

# BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

VARČEVANJE IN INVESTICIJE  
PRED KRIZO IN V KRIZI

Aleš Delakorda

PRIKAZI IN ANALIZE  
7/2011

Izdaja BANKA SLOVENIJE  
Slovenska 35  
1505 Ljubljana  
telefon: 01/ 47 19 000  
fax: 01/ 25 15 516

Zbirko PRIKAZI IN ANALIZE pripravlja in ureja Analitsko-raziskovalni center Banke Slovenije  
(telefon: 01/ 47 19 680, fax: 01/ 47 19 726, e-mail: [arc@bsi.si](mailto:arc@bsi.si)).

Mnenja in zaključki, objavljeni v prispevkih v tej publikaciji, ne odražajo nujno uradnih stališč Banke Slovenije ali njenih organov.

<http://www.bsi.si/iskalniki/raziskave.asp?Mapald=234>

Uporaba in objava podatkov in delov besedila je dovoljena z navedbo vira.

Številka 7, Letnik XVII

ISSN 1581-2316

# VARČEVANJE IN INVESTICIJE PRED KRIZO IN V KRIZI

Aleš Delakorda<sup>1</sup>

## ABSTRACT

*Although the direction of changes in saving and investment over the last decade and a half has been similar, the magnitude of changes before and consequently after the outbreak of the crisis has been much larger in Slovenia than in euro area on average. A rapid worsening of macroeconomic imbalances in the pre-crisis period was followed by a significant adjustment of private sector investment in Slovenia and in some other EU states. The saving of government has decreased considerably due to the operation of automatic stabilisers and the counter-cyclically oriented fiscal policy.*

*The deviation of actual saving from the estimated equilibrium level of saving points to "surpluses" or "balanced" savings in countries, currently not directly exposed to crisis in financial markets, and to "deficits" of savings in the majority of peripheral countries of the euro area. Simple econometric estimates show that saving rate in Slovenia has been higher than the estimated long-term level of saving rate. As the investment rate has been higher than the savings rate, this could imply a need to decrease the investment rate, since no systematic import of foreign savings may be expected in the long-run. Such a finding is important since the access of companies to sources of financing has worsened lately. On that respect, the efficiency of new investment will gain on importance in the future.*

## POVZETEK

*Čeprav je bila smer spreminjanja varčevanja in investicij v zadnjem desetletju in pol podobna, je bila velikost nihajev v obdobju pred krizo in posledično po izbruhu krize v Sloveniji precej večja kot v povprečju evrskega območja. Hitremu povečevanju makroekonomskih neravnovesij v obdobju pred krizo je v Sloveniji in še nekaterih državah EU po izbruhu krize sledilo občutno prilagajanje investicij zasebnega sektorja. Zaradi delovanja avtomatskih stabilizatorjev ter proticiklično naravnane fiskalne politike se je hkrati močno zmanjšalo varčevanje države.*

*Odstopanja dejanskega varčevanja od ocenjene ravnotežne ravni varčevanja kažejo na "presežke" varčevanja oziroma "izravnano" varčevanje v državah, ki trenutno niso neposredno izpostavljene nezaupanju finančnih trgov, ter na "primanjkljaje" varčevanja v večini perifernih držav evrskega območja. Enostavna ekonometrična ocena kaže, da je bilo v Sloveniji varčevanje v opazovanem obdobju višje od ocenjene dolgoročne ravni varčevanja. Ker je bila stopnja investiranja višja od stopnje varčevanja, bi to lahko zahtevalo zmanjšanje deleža investicij, saj na dolgi rok ni pričakovati sistematičnega uvoza tujega varčevanja. Takšna ugotovitev je posebej pomembna ob oteženem dostopu podjetij do virov financiranja, zaradi česar se bo v prihodnje povečeval pomen učinkovitosti investicij.*

---

<sup>1</sup> Analitsko-raziskovalni center Banke Slovenije (ales.delakorda@bsi.si). Avtor se zahvaljuje sodelavcem Analitsko-raziskovalnega centra za predloge in komentarje na internem seminarju. Morebitne preostale napake v gradivu so v celoti odgovornost avtorja.

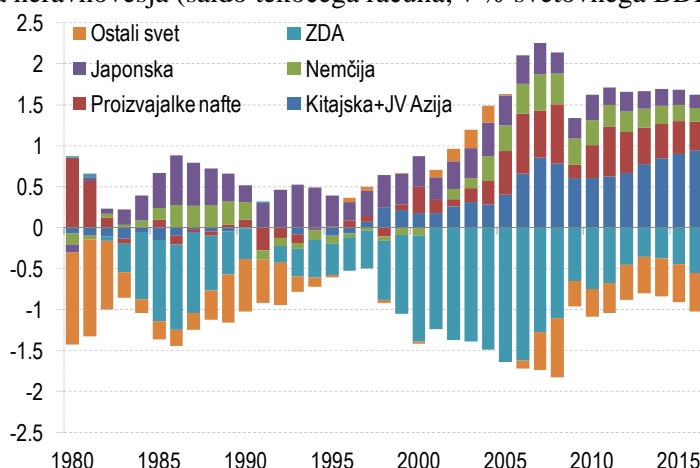
## 1. Uvod

Makroekonomska neravnovesja na agregatni in sektorski ravni med drugim odražajo neskladja med varčevanjem in investicijami. S pomočjo analize razmika med varčevanjem in investicijami skušajo neravnovesja v svojih poročilih zaznati mednarodne organizacije, med njimi tudi Evropska komisija v poročilu "Surveillance of intra-euro area competitiveness and imbalances" oziroma v predvidenih novih procedurah v okviru ekonomskega upravljanja EU<sup>1</sup>. V evrskem območju in v Sloveniji je gospodarska kriza med drugim prinesla obrat v dinamiki varčevanja in investicij. To velja na makroekonomski ravni in na ravni posameznih sektorjev.

Namen prispevka je (i) primerjati gibanje agregatne in sektorskih varčevalno-investicijskih vrzeli ter njihovih komponent v Sloveniji z evrskim območjem, (ii) preveriti, ali so dejavniki, ki so v Sloveniji in v nekaterih drugih državah evrskega območja privedli do nevdržno velikih makroekonomskih neravnovesij v obdobju pred krizo, skupni ali specifični za posamezne države ter (iii) oceniti, ali raven varčevanja v Sloveniji in v drugih državah EU ustreza makroekonomskim temeljem.

Nakopičena globalna makroekonomska neravnotežja in posledično (pre)obsežni kapitalski tokovi so bili eden glavnih razlogov trenutne finančne in gospodarske krize. Do krize je namreč prišlo v trenutku, ko je večina tržnih udeležencev ocenila, da sta raven neravnotežij in možnost njihovega financiranja (vsaj na nekaterih segmentih finančnega sistema) postala nevdržna. Makroekonomska neravnotežja so se na globalni ravni med drugim odrazila v visokih primanjkljajih oziroma presežkih tekočega računa. Do poglobljanja neravnotežij je v obdobju pred krizo prišlo zaradi velikih presežkov prihrankov, predvsem v državah proizvajalkah nafte in v hitro rastočih azijskih gospodarstvih, ter hkratnega povečevanja primanjkljajev varčevanja oziroma presežnega trošenja v nekaterih glavnih svetovnih gospodarskih območjih, predvsem v ZDA. Ta neravnovesja so se v okolju liberaliziranih finančnih tokov odrazila v obsežnih tokovih kapitala, ko so presežki varčevanja iskali donosne investicije, s čemer so se povečevale terjatve oziroma obveznosti do nerezidentov. Gospodarska in finančna kriza je poglobljanje neravnovesij sicer nekoliko zaustavila, vendar se zastavlja vprašanje, ali je bila zaustavitev le začasne narave. Dolgoročneje napovedi namreč kažejo, da naj bi globalna neravnovesja ostala vsaj na zatečeni ravni oziroma naj bi se ob odsotnosti ustreznih ukrepov ekonomske politike začela celo ponovno povečevati. S tem bi se lahko nestabilnost svetovnega gospodarskega in predvsem finančnega sistema še povečala.

Slika 1: Globalna neravnovesja (saldo tekočega računa; v % svetovnega BDP)



Vir: IMF, baza WEO, September 2011. Po letu 2010: napovedi IMF. Lastni preračuni.

Znotraj EU so k dokaj velikim razlikam med varčevanjem in investicijami poleg finančnega poglobljanja v državah vzhodne in srednje Evrope prispevali tudi konvergenčni procesi. V teh državah so bili v začetnem obdobju tranzicije visoki pritoki tujega kapitala namenjeni predvsem modernizaciji

<sup>1</sup> [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/documents/com2010\\_\\_527\\_amendments\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/com2010__527_amendments_en.pdf)

proizvodnje oziroma investicijam v opremo in stroje. Po začetnem obdobju modernizacije industrijske strukture so se pričeli tokovi kapitala ob visoki gospodarski rasti in umirjeni inflaciji v novih državah članicah EU, pa tudi v nekaterih manj razvitih državah evrskega območja, usmerjati tudi v naložbe, ki niso bile nujno vedno učinkovite. Takšna neučinkovita poraba – večinoma tujih – prihrankov je povzročila nastanek obsežnejših in v nekaterih primerih tudi nevzdržnih razlik med varčevanjem in investicijami. Zato se je povečala zadolženost posameznih sektorjev, kopičil pa se je tudi zunanji dolg teh držav. Zaradi visokih ravni zunanjega dolga so te države postale zelo izpostavljene spremembam pogojev financiranja, do katerih pride zaradi npr. spremenjene ocene o tveganjih s strani udeležencev na finančnih trgih. Do takšnih sprememb lahko pride, ko finančni trgi ocenijo, da izposojena sredstva niso usmerjena v investicije, ki bodo omogočile manjšanje dolga v prihodnje, oziroma ko ne obstaja zadostna možnost sprememb v usmeritvah ekonomske politike ter v obnašanju ekonomskih subjektov.

Saldo tekočega računa, ki v grobem predstavlja razliko med izvozom in uvozom blaga in storitev, lahko predstavimo tudi z razmerjem med porabo in proizvodnjo oziroma dohodkom v narodnem gospodarstvu. Če je poraba (E), ki jo sestavljata končno trošenje gospodinjestev in države (C+G) ter investicije (I), v nekem gospodarstvu manjša od dohodka (Y; v nacionalnih računih: razpoložljivi dohodek), se to odraza kot presežek salda tekočega računa (CA). Velja tudi obratno: država, ki porabi več, kot proizvede, se sooča s primanjkljajem tekočega računa, saj mora "manjkajoči" del proizvodnje uvoziti. Ker je varčevanje (S) razlika med dohodkom in končnim trošenjem<sup>2</sup>, prikazuje saldo tekočega računa tudi razliko med varčevanjem in investicijami v narodnem gospodarstvu. Če je varčevanje v narodnem gospodarstvu večje od investicij, prihaja do večanja terjatev do tujine oziroma nerezidentov (izvoza domačega varčevanja), in obratno: ko so investicije večje od varčevanja, se povečujejo obveznosti do nerezidentov (uvoz tujega varčevanja).

Zgoraj opisana razmerja lahko zapišemo tudi kot:

$$CA=Y-E$$

$$E=(C+G)+I$$

$$S=Y-C-G$$

$$CA=S-I$$

Ker investirajo in varčujejo vsi sektorji narodnega gospodarstva, ki prispevajo k ustvarjanju bruto domačega proizvoda, lahko zadnjo enačbo hkrati pripišemo vsem sektorjem. Tako lahko analiziramo varčevalno-investicijske vrzeli posameznih sektorjev, gospodinjestev, podjetij in države, ki se seštevajo v varčevalno-investicijsko vrzel narodnega gospodarstva, ta pa se v odprtem gospodarstvu odraza v saldu tekočega računa.

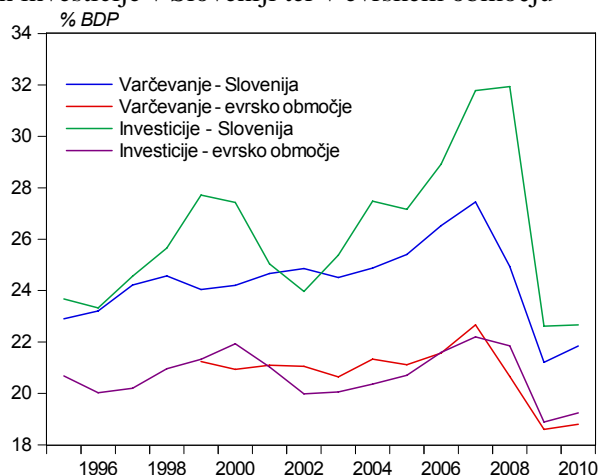
Pri obravnavi varčevalno-investicijske vrzeli je potrebno upoštevati, da primanjkljaj varčevanja glede na investicije ni problematičen sam po sebi, določeno nesorazmerje med obema spremenljivkama je za države, ki se nahajajo na različnih ravneh razvitosti, ali za posamezne sektorje pravzaprav običajno. Do razlik med varčevanjem in investicijami prihaja zaradi odločitev varčevalcev in investitorjev, na podlagi katerih naj bi se izvršila učinkovita alokacija prihrankov med sektorji, pa tudi med državami, k čemur je pomembno pripomogla liberalizacija finančnih trgov v zadnjih desetletjih. Tako gospodinjestva običajno neto varčujejo, njihovi neto prihranki so definirani kot razlika med razpoložljivim dohodkom in potrošnjo. Podjetja običajno porabijo več kot privarčujejo, večino njihovega varčevanja pa predstavljata nerazporejen dobiček in sredstva za nadomeščanje porabe kapitala (amortizacija). Razmerje med varčevanjem in investicijami države je odvisno predvsem od cikličnega položaja gospodarstva, nanj pa odločilno vpliva ekonomsko-politična naravnost vsakokratne vlade.

<sup>2</sup> V nadaljevanju kot sinonim za "varčevanje" uporabljamo "bruto varčevanje". V nacionalnih računih je bruto varčevanje definirano kot razlika med bruto (nacionalnim) razpoložljivim dohodkom ter končno porabo, neto varčevanje pa je bruto varčevanje, zmanjšano za porabo kapitala (amortizacija).

## 2. Pregled gibanja varčevanja in investicij<sup>3</sup>

V tem delu je opravljen pregled gibanj glavnih makroekonomskih (ne)ravnotežij na agregatni in na sektorski ravni za Slovenijo v primerjavi z evrskim območjem oziroma, odvisno od razpoložljivosti podatkov, tudi z nekaterimi državami EU. Osnovna ugotovitev je, da so bila nihanja varčevanja in še bolj investicij v Sloveniji pred in po nastanku krize precej večja kot v povprečju evrskega območja. Kljub temu so bili v nekaterih državah evrskega območja – domala izključno tam, kjer se trenutno spopadajo z največjimi težavami na trgih državnih dolžniških papirjev – nihaji še precej večji kot v Sloveniji. Medtem ko se je v obdobju pred krizo delež varčevanja v BDP v evrskem območju nahajal na ravni med 20 % in 22 % BDP, je v Sloveniji z ravni okoli 23 % BDP v 1995 narasel na okoli 27 % BDP v letu 2007. Še bolj je narasel delež investicij, med letoma 1995 in 2008 se je povečal za približno 8 odstotnih točk na skoraj 32 % BDP.

Slika 2: Varčevanje in investicije v Sloveniji ter v evrskem območju



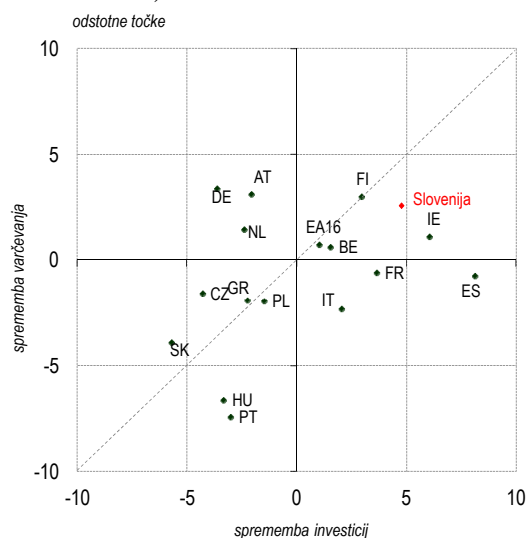
Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

Porast varčevanja in investicij je bil v evrskem območju precej manjši. Delež varčevanja se je od leta 1995 do leta 2007 povečal za slabo odstotno točko BDP, delež investicij pa za okoli dve odstotni točki BDP. Padca deležev varčevanja in investicij po izbruhu krize sta bila v Sloveniji v primerjavi z evrskim območjem ustrezna velikostnemu redu prehitavanja rasti obeh deležev v obdobju pred krizo. Vsi omenjeni deleži so ob krizi v Sloveniji in v evrskem območju padli na najnižje ravni v opazovanem obdobju. Kljub temu so njihove ravni še vedno nad preteklimi najvišjimi vrednostmi deležev za investicije in na ravni najvišjih doseženih deležev varčevanja v evrskem območju.

Pregled sprememb deležev varčevanja in investicij v BDP po posameznih državah evrskega območja oziroma EU v obdobju pred krizo kaže na dokaj heterogeno sliko. Čeprav sta se deleža investicij in varčevanja v obdobju pred krizo v večini držav gibala istosmerno (desni zgornji in levi spodnji kvadrant v Sliki 3), pa so bila razmerja med dinamiko deleža investicij in dinamiko deleža varčevanja v BDP dokaj raznolika (zgornji levi in spodnji desni kvadrant oziroma odstopanja glede na črto 45°). Slovenija se nahaja v skupini držav, kjer so se investicije povečale bolj, kot se je povečalo varčevanje. Večina držav iz te skupine se trenutno spopada s povečanim nezaupanjem finančnih trgov glede trenutne in bodoče sposobnosti odplačevanja obveznosti, nakopičenih v obdobju pred in v obdobju krize.

<sup>3</sup> Vir podatkov, uporabljenih v tej analizi, so letni podatki nefinančnih računov. Letni podatki sektorskih računov še niso v celoti razpoložljivi za leto 2010. Četrtni podatki nefinančnih računov so za evrsko območje razpoložljivi od leta 1999, za Slovenijo pa le od leta 2004.

Slika 3: Sprememba deleža varčevanja in investicij v BDP v Sloveniji in v evrskem območju (2005-2007 glede na 1998-2000)

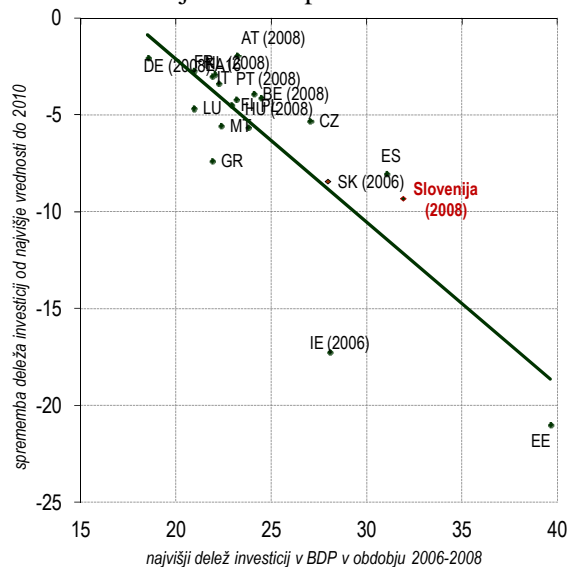


Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

## 2.1 Investicije

Ob različnih smereh ter različni dinamiki spreminjanja deleža investicij v BDP v obdobju pred krizo v posameznih državah so deleži investicij v BDP vrh dosegli v različnih letih. V Sloveniji je delež investicij v BDP tako dosegel vrh šele v letu 2008, na Irskem in na Slovaškem pa npr. že v letu 2006. Slovenija je bila med državami, kjer so investicije v obdobju krize najbolj padle, saj se je delež investicij v BDP do leta 2010 glede na najvišji doseženi delež zmanjšal za približno 10 odstotnih točk.

Slika 4: Sprememba deleža investicij v BDP v posameznih državah EU v krizi



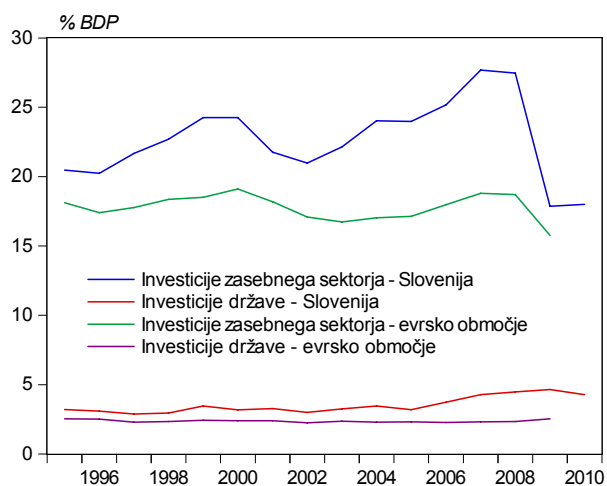
Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

Opomba: Kjer v oklepaju ni posebej navedeno, je bil najvišji delež investicij v BDP dosežen v letu 2007.

Med primerjanimi državami sta bila večja le padca deležev investicij v Estoniji in na Irskem, kjer sta se zmanjšala za nekaj nad 20 oziroma za nekaj čez 15 odstotnih točk. Čeprav je bil v Sloveniji padec investicij največji, pa je bilo skrčenje le-teh relativno glede na najvišji delež investicij v obdobju tik pred nastopom krize manjše od povprečnega padca investicij v primerjanih državah. Poleg Estonije in

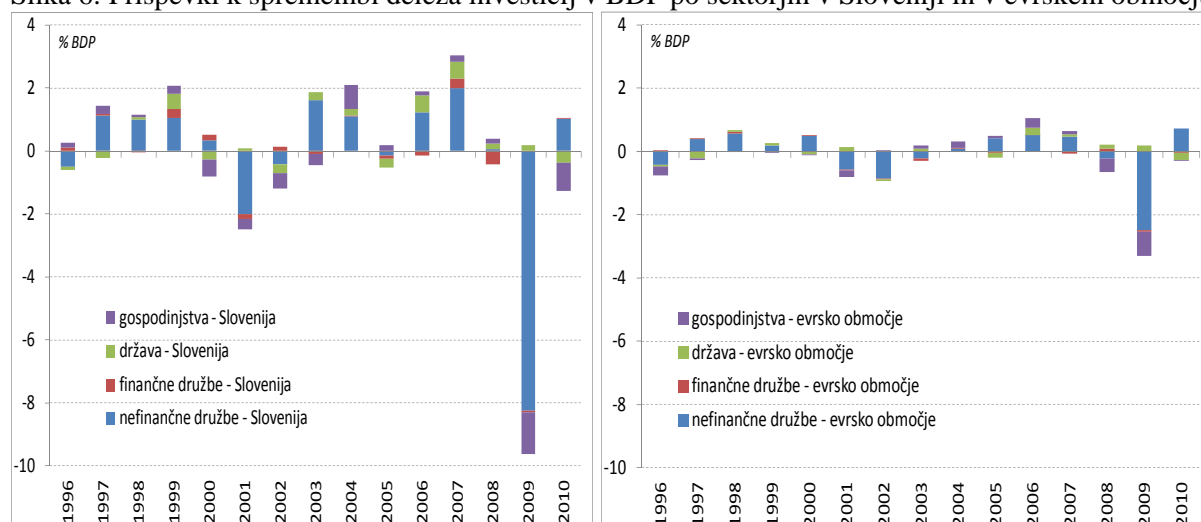
Irske je padec deleža investicij glede na dosežen najvišji delež investicij občutneje odstopal še v Grčiji.

Slika 5: Investicije v zasebnem sektorju in sektorju država v Sloveniji in v evrskem območju



Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

Slika 6: Prispevki k spremembi deleža investicij v BDP po sektorjih v Sloveniji in v evrskem območju



Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

K močnemu porastu deleža investicij v BDP v Sloveniji so v obdobju pred krizo največ prispevale investicije zasebnega sektorja<sup>4</sup>. Delež investicij zasebnega sektorja v BDP je v povprečju opazovanega obdobja presegal enak delež v evrskem območju za približno pet odstotnih točk. Delež investicij države v BDP je bil precej bolj podoben, čeprav se je razlika med deležem investicij države v Sloveniji in v evrskem območju tik pred in v letih krize povečevala. Ob nastanku krize je delež investicij močno padel v Sloveniji, precej manj pa v evrskem območju. V evrskem območju je ob tem prišlo do velikih razlik med posameznimi državami. Investicije so najbolj padle v državah, kjer je bil v obdobju pred krizo delež investicij v BDP nadpovprečen. Delež investicij zasebnega sektorja je v Sloveniji ob nastanku krize padel predvsem zaradi občutno zmanjšane prispevka investicij nefinančnih družb in se je skrčil precej pod raven pred začetkom krize oziroma pod povprečje

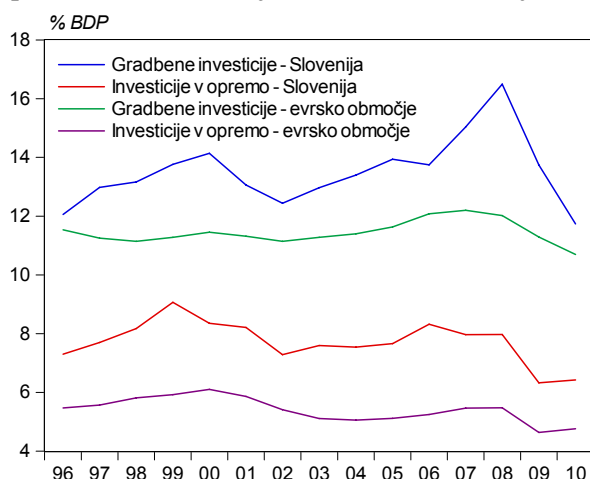
<sup>4</sup> Zasebni sektor je v tej analizi definiran kot nefinančne družbe, finančne družbe in gospodinjstva. S tem sodi v zasebni sektor tudi DARS. Investicije zasebnega sektorja predstavljajo tako v Sloveniji kot v evrskem območju nekaj manj kot 90 % celotnih investicij. V obdobju krize se je ta delež v Sloveniji zmanjšal na približno 80 %, v evrskem območju pa na okoli 85 %.



opazovanega obdobja pred krizo. Delež investicij zasebnega sektorja v evrskem območju se je v krizi zmanjšal približno na raven iz obdobja pred začetkom krize. V primerjavi z evrskim območjem je v obdobju krize v Sloveniji močno padel tudi predhodno pozitiven prispevek investicij države k celotnim investicijam.<sup>5</sup>

Skupne investicije v opremo in investicije v gradbene objekte so v zadnjem desetletju in pol v evrskem območju in v Sloveniji znašale dobrih 80 % celotnih investicij. Pri tem so investicije v gradbene objekte predstavljale nekaj več kot 50 %, investicije v opremo pa približno 30 % celotnih investicij.<sup>6</sup> Bistveno odstopanje med deleži posameznih komponent investicij je opazno predvsem znotraj investicij v gradbene objekte, saj je bil delež investicij v stanovanjsko gradnjo približno za polovico manjši od deleža v evrskem območju. Hkrati je bil delež investicij v ostale gradbene objekte v Sloveniji precej višji kot v evrskem območju. Nihanje deleža investicij v opremo in še bolj deleža investicij v gradbene objekte je bilo v celotnem opazovanem obdobju v Sloveniji večje kot v primerjanih skupinah investicij v evrskem območju. Podatki kažejo, da je v obdobju pred krizo občutno, za okoli 5 odstotnih točk BDP, porasel delež investicij v gradbene objekte v Sloveniji, medtem ko je v evrskem območju ostal domala nespremenjen. Po izbruhu krize se je delež investicij v gradbene objekte v BDP v Sloveniji in v evrskem območju znižal pod raven pred pričetkom krize. Nasprotno so se investicije v opremo v Sloveniji tako kot v evrskem območju v obdobju pred krizo spreminjale bolj skladno z gospodarsko aktivnostjo, njuna deleža v BDP pa sta v obdobju krize upadla precej manj kot deleža gradbenih investicij.

Slika 7: Investicije po namenu v Sloveniji in v evrskem območju



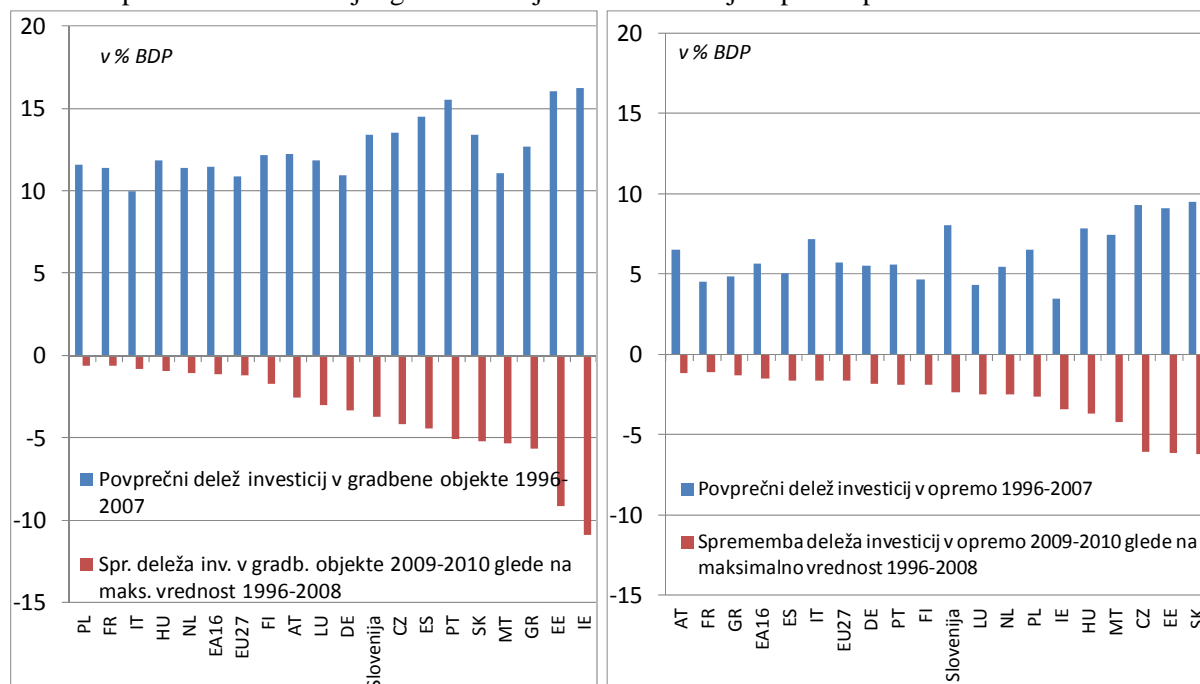
Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

Spremembe deleža investicij v gradbene objekte in v opremo po državah so bile ob zadnji krizi dokaj raznolike. Primerjave odražajo tudi različno dinamiko gibanja investicij pred krizo, saj je bil v nekaterih državah vrh dosežen že v letih 2006 oziroma 2007. Najvišji delež v BDP so investicije v gradbene objekte v Sloveniji dosegle v letu 2008, najvišji delež investicij v opremo pa že v letu 2006. Podatki tako kažejo, da so se investicije v gradbene objekte v Sloveniji očitno na krizo odzvale z zamikom, medtem ko so podjetja takoj ob nastanku krize ustavila investiranje v stroje in opremo. Kljub temu je bil padec deleža investicij v obe komponenti v Sloveniji do leta 2010 blizu povprečja opazovanih držav. Pri investicijah v gradbene objekte je bil padec njihovega deleža v BDP po izbruhu krize največji na Irskem, v Estoniji in v Grčiji, delež investicij v opremo pa je najbolj padel na Slovaškem, v Estoniji in na Češkem.

<sup>5</sup> Glej tudi primerjavo deležev investicij in njihove strukture v državah evrskega območja v Bilten ECB, julij 2011.

<sup>6</sup> Naslednjo največjo komponento investicij predstavlja transportna oprema (okoli 10 % celotnih investicij), manj pomembne deleže pa imajo ostale investicije in investicije na področju kmetijstva.

Slika 8: Spremembe investicij v gradbene objekte in investicij v opremo po izbruhu krize

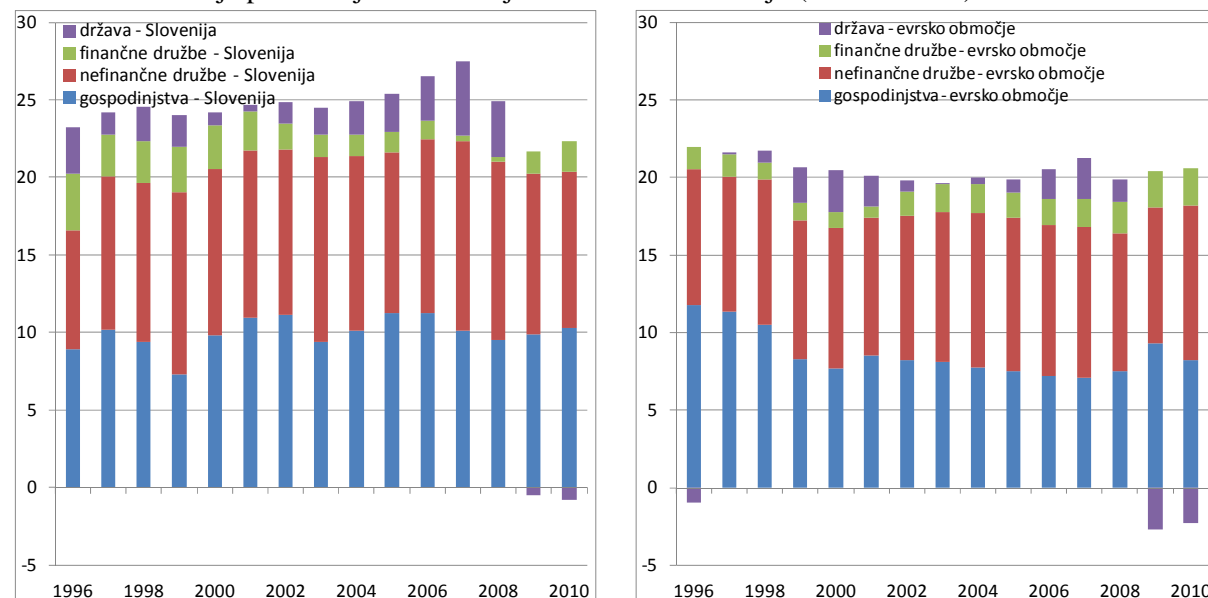


Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

## 2.2 Varčevanje

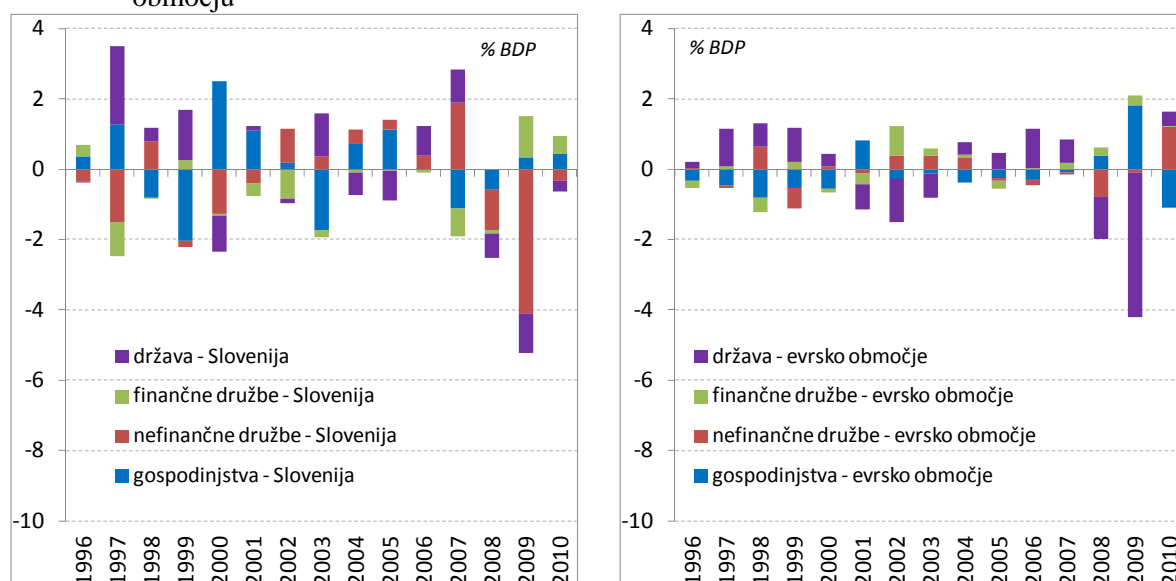
Gibanje varčevanja zasebnega sektorja in sektorja države je bilo v Sloveniji in v evrskem območju precej bolj podobno kot gibanje deleža investicij. Čeprav je varčevanje države v Sloveniji, predvsem pa v evrskem območju, v obdobju pred krizo večinoma pozitivno prispevalo k celotnemu varčevanju, je imel v Sloveniji pomembno vlogo tudi sektor gospodinjstev, v začetku opazovanega obdobja pa tudi nefinančne družbe.

Slika 9: Varčevanje po sektorjih v Sloveniji in v evrskem območju (deleži v BDP)



Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

Slika 10: Prispevki k spremembi deleža varčevanja v BDP po sektorjih v Sloveniji in v evrskem območju



Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

Ob izbruhu krize je k padcu deleža varčevanja največ prispeval sektor države, saj se je varčevanje zasebnega sektorja celo nekoliko povečalo. Varčevanje države se je zmanjšalo predvsem zaradi proticiklično naravnane fiskalne politike in delovanja avtomatskih stabilizatorjev. Po izbruhu krize so nefinančne družbe v Sloveniji in v evrskem območju hkrati z investicijami zmanjšale tudi varčevanje, finančne družbe in gospodinjstva pa so varčevanje povečale. Povečano varčevanje gospodinjstev je bilo predvsem odgovor tega sektorja na negotovosti ob nastanku finančne krize in v nadaljevanju na slabe razmere na trgu dela, deloma pa tudi na močno povečanje javno-finančnih primanjkljajev in s tem povezanih pričakovanj glede bodočega višanja davkov. Še bolj kot zvišano varčevanje gospodinjstev po izbruhu krize se je povečalo varčevanje finančnih družb. To je bilo predvsem posledica relativno manjše potrošnje stalnega kapitala ob večjem razpoložljivem dohodku, do katerega je prišlo zaradi nižje ravni obrestnih mer v letu 2009.

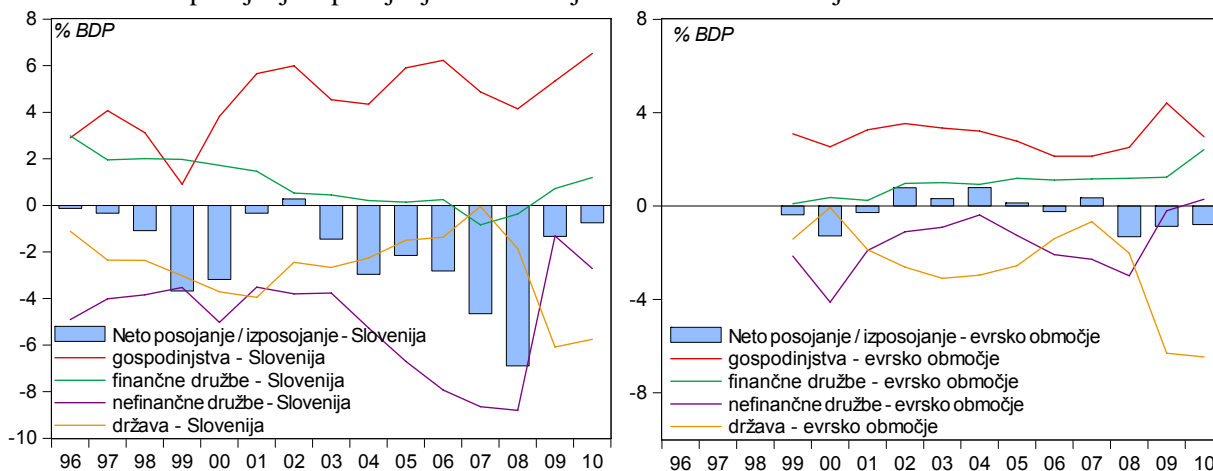
### 2.3 Varčevalno-investicijska vrzel

Čeprav je bila varčevalno-investicijska vrzel v povprečju evrskega območja v obdobju pred krizo v nasprotju z varčevalno-investicijsko vrzeljo v Sloveniji pozitivna oziroma je bil primanjkljaj ob nastanku krize občutno manjši kot v Sloveniji, so se sektorji na krizo odzvali podobno. V Sloveniji se je poglobljanje negativne varčevalno-investicijske vrzeli po nastanku krize ustavilo predvsem zaradi manjših investicij nefinančnih družb. Te so morale zaradi visoke rasti zadolževanja pred krizo po nastopu krize pričeti z razdolževanjem. Zaradi aktivne proticiklične politike in delovanja avtomatskih stabilizatorjev se je povečal primanjkljaj sektorja država. V Sloveniji je bilo zmanjšanje varčevalno-investicijske vrzeli zasebnega sektorja večje od povečanja primanjkljaja sektorja država. Nasprotno pa zmanjšanje investicij nefinančnih družb in povečanje varčevanja gospodinjstev v evrskem območju nista v celoti nadomestila skrčenega varčevanja države. Zaradi manjših neravnotežij pred krizo je bilo zmanjšanje pozitivne varčevalno-investicijske vrzeli v evrskem območju v krizi manjše od skrčenja negativne vrzeli v Sloveniji.

Relativno majhno nihanje varčevalno-investicijske vrzeli v evrskem območju zakriva velike razlike po posameznih državah. V Sliki 12 so na desni strani navpične osi prikazane države, ki so pred izbruhom krize ali v sami krizi ohranile pozitivno varčevalno-investicijsko vrzel. Presežki varčevanja nad investicijami so bili v teh državah dokaj podobni, hkrati pa so bila prilagajanja v kriznem obdobju majhna. Države z negativno varčevalno-investicijsko vrzeljo tik pred krizo, so nanizane na levi strani

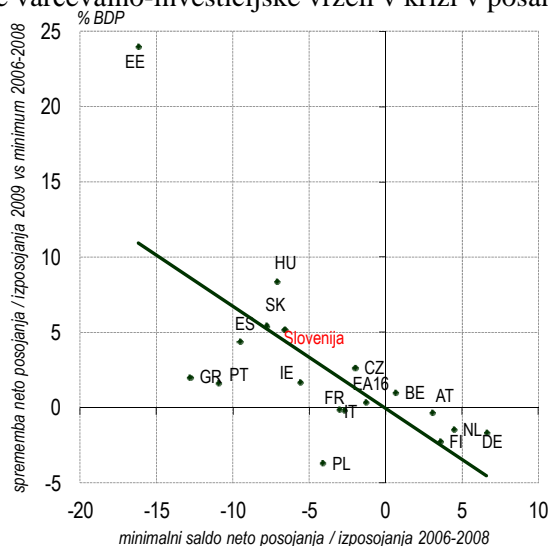
navpične osi. Za te države so na eni strani značilne velike razlike v velikosti vrzeli, zato so bila tudi prilagajanja v obdobju krize občutno različna.

Slika 11: Neto posojanje/izposojanje<sup>7</sup> v Sloveniji in v evrskem območju



Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

Slika 12: Prilagajanje varčevalno-investicijske vrzeli v krizi v posameznih državah



Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

V večini držav so se vrzeli v krizi zmanjšale, prilagajanja so v večini primerov znašala le nekaj odstotkov BDP, najbolj pa odstopa Estonija, kjer je bila vrzel ob nastanku krize tudi največja, s prilagajanjem v obsegu več kot 20 % BDP. Slovenija se skupaj s Španijo in Slovaško nahaja med državami evrskega območja, kjer so bila prilagajanja vrzeli največja in so znašala približno 5 % BDP. Zaradi relativno obsežnejšega prilagajanja v državah z največjimi primanjkljaji<sup>8</sup> so se v krizi razlike v obsegu varčevalno-investicijskih vrzeli v evrskem območju zmanjšale.

<sup>7</sup> Neto posojanje / izposojanje je v grobem definirano kot razlika med varčevanjem in investicijami. Natančnejša definicija te postavke v statistiki računov institucionalnih sektorjev je: bruto varčevanje plus neto kapitalski transferi, od česar so odštete investicije in nabave, manj prodaje neproizvedenih nefinančnih sredstev.

<sup>8</sup> Podobne so ugotovitve IMF za širši nabor držav. Enaka ugotovitev v obratni smeri velja tudi za države oziroma skupine držav (Kitajska, proizvajalke nafte) z izrazitimi presežki v obdobju pred krizo (IMF Working Paper WP 11/197).

### 3. Spremenljivke, ki določajo varčevanje

V tem delu so najprej z enostavno analizo prikazane povezave med varčevanjem ter nekaterimi spremenljivkami, ki naj bi ga najpomembneje določale. Seznam pojasnjevalnih spremenljivk varčevanja vsekakor ni dokončen in je bil izbran subjektivno, deloma pa je bil odvisen tudi od razpoložljivosti podatkov. Povezave so s pomočjo razsevnih diagramov prikazane za Slovenijo in za nekatere države EU, upoštevajoč razpoložljivost podatkov. Opozoriti je potrebno, da takšen prikaz povezav med spremenljivkami ne odraža vzročnosti, temveč kaže zgolj statistično korelacijo med dvema spremenljivkama na podlagi statičnih podatkov v določenem časovnem izseku. Hkrati je potrebno upoštevati, da so primerjane države dokaj različne, tako po razvitosti kot po strukturi gospodarstva. V nadaljevanju poglavja sledi analiza kazalnikov ravnotežnega varčevanja, s katerimi je mogoče določiti "ustreznost" ravni varčevanja glede na makroekonomske temelje. Kvantitativne analize varčevanja in investicij so pogoste (npr. World Economic Outlook, IMF, 2005 in tam navedena literatura ali OECD Economic Outlook, December 2001), v večini primerov pa ugotavljajo, da je bolj zanesljivo mogoče določiti spremenljivke, s katerimi lahko pojasnimo gibanje varčevanja kot gibanje investicij. Hkrati je potrebno poudariti, da so odločitve o varčevanju v veliki meri pogojene z dolgoročnimi dejavniki, ki jih je težko ovrednotiti, kot so npr. institucionalni okvir delovanja gospodarstva (anglosaksonski v primerjavi s kontinentalnim finančnim sistemom ali poslovna etika, pogojena z različnimi prepričanji), ter strukturne reforme, ki določajo prilagodljivost gospodarstva.

#### 3.1 Spremenljivke, ki določajo dolgoročno raven varčevanja

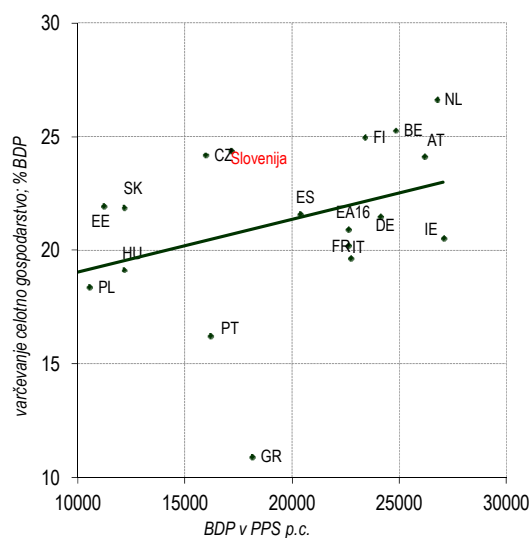
Najpomembnejše spremenljivke, ki določajo narodno-gospodarsko varčevanje, so gospodarska aktivnost, stanje javnih financ, rast posojil, zadolženost zasebnega sektorja ter demografske razmere oziroma pričakovane demografske spremembe. Analize (npr. IMF, 2005) kažejo, da v nasprotju s splošnim prepričanjem realne obrestne mere, ki odražajo donos varčevanja, na varčevanje ne vplivajo statistično značilno. Obrestne mere namreč poleg na donosnost varčevanja vplivajo tudi na razpoložljivi dohodek gospodinjstev. Zaradi nezadostnega števila primerljivih podatkov o obrestnih merah analiza povezanosti obrestnih mer in varčevanja ni možna.

Raven gospodarske aktivnosti naj bi zaradi porasta razpoložljivega dohodka spodbujala varčevanje. Enostavna analiza kaže, da je povezava med obema spremenljivkama v primerjanih državah pozitivna, a je zaradi obstoja vsaj dveh večjih skupin držav znotraj opazovanega vzorca dokaj neznačilna. V Sloveniji je bilo varčevanje celotnega gospodarstva glede na raven BDP večje od povprečja v primerjanih državah.

Stanje javnih financ vpliva na percepcije ekonomskih subjektov glede bodočega delovanja fiskalne politike na davčnem področju. Relativno visok javno-finančni primanjkljaj naj bi zaradi potreb po njegovem financiranju v prihodnosti spodbujal ekonomske subjekte k povečanemu varčevanju v sedanosti. Enostavna analiza kaže skladno s pričakovanji na pozitivno in dokaj močno povezavo med varčevanjem zasebnega sektorja in primanjkljajem države. Takšna povezava potrjuje obstoj t. i. rikardijanskega ravnotežja. Povezava je pozitivna tudi ob izključitvi Grčije, kjer je bilo v opazovanem obdobju varčevanje zasebnega sektorja občutno nizko ob visokem javno-finančnem primanjkljaju. Raven varčevanja zasebnega sektorja je bila v Sloveniji glede na javno-finančni primanjkljaj ustrezna glede na povprečno povezanost med obema spremenljivkama v primerjanih državah.

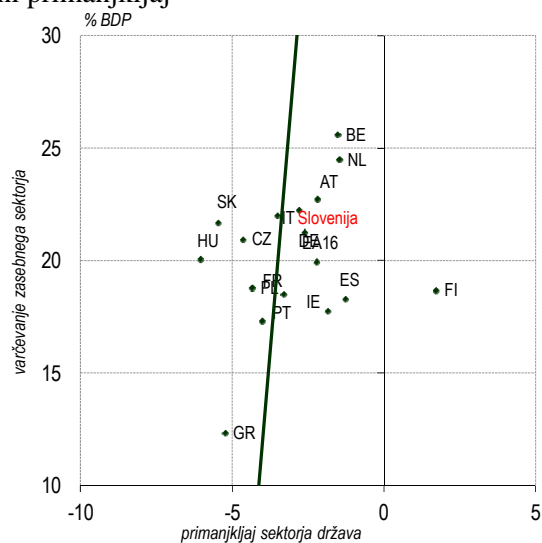
Razmerje med varčevanjem ter pričakovano spremembo starejšega prebivalstva naj bi bilo pozitivno. Če prebivalstvo pričakuje, da se bo pri nespremenjeni upokojitveni starosti med neaktivnim prebivalstvom nahajalo daljše obdobje po zaključku zaposlitve, bo moralo varčevati več v obdobju, ko je še delovno sposobno. Enostavna analiza kaže, da je v opazovanih državah povezava med varčevanjem gospodinjstev in deležem starejšega prebivalstva negativna.

Slika 13: Varčevanje in raven razvitosti



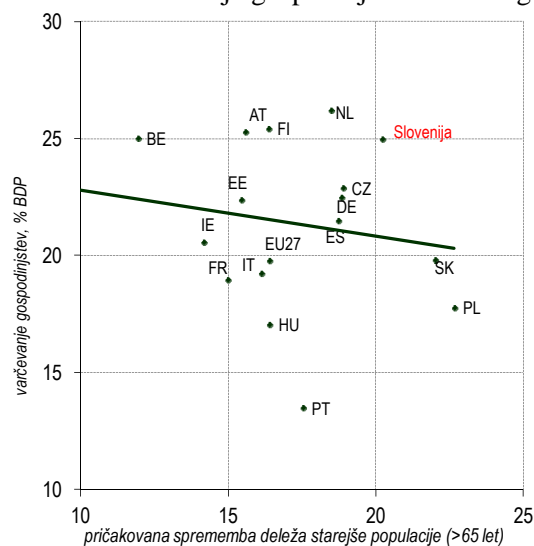
Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

Slika 14: Varčevanje zasebnega sektorja in javno-finančni primanjkljaj



Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

Slika 15: Varčevanje gospodinjstev in demografska struktura



Vir: Eurostat. Preračuni: Banka Slovenije.

### 3.2. Ravnotežna raven varčevanja

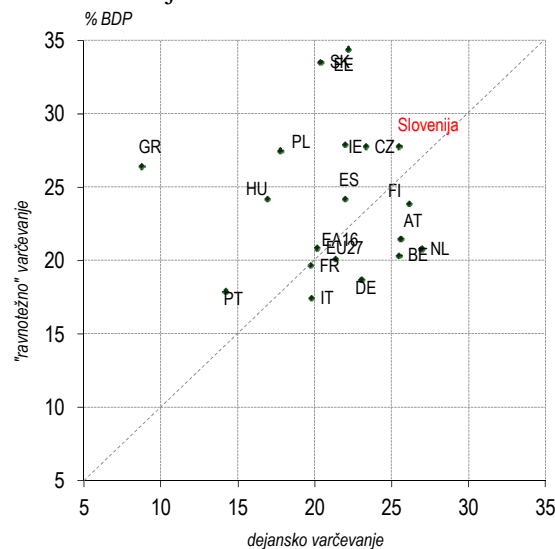
Čeprav je varčevanje odvisno od več makroekonomskih dejavnikov, ki so obravnavani v naslednjem poglavju, je mogoče določiti preprost kazalnik ravnotežnega oziroma dolgoročnega varčevanja. Ravnotežno varčevanje je delež varčevanja v BDP izbrane države, ki predstavlja tisto raven varčevanja, ki ohranja raven domačega kapitala glede na BDP brez uvoza tujega varčevanja<sup>9</sup>. Ob rasti bruto domačega proizvoda ( $g$ ) in ravni bruto domačega proizvoda  $Y$ , obsegu kapitala  $K$  ter stopnji amortizacije  $d$ , je ravnotežna raven bruto nacionalnega varčevanja ( $S$ ) enaka:

$$S/Y = (K / Y) * (g + d)$$

<sup>9</sup> Več o tem v Weale, M. (2005): Are we saving enough? NIESR Review No. 191, januar.

Ravnotežna raven varčevanja upošteva zatečeno raven kapitala, predstavlja pa tisti obseg varčevanja, ki je potreben, da kapital raste enako hitro kot bruto domači proizvod, s čemer se ohranja nespremenjeno razmerje  $K/Y$ . Pri takšni ravnotežni ravni varčevanja ni potrebe po uvozu tujega varčevanja, zato je saldo tekočega računa izravnano. Na ta način določena ravnotežna raven varčevanja zanemarljivo pomembne strukturne dejavnike in šoke, zaradi katerih se lahko varčevanje spreminja. V Sliki 16 so prikazane dejanske stopnje varčevanja v primerjavi z oceno ravnotežne stopnje varčevanja. Za določitev ravnotežne ravni varčevanja, prikazane v tej sliki, so bile za vse države izbrane enake vrednosti amortizacijske stopnje ( $d=5$ ) ter deleža kapitala v BDP ( $K/Y=3$ ), upoštevana pa je bila dejanska rast BDP v povprečju obdobja 2002-2008. Zaradi enotnih vrednosti amortizacijske stopnje in še bolj zaradi enakih vrednosti deleža kapitala v BDP v državah s precejšnjimi razlikami v strukturi gospodarstva je potrebno takšen izračun "ravnotežnega" varčevanja obravnavati z veliko mero previdnosti.

Slika 16: Dejanska raven varčevanja ter "ravnotežna" raven varčevanja v izbranih državah EU



Vir: Eurostat. Preračuni Banka Slovenije.

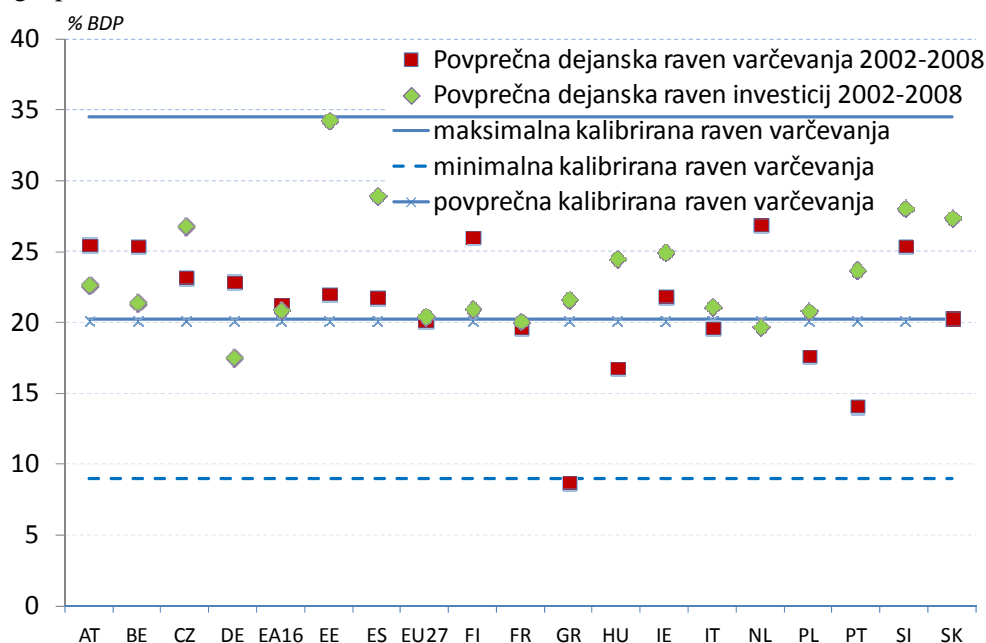
Iz slike izhaja, da je bila v opazovanem obdobju Slovenija med državami, kjer je bilo dejansko varčevanje manjše od vrednosti kazalnika ravnotežnega varčevanja – te države se nahajajo nad premico  $45^\circ$ . Odstopanje od "ravnotežne" ravni varčevanja je v Sloveniji znašalo približno tri odstotne točke BDP. Med državami, kjer je bil dejanski delež varčevanja manjši od ravnotežne ravni varčevanja, so poleg Grčije občutneje odstopale še Slovaška, Estonija, Irska, Poljska in Madžarska.

Ker so vrednosti kazalnika ravnotežnega varčevanja v veliki meri odvisne od izbranih vrednosti amortizacijske stopnje in deleža kapitala, so bile dodatno izračunane še alternativne vrednosti ravnotežnega varčevanja. V Sliki 17 je poleg dejanskih povprečnih deležev varčevanja in investicij v obdobju 2002-2008 prikazan še razpon alternativnih (oziroma razmik med njihovimi minimalnimi in maksimalnimi) vrednosti ravnotežnih ravni varčevanja, izračunan na podlagi različnih kalibriranih vrednosti predpostavk o deležu kapitala v BDP, o gospodarski rasti ter o amortizacijskih stopnjah<sup>10</sup>. Rezultati kalibracije omogočajo tudi vpogled v zahteve po varčevanju v prihodnje ob širokem razponu makroekonomskih scenarijev. Minimalna kalibrirana vrednost ravnotežnega varčevanja tako odraža zahtevano raven varčevanja pri nizki opremljenosti s kapitalom, nizki stopnji amortizacije ter nizki gospodarski rasti, maksimalno varčevanje pa zahtevano varčevanje v državi, za katero bi bila značilna visoka opremljenost s kapitalom, visoka stopnja amortizacije ter hitra gospodarska rast. Razmik med najmanjšo in največjo vrednostjo ravnotežnega varčevanja, določenega na podlagi različnih predpostavk, je dejansko velik, saj znaša nekaj več kot 25 odstotnih točk BDP.

<sup>10</sup> Za določitev alternativnih kalibriranih vrednosti ravnotežnega varčevanja so bile uporabljene naslednje vrednosti predpostavk:  $K/Y=2, 2,5$  in  $3$ ;  $d=3, 5$  in  $7$ ;  $g=1,5, 3$  in  $4,5$ .

Iz izračunov na podlagi alternativnih vrednosti predpostavk izhaja, da bi dejansko varčevanje na povprečni ravni iz obdobja 2002-2008 v vseh prikazanih državah ustrezalo razmiku ravni kalibriranega ravnotežnega varčevanja. Kljub temu obstajajo med državami precejšnje razlike. Prav na spodnjem robu kalibrirane ravnotežne ravni varčevanja se nahaja dejansko varčevanje v Grčiji. V pasu med povprečno in minimalno ravnijo ravnotežnega varčevanja je varčevanje na Madžarskem, na Poljskem in na Portugalskem. Na ravni povprečnega kalibriranega varčevanja se nahaja varčevanja v EU27, v Franciji, Italiji in na Slovaškem. Dejansko varčevanje v Sloveniji iz obdobja 2002-2008 se podobno kot v večini opazovanih držav nahaja v pasu med povprečno in maksimalno ravnijo kalibriranega ravnotežnega varčevanja. Pri tem se varčevanje v nobeni od prikazanih držav ne približa zgornjemu robu ravnotežnega varčevanja, tega se dotakne le povprečna dejanska raven investicij v Estoniji v obdobju 2002-2008.

Slika 17: Dejanske ravni varčevanja in investicij ter razmik ravni kalibriranega ravnotežnega varčevanja ob različnih predpostavkah glede ravni kapitala, amortizacijske stopnje in gospodarske rasti



Vir: Eurostat. Preračuni Banka Slovenije.

### 3. 3. Ekonometrična analiza dolgoročnega varčevanja

"Ravnotežno" raven varčevanja oziroma odstopanje dejanskega varčevanja od te ravni je mogoče analizirati tudi na podlagi spremenljivk, ki naj bi določale raven varčevanja v narodnem gospodarstvu na daljši rok<sup>11</sup>. V ta namen je bila za 17 držav, od katerih jih je večina članic evrskega območja, izvedena kointegracijska panelna analiza (podobno tudi IMF, 2005 ter de Serres in Pelgrin, 2002). Panelna analiza je bila izvedena za štiri različne specifikacije enačb: (1) osnovna specifikacija vsebuje poleg konstante kot pojasnjevalne spremenljivke še stopnjo razvitosti, staranje prebivalstva in zadolženost do tujine, (2) specifikacija, ki poleg spremenljivk iz osnovne enačbe vsebuje še investicije, (3) specifikacija, ki poleg spremenljivk iz osnovne enačbe vsebuje še saldo javnih financ ter (4) specifikacija, ki poleg spremenljivk iz osnovne enačbe vsebuje tako investicije kot saldo javnih financ. Vse štiri specifikacije so bile ocenjene posebej za celotno gospodarstvo, za zasebni sektor in za

<sup>11</sup> Vir vseh uporabljenih podatkov je Eurostat. *Varčevanje, investicije in saldo javnih financ* izhajajo iz sektorskih nefinančnih računov in sta merjena v deležu BDP, *gospodarska razvitost* je merjena z BDP na prebivalca, izraženo v PPS, *staranje gospodarstva* je merjeno s povprečno pričakovano spremembo deleža starejšega prebivalstva, kot izhaja iz dolgoročnih demografskih projekcij Evropske Komisije, *zadolženost do tujine* pa izhaja iz podatkov o neto mednarodni poziciji posamezne države in je izražena v deležu BDP.



sektor gospodinjstev. Ocenjevanje je – glede na razpoložljivost podatkov po posameznih državah – obsegalo obdobje 1995-2010.

V tabeli so prikazani le rezultati specifikacij, kjer so bile vrednosti koeficientov posameznih spremenljivk panelne analize varčevanja statistično značilne ter skladne s teoretičnimi pričakovanji. Rezultati kažejo, da je raven varčevanja v vseh specifikacijah pozitivno in statistično značilno povezana z ravniyo gospodarske razvitosti, s pričakovanim staranjem prebivalstva ter z ravniyo neto terjatev narodnega gospodarstva do tujine. Kot dopolnilna pojasnjevalna spremenljivka je bila v specifikaciji (2) dodana stopnja investiranja. Visoka investicijska aktivnost namreč lahko spodbudi ukrepe za povečevanje varčevanja ali porast realnih obrestnih mer, hkrati pa lahko varčevanje upade v gospodarstvih, kjer ni potrebe (možnosti?) po visoki investicijski aktivnosti zaradi npr. že dosežene visoke opremljenosti s kapitalom ali rasti, ki temelji bolj na tehnološkem napredku. Ocene kažejo, da je varčevanje le na ravni celotnega gospodarstva pozitivno in statistično značilno povezano z agregatnimi investicijami. Na drugi strani je le varčevanje gospodinjstev v specifikaciji (4) negativno ter statistično značilno povezano s saldrom javnih financ. To odraža nagnjenost gospodinjstev k povečevanju varčevanja v primeru nezadostnega varčevanja v sektorju država v smislu rikardijanskega obnašanja potrošnikov. Ti v svoje odločitve o varčevanju vključijo pričakovanja glede prihodnjega obdavčevanja na podlagi trenutnega obnašanja države.

Tabela 1: Rezultati panelne analize varčevanja

	varčevanje			
	celotno gospodarstvo		zasebni sektor	gospodinjstva
	(1)	(2)	(3)	(4)
konstanta	15.5***	3.0	14.70***	2.00
gospodarska razvitost	0.0001***	0.0003***	0.0001***	0.0002***
staranje prebivalstva	0.2*	0.2*	0.25***	0.1*
zadolženost do tujine	0.05***	0.06***	0.05***	0.04***
investicije		0.4***		
saldo javnih financ				-0.2***
R2	0.20	0.33	0.34	0.33

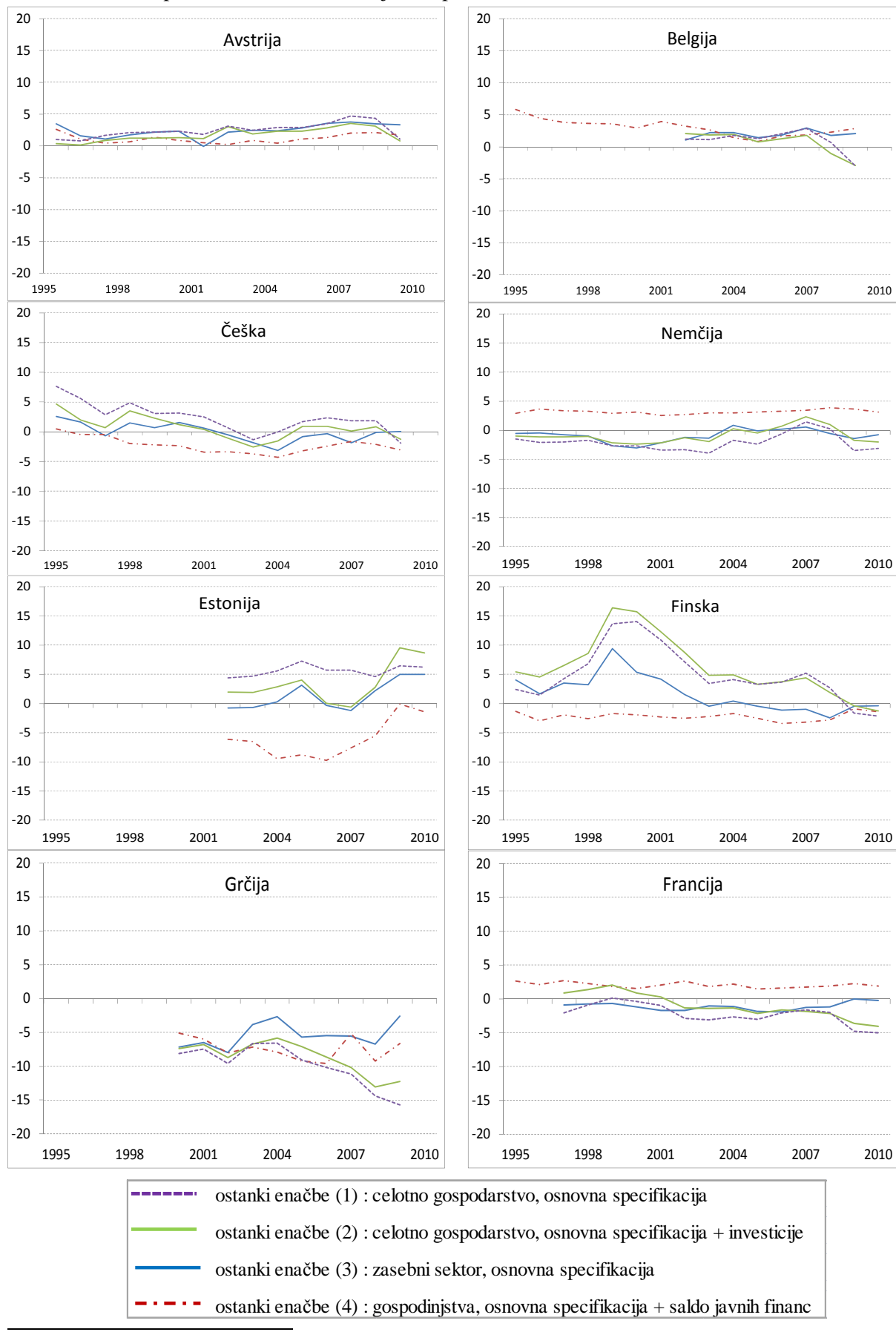
Vir: Banka Slovenije.

Opomba: \*\*\* označuje statistično značilnost koeficienta pri stopnji zaupanja p=1%, \*\* značilnost koeficienta pri p=5%, \* pa značilnost koeficienta pri p=10%.

Odmike dejanske ravni varčevanja od ocenjenih dolgoročnih vrednosti varčevanja je moč prikazati s pomočjo ostankov (rezidualov) zgoraj ocenjenih enačb za vsako posamezno državo. Ostanke v Sliki 18 predstavljajo odstopanja dejanske vrednosti varčevanja od ocenjene dolgoročne vrednosti varčevanja v odstotkih BDP. Pozitivni ostanki kažejo na "presežno" narodnogospodarsko varčevanje v posamezni državi na podlagi panelne regresijske analize. Negativne vrednosti ostankov nasprotno odražajo "primanjkljaj" varčevanja glede na ocenjeno dolgoročno raven varčevanja.

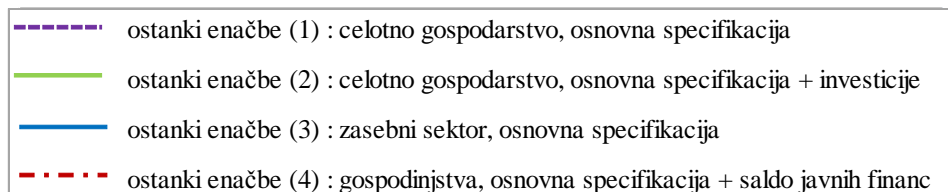
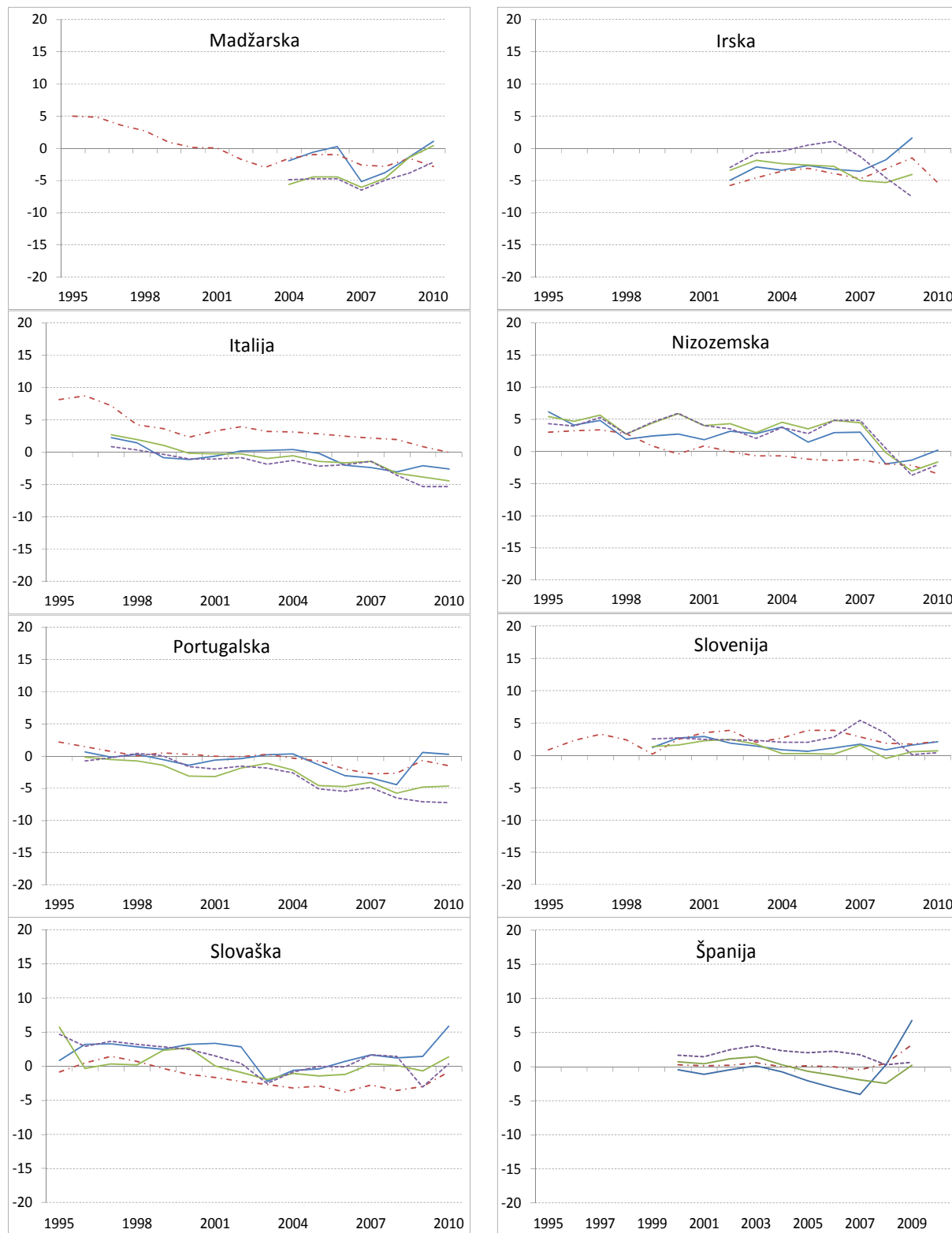
Predznaki ostankov kažejo na dokaj podobno obnašanje dejanskega varčevanja glede na dolgoročno raven varčevanja kot rezultati analize ravnotežnega varčevanja na podlagi obsega kapitala. Tudi razmiki vrednosti ostankov v posameznih državah odražajo visoko raven negotovosti glede vrednosti dolgoročnega varčevanja. Med države, kjer je bilo dejansko varčevanje v opazovanem obdobju izrazito in konsistentno nižje od ocenjene ravni dolgoročnega varčevanja, so poleg Grčije izstopale še Madžarska, Irška, Portugalska ter v drugi polovici opazovanega obdobja tudi Italija. V večini navedenih držav ter dodatno še v Španiji se je v obdobju krize varčevanje izrazito hitro prilagajalo ocenjeni dolgoročni ravni varčevanja. Raven varčevanja je v Španiji ob koncu opazovanega obdobja celo preseгла ocenjeno dolgoročno raven varčevanja.

Slika 18: Ostanke panelne analize varčevanja<sup>12</sup> za posamezne države



<sup>12</sup> Prikazani so le rezultati panelne analize varčevanja celotnega gospodarstva za specifikacije enačb iz Tabele 1.

Slika 18: Ostanke panelne analize varčevanja za posamezne države (nadaljevanje)



Vir: Banka Slovenije.

V Sloveniji je bilo v celotnem opazovanem obdobju tudi na podlagi tega kazalnika dejansko varčevanje večje od ocenjene dolgoročne ravni varčevanja. To velja tako za celotno gospodarstvo kot tudi za zasebni sektor oziroma za gospodinjstva. Poleg v Sloveniji je bilo narodnogospodarsko varčevanje glede na ocenjeni kazalnik dolgoročnega varčevanja v večini opazovanega obdobja presežno tudi v Avstriji, Belgiji, Estoniji, na Finskem ter na Nizozemskem. Relativno izravnano glede na ta kazalnik dolgoročnega varčevanja je bilo v opazovanem obdobju varčevanje v Nemčiji. Za Nemčijo je značilno "presežno" varčevanje gospodinjstev ob relativno izravnanim varčevanju celotnega zasebnega sektorja glede na ocenjeno raven dolgoročnega varčevanja, kar kaže na primanjkljaj varčevanja sektorja podjetij. Na podlagi tega je moč sklepati tudi, da je k relativno uravnoteženemu varčevanju celotnega gospodarstva v Nemčiji pomemben delež prispeval sektor država.

#### 4. Sklepne ugotovitve

Poglobljanje investicijsko-varčevalne vrzeli lahko na eni strani kaže realno konvergenco ob potrebi po visoki dinamiki investiranja in s tem uvozom tujega varčevanja, lahko pa odraža tudi težave s konkurenčnostjo ali prekomerno trošenje. Smer spreminjanja varčevanja in investicij je bila na agregatni in na sektorski ravni v zadnjem desetletju in pol v Sloveniji podobna kot v evrskem območju. Kljub podobni smeri je bila v Sloveniji velikost nihajev v obdobju pred krizo in posledično po izbruhu krize precej večja kot v povprečju evrskega območja, saj je dosegala vrednosti, ki so bile podobne nihajem v državah z največjimi nakopičenimi makroekonomskimi neravnotežji in posledično največjimi prilagoditvami po nastanku krize. Pred krizo je bilo v Sloveniji opazno predvsem močno povečevanje investicij zasebnega sektorja, večinoma pri nefinančnih družbah, v obdobju krize pa se je zaradi proti-cikličnega delovanja in delovanja avtomatskih stabilizatorjev močno zmanjšalo varčevanje sektorja država. Raven investicij in varčevanja ostajata v Sloveniji višja kot v povprečju evrskega območja.

Analiza kaže, da je izjemno težko določiti enotne dejavnike varčevanja in s tem tudi investicij v posameznih državah evrskega območja oziroma EU. Hkrati so mnoge statistične povezave nasprotno od teoretičnih pričakovanj oziroma so statistično neznačilne. To lahko odraža specifične procese, ki so se v posameznih državah odvijali v obdobju pred izbruhom krize, in dejavnike, ki so vodili v nastajanje makroekonomskih neravnovesij. Kljub temu lahko ugotovimo, da so bila gibanja varčevanja in investicij večinoma istosmerna, hkrati pa so bili odzivi posameznih sektorjev v obdobju prilagajanja po nastanku krize dokaj homogeni.

Ocene ravnotežne ravni varčevanja kažejo na precejšnje razlike med državami evrskega območja oziroma EU. Te ocene je potrebno upoštevati s precejšnjo mero previdnosti, saj so odvisne od velikega števila predpostavk. Kljub temu odstopanja dejanskega varčevanja od ocenjene ravnotežne ravni varčevanja kažejo na pretežno pričakovane "presežke" varčevanja oziroma "izravnano" varčevanje v državah, ki trenutno niso neposredno izpostavljene finančni krizi oziroma nezaupanju finančnih trgov, ter na "primanjkljaje" varčevanja v večini perifernih držav evrskega območja. Enostavna ekonometrična ocena kaže, da je bilo v Sloveniji varčevanje v opazovanem obdobju višje od ocenjene dolgoročne ravni varčevanja. Ker je bilo varčevanje kljub temu manjše od investicij in ker tvori varčevanje podlago za investicije, je lahko takšen rezultat tudi podlaga za razmislek o vrsti ter (ne)učinkovitosti še vedno visoke ravni investicij v Sloveniji. Takšen razmislek je še posebej smiseln ob težavah s financiranjem rezidentov doma in v tujini.

V prihodnjih letih bodo na gibanje investicij v Sloveniji verjetno vplivali tudi ciklični dejavniki. Na nižje investicije lahko vpliva zmanjševanje prostih proizvodnih kapacitet, ki je v zadnjem obdobju očitno v predelovalnih dejavnostih, na večje investicije pa pričakovano postopno višanje dobičkov ter izboljševanje konkurenčnosti podjetij. Tako naj bi se v prihodnje – ob predpostavki, da bo raslo tuje povpraševanje, povečevale predvsem investicije zasebnega sektorja, saj bo investicije države zavirala nujna fiskalna konsolidacija. Na drugi strani bo investicije zasebnega sektorja, kjer še ni prišlo do

zadostne prilagoditve podjetniških bilanc, v prihodnje omejevala relativno visoka zadolženost in s tem povezana plačila obresti ter otežen dostop do virov financiranja, tako doma kot v tujini.

Na agregatno varčevanje v Sloveniji bo v prihodnosti vplivala predvsem nujna fiskalna konsolidacija, zato se bo povečevalo predvsem varčevanje države. Kratkoročno in srednjeročno bi lahko varčevanje zasebnega sektorja spodbujala predvsem višanje realnih obrestnih mer ter negotove razmere na trgu dela. Dolgoročno bi se lahko varčevanje povečevalo tudi zaradi staranja prebivalstva ter pričakovane reforme pokojninskega sistema in ostalih strukturnih reform, ki jih bo morala za zagotovitev dolgoročne vzdržnosti javnih financ in za izboljšanje konkurenčnosti izvesti Slovenija.

Strukturne reforme vplivajo na oblikovanje varčevalno-investicijske vrzeli narodnega gospodarstva tako prek investicij kot prek varčevanja. Zaradi strukturnih reform lahko pride do sprememb v varčevanju, ko skušajo gospodinjstva izravnati trošenje v času svojega življenjskega cikla. Strukturne reforme lahko vplivajo tudi na negotovosti glede dohodka (npr. prek spremenjene zakonodaje, ki določa varnost zaposlitve), na realne obrestne mere (npr. reforma finančnega sistema) ali pa določajo produktivnost (npr. reforme na trgu proizvodov) oziroma tok dohodka v času (npr. pokojninska reforma). Ker investitorji tehtajo med donosom investicijskih projektov in njihovimi stroški, lahko strukturne reforme vplivajo na investicije prek spremenjenih stroškov financiranja (npr. reforme finančnega sistema ali davčne reforme), prihodkov (npr. z vplivom na produktivnost s spodbujanjem inovacij) in prek zmanjševanja negotovosti poslovanja podjetij (npr. krepitev zakonodaje, ki ureja nadzorne funkcije v podjetjih, ali zagotavljanje večje učinkovitosti pravosodnega sistema).