomske politike, kar velja na primer za količino denarja v obtoku. Največkrat se saldo tekočega dela plačilne bilance pojavlja v ekonomski politiki kot nekak "vmesni cilj" ("intermediate target"). Je odsev delovanja vseh makroekonomskih politik, kakor tudi informacija o delovanju in pri-akovanjih vseh gospodarskih subjektov nekega odprtega gospodarstva (doma-ih in tujih) v določenem časovnem obdobju. Za nosilce ekonomske politike je potemtakem bistveno, da obravnavajo saldo tekočega računa kot pomembno makroekonomsko spremenljivko, da si prizadevajo razločiti plačilnobilančna gibanja, oceniti stabilno raven primanjkljaja tekočega dela plačilne bilance in na podlagi tega skušajo poiskati ustrezne ukrepe ekonomske politike (Knight, Scacciavillani 1998, str. 28).

Seveda je v praksi ocenitev trenutnega stanja na tekočem računu plačilne bilance precej težja, s tem pa tudi odločitev o tem, kaj storiti, da bi izboljšali zunanje neravnovesje. Teorije zunanjega neravnovesja, ki smo jih obravnavali v drugem poglavju, sicer nudijo posamezna uporabna orodja za analiziranje neravnotežaja na tekočem računu plačilne bilance. Prav tako odgovarjajo na vprašanje, kakšne naj bi bile spremembe na tekočem računu plačilne bilance v primeru spreminjanja posameznih ekonomskih politik ali v primeru delovanja določenih zunanjih faktorov. Kljub temu iz teorij ni mogoče izlučiti univerzalnega okvira, ki bi bil uporaben v vseh možnih situacijah. Z drugimi besedami, nosilci ekonomske politike se morajo sami odločiti, na kaj naj se osredoto-ijo oziroma kateri so tisti specifični dejavniki, ki bi jih bilo potrebno upoštevati pri analiziranju trenutnega stanja v gospodarstvu, in kateremu teoretičnemu vzorcu naj sledijo v danih okoliščinah.

V zadnjih desetletjih je ekonomska teorija precej napredovala na področju razumevanja posameznih determinant tekočega računa plačilne bilance in njegove povezanosti z drugimi ekonomskimi spremenljivkami, kot so na primer monetarna in fiskalna politika, obseg proizvodnje, realni devizni tečaj, obrestne mere in podobno. Hkrati pa je v tem času prišlo do pomembnih zgodovinskih strukturnih sprememb, med katere lahko uvrstimo prehod od fiksnih na drseče sisteme deviznih tečajev v začetku sedemdesetih let, strukturne spremembe, ki se v devetdesetih letih dogajajo v bivših socialističnih državah vzhodne in srednje Evrope ter nekdanje Sovjetske zveze, pa tudi nedavne trende na področju globalizacije finančnih trgov. Zavoljo teh sprememb je informacije o dogajanju v gospodarstvu, ki jih odseva gibanje salda tekočega računa, težje interpretirati v smislu uporabnosti pri oblikovanju ekonomske politike (Knight 1997, str. 2).

## Primeri izbranih tranzicijskih dr' av

V nadaljevanju sledijo primeri treh tranzicijskih gospodarstev, kjer je primanjkljaj na teko-em ra-unu pla-ilne bilance v obdobju tranzicije ' e dosegel kriti-no velikost, ki je zahtevala sprejetje posebnih ukrepov ekonomske politike, da bi se nastalo neravnovesje na teko-em ra-unu zmanj{alo. Zanima nas, v kolik{ni meri so bili sprejeti ukrepi u-inkoviti in ali so bili pri njihovem oblikovanju upo{tevani "nasveti" posameznih teorij zunanjega neravnovesja.

### ^e{ka

Po nekajletni realni apreciaciji ~e{ke krone je primanjkljaj trgovinske bilance z letom 1995 prerasel v poslab{evanje celotnega zunanjega ravnovesja, kar pa ob relativni stabilnosti ~e{kega gospodarstva (do nedavnega je veljala ^e{ka za eno najbolj vzornih tranzicijskih dr' av) ni predstavljalo ve-jih pomislekov. To je potrjeval tudi mo~en pritek tujega kapitala, ki je popolnoma zado{-al za financiranje vse ve-jega primanjkljaja na teko-em ra-unu pla-ilne bilance.

### Ukrepi ekonomske politike

Hitro poslab{evanje ravnovesja na teko-em ra-unu kakor tudi nara{-anje primanjkljaja javnih financ in umirjanje gospodarske rasti v letu 1996 je ~e{ko vlado prisililo k pripravi in izvedbi programa ekonomskih politik za re{evanje nastalih razmer. Glavna zna-ilnost paketa ukrepov, ki je za-el veljati 16. aprila 1997, je zaostritev fiskalne politike ob manj restriktivni monetarni politiki (Poschl 1997, str. 11). Program je vseboval tudi vrsto ukrepov, ki naj bi imeli takoj{nji vpliv na zmanj{anje zunanjetrgovinskega primanjkljaja. Posamezni ukrepi so bili usmerjeni v izbolj{anje konkuren-nosti v srednjero-nem ~asovnem obdobju, v programu pa so bili predlo'eni tudi predlogi dolgoro-nih strukturnih sprememb, ki bi imeli pozitiven vpliv na zunanje ravnovesje.

Ukrepi, s katerimi naj bi dosegli takoj{nji u-inek na zmanj{anje primanjkljaja teko-ega ra-una pla-ilne bilance, so se na eni strani nana{ali na omejevanje uvoza, na drugi strani pa na zmanj{anje izdatkov dr'avnega prora-una. Za zmanj{anje uvoza so bili uvedeni obvezni uvozni depoziti za obdobje enega leta, in sicer na uvoz 'ivil in potro{nega blaga, vklju-no z avtomobili, tovornjaki in nekaterimi vrstami polizdelkov. Skupaj so uvozne dajatve zajele pribli'no tretjino celotnega ~e{kega uvoza (Poschl 1997, str. 11). V okviru ukrepov, ki naj bi imeli neposredni vpliv na zunanjetrgovinski saldo, ni bilo devalvacije nacionalne valute.

Zmanj{evanje izdatkov javnega sektorja je vklju-evalo ni'jo stopnjo rasti pla-v v javnem sektorju in manj{e transfere, kot je bilo predvideno v prvotnem prora-unu za leto 1997. Program je vklju-eval tudi za okoli 8% manj{e investicije od prvotno na-rtovanih, na prihodkovni strani javnih financ pa je bilo predvideno zmanj{anje obsega dav-nih olaj{av (Poschl 1997, str. 12).

Ukrepi ekonomske politike, usmerjeni v izbolj{evanje konkuren-nosti ~e{kega gospodarstva v srednjero-nem ~asovnem obdobju, so bili v najve-ji meri osredoto-eni na umirjanje rasti pla-. Upo-asnjena rast nominalnih pla- naj bi ob sistemu fiksnega nominalnega deviznega te-aja prepre-ovala nadaljnje upadanje cenovne konkuren-nosti. Vlada naj bi spodbujala pove-evanje produktivnosti (preferiranje doma-ih proizvodov pred tujimi), ^e{ka izvozna

banka in dru'ba za zavarovanje izvoza pa sta bili vklju~eni v pripravo programa spodbujanja izvoza (Poschl 1997, str. 13).

Med predlogi dolgoro~nih strukturnih sprememb so bili: doslednejše izvajanje zakona o ste~ajih, izboljšanje u~inkovitosti reguliranja naravnih monopolov, pospeševanje zaklju~ka privatizacije, pospeševanje likvidacije oziroma prestrukturiranja podjetij v dru' avni lasti in ustanovitev neodvisne komisije za nadzor nad delovanjem kapitalskih trgov (Fidrmuc, Weidmann 1997, str. 23).

Po valutni krizi (26. maja 1997) je ~eška vlada 28. maja 1997 sprejela nov program za stabilizacijo gospodarstva, ki je predvidel še mo~nejše zaostrovanje fiskalne politike (zamrznitev pla~ v javnem sektorju, nadaljnje zmanjševanje prora~unskih izdatkov na podro~jih dru' avne administracije, pla~il za investicije in socialne transfere) in doslednejše omejevanje uvoza, kot je bilo na~rtovano v aprilskem paketu ukrepov, dana pa je bila tudi podpora ~eški centralni banki za vodenje restriktivne monetarne politike (Zeman, Weidmann 1997, str. 29). S prehodom na sistem uravnava~no drse~ega deviznega te~aja se je spremenil tudi cilj monetarne politike. Pred valutno krizo je imela monetarna politika za svoj cilj ohranjanje stabilnega nominalnega deviznega te~aja, od maja 1997 dalje pa je njen cilj zmanjševanje inflacije.

Preden se lotimo u~inkov sprejetih ukrepov, je potrebno nekaj pozornosti nameniti še dogajanju na podro~ju monetarne politike. Sredi leta 1996 je centralna banka ^eške za~ela izvajati restriktivno monetarno politiko z namenom hitrejšega zni~evanja inflacije. Med marcem in septembrom 1996 se je kot posledica zaostrene denarne politike realna obrestna mera za posojila zvišala kar za dve odstotni to~ki (deflacionirano z indeksom cen proizvajalcev; Poschl, 1998, str. 10). Velika razlika med obrestnimi donosi na ^eškem in v razvitih tr' nih gospodarstvih ter realna apreciacija doma~e valute sta povzro~ili mo~an pritek tujega kapitala v dru' avo, še posebej ker je v drugi polovici leta 1995 ^eška liberalizirala precejšen del kapitalskih tokov (v povezavi z vstopom ^eške v Organizacijo za gospodarsko sodelovanje in razvoj - OECD konec leta 1995). Pritok kapitala je še dodatno okreplil vrednost ~eške krone, za posledico pa je imel tudi pove~anje deviznih rezerv. Oboje je govorilo v prid temu, da rast primanjkljaja na teko~em ra~unu pla~ilne bilance ni kriti~na. Pritok na kapitalskem ra~unu je zadostoval za financiranje vedno ve~jega teko~ega primanjkljaja. Na drugi strani pa je mo~na realna apreciacija nacionalne valute vedno bolj slabila ~eški izvoz, trgovinski primanjkljaj se je pove~eval in maja 1997 je prišlo do špekulativnega napada na ~eško valuto. Tuji kapital je ob pri~akovanju devalvacije za~el hitro odtekati iz dru' ave in ^eška se je morala odlo~iti za devalvacijo krone in prehod od fiksnega na uravnava~no drse~ sistem deviznega te~aja ([toura~ova 1998, str. 229).

#### U~inki in ocena ukrepov ekonomske politike

Dober mesec dni po sprejetju aprilskega programa ukrepov za zmanjšanje neravnovesja v zunanji trgovini je sledila valutna kriza (26. maja 1997), zato bi lahko na hitro ocenili sprejete ukrepe kot neu~inkovite. Seveda pa v tem kratkem ~asu niti ni mogo~e pri~akovati, da bi se 'e pokazal ve~ji u~inek izvajanja ukrepov, zato takšna ocena ni smiselna.



**Tabela 1: Nekateri kazalci gospodarskega razvoja z vidika zunanjega ravnovesja v primeru  
 ^eške v obdobju 1993 - 1998**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*
Realna rast BDP, v %	0.6	3.2	6.4	3.8	0.3	-2.3
Delež bruto investicij v osnovna sredstva v BDP, v %	24.1	30.0	32.0	31.8	30.2	27.5
Javnofinančni primanjkljaj, v % BDP	0.5	-1.1	-1.8	-1.1	-2.1	-2.6
Saldo tekočega računa, v mrd USD	0.1	0.0	-1.4	-4.3	-3.2	-1.0
Trgovinska bilanca, v mrd USD	-0.3	-0.9	-3.7	-5.9	-4.5	-2.6
Saldo tekočega računa, v % od BDP	0.3	-0.1	-2.6	-7.4	-6.1	-1.9
Realni devizni tečaj <sup>1</sup> CZK/USD	24.9	22.9	19.9	19.2	21.2	19.8
Realni devizni tečaj <sup>1</sup> 1992=100	88.0	81.0	70.5	67.9	74.9	70.0
Realni devizni tečaj <sup>1,2</sup> , sprememba v %	-12.0	-8.0	-12.9	-3.7	10.3	-6.5
Produktivnost dela v pred. dejavnostih, rast v %	-1.5	5.3	11.1	8.3	9.2	-
NTI neto, v mio USD	600.0	749.0	2,526.0	1,388.0	1,275.2	2,484.6
NTI neto / CA, v %	600.0	-	180.4	32.3	39.9	248.5
Portfolio investicije neto, v mio USD	1,600.5	855.0	1,362.0	726.0	1,085.7	1,012.8
Portfolio investicije neto / CA, v %	1,600.5	-	97.3	16.9	33.9	101.3
Devizne rezerve, v mio USD, konec leta	3,900.0	6,145.0	13,843.0	12,352.0	9,778.0	12,600.0
Devizne rezerve v mesecih uvoza	2.7	3.9	5.6	4.2	3.4	4.1
Zunanji dolg, v mrd USD, konec leta	8,496.0	10,694.0	16,549.0	20,845.0	21,352.4	24,046.4
Delež zunanjega dolga v BDP, v %	24.7	26.0	31.8	36.0	40.3	41.7
Delež zunanjega dolga, v izvozu, v %	65.4	76.3	77.1	96.1	93.7	89.3
Delež kratkoročnega dolga v zunanjem dolgu, v %	np	27.0	31.8	29.6	32.7	-
Indeks cen potrošnih dobrin, povp. leta, v %	20.8	10.0	9.1	8.8	8.5	10.7

Vir: Transition Report 1999, Ten Years of Transition. Evropska banka za obnovo in razvoj, London, 1999, str. 213; The Vienna Handbook of Statistics, Countries in Transition, The Vienna Institute of Corporate Economic Studies, Vienna, 1999, različne strani, lastni izračuni.

Opombe: <sup>1</sup> deflacirano z indeksom cen življenjskih potrebščin; <sup>2</sup> minus pomeni apreciacijo nacionalne valute; np - ni podatka; CZK - češka krona; CA - tekoči račun; NTI - neposredne tuje investicije; USD - ameriški dolar; \* ocena.

^e upo{tevamo nekoliko dalj{e ~asovno obdobje, s tem pa tudi u-inke ukrepov drugega stabilizacijskega programa iz maja 1997, vidimo, da se je ' e v poletnih mesecih za~el izboljševati trend v blagovni menjavi s tujino. Mese~na rast izvoza je na letni ravni presegla rast uvoza, trgovinski deficit pa se je zni' al s 410 milijonov USD v juliju na 262 milijonov USD v avgustu. Pozitivni premiki na zunanjetrgovinskem podro~ju so se nadaljevali tudi v letu 1998, ko je po ocenah (Transition Report 1999, 1999, str. 213) primanjkljaj teko~ega ra~una predstavljal le {e 1.9% BDP (v letu 1997 6.1% BDP). Omenjeno izboljšanje pa je treba bolj kot omejevanju uvoza preko obveznih depozitov pripisati devalvaciji ~e{ke krone, ki je sledila valutni krizi (Poschl 1998, str. 11). Depozite na uvoz so na ^e{kem odpravili ' e avgusta istega leta, poleg tega so ti depoziti zajeli le tretjino uvoza, kar je ' e na samem za~etku zbujalo dvome v ustreznost sprejetega ukrepa. Poleg izboljšanja konkuren~nosti preko zmanj{evanja vrednosti doma~e valute je imelo pozitiven vpliv na trgovinsko bilanco in s tem na saldo celotnega teko~ega ra~una pla~ilne bilance tudi umirjanje gospodarske aktivnosti, saj je prepre~ilo hitrej{o rast uvoznega povpra{evanja.

Kljub poostreni fiskalni politiki je bil primanjkljaj bilance javnega financiranja glede na BDP v letu 1997 relativno vi{ji kot v predhodnem letu, njegova rast pa se je nadaljevala tudi v letih 1998 in 1999 (Transition Report 1999, 1999, str. 213). Eden od razlogov za pove~evanje razhajanja med javnofinan~nimi prihodki in odhodki tudi po sprejetju stabilizacijskih ukrepov so bile poplave, ki so zajele ^e{k o julija 1997. Na drugi strani je tudi umirjanje gospodarske rasti (v letu 1998 celo negativna rast bruto doma~ega proizvoda) v naslednjih letih dodatno oviralo hitrej{e uravnote' enje javnih financ.

Pogled na ostale makroekonomske indikatorje pove, da delovanje ekonomske politike, razen na trgovinsko bilanco, ni imelo pozitivnih učinkov. Visoke obrestne mere, ki jih je centralna banka dvigovala (zlasti v obdobju pred izbruhom valutne krize (Toura-ova 1998, str. 229), da bi tako obranila fiksni sistem deviznega tečaja, so skupaj z restriktivno fiskalno politiko povsem zadušile gospodarsko aktivnost. Bruto domači proizvod je po 3.8-odstotni realni rasti v letu 1996 ostal v naslednjem letu realno tako rekotno na ravni preteklega leta (0.3-odstotna realna rast). Restriktivne makroekonomske politike so oslabile pravzaprav vse komponente domačega povpraševanja (Soukup 1998, str. 27) in na gospodarsko rast je spodbudno vplivalo le tuje povpraševanje (v letu 1997 se je po umirjanju v letih 1995 in 1996 začela ponovno krepiti gospodarska rast v EU; OECD Economic Outlook, 1998, str. 191).

Če pogledamo, kako so oblikovalci ekonomske politike na nekem sledili teoretičnim spoznanjem pred izbruhom valutne krize maja 1997, lahko vidimo, da so upoštevali nekatere od teoretičnih zakonitosti, nikakor pa ne vseh. Po Mundell-Flemingovem modelu ima v sistemu fiksnega deviznega tečaja zaostritev fiskalne politike neposreden vpliv na izboljšanje zunanjšega ravnovesja (Knight 1997, str. 6), medtem ko v pogojih fiksnega sistema deviznega tečaja in mobilnosti kapitala monetarna politika ni učinkovita (Senjur 1995, str. 387). Češki paket ukrepov za izboljšanje zunanjšega ravnovesja, sprejet dober mesec dni pred valutno krizo, je tudi v resnici predvidel zaostritev javnofinancijske politike. Prav tako omenjena teorija ugotavlja, da je v primeru mednarodne mobilnosti kapitala ravnoteža mogoče doseči tudi, ko imamo primanjkljaj tekočega računa. Z dvigom obrestnih mer lahko namreč pritegnemo tuji kapital, s katerim financiramo deficit na tekočem računu plačilne bilance. S povečanim pritokom tujega kapitala je tudi češki uspelo nekaj časa ohranjati stabilne razmere.

Zaradi kratkoročne usmerjenosti pa Mundell-Flemingov model ni predvidel, da se na ta način povečuje tudi zunanja zadolženost države. Teorija, ki izhaja iz neravnovesja med investicijami in varčevanjem, v tem primeru pravi, da je ob porušitvi ravnovesja med naložbami in prihranki sicer potrebno pritegniti tuji kapital, vendar pa to vodi v apreciacijo domače valute, povečevanje trgovinskega deficita in kopičenje zunanjšega dolga. Zato je nazadnje potrebna deprecijacija domače valute, da bi zaustavili naraščanje prepada med izvozom in uvozom. Ena večjih napak ekonomske politike v češkem primeru je bilo zagotovo vztrajanje pri ohranjanju stabilne nominalne vrednosti domače valute in s tem vzdrževanju realne apreciacije in (posledično) večanju trgovinskega primanjkljaja na eni strani in dvigovanje obrestnih mer centralne banke, kar je v državo privabilo zlasti spekulativni kapital, na drugi strani.

Čprav mnoge teorije zagovarjajo tezo, da pri financiranju tekočega računa plačilne bilance geografski izvor prihrankov ni pomemben, je pri snovanju ekonomske politike vendarle smiselno upoštevati nauke ene novejših teorij na tem področju, ki v ospredje postavlja kapitalske tokove v povezavi z negotovostjo in tveganjem. Pravi namreč, da so države, za katere so značilne nestabilne razmere, neučinkovitost finančnega in pravnega sistema, nestabilnost fiskalne politike ipd., zelo izpostavljene veliki spremenljivosti kapitalskih tokov. Češka je sicer sodila med najstabilnejša tranzicijska gospodarstva, tudi ocene delovnega tveganja so bile med najugodnejšimi v tej skupini držav, kljub temu je bilo njeno gospodarstvo čve vedno v procesu tranzicije. Odsotnost vrste strukturnih reform je s tega vidika precej povečala nagnjenost države h krizi (Poschl, 1998, str. 13). Obenem je vodenje neustrezne tečajne politike dodatno

zamajalo stabilnost gospodarstva (povečanje deficita na tekočem računu, zunanje zadolženosti), kar je navsezadnje tudi v skladu s teoretičnimi priporočili moralo pripeljati do krize zunanjega ravnovesja.

### Madžarska

Močno poslabšanje zunanjega ravnovesja madžarskega gospodarstva v letih 1993 in 1994 je bilo na eni strani posledica močne realne apreciacije forinta v začetku devetdesetih let, ki je skupaj z izvajanjem zakona o stečajih (propad precejšnjega števila izvozno usmerjenih podjetij) močno prizadela izvoznike. Na uvozni strani je bil pomemben tudi vpliv neposrednih tujih investicij, ki so v prvi fazi predvsem spodbujale uvoz, na poslabšanje zunanjega ravnovesja, njihov pozitiven prispevek k izvozu pa je viden šele kasneje. Drug odločilen dejavnik zunanjega neravnovesja je bil na strani povpraševanja. Okrevanje gospodarstva po tranzicijski recesiji je v precejšnji meri izhajalo iz močne domače povpraševanja, ki se je odrazilo v naraščanju proračunskega primanjkljaja in tekočega računa plačilne bilance. Odgovor na nastalo neravnovesje je bil stabilizacijski program, ki ga je madžarska vlada sprejela marca 1995.

### Ukrepi ekonomske politike

Stabilizacijski program, sprejet marca 1995, lahko razdelimo na dva dela. V prvi skupini ukrepov, katerih namen je bil izboljšati izvozno konkurenčnost, so bili (Richter, 1996a, 3-4):

- 9-odstotna devalvacija forinta,
- uvedba 8-odstotne uvozne dajatve in
- uvedba tako imenovanega plaznega sistema deviznega tečaja (crawling peg) z vnaprej določeno 1.9-odstotno mesečno stopnjo nominalnega razvrednotenja forinta nasproti košare valut.

Druga skupina ukrepov naj bi pripomogla k zmanjšanju notranjega (javnofinancijskega) primanjkljaja in zunanjega neravnovesja (primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance) preko umirjanja zasebne in javne potrošnje ter s spodbujanjem investicij na račun zmanjševanja potrošnje. Ta namen naj bi dosegli z restriktivno fiskalno politiko, in sicer tako z zmanjšanjem državnih izdatkov kot s povečanjem prihodkov javnih financ.

### Učinki in ocena ukrepov ekonomske politike

Paket ukrepov iz marca 1995, imenovan stabilizacijski program, se je v istem letu izkazal kot učinkovit pri zmanjšanju primanjkljaja tekočega računa (od 9.4% BDP v letu 1994 na 5.6% BDP v letu 1995) in javnofinancijskega primanjkljaja (v letu 1995 zmanjšanje deleža v BDP za skoraj dve in pol strukturne točke). Za posledico pa je imel umirjanje stopnje gospodarske rasti, ki pa je kljub temu ostala pozitivna, kar nekateri štejejo med pozitivne dosežke sprejetih ukrepov (Richter 1996a, str. 4). Med stroške stabilizacijskega programa moramo uvrstiti tudi ponovno povečanje inflacije (povprečna letna inflacija se je povečala od 18.8% v letu 1994 na 28.2% v letu 1995; Transition Report 1999, 1999, str. 229).

Devalvacija forinta in uvedba uvozne dajatve sta zmanjšali privlačnost uvoza, sistem plaznega deviznega tečaja pa je ob začetni devalvaciji domače valute in skupaj s padcem realnih plačil pripomogel k izboljšanju konkurenčnosti madžarskega izvoza. Z umiritvijo plačil je vlada obrzdala močno domače

povpraševanje, restriktivna fiskalna politika in pospešitev strukturnih reform, zlasti privatizacije, pa sta ugodno vplivali na ustavitev rasti proračunskega primanjkljaja.

Tudi če pogledamo ostale indikatorje, ki so pred letom 1995 opozarjali na nestabilno naravo primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance, lahko ugotovimo, da se je v letih 1996 in 1997 slika popravila na bolje. Realna deprecijacija forinta in kar dvoštevna stopnja rasti produktivnosti dela v letu 1997 sta primerna podlaga za krepitev izvoznega dela gospodarstva. Ob ugodnih indikatorjih zunanjskega dolga (delež zunanjskega dolga v BDP se zmanjšuje, z izjemo leta 1998), ugodnih makroekonomskih indikatorjih (realne stopnje rasti investicij in bruto domačega proizvoda se povečujejo, inflacija pa se postopno zmanjšuje) in ob visokem prilivu neposrednih tujih investicij se je zaupanje domačih in tujih ekonomskih subjektov v gospodarstvo povrnilo.

Na prvi pogled je bil torej stabilizacijski program pri doseganju svojih ciljev učinkovit. Tudi s teoretičnega vidika je pristop ekonomske politike ustrezen. V primeru dvojnega primanjkljaja (na tekočem računu in v bilanci javnega financiranja) je restriktivna fiskalna politika, s katero bi odpravili javnofinanci primanjkljaj in s tem tudi negativen saldo tekočega računa plačilne bilance, primerno orodje za ponovno vzpostavljanje notranjega in zunanjskega ravnovesja. Ravno tako iz teorij sledi (npr. teorija neravnovesja med investicijami in varčevanjem), da je v primeru naraščanja zunanjskega dolga potrebno devalvirati domačo valuto, da bi tako hkrati uravnovesili trgovinsko bilanco in tekočedel plačilne bilance ter preprečili nadaljnje povečevanje zunanje zadolženosti.

Pojavlja pa se vprašanje, ali so sprejeti ukrepi ekonomske politike tudi v resnici doprinesli k stabilnejšim javnim financam, še posebej, ker se je primanjkljaj, izražen kot delež BDP, v letu 1997 ponovno rahlo povečal, a ostal na skoraj nespremenjeni ravni v letu 1998. Hitro zmanjševanje javnofinanci primanjkljaja po sprejetju stabilizacijskega programa je bilo v veliki meri posledica povečanja javnofinanci prihodkov (prihodki državnega proračuna so bili leta 1995 realno višji za 7.2% v primerjavi z letom 1994, odhodki pa za 3.2% nižji, Richter, 1996b, str. 8) zaradi uvedbe uvoznih dajatev in večjih davčnih prihodkov od carin (oboje posledica stabilizacijskih ukrepov iz prvega dela programa, ki niso bili primarno usmerjeni v zmanjševanje primanjkljaja v javnem sektorju, prav tako je bil njihov vpliv kratkoročen in zato ne predstavlja dolgoročne rešitve), pa tudi višjih prihodkov od davka od dobička pravnih oseb, kot je bilo prvotno predvideno. Slednje je zagotovo pozitiven pojav, saj kaže na izboljšanje stanja v podjetniškem sektorju.

Na drugi strani pa večina v stabilizacijskem programu predvidenih zmanjšanj izdatkov javnih financ ni bila izvedena. Poleg zamrznitve številnih investicijskih projektov javnega sektorja je tako na odhodkovni strani najpomembnejšo vlogo pri zmanjševanju negativnega salda javnih financ odigralo le, če realno zmanjšanje plačil v tem sektorju (preko 1%; Richter 1996b, str. 10). Hkrati je to neposredno, pa tudi posredno, vplivalo na izboljšanje konkurenčnosti, saj so plačila v zasebnem sektorju sledile gibanju v javnem sektorju.

Ponovno naraščanje primanjkljaja javnih financ, ki še vedno opozarja na problematiko morda arskega dvojnega deficita, je zagotovo signal, da problem javnofinanci primanjkljaja s stabilizacijskim programom še ni bil rešen. Obenem pa je treba imeti pred očmi, da je za gospodarstvo v procesu tranzicije (o tem govori tudi teorija, ki obravnava zunanje neravnovesje s pomočjo potrošnih ciklov) deficit javnih financ in tekočega računa plačilne bilance do

neke meje normalen pojav. Uravnove{enje javnih financ je zato odvisno tudi od dokon~anja celotnega procesa tranzicije, nadaljnje zmanj{anje je torej v veliki meri odvisno od izvedbe vseh potrebnih strukturnih reform. Mad'arska je tako na primer v za-etku leta 1998 'e izpeljala reformo pokojninskega sistema, ki je bila potrebna za zagotavljanje stabilnej{ih javnih financ, podoben u~inek pa naj bi imela tudi za prihodnost na-rtovana reforma zdravstvenega sistema (Transition Report 1998, 1998, str. 171). Med izzivi mad'arskega gospodarstva v srednjero~nem obdobju je zagotovo {e prestrukturiranje malih in srednjevelikih podjetij, ki ne sodijo v izvozni sektor, in njihova vklju~itev v uradno ekonomijo, s ~imer bi se pove~ala dav~na osnova. Pomembna bi bila tudi racionalizacija visokih in dostikrat neu~inkovitih subvencij kmetijstvu ipd. (Central Europe, 1998, str. 22).

Poleg omenjenega pa se na Mad'arskem pojavljajo {e nove razse'nosti problematike primanjkljaja na teko~em ra~unu pla~ilne bilance, ki se ka'ejo v hitrem pove~evanju odliva dohodka od neposrednih tujih investicij v tujino v zadnjih letih (leta 1994 je omenjeni odliv zna~al 117, leta 1997 434 in leta 1998 962 milijonov USD) zaradi repatriacije dobi-kov (Hunya, Richter 1999, str. 3). To spet opozarja na nujnost vzpostavljanja ugodnega makroekonomskega okolja, ki bi privabljal nove tuje nalo'be in vsaj delno zaviralo mo~ne odlive dobi-kov neposrednih tujih investicij v tujino, na dolgi rok pa tudi na potrebo po ve~ji naslonitvi gospodarske rasti na doma~e finan~ne vire.

**Tabela 2: Nekateri kazalci gospodarskega razvoja z vidika zunanjega ravnovesja v primeru Mad'arske v obdobju 1992 - 1998**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998*
Realna rast BDP, v %	-3.1	-0.6	2.9	1.5	1.3	4.6	5.1
Dele~ bruto investicij v osn. sredstva v BDP, v %	19.9	18.9	20.1	20.0	21.4	22.2	np
Javnofinan~ni primanjkljaj, v % BDP	-7.6	-8.9	-8.6	-6.2	-3.1	-4.9	-4.6
Saldo teko~ega ra~una, v mrd USD	0.3	-3.5	-3.9	-2.5	-1.7	-1.0	-2.3
Trgovinska bilanca, v mrd USD	0.0	-3.2	-3.6	-2.4	-2.6	-1.7	-2.1
Saldo teko~ega ra~una, v % od BDP	0.9	-9.0	-9.4	-5.6	-3.7	-2.1	-4.8
Realni devizni te~aj <sup>1</sup> HUF/USD	79.0	77.4	76.4	73.2	74.0	78.3	79.9
Realni devizni te~aj <sup>1</sup> 1992=100	100.0	97.9	96.6	92.7	93.7	99.2	101.2
Realni devizni te~aj <sup>1,2</sup> , sprememba v %	-11.6	-2.1	-1.3	-4.1	1.0	5.9	2.0
Produktivnost dela v pred. dejavnostih., rast v %	np	18.2	19.9	11.1	6.2	15.2	np
NTI neto, v mio USD	1,479.0	2,350.0	1,097.0	4,410.0	1,987.0	1,653.0	1,454.0
NTI neto / CA, v %	np	67.1	28.1	176.4	116.9	165.3	63.2
Portfolio investicije neto, v mio USD	np	3,919.0	2,464.0	2,212.0	-407	-1,047	1,983
Portfolio investicije neto / CA, v %	np	112.0	63.2	88.5	-	-	86.2
Devizne rezerve, v mio USD, konec leta	4,428.0	6,771.0	6,810.0	12,052.0	9,795.0	8,400.0	900.0
Devizne rezerve v mesecih izdatkov tek. ra~un.	3.6	5.1	5.0	6.7	5.1	3.6	3.7
Zunanji dolg, v mrd USD, konec leta	21.4	24.6	28.5	31.7	27.6	23.7	26.7
Dele~ zunanjega dolga v BDP, v %	57.6	63.7	68.7	70.9	61.0	51.9	55.9
Dele~ zunanjega dolga v izvozu, v %	213.8	303.4	374.6	247.1	194.3	120.9	128.9
Dele~ kratkoro~. dolga v zunanjem dolgu, v %	10.4	8.2	8.5	10.2	12.5	np	np
Indeks cen potro{nih dobrin, povp. leta, v %	23.0	22.5	18.8	28.2	23.6	18.3	14.3

Vir: Transition Report 1999, Ten Years of Transition. Evropska banka za obnovo in razvoj, London, 1999, str. 213; The Vienna Handbook of Statistics, Countries in Transition, The Vienna Institute of Corporate Economic Studies, Vienna, 1999, razli~ne strani, lastni izra~uni.

Opombe: <sup>1</sup> deflacionirano z indeksom cen ~ivljenjskih potreb{~in; <sup>2</sup> minus pomeni apreciacijo nacionalne valute; np - ni podatka; HUF - mad~arski forint; CA - teko~i ra~un; NTI - neposredne tuje investicije; USD - ameri{ki dolar; \* ocena.

## Poljska

Za Poljsko je v letih 1995-1997 značilna hitra gospodarska rast (v povprečju 6.6% na leto), ki pa jo ob močni rasti zasebnih investicij in potrošnje ter nekajletni realni apreciaciji domače valute po letu 1995 spremlja tudi vse izrazitejša poslabševanje ravnotežja na tekočem računu plačilne bilance.

### Ukrepi ekonomske politike

Povečevanje primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance v zadnjih treh letih z vidika financiranja sicer ni bilo kritično, saj so ga spremljali močni kapitalski pritoki iz tujine. Rasel je tudi obseg deviznih rezerv, na zaupanje tujih vlagateljev pa so pozitivno vplivali tudi ugodni indikatorji zadolženosti in makroekonomske stabilnosti. Prav tako je primanjkljaj tekočega računa leta 1997 predstavljal le dobre 3% BDP, kar je precej manj kot na primer na <sup>^</sup>em ali Madarskem v času pred sprejetjem stabilizacijskih ukrepov, vendar absolutno vseeno več (4.3 milijarde USD v letu 1997), saj je Poljska relativno velika država z obsežnim bruto domačim proizvodom.

V odgovor na to je v drugi polovici leta 1997 poljska centralna banka zaostрила svojo politiko, nekoliko kasneje pa se je za restriktivnejšo fiskalno politiko odločilo tudi finančno ministrstvo, da bi tako umirilo močno domače povpraševanje. Avgusta 1997 je Narodna banka Poljske dvignila sicer še tako visoke obrestne mere glede na inflacijo, v proračunu za leto 1998 pa je bilo predvideno zmanjšanje odhodkov javnih financ. Restriktivna monetarna politika se je nadaljevala tudi v letu 1998 (diskontna stopnja je znašala 23.5%, šeprav je bila povprečna letna rast cen proizvajalcev le 6.5%; Podkaminer 1999, str. 57).

### Učinki in ocena sprejetih ukrepov ekonomske politike

Podatki o gospodarski rasti na Poljskem v letu 1998 kažejo na hitro odzivnost gospodarstva na omejevanje s strani monetarne in fiskalne politike. Bruto domači proizvod se je realno povečal le za 4.8%, kar je bistveno manj kot v preteklih treh letih. Iz četrletnih podatkov je razvidno, da se je stopnja rasti BDP umirjala proti koncu leta, podoben trend pa je statistika zabeležila tudi v industrijski proizvodnji. Na nadaljevanje umirjanja gospodarske rasti kažejo tudi ocene za leto 1999.

Pri tem moramo biti pozorni tudi na dogajanje v mednarodnem ekonomskem okolju. Na upošnitev gospodarske rasti namreč ni vplivalo le šibkejša domača povpraševanja, na katerega so negativno delovale visoke obrestne mere, oslABLJENA RAST PLAČIL in neugodna priakovanja domačih gospodarskih subjektov (vse posledica zaostrovanja denarne in javnofinancijske politike). Skromnejše je bilo tudi tuje povpraševanje. Razlogi za to so na eni strani v azijski in ruski finančni krizi, ki je Poljsko prizadela tako neposredno (izguba trgov v Rusiji in Ukrajini) kot tudi posredno (preko Evropske unije, kamor je usmerjenih okoli 70% poljskega izvoza; Varga 1999, str. 42). Na drugi strani pa je izvozna konkurenčnost slabila tudi nadaljnja krepitev poljskega zlota (Podkaminer 1999, str. 58).

Oslabljenost domače povpraševanja pa je ugodno vplivalo na ničjo rast primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance, ki pa se je ob šibkejši gospodarski rasti v trgovinskih partnerkah in realni apreciaciji domače valute v letu 1998 kljub temu povečal glede na leto poprej (Podkaminer 1999, str. 58).

Slabši gospodarski rezultati v letu 1998 v primerjavi s predhodnim obdobjem so spodbudili monetarne oblasti, da so v novembru 1998 znižale obrestne mere, tako se je med junijem 1998, ko je znašala 23.5%, diskontna stopnja do konca januarja 1999 znižala na 15.5% (Podkaminer 1999, str. 57).

Poskusimo najprej oceniti vodenje monetarne politike. Izhajamo iz Mundell-Flemingove teorije, potem ima v sistemu fleksibilnega deviznega tečaja (kot v primeru Poljske) restriktivna monetarna politika za posledico višje obrestne mere, nižje dohodke in realno apreciacijo nacionalne valute. Končni učinek na zunanje ravnovesje je odvisen od tega, ali prevlada učinek nižjih dohodkov ali učinek apreciacije na saldo tekočega računa (Knight 1997, str. 5). V poljskem primeru je imelo zmanjšanje dohodkov ob močnem zlotu omejen učinek na izboljšanje zunanjega neravnovesja. Hkrati so višje obrestne mere poleg negativnega učinka na gospodarsko rast spodbujale pritok tujega kapitala v državo, kar je povzročilo še dodatne pritiske na apreciacijo domače valute. Precejšen delež pritoka tujega kapitala strokovnjaki pripisujejo tudi gibanju spekulativnega kapitala (Podkaminer 1998, str. 23), to pa pomeni dodatno nevarnost naraščajočemu primanjkljaju tekočega računa, saj bi se ta tok ob upoštevanju gospodarske rasti, poslabševanju zunanjega ravnovesja in pri-akovanju zmanjšanja vrednosti domače valute lahko hitro obrnil v drugo smer, kot se je na primer zgodilo leta 1997 na Češkem. Seveda pa moramo imeti pred očmi, da bi bila ekspanzivnejša monetarna politika v nasprotju s ciljem nižja inflacije, višja inflacija pa bi lahko tudi negativno delovala na trgovinsko bilanco.

Upoštevanje teorije, ki obravnava zunanje ravnovesje z vidika potrošnih ciklov, se zdi, da je bilo v letih 1996-1997 povečevanje investicij in domače potrošnje na račun tujih prihrankov upravičeno. V obdobju visoke gospodarske rasti in torej višjih dohodkov je, kot pravi ta teorija, namreč normalno, da naraščajo tudi investicije in potrošnja. S tega vidika bi bilo smiselno previdneje pristopiti k zaostrovanju monetarne politike, da bi umirili naraščanje primanjkljaja na tekočem računu.

Kot je razvidno iz bilance investicij in varčevanja javnega in zasebnega sektorja, ima precejšen delež v neravnovesju med celotnimi investicijami in varčevanjem v poljskem gospodarstvu javni sektor. Zaostrovanje fiskalne politike je zato zagotovo dobrodošlo pri umirjanju hitre rasti deficita na tekočem računu plačilne bilance, še posebej, ker ima po Mundell-Flemingu v sistemu drsečega deviznega tečaja restriktivna fiskalna politika za posledico tudi depreciacijo domače valute. Podobno kot za Madžarsko in Češko pa tudi za Poljsko velja, da je določen del proračunskega primanjkljaja in s tem primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance povezan z nedokončanjem tranzicije, kar pomeni, da je potrebno zunanje neravnovesje obravnavati tudi v širšem smislu in ne zgolj z vidika odpravljanja zunanjetrgovinskega primanjkljaja.

## Slovenija

Iz pregleda ukrepov ekonomskih politik, ki so sledili poslabševanju zunanjega ravnovesja na Češkem, Madžarskem in Poljskem, je mogoče izlučiti nekatere skupne značilnosti izvedenih sprememb. Zdi se namreč, da se države kljub precejšnjemu napredku ekonomskih teorij zunanjega neravnovesja poslužujejo v največji meri sredstev za neposredno zmanjšanje zunanjetrgovinskega primanjkljaja, ki je večinoma glavni razlog za poslabševanje ravnovesja na tekočem računu plačilne bilance. Gre v glavnem za administrativno omejevanje

**Tabela 3: Nekateri kazalci gospodarskega razvoja z vidika zunanje ravnesja v primeru Poljske v obdobju 1992 - 1998**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998*
Realna rast BDP, v %	2.6	3.8	5.2	7.0	6.1	6.9	4.8
Delež bruto investicij v osn. sredstva v BDP, v %	16.8	15.9	16.2	18.7	20.9	23.6	25.3
Javnofinančni primanjkljaj, v % BDP	-6.7	-3.1	-3.1	-2.8	-3.3	-3.1	-3.0
Saldo tekočega računa, v mrd USD	0.9	-0.6	2.3	5.5	-1.3	-4.3	-6.8
Trgovinska bilanca, v mrd USD	0.5	-2.3	-0.8	-1.8	-8.2	-11.3	-13.6
Saldo tekočega računa, v % od BDP	1.1	-0.7	2.5	4.6	-1.0	-3.1	-4.5
Realni devizni tečaj <sup>1</sup> PLN/USD	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	1.2	1.2
Realni devizni tečaj <sup>1</sup> 1992=100	100.0	101.2	98.5	84.6	80.7	87.4	84.5
Realni devizni tečaj <sup>1,2</sup> , sprememba v %	-7.2	1.2	-2.7	-14.1	-4.6	8.3	-3.3
Produktivnost dela v pred. dejavnostih, rast v %	np	12.9	14.3	7.2	10.1	12.5	np
NTI neto, v mio USD	300.0	600.0	542.0	1,134.0	2,741.0	3,041.0	4,966.0
NTI neto/ CA, v %	33.3	100.0	23.6	20.6	210.8	70.7	73.0
Portfolio investicije neto, v mio USD	np	np	-624	1,171	241	2,098	1,330
Portfolio investicije neto / CA, v %	np	np	-	21.3	18.5	48.8	19.6
Devizne rezerve, v mrd USD, konec leta	4.1	4.1	5.8	14.8	17.8	20.7	27.4
Devizne rezerve v mesecih odhodkov tek. računa, brez transferov	2.9	2.6	3.2	6.1	5.8	5.9	6.8
Zunanji dolg, v mrd USD, konec leta	47.6	47.2	42.2	43.9	40.4	38.1	42.7
Delež-zunanje dolga v BDP, v %	56.4	54.9	47.1	38.0	30.9	31.7	29.9
Delež-zunanje dolga v izvozu, v %	340.0	347.1	256.5	197.4	170.5	157.9	148.5
Delež-kratkoročnega dolga v zunanj. dolgu, v %	np	np	2.0	0.5	0.2	np	np
Indeks cen potrošnih dobrin, povp. leta, v %	43.0	35.3	32.2	27.8	19.9	14.9	11.8

Vir: Transition Report 1999, Ten Years of Transition. Evropska banka za obnovo in razvoj, London, 1999, str. 213; The Vienna Handbook of Statistics, Countries in Transition, The Vienna Institute of Corporate Economic Studies, Vienna, 1999, različne strani, lastni izračuni.

Opombe: <sup>1</sup> deflacirano z indeksom cen živilskih potrebščin; <sup>2</sup> minus pomeni apreciacijo nacionalne valute; np - ni podatka; PLN - poljski zlot; CA - tekoči račun; NTI - neposredne tuje investicije; USD - ameriški dolar; \* ocena.

uvoza, medtem ko se, kolikor se da dolgo, izogibajo devalvaciji doma-e valute, s ~imer bi izboljš{ale konkuren~nost izvoza, ki ponavadi ni zanemarljiv razlog pove-evanja prepada med izvozom in uvozom. Tak{no ukrepanje priporo~ajo tudi posamezne teorije zunanje neravnovesja.

Ve~inoma poslab{evanje zunanje ravnesja spremlja nara{~anje javnofina~nega primanjkljaja, zato dr' ave posegajo po ukrepih zaostrovanja fiskalne politike. Le-ti so v razmerah krhke ali komaj dose' ene makroekonomske stabilnosti in nedokon~anih strukturnih reform dostikrat precej neu~inkoviti, saj jih ni mogo~e dosledno izvajati, zelo kmalu pa so rezultati fiskalnega zaostrovanja vidni tudi v pe{anju gospodarske aktivnosti, kar {e dodatno ote' uje uravnote' enje javnih financ. ^eprav umirjanje gospodarske rasti v prvem trenutku sicer ugodno deluje na zmanj{evanje trgovinskega primanjkljaja, pa v primeru, ko gospodarstvo deluje v razmerah dvojnega deficita, ob neu~inkoviti stabilizaciji javnih financ glavni ali vsaj zelo pomemben razlog primanjkljaja na teko~em ra~unu pla~ilne bilance (to je javnofinan~ni primanjkljaj) ni odpravljen.

Podoben u~inek kot restriktivna fiskalna politika ima na gospodarsko rast v procesu tranzicije, ko so dr' ave ravnokar ujele gospodarski zagon, tudi restriktivna monetarna politika. Tako je zvi{evanje obrestnih mer sicer u~inkovito orodje pri umirjanju doma~ega povpra{evanja (s tem pa tudi gospodarske rasti) in zmanj{evanju trgovinskega primanjkljaja, vendar hitro pripelje tudi do priliva {pekulativnega kapitala v dr' avo. Na eni strani je to



dobro, saj tako pridobimo tuje prihranke, s katerimi financiramo domačo potrošnino in/ali investicijsko ekspanzijo. Na drugi strani pa ob kopičenju zunanjega dolga, umirjanju gospodarske rasti, pritiskih na krepitev domače valute (oziroma na ohranjanje nespremenjene nominalne vrednosti valute v sistemu fiksnega deviznega tečaja z zmanjševanjem deviznih rezerv) in s tem na nadaljnje povečevanje trgovinskega primanjkljaja takšna politika obrestnih mer povečuje možnost nenadnega odtoka spekulativnega kapitala in krize zunanjega ravnovesja.

Če poskušamo omenjena spoznanja prenesti v slovenske razmere, je takoj očitno, da ima vodenje makroekonomskih politik v tranzicijskem obdobju v Sloveniji dvojen učinek. Na eni strani imajo razmeroma restriktivne ekonomske politike (restriktivna fiskalna in dohodkovna politika, cilj monetarne politike je kolonizacija denarja v obtoku oziroma ničanje inflacije), da ohranjajo dosežene gospodarske stabilnosti in ščitenje gospodarstva pred zunanjimi šoki (omejevanje kapitalskih pritokov, uravnavano drsenje deviznega tečaja) za posledico počasnejšo gospodarsko rast, kot bi jo dosegli, če bi gospodarski razvoj financirali tudi s tujimi prihranki, torej če bi imeli primanjkljaj na tekočem računovodski bilanci. Na drugi strani pa je ravno to omogočilo, da je gospodarstvo v procesu tranzicije ohranilo notranje in zunanje ravnoteže in se tako obranilo pred negativnimi vplivi gibanja spekulativnega kapitala ter neposrednimi vplivi finančnih kriz v svetu.

Seveda pa ima takšno ščitenje gospodarstva in postopnost izvajanja strukturnih reform tudi svoje meje. Mnoge mednarodne institucije, ki spremljajo napredek Slovenije v procesu tranzicije, izražajo v svojih poročilih dvom v sposobnost Slovenije, da ob nadaljnji zaščiti gospodarstva in počasnem izvajanju strukturnih reform ohrani zunanje ravnovesje in stabilno gospodarsko rast tudi v prihodnje. Nadaljevanje vodenja takšne makroekonomske politike bi se lahko v resnici sprevrglo v svoje nasprotje. Počasnost prestrukturiranja gospodarstva in odsotnost izvedbe potrebnih strukturnih reform za dokončanje procesa tranzicije lahko pripelje do izrazitega poslabšanja konkurenčnosti gospodarstva. To pa, kot izhaja iz teorij zunanjega neravnovesja in iz empiričnih podatkov, nepreklicno vodi v poslabšanje ravnovesja na tekočem računovodski bilanci. Če poznamo vzroke poglobljanja javnofinančnih primanjkljajev, je takoj očitno, da ob takem razvoju dogodkov tudi možnost dvojnega primanjkljaja ni izključena.

Podobno kot za ostale tranzicijske države torej tudi za Slovenijo velja priporočilo, da vztraja na poti vodenja uravnoteženih makroekonomskih politik (ohranjanje gospodarske stabilnosti in preprečevanje izrazitega poslabšanja zunanjega ravnovesja) in dokončanja reform, ki so potrebne za učinkovito delovanje in transparentnost vseh trgov v gospodarstvu in s tem nadaljnjo gospodarsko rast in razvoj gospodarstva. Ravno to pa je tudi osnovno sporočilo ene novejših teorij zunanjega neravnovesja s poudarkom na kapitalskih tokovih, negotovosti in tveganju, ki ga sintetizira ena-ba (11). Slovenija je proces prehoda v tržno gospodarstvo na začetku devetdesetih let začela na višji ravni gospodarske razvitosti kot ostale tranzicijske države (merjeno z bruto domačim proizvodom na prebivalca), kar ji je omogočilo postopnost gospodarskega preoblikovanja in s tem tudi ohranjanje zunanjega ravnovesja. Lahko bi rekli, da ima podobno prednost tudi v fazi zaključevanja tranzicijskega procesa, saj so gospodarski šoki, ki lahko spremljajo izvajanje reform in prestrukturiranje gospodarstva, v razmerah notranjega in zunanjega ravnovesja in visokega bruto domačega proizvoda na prebivalca (glede na ostale države na prehodu) precej blažji, kot če imamo opravka s krizo zunanjega ravnovesja, ki jo spremlja gospodarska recesija. Pri tem pa moramo upoštevati tudi dejstvo, da je lahko

**Tabela 4: Nekateri kazalci gospodarskega razvoja z vidika zunanjega ravnovesja v primeru Slovenije v obdobju 1995 - 1999**

	1995	1996	1997	1998
Realna rast BDP <sup>5</sup> , v %	4.1	3.5	4.6	3.9
Delež bruto investicij v osnovna sredstva v BDP, v %	21.4	22.5	23.5	24.2
Javnofinančni primanjkljaj <sup>1</sup> , v % BDP	0.0	0.3	-1.2	-0.8
Saldo tekočega računa, v mio USD	-22.8	39.0	36.6	-3.8
Trgovinska bilanca v mio USD	-954.3	-881.7	-771.6	-774.9
Saldo tekočega računa, v % od BDP	-0.1	0.2	0.2	0.0
Realni efektivni tečaj tolarja <sup>2,3</sup> , sprememba v %	-10.3	2.8	-0.7	-3.9
Produktivnost dela v predelovalnih dejavnostih, v %	8.4	6.7	4.5	5.4
NTI neto, v mio USD	170.0	178.0	295.0	154
NTI neto/ CA, v %	742.4	456.4	806.0	4,052.0
Portfolio investicije neto, v mio USD	-13.0	637.0	236.0	90.0
Portfolio investicije neto/ CA, v %	-	1,633.3	644.8	2,307.7
Devizne rezerve, v mio USD, konec leta	3.426.0	4.124.0	4.377.0	4.767.0
Devizne rezerve v mesecih uvoza	3.8	4.5	4.8	4.8
Zunanji dolg, v mio USD <sup>1</sup> , konec leta	2,970.0	4,010.0	4,176.0	4,959.0
Delež zunanjega dolga v BDP, v %	15.8	21.2	22.9	25.4
Delež zunanjega dolga v izvozu, v %	27.3	36.6	38.3	42.7
Delež kratkoročnega dolga v zunanjem dolgu, v %	1.7	1.2	3.2	2.2
Inflacija <sup>4</sup> , povprečje leta, v %	12.6	9.7	9.1	7.9

Vir: Analiza gospodarskih gibanj v letu 1998 z oceno možnosti razvoja v letu 1999, Jesensko poročilo 1998. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, Ljubljana, 1998, str. 46-67; Bilten Banke Slovenije, Ljubljana, 11 (7), str. 61.

Opombe: <sup>1</sup> metodologija GFS; <sup>2</sup> deflacionirano z indeksom cen življenjskih potrebščin; <sup>3</sup> minus pomeni apreciacijo nacionalne valute; <sup>4</sup> do leta 1998 merilo inflacije indeks drobnoprodajnih cen, od leta 1998 dalje merilo infacije indeks cen potrošnih dobrin,<sup>2</sup> leto 1995 v stalnih cenah 1992, kasneje v stalnih cenah 1995; np - ni podatka; SIT - slovenski tolar; CA - tekoči račun; NTI - neposredne tuje investicije.

tak{na prednost le trenutna. Mnoge dr' ave namre~ krizo neravnovesja dokaj uspe{no prebrodijo ali se ji izognejo (na tej poti sta na primer Mad'arska in Poljska), njihov nadaljnji razvoj pa je lahko ob ustreznem vodenju ekonomskih politik {e hitrej{i kot v dr' avah, ki se s tak{nimi krizami niso nikoli sre~ale.

Iz do sedaj obravnavanega torej jasno sledi, da niti ukrepanje ekonomske politike s kratkoro~nimi u~inki na zunanjetrgovinsko ravnovesje niti {~itenje gospodarstva pred zunanjimi vplivi ni pravo zdravilo, ki bi na dolgi rok omogo~ilo stabilno zunanje ravnovesje. O~itno je, da morajo tranzicijska gospodarstva zagotoviti tudi zadostne doma~e vire, s katerimi bi financirala nadaljnjo gospodarsko rast. To pomeni, da je potrebno s spodbujanjem doma~ega var~evanja pove~ati raven lastnih prihrankov. V primeru tranzicijskih gospodarstev bi bilo mogo~e doma~e var~evanje pove~ati s tak{nim vodenjem gospodarske politike, ki bi na eni strani pove~alo nagnjenost k var~evanju in na drugi strani ne bi ogrozilo gospodarske stabilnosti. To bi bila lahko ustrezna politika obrestne mere, kar pomeni, da bi bila pasivna obrestna mera dovolj visoka, da bi spodbujala var~evanje, hkrati pa aktivna obrestna mera ne bi bila previsoka v smislu zaviranja gospodarske aktivnosti. Isto~asno je treba zagotoviti tudi privla~nost dolgoro~nega var~evanja, ki je zelo pomembno, ~e 'elimo postaviti zdrave temelje za doseganje dolgoro~nega zunanjega ravnovesja. Na eni strani igrajo pomembno vlogo pri tem obrestne mere za dolgoro~ne vloge, na drugi strani pa je mogo~e 'eleni u~inek dose~i tudi s promoviranjem razli~nih "alternativnih" oblik var~evanja, kot je na primer stanovanjsko var~evanje, var~evanje za ~as upokojitvene dobe ipd. Vi{jo raven var~evanja lahko dr' ava dose' e tudi z ustreznim vodenjem fiskalne politike, na primer s smiselnim uvajanjem dav~nih olaj{av, z neobdav~itvijo kapitalskih

dobi-kov ipd. Spet pa se ne moremo izogniti dejstvu, da je za pove-anje doma-ega var-evanja tudi zelo pomembno dokon-anje procesa tranzicije in s tem potrebnih strukturnih reform, kar bi na eni strani pospe{ilo gospodarsko rast in s tem var-evanje, na drugi strani pa bi se izbolj{alo tudi zaupanje gospodarskih subjektov v doma-i finan-ni sistem, kar bi dodatno pove-alo nagnjenost k var-evanju. Navsezadnje pa so liberalizirani in bolje razviti finan-ni trgi nujni tudi za u-inkovit prenos kapitala od var-evalcev k investorjem.

## ZAKLJU^EK

Iz pregleda ukrepov ekonomskih politik, ki so sledili poslab{evanju zunanjega ravnovesja na ^e{kem, Mad'arskem in Poljskem, lahko torej zaklju-imo, da bi morale dr'ave pri analiziranju zunanjega neravnovesja upo{tevat i {ir{i krog indikatorjev. V ~asu gospodarskega razvoja in rasti je sicer v skladu s teorijami zunanjega neravnovesja (teorija potro{nih ciklov) normalno, da se dr'ava zadovol'uje v tujini, vendar pa morajo nosilci ekonomske politike pri tem skrbeti, da se na drugi strani ustvarjajo tudi zadostni viri za servisiranje zunanjega dolga. Zato je potrebno neravnovesje na teko-em ra~unu pla-ilne bilance obravnavati skupaj z razvojnimi mo'nostmi gospodarstva, izpostavljenostjo gospodarstva zunanjim {okom, kvaliteto ~love{kega kapitala, pogoji menjave, stabilnostjo finan~nega sistema ipd.

Vse to potrjuje tezo, postavljeno v uvodu, da se morajo tranzicijske dr'ave pri vzpostavljanju ali ohranjanju zunanjega ravnovesja dolgoro-no osredoto-iti na pove~anje nagnjenosti k var~evanju, s ~imer bi pribli'ali raven lastnih prihrankov ravni investicij. To pa je potrebno storiti tako, da ne bi ogrozili gospodarske stabilnosti in je zato tesno povezano z dokon~anjem procesa tranzicije. Brez izvedbe potrebnih strukturnih reform so namre~ hitrej{i gospodarski razvoj in rast, pa tudi ve-ja u-inkovitost finan~nega sistema, ki sodijo med osnovne pogoje za pove~anje var~evanja, vpra{ljivi. Mogo-e je torej zaklju-iti, da je zunanje neravnovesje v marsi-em povezano s procesom tranzicije, zato se je njegovega odpravljanja tudi potrebno lotiti celovito in v skladu z razvojem celotnega gospodarstva.

Hkrati pa napotilo k pove~anju doma~ega var~evanja ne pomeni, da je vloga tujega kapitala pri financiranju gospodarskega razvoja tranzicijskih dr'av nepomembna ali celo {kodljiva. Na drugi strani namre~ tudi popolna za~-ita pred tujim kapitalom dolgoro~no ne omogo~a zdravega in trdnega gospodarskega razvoja. Zgornje napotilo le opozarja, da gospodarske ekspanzije ne moremo nasloniti zgolj na tuje finan~ne vire, saj lahko to v primeru pove~anja nezaupanja v stabilnost gospodarstva privede do odliva tujega kapitala in do krize zunanjega ravnovesja (npr. valutna kriza). Pri tem seveda dr'i, da so dolo~ene oblike tujih vlaganj primernej{e z vidika za~-ite pred hitrim odlivom kapitala v tujino kot druge, vendar pa moramo tudi v primeru, ko gre za "varnej{e" oblike tujih nalo' b, kot so na primer neposredne tuje investicije, ra~unati na odliv kapitala v tujino (repatriacija dobi-ka v primeru neposrednih tujih investicij). Zato je predvsem za dr'ave, ki so 'e prebrodile za-etno tranzicijsko obdobje zmanj{evanja proizvodnje in dosegle dolo~eno stopnjo gospodarske trdnosti, zelo pomembno, da v tej fazi gospodarskega razvoja ve~ pozornosti posvetijo tudi spodbujanju doma~ega var~evanja. Tako bi zmanj{ale primanjkljaj na teko-em ra~unu pla-ilne bilance, ne da bi isto~asno upo~asnile ali celo ustavile gospodarsko rast, in postale manj ob~utljive na morebitne spremembe v gibanju mednarodnih kapitalskih tokov. Vse to pa je nujno potrebno ne le z vidika ohranjanja zunanjega ravnovesja, ampak tudi za nadaljnji gospodarski razvoj dr'av v procesu tranzicije.

## LITERATURA

Agenor P.R. et al.: Consumption Smoothing and the Current Account: Evidence for France, 1970-94. Washington D.C.: International Monetary Fund. IMF Working Paper, 1995. 13 str.

Ocena gospodarskih gibanj v letu 1999 in napoved za leto 2000. Jesensko poro-ilo 1999. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, 1999, 127 str.

Central Europe, Central Europe is Europe. Quarterly Review, Dresdner Kleinwort Benson, London, No. 6, 1998. 39 str.

Durjasz Pawel: Large Changes in Current Accounts the Case of Poland. Oesterreichische Nationalbank, "Current Account Imbalances in East and West: Do they matter?", Vienna, 1998. str. 273-287.

Fidrmuc, Weidman: Czech Republic. Central European Quarterly, Facts and Figures on Central and Eastern Europe, Creditanstalt, Vienna, (1997), 1-2, str. 22-26.

Higgins Matthew: Demography, National Savings, and International Capital Flows. International Economic Review, New York, 39 (1998), 2, str. 343 - 369.

Hunya G., Richter S.: Hungary: Profit Repatriation and the Current Account. The Vienna Institute for Comparative Economic Studies, The Vienna Institute Monthly Report, Vienna, (199), 3, str. 2 - 6.

Jenkinson Tim: Readings in Macroeconomics. New York: Oxford University Press, 1996. 315 str.

Knight Malcolm: Current Accounts: What is Their Relevance for Economic Policymaking? Oesterreichische Nationalbank. "Current Account Imbalances in East and West: Do They Matter?", Vienna, November 16 - 18, 1997. str. 28 - 60.

Knight M. in Masson P.: International Transmission of Fiscal Policies in Major Industrial Countries. Washington D.C.: International Monetary Fund. IMF Staff Papers, (1997) 3, str. 387 - 438.

Knight M., Scacciavillani F.: Current Accounts: What is their Relevance for Policymaking. Oesterreichische Nationalbank. Current Account Imbalances in East and West: Do They Matter? Vienna, 1998. str. 28-60.

Masson P. et al.: MULTIMOD Mark II: A Revised and Extended Model. Washington D.C.: International Monetary Fund. IMF Occasional Paper No. 71, 1990. 50 str.

OECD Economic Outlook. Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development, 1999. 255 str.

Ouanes A., Thakur S.: Macroeconomic Accounting and Analysis in Transition Economies. Washington D.C.: International Monetary Fund, 1997. 183 str.

Podkaminer Leon: Poland: Monetary Policy Strays into a Blind Alley. The Vienna Institute for Comparative Economic Studies, The Vienna Institute Monthly Report, Vienna, (1998), 4, str. 22 - 24.

Podkaminer Leon: Poland: Slower Growth, Expanding Current Account Deficit. The Vienna Institute For Comparative Economic Studies, The Vienna Institute Monthly Report, Vienna, (1999), 253, str. 57-60.

Poschl Josef: Czech Government Corrects its Economic Policies. The Vienna Institute For Comparative Economic Studies, The Vienna Institute Monthly Report, Vienna, (1997), 4, str. 11 -14.

Poschl Josef: Czech Stagnation: Causes and Prospects. The Vienna Institute For Comparative Economic Studies, The Vienna Institute Monthly Report, Vienna, (1998), 4, str. 6 -13.

Richter Sandor: Interdependence of Stabilization and Recovery in Hungary. The Vienna Institute For Comparative Economic Studies, The Vienna Institute Spring Seminar, Vienna, 1996a. 9 str.

Richter Sandor: Hungary: Successful Stabilization, Slower Growth. The Vienna Institute For Comparative Economic Studies, The Vienna Institute Monthly Report, Vienna, (1996b), 4, str. 8 -14.

Rosati Dariusz: Transition Countries in the First Quarter 1998: Widening Gap Between Fast and Slow Reformers. Vienna: The Vienna Institute for Comparative Economic Studies, Research Reports, No. 248, (1998), 248. 76 str.

Senjur Marjan: Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani, 1995. 502 str.

Soukup Jindrich: Czech Republic. Central European Quarterly, Facts and Figures on Central and Eastern Europe, Creditanstalt, Vienna, (1998), 1, str. 26-30.

Soukup J., Varga W.: Czech Republic. Central European Quarterly, Facts and Figures on Central and Eastern Europe, Creditanstalt, Vienna, (1999), 1, str. 31-35.

[toura-ova Judita: The Problem of the Current Account Deficit: The Present Situation in the Czech Republic. Oesterreichische Nationalbank, "Current Account Imbalances in East and West: Do they matter?", Vienna, November 16 - 18, 1997. str. 220 - 230.

The Vienna Handbook of Statistics, Countries in Transition, The Vienna Institute for Comparative Economic Studies, Vienna, 1998, 409 str.

The Vienna Handbook of Statistics, Countries in Transition, The Vienna Institute for Comparative Economic Studies, Vienna, 1999, 477 str.

Transition Report 1999, Ten Years of Transition. London: European Bank for Reconstruction and Development, 1999. 288 str.

Varga Werner: Poland. Central European Quarterly, Facts and Figures on Central and Eastern Europe, Creditanstalt, Vienna, (1998), 3-4, str. 52-57.

Varga Werner: Poland. Central European Quarterly, Facts and Figures on Central and Eastern Europe, Creditanstalt, Vienna, (1999), 1, str. 41-45.

Zeman, Weidman: Czech Republic. Central European Quarterly, Facts and Figures on Central and Eastern Europe, Creditanstalt, Vienna, (1997), 4, str. 28-32.

## **VIRI**

Bilten Banke Slovenije. Banka Slovenije, Ljubljana, 8 (1999), 9, različne strani.

---

Do sedaj izšlo v okviru zbirke delovni zvezki:

### **Letnik I, leto 1992**

- št.1. Razvojno planiranje na ravni Republike Slovenije. Uredil mag. Matej More, Ljubljana, maj 1992, 59. strani
- št.2. Ocena gospodarskega in socialnega razvoja Slovenije v letih 1991 in 1992 (majska analiza) z dokumentacijo, vodja projekta mag. Andrej Hartman, junij 1992
- št.3. Slovenia in 1991 - 1992. Report on economic developments. Ljubljana, June 1992, 55 strani; (with statistical annex)
- št.4. Radej Bojan: Vrste ekonomskih inštrumentov varstva okolja in njihova uporaba. Naravni viri kot razvojni dejavnik - interdisciplinarni raziskovalni projekt trajnega razvoja. Zavod Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj, Ljubljana, maj 1992, 122 strani
- št.5. Finančni rezultati poslovanja gospodarstva Slovenije v prvem polletju 1992 - primerjalni prikaz po posameznih dejavnostih gospodarstva na osnovi podatkov SDK iz periodičnih obračunov pravnih oseb za prvo polletje 1992. Pripravila: Stane Vencelj in Jana Jevšvar, 15. september 1992, 30 strani
- št.6. Finančni rezultati poslovanja zavodov s področja družbenih dejavnosti v Sloveniji v prvem polletju 1992 - primerjalni prikaz po posameznih družbenih dejavnostih na osnovi podatkov SDK iz zaključnih računov in periodičnih obračunov zavodov za prvo polletje 1992 in za leto 1991. Pripravila Jasna Kond`a, Ljubljana, 7. oktober 1992
- št.7. Finančni rezultati poslovanja javnih podjetij gospodarstva Slovenije v prvem polletju 1992 - primerjalni prikaz po posameznih dejavnostih gospodarstva na osnovi podatkov SDK iz periodičnih obračunov pravnih oseb za prvo polletje 1992. Pripravila Jana Jevšvar, oktober 1992, 36 strani
- št.8. Selected indicators from the income statement and balance sheet by sector and by origin of capital of the Slovenian economy in January - June 1991 and 1992
- št.9. Gospodarska gibanja v letu 1992 in kratkoročne perspektive gospodarstva Slovenije v letu 1993 (Jesenska analiza), vodja projekta mag. Andrej Hartman, oktober 1992, Ljubljana
- št.10. Slovenia - Economic Developments in 1992 nad the Outlook for 1993, October 1992
- št.11. Pano`ne prognoze na podlagi ocenjevanja perspektivne sposobnosti industrijskih podjetij za obdobje 1992 - 1995, vodja projekta dr. Pavle Gmeiner, Ljubljana, november 1992



**Letnik II, leto 1993**

- št.1. Ali so se stroški uvoza blaga resni-no pove-ali, dr. Janez Poto-nik, Ljubljana, januar 1993
- št.2. Bilanca pomembnejših prehranskih proizvodov, Bo`ena Leonardi, Ljubljana, januar 1993
- št.3. Industrijska politika Slovenije - koncept, omejitve, mo`nosti in usmeritve na narodnogospodarski in sektorski ravni, dr. Pavle Gmeiner, dr. Anton Povše, Ljubljana, februar 1993
- št.4. Analiza gibanja pla- in dometa ter u-inkovitosti zamrznitve pla- v marcu 1993, Bojan Radej, Ljubljana, marec 1993
- št.5. Finan-ni rezultati poslovanja gospodarstva Slovenije v letu 1992, Jana Jevševar, april 1993
- št.5.1. Lastninjenje dru`benega premo`enja v gospodarstvu republike Slovenije v letu 1992, Judita Mirjana Novak, maj 1993
- št.5.2. Finan-ni rezultati poslovanja javnih podjetij v letu 1992 - primerjalni prikazi na osnovi podatkov zaklju-nih ra-unov za leto 1992, Jana Jevševar, maj 1993
- št.5.3. Finan-ni rezultati poslovanja zavodov s podro-ja dru`benih dejavnosti - Primerjalni prikazi na osnovi podatkov zaklju-nih ra-unov za leto 1992, Jasna Kond`a, maj 1993
- št.5.4. Finan-ni rezultati poslovanja bank in zavarovalnic v letu 1992, Vida Brus, maj 1993
- št.6. Portfolio analiza slovenske industrije v obdobju 1990-1992, Tanja ~esen, junij 1993
- št.7. Nacionalni ra-uni Slovenije- ocena 1990-93 in projekcije 1994-97, vodja projekta Igor mag. Strmšnik, Zavod RS za makroekonomske analize in razvoj, junij 1993
- št.8. Gospodarska gibanja v Sloveniji leta 1993 in perspektive do leta 1997 (Pomladansko poro-ilo), vodja projekta mag. Andrej Hartman, Zavod RS za makroekonomske analize in razvoj, junij 1993
- št.9. Finan-ni rezultati poslovanja gospodarstva, zavodov s podro-ja dru`benih dejavnosti ter bank in zavarovalnic v prvem polletju 1993- primerjalni prikazi na osnovi podatkov SDK iz periodi-nih obra-unov pravnih oseb, Jana Jevševar, Dijana Pirc, Vida Brus, september 1993
- št.10. Mesto Slovenije v svetu- mednarodne primerjave podatkov nacionalnih ra-unov, Tanja ^esen, september 1993
- št.11. Gospodarska gibanja v letu 1993 in kratkoro~ne perspektive gospodarstva Slovenije v letu 1994 (Jesensko poro-ilo), Zavod RS za makroekonomske analize in razvoj, vodja projekta mag. Andrej Hartman, november 1993
- št.12. Izhodiš-a za pripravo strategije gospodarskega razvoja Slovenije, dr. Janez Poto-nik, november 1993

---

## Letnik III, leto 1994

- št.1. Prebivalstvo in zaposlenost v Sloveniji na prehodu iz osemdesetih v devetdeseta leta in ocena tendenc razvoja do leta 2000, Tomaž Kraigher, januar 1994
- št.2. Analiza obrestnih mer in obresti v letih 1991 do 1993, Vida Brus, februar 1994
- št.3. Analiza in perspektiva delnega rizika Slovenije, dr. Pavle Gmeiner, maj 1994
- št.4.1 Finančni rezultati poslovanja gospodarstva Slovenije v letu 1993 - primerjalni prikazi na osnovi podatkov zaključnih računov za leto 1993, Judita Mirjana Novak, maj 1994
- št.4.2. Finančni rezultati poslovanja zavodov s področja družbenih dejavnosti - primerjalni prikazi na osnovi podatkov zaključnih računov za leto 1993, Dijana Pirc, maj 1994
- št.4.3. Finančni rezultati poslovanja bank in zavarovalnic v letu 1993 - primerjalni prikazi na osnovi podatkov zaključnih računov za leto 1993, Vida Brus, maj 1994
- št.4.4. Finančni rezultati podjetij v izgubi v letih 1992 in 1993, Slavica Jurančič, junij 1994
- št.5. Prikaz cenovnih sprememb v letih 1985 do 1993 - izračun vertikalnih indeksov cen po sektorjih NACE klasifikacije dejavnosti, Jure Povšnar, Nataša Marzidovšek, junij 1994
- št.6. Gospodarska gibanja v Sloveniji v letu 1994 s projekcijami razvoja do leta 1998 (Pomladansko poročilo), Zavod RS za makroekonomske analize in razvoj, vodja projekta mag. Andrej Hartman, junij 1994
- št.7. Regionalni vidiki razvoja Slovenije v obdobju 1990 - 1994, Janja Pečar, julij 1994
- št.8. Finančni rezultati poslovanja Zavodov s področja družbenih dejavnosti in zavarovalnih organizacij v prvem polletju 1994, Judita Novak, Dijana Pirc in Vida Brus, september 1994
- št.9. Kmetijska pridelava in odkup kmetijskih proizvodov v obdobju 1988 - 1993, Mateja Kovačič, oktober 1994
- št.10. Analiza gospodarskih gibanj v Sloveniji v letu 1994 s projekcijo razvoja v letu 1995 (Jesensko poročilo), vodja projekta Tanja Magušič, Zavod RS za makroekonomske analize in razvoj, november 1994
- št.11. Primerjava med finančnimi rezultati poslovanja slovenskega gospodarstva za leto 1993 po zakonu o računovodstvu in po slovenskih računovodskih standardih, Judita Mirjana Novak, december 1994
- št.12. Turistični promet v obdobju 1985 - 1994 in statistični prikaz stanja turizma v Sloveniji, Petra Drobne, december 1994

**Letnik IV, leto 1995**

- št.1. Finan-ni rezultati poslovanja zavodov s podro-ja dru`benih dejavnosti v letu 1994, Primerjalni prikazi na osnovi zaklju~nih ra~unov za leto 1994, Judita Mirjana novak, april 1995
- št.2. Analiza in perspektiva de`elnega rizika Slovenije po dveh scenarijih v obdobju do leta 2000, dr.Pavle Gmeiner, maj 1995
- št.3. Finan~ni rezultati poslovanja bank in zavarovalnic v letu 1994 - primerjalni prikazi na osnovi podatkov zaklju~nih ra~unov, Vida Brus, junij 1995
- št.4. Analiza gospodarskih gibanj v Sloveniji v letu 1995 s projekcijo razvoja do leta 2000 (Pomladansko poro~ilo), vodja projekta Igor mag. Strmšnik, julij 1995
- št.5. Finan~ni rezultati poslovanja gospodarstva Slovenije v letu 1994 (na osnovi statisti~nih podatkov iz bilance uspeha leta 1994, Judita Mirjana Novak , julij 1995
- št.6. Analiza gospodarskih gibanj v Sloveniji v letu 1995 s projekcijo razvoja v letu 1996 (Jesensko poro~ilo), vodja projekta Igor mag. Strmšnik, oktober 1995
- št.7. Nacionalni programi in posebni razvojni zakoni v lu-i strategije gospodarskega razvoja Slovenije in vpliva na regionalni razvoj, mag. Ana Murn, Ljubljana, november 1995
- št.8. Zna~ilnosti razvoja slovenskih regij, Janja Pe~ar, Ljubljana, december 1995
- št.9. Politika cenovnega nadzora v Sloveniji v letih 1991 do 1995, Nataša Marzidovšek, Ljubljana, december 1995
- št.10. Pregled posebnih razvojnih dokumentov, ki jih je sprejela dr`ava Slovenija, mag. Ana Murn, Ljubljana, december 1995
- št.11. Razmerja v slovenskem gospodarstvu v letih 1992 in 1993 v lu-i input - output tabel, Vesna Štraser, Ljubljana, februar 1996
- št.12. Ocena demografskih ra~unov Slovenije 1981 - 1994, Toma` Kraigher, Ljubljana, marec 1996

---

## Letnik V, leto 1996

- št.1. Analiza gospodarskih gibanj v Sloveniji leta 1996 s ciljno projekcijo razvoja do leta 2000 (Pomladansko poročilo), Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, vodji projekta mag. Igor Strmšnik in mag. Alenka Kajzer
- št.2. Finančni rezultati poslovanja gospodarstva Slovenije v letu 1995 (na osnovi statističnih podatkov iz bilance stanja in bilance uspeha za leto 1995), Judita Mirjana Novak, Ljubljana, julij 1996
- št.3. Poslovanje bank v letu 1995, Vida Brus, Ljubljana, julij 1996
- št.4. Javnofinancijske obveznosti, ki izhajajo iz dokumentov razvojnega načrtovanja in posebnih rajonih zakonov, mag. Ana Murn, Ljubljana, september 1996
- št.5. Finančni rezultati poslovanja zavodov s področja družbenih dejavnosti v letu 1995, Judita Mirjana Novak, Ljubljana, oktober 1996
- št.6. Neposredne tuje investicije v slovensko gospodarstvo in njihov razvojni potencial. Foreign Direct Investment in the Slovenian Economy and its Development Potential, Matija dr. Rojec, Ljubljana, oktober 1996
- št.7. Regionalni vidiki razvoja Slovenije s poudarkom na finančnih rezultatih poslovanja gospodarskih družb v letu 1995, Janja Pečar, Ljubljana, oktober 1996
- št.8. Kazalci finančne uspešnosti gospodarjenja v letu 1995 po sektorjih in regijah, Liljana Figar kot vodja, Peter Beltram, Vida Brus, Mateja Kovač, Judita Mirjana Novak, Janja Pečar, Boštjan Plešec, Jure Povšnar, Ana Šešnik, Ljubljana, november 1996
- št.9. Ocena input-output tabele Republike Slovenije za leto 1995 v tekočih in stalnih cenah, Ivanka Zakotnik, Ljubljana, november 1996
- št.10. Dejavniki za povečanje konkurenčnosti slovenske predelovalne industrije s posebnim ozirom na kooperacije, razvojne raziskave in tuja vlaganja, dr. Pavle Gmeiner, Ljubljana, december 1996
- št.11. Analiza gospodarskih gibanj v Sloveniji - Jesensko poročilo 1996, vodja projekta dr. Alenka Kajzer, Ljubljana, december 1996
- št.12. Slovenija in Maastrichtski kriteriji konvergence, dr. Ivo Lavrač in mag. Vladimir Lavrač, Ljubljana, februar 1997

**Letnik VI, leto 1997**

- št.1. Analiza gospodarskih gibanj s ciljno projekcijo do leta 2001 (Pomladansko poročilo), Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, vodja projekta dr. Alenka Kajzer, Ljubljana, junij 1997
- št.2. Finančni rezultati poslovanja gospodarskih družb v letu 1996 (na osnovi statističnih podatkov iz bilance stanja in bilance uspeha za leto 1996), Judita Mirjana Novak, Ljubljana, julij 1997
- št.3. Ocena kupne moči bruto domačega proizvoda na prebivalca v Sloveniji 1993-1997 in prognoza do 2005, mag. Tanja Šesen, Ljubljana, julij 1997
- št.4. Regionalni vidiki razvoja Slovenije s poudarkom na finančnih rezultatih poslovanja gospodarskih družb v letu 1996, Janja Pečar, Ljubljana, oktober 1997
- št.5. Poslovanje bank v letu 1996, Vida Brus, Ljubljana, oktober 1997
- št.6. Uvod v kupno moč denarne enote in probleme merjenja domačega proizvoda po kupni moči, dr. Pavle Gmeiner, Ljubljana, november 1997
- št.7. Ocena gospodarskih gibanj v letu 1997 in možnosti razvoja v letu 1998 (Jesensko poročilo), Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, vodja projekta dr. Alenka Kajzer, Ljubljana, november 1997
- št. 8. Finančni rezultati poslovanja izvoznikov v letu 1996, Judita Mirjana Novak, Ljubljana, december 1997
- št. 9. Kazalci finančne uspešnosti gospodarjenja v letu 1996 po sektorjih, Liljana Figar kot vodja, Vida Brus, Andrej Hrovat, Mateja Kovač, Judita Mirjana Novak, Mateja Pečar, Jure Povšnar, Ana Šešnik, Ljubljana, december 1997
- št.10. SAM Slovenija 1996 (matrika nacionalnih računov), Ivanka Zakotnik, Ljubljana, december 1997
- št.11. Slovenija v Evropi regij - Regionalne strukture razširjene evropske zveze, mag. Igor Strmšnik, Ljubljana, januar 1998
- št.12. Globalna konkurenčnost Slovenije - Eksperimentalna ocena njenih prednosti in slabosti po metodi Svetovnega ekonomskega foruma. dr. Pavle Gmeiner, Ljubljana, januar 1998

---

## Letnik VII, leto 1998

- št. 1. Pregled javnofinan~nih prihodkov za leto 1997 (na osnovi Poro~ila B-2) Agencije RS za pla~ilni promet, Jasna Kond`a, Ljubljana, marec 1998
- št. 2. Projekcije prebivalstva Slovenije 1996 - 2070, Toma` Kraigher, Ljubljana, marec 1998
- št. 3. Sistem nacionalnih ra~unov SAM (Social Accounting Matrix) Slovenija 1995, dr. Ivo Lavra~, Branka Tav~ar, Ivanka Zakotnik, Ljubljana, april 1998
- št. 4. Vladne finan~ne intervencije v gospodarstvu, Dr`avne pomo~i v Evropski uniji, mag. Ana Murn, Ljubljana, maj 1998
- št. 5. Finan~ni rezultati poslovanja gospodarskih dru`b v letu 1997 (na osnovi statisti~nih podatkov iz bilance stanja in bilance uspeha za leto 1997), Judita Mirjana Novak, Ljubljana, julij 1998
- št. 6. Slovenija v letu 1997 – ocene nacionalnih ra~unov, Ivanka Zakotnik, Ljubljana, avgust 1998
- št. 7. Finan~na uspešnost gospodarjenja v letu 1997 po sektorjih, Liljana Figar, Andrej Hrovat, Mateja Kova~, Judita Mirjana Novak, Jure Povšnar, Mateja Pe~ar, Ana Se~nik, Ljubljana, oktober 1998
- št. 8. Ocena ~etrletnega bruto doma~ega proizvoda Slovenije potrošna struktura 1995 – 1997, dr. Tanja ~esen, Ljubljana, november 1998
- št. 9. Regionalni vidiki razvoja Slovenije s poudarkom na finan~nih rezultatih poslovanja gospodarskih dru`b v letu 1997, Janja Pe~ar, december 1998
- št. 10. Razvojni indikatorji za vrednotenje okoljske kakovosti gospodarske rasti, mag. Bojan Radej, februar 1999
- št. 11. Koncept in empiri~ni rezultati merjenja nacionalne konkuren~ne sposobnosti v Sloveniji za obdobje 1995 - 1998 in napovedi do leta 2002, dr. Pavel Gmeiner, Liljana Figar, februar 1999
- št. 12. Prenova regionalne politike, Igor Strmšnik, april 1999

**Letnik VIII, leto 1999**

- št. 1 Finančni rezultati poslovanja gospodarskih družb v letu 1998 (na osnovi statističnih podatkov iz bilance stanja in bilance uspeha za leto 1998), Judita Mirjana Novak, avgust 1999
- št. 3 Strategija gospodarskega razvoja Slovenija - razvojni scenarij, koordinatorja: mag. Igor Strmšnik, Branka Tavčar, september 1999
- št. 4 Matrika nacionalnih računov - Slovenija 1998, Ivanka Zakotnik, december 1999
- št. 5 Finančna uspešnost gospodarjenja v letu 1998 po sektorjih, Jure Povšnar, dr. Tanja Česen, Andrej Hrovat, Mojca Koprivnikar Šušteršič, Mateja Kovač, Judita Mirjana Novak, Ana Sečnik, februar 2000
- št. 6 Vzroki primanjkljajev na tekočem računu plačilne bilance v obdobju tranzicije, mag. Rotija Kmet, februar 2000
- št. 7 Poslovanje bančnega sistema v letu 1998, Andrej Hrovat, februar 2000
- št. 8 Regionalni vidiki razvoja Slovenije s poudarkom na finančnih rezultatih poslovanja gospodarskih družb v letu 1998, Janja Pečar, marec 2000
- št. 9 Pregled javnofinančnih prihodkov za leto 1998 in 1999 (na osnovi Poročila B-2) Agencije RS za plačilni promet, Jasna Kondrča, Ljubljana, april 2000
- št. 10 Zunanje neravnovesje in ekonomska politika v obdobju tranzicije (primer Češke, Madarske in Poljske z možnimi zaključki za Slovenijo), mag. Rotija Kmet, april 2000

## NOVOSTI ZMAR

Nazadnje izšlo	<p><b>Jesensko poro-ilo 1999</b> - Analiza gospodarskih gibanj v letu 1999 z oceno možnosti razvoja v letu 2000.</p> <p><b>Delovni zvezki</b></p> <p>10/98: Razvojni indikatorji za vrednotenje okoljske kakovosti gospodarske rasti, Bojan Radej, Ljubljana, februar 1999,</p> <p>11/98: Koncept in empirični rezultati merjenja nacionalne konkurenčne sposobnosti v Sloveniji za obdobje 1995 - 1998 in napovedi do leta 2002, Pavle Gmeiner, Liljana Figar, Ljubljana, februar 1999.</p> <p>12/98: Prenova regionalne politike, mag. Igor Strmšnik, april 1999.</p> <p>1/99: Finančni rezultati poslovanja gospodarskih družb v letu 1998 (na osnovi statističnih podatkov iz bilance uspeha za leto 1998), Judita Mirjana Novak, avgust 1999</p> <p>3/99: Strategija gospodarskega razvoja Slovenije, I. Strmšnik, B. Tavčar</p> <p>4/99: Matrika Nacionalnih računov, Slovenije 1998, I. Zakotnik</p> <p>5/99: Finančna uspešnost gospodarjenja v letu 1998 po sektorjih, dr. T. Česen, A. Hrovat, M. Koprivanikar Šušteršič, M. Kovač, J. M. Novak, A. Sečnik, J. Povšnar kot vodja skupine, februar 2000</p> <p>6/99: Vzroki primanjkljajev na tekočem računu plačilne bilance v obdobju tranzicije, mag. R. Kmet, februar 2000</p> <p>7/99: Poslovanje bančnega sistema v letu 1998, A. Hrovat, februar 2000</p> <p>8/99: Regionalni vidiki razvoja Slovenije s poudarkom na finančnih rezultatih poslovanja gospodarskih družb v letu 1998, Janja Pečar, marec 2000</p> <p>9/99: Pregled javnofinančnih prihodkov za leto 1998 in 1999 (na osnovi Poročila B-2) Agencije RS za plačilni promet, Jasna Kondža, Ljubljana, april 2000</p> <p>10/99: Zunanje neravnovesje in ekonomska politika v obdobju tranzicije (primer Češke, Madžarske in Poljske z možnimi zaključki za Slovenijo), mag. Rotija Kmet, april 2000</p> <p><b>IB revija 2-3/99:</b></p> <p>Pavle Gmeiner: Zasnova za merjenje in rezultati nacionalne konkurenčne sposobnosti Slovenije; Miran Jus: Zavarovanje izvoznih kreditov in koncentracija izpostavljenosti; Metka Barbo-Škerbinc in Milan Vodopivec: How Effective are Slovenian Active Labor Market; Igor Vrišer: Regionalni razvoj slovenskih pokrajin in občin; Marjan Ravbar: Izbor indikatorjev regionalnega razvoja v funkciji proučevanja regionalnih dispritet kot prispevek k oblikovanju razvojne politike v R Sloveniji; Vladimir Drozg in Vilibald Premzel: Instrumenti regionalne politike v Sloveniji; Janja Pečar: Bela knjiga o regionalnem razvoju Slovenije; Igor Strmšnik: Zakon o spodbujanju skladnega regionalnega razvoja kot del prenove regionalne politike v Sloveniji; Jože P. Damijan: So ekonomske cone lahko bolj učinkovit instrument spodbujanja regionalnega razvoja v Sloveniji?; Mojmir Mrak: Slovenia: "Structural Funds Component" of the Reorientaed Phare Programme from 2000 Onwards; Matjaž-Hanžek: Vpliv Nacionalnega poročila človekovega razvoja na slovensko razvojno strategijo; Matija Rojec; Marko Simoneti in Marko Rems: Prestrukturiranje podjetij z iztopi: Stečajni in reorganizacijski podjetji v letu 1996 in 1997; Janez Šušteršič: Mednarodna konferenca "Institutions in Transition"</p>
<a href="http://www.sigov.si/zmar">http://www.sigov.si/zmar</a>	
<b>NARO^ILNICA</b>	
Ime, priimek, podpis	Datum:
Naslov naro-inika	DAVČNA ŠT.:
Ozna-iti z X	<b>Periodika</b>
	Pomladansko/Jesensko poro-ilo. Letna naročnina za eno publikacijo 1,650 SIT.
	Analiza gospodarskih gibanj v Sloveniji s ciljno projekcijo razvoja v prihodnjih letih, ocenami nacionalnih računov in obsežno dokumentacijo.
	Spring/Autumn Report. Letna naročnina za eno publikacijo 2,200 SIT.
	InfoZMAR/IMADInfo. 1 izvod brezplačno. Koristne informacije o ZMAR. Slovensko, angleško.
	Delovni zvezki. 12 zvezkov. Objave detaljnih rezultatov analiz, podatkovnih serij in metodoloških razprav. Letna naročnina 18,000 SIT, cena za en izvod 1,500 SIT.
	IB revija. Štiri številke letno (vključuje mednarodno IB Review). Revija za strokovna in metodološka vprašanja gospodarskega, prostorskega in socialnega razvoja. Letna naročnina 8,000 SIT; enojna št. 1,600 SIT.
	IB Review (Journal for Institutional Innovation, Development, and Transition), 3,000 SIT.
	Ekonomsko ogledalo, 12 števil (vključuje letno izdajo), letna naročnina 14,850 SIT. Cena za en izvod 1,300 SIT
	Ekonomsko ogledalo - Letna izdaja. 1,400 SIT. Izbor najzanimivejših tem iz EO v preteklem letu. Dogajanje v preteklem letu na področjih, ki jih redno mesečno spremljamo v EO.
	Slovenian Economic Mirror. 14,850 SIT (including Annual Edition)
	Slovenian Economic Mirror - Annual Edition. 1,400 SIT.
<b>Knji`ne izdaje</b>	
	Janez Potočnik, Boris Majcen: <b>Slovenija in EU</b> , 1996, 290 str, 2,500 SIT (v predprodaji). Koristi in stroški približevanja EU, tudi na panožni ravni. Izračuni z modelom splošnega ravnoteja.
	Pavle Gmeiner: <b>Analiza in perspektiva deželnega rizika Slovenije</b> , 1996, 67 str, 1,300 SIT. Avtor pri projekciji deželne tveganja izhaja iz metode Euromoneya in projekcij gibanj do leta 2000 iz Strategije gospodarskega razvoja Slovenije. Ovrednoti posledice uresničitve Scenarija (+) in Scenarija (-) SGRS.
	F. Cimperman, A. Koar, F. Kuzmin, L. Pfajfar, B. Plešec, M. Simončič, I. Strmšnik, A. Strojani: <b>Kvartalni ekonometri-ni model slovenskega gospodarstva</b> , 1996, 164 str, 1,900 SIT. Kvartalni ekonometrični model sestavljen iz realnega, zunanjtrgovinskega in monetarnega bloka.
	<b>Strategija gospodarskega razvoja (SGR)</b> , 1995. Približevanje Evropi - rast, konkurenčnost in integriranje, 1,500 SIT; Approaching Europe: Growth, Competitiveness and integration, 2,000 SIT; Utemeljitev, vrednote in cilji, 750 SIT; Splošni pogoji za gospodarski razvoj, 2,000 SIT; Faktorji gospodarskega razvoja, 2,000 SIT; Prostor, okolje, socialna varnost, 1,500 SIT; Infrastruktura, kmetijstvo, industrija, storitve, 1,750 SIT; SGR Slovenije do leta 2000, 1,000 SIT.
	<b>Strategy of the RS for Accession to the European Union, Economic and Social part</b> , 1998, v angleščini, 2,500 SIT
	Matija Rojec: <b>Prestrukturiranje z neposrednimi tujimi investicijami: Slovenija/Restructuring with foreign direct investment: The Case of Slovenia</b> , 1998, 2,000 SIT
	Bojan Radej: <b>Onesna`enje naprodaj</b> , 1994, 166 str, 1,900 SIT.
Davek	8-odstotni DDV v ceno še ni vključen.
Popusti	Na količino (pri naročilu večjega števila izvodov ene publikacije do 25%), za naročilo na več mesečnih zbirk (na dve zbirki 20%, in 25% za naročilo na vsaj tri) in za organe Vlade RS.
Naro-ilo in informacije	Ana Marija Pucelj, ZMAR, Gregorčičeva 27, 1000 Ljubljana; telefon 061-178-2143; fax 061-178-2070; E-mail: pisarna.zmar@zmar.sigov.mail.si. Naročene publikacije in račun vam bomo poslali po pošti.
Obnavljanje	Naročilo se avtomatično obnavlja za naslednje leto.
Odpoved	Pisna odpoved naročnine velja po izteku leta, za katero je bila naročnina obnovljena.