

BANKA SLOVENIJE

ANALITSKO RAZISKOVALNI
CENTER

Ocena ravnotežnega realnega tečaja tolarja

mag. Andreja Strojan Kastelec

Pri vodenju tečajne politike se pogosto pojavi vprašanje, kakšna je ustrezna vrednost domače valute, da bi zagotovili nizko stopnjo inflacije in da bi hkrati ne bila ogrožena gospodarska rast. Centralna banka, ki je običajno zadolžena za stabilnost cen, lahko s premočno vrednostjo domače valute ogrozi gospodarsko aktivnost, s prešibko vrednostjo pa sproži inflacijske pritiske in pregrevanje gospodarstva.

Zato nas zanima, kakšna je ravnotežna realna vrednost tolarja. Za oceno smo uporabili koncept FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate), ki temelji na doseganju notranjega in zunanjega ravnovesja in omogoča analizo (ne)vzdržnosti realnega tečaja nacionalne valute, pri čemer je to možno ugotoviti le v primeru večjih makroekonomskih neravnovesij.

S prikazano analizo za obdobje 1993-2000 nismo ugotovili večjih odstopanj dejanskega realnega tečaja tolarja od ravnotežnega, ki zagotavlja ohranjanje makroekonomskih ravnovesij na srednji rok. Realni tečaj tolarja je bil v letu 2000 v skladu s primanjkljajem tekočega računa plačilne bilance na ravni okrog 3% BDP. Ohranjanje makroekonomsko vzdržnega ravnotežnega stanja v plačilni bilanci na tej ravni zahteva nespremenjen realni tečaj tolarja, ob predpostavki okrog 4% trendne gospodarske rasti v naslednjih petih letih.

Datum: 10. oktober 2001

Avtoriziral: dr. Uroš Čufer

UVOD

Pri vodenju tečajne politike se pogosto pojavi vprašanje, kakšna je ustrezna vrednost domače valute, da bi zagotovili nizko stopnjo inflacije in da bi hkrati ne bila ogrožena gospodarska rast. Centralna banka, ki je običajno zadolžena za stabilnost cen, lahko s premočno vrednostjo domače valute ogrozi gospodarsko aktivnost, s prešibko vrednostjo pa sproži inflacijske pritiske in pregrevanje gospodarstva.

Devizni tečaj, kot ena izmed pomembnih cen v gospodarstvu, namreč vpliva na izbiro med domačim in uvoženim blagom ter storitvami in s tem na oblikovanje gospodarskih (ne)ravnovesij. V primeru neustrezne višine deviznega tečaja bi nastala gospodarska neravnotežja sčasoma privedla do uskladitev, ki bi lahko pomenile velike gospodarske pretrese.

Devizni tečaj in konkurenčnost države sta pomembna tudi zaradi vključevanja Slovenije v EU. Država mora biti namreč ob vstopu v evropsko monetarno unijo¹ sposobna uravnati konkurenčnost ter zagotavljati makroekonomska ravnovesja z drugimi politikami kot je tečajna.

Zato nas zanima, kakšna je ravnotežna realna vrednost tolarja. Za tovrstno oceno se uporabljajo različni pristopi, v tej analizi pa bomo uporabili koncept FEER (*Fundamental Equilibrium Exchange Rate*). To metodologijo med drugim uporablja tudi Mednarodni denarni sklad. Temelji na doseganju notranjega in zunanjega ravnovesja in omogoča analizo (ne)vzdržnosti realnega tečaja, pri čemer je to možno ugotoviti le v primeru večjih odstopanj od gospodarskih osnov oz. večjih makroekonomskih neravnovesij.

1. Elementi analize ravnotežnega realnega deviznega tečaja

Pristopov k analizi ravnotežnega realnega deviznega tečaja je več, vsak med njimi pa ima določene prednosti in slabosti.

Pogosto se uporablja koncept PPP (*Purchasing Power Parity*), ki predpostavlja, da je ravnotežni realni devizni tečaj v času konstanten. Spremembe v nominalnem deviznem tečaju tako le sledijo spremembam v relativnih cenah in zagotavljajo nespremenjeno raven realnega deviznega tečaja. Izkazalo se je, da ta pristop ni ustrezen, saj lahko stroški prilagajanja, cenovne rigidnosti, strukturne in tehnološke spremembe ter drugi dejavniki vplivajo na spremembe v kratkoročni in srednjeročni vrednosti ravnotežnega realnega tečaja.

BEER (*Behavioral Equilibrium Exchange Rate*) pristop uporablja ekonometrične metode za ugotavljanje obnašalnih povezav med realnim deviznim tečajem in ekonomskimi spremenljivkami, za katere menimo, da ga določajo. Te spremenljivke se lahko nanašajo na tekoči ali kapitalski račun plačilne bilance, npr. neto tuja aktiva, pogoji menjave, relativne cene menjalnega glede na nemenjalni sektor. Na ta način poskušamo ugotoviti v kolikšni meri je realni efektivni devizni tečaj skladen z ekonomskimi osnovami.

FEER pristop se orientira na dejavnike, ki so za devizni tečaj pomembni na srednji rok, ne pa na tiste, ki lahko na devizni tečaj vplivajo tudi na krajši rok. FEER metodologija nam pomaga pri oceni, ali je trenutna vrednost neke valute precenjena ali podcenjena. Značilno za FEER pristop je, da ne vključuje teorije oblikovanja deviznega tečaja, vsebuje pa implicitno predpostavko, da bo dejanski realni devizni tečaj s časom konvergiriral k FEER, sama narava prilagoditve pa ni opredeljena (Clark, MacDonald, 1998, str. 7).

Izračunani FEER je treba razumeti kot trendno gibanje realnega deviznega tečaja in ne kot konstantno vrednost zaradi naslednjih razlogov (Williamson, str. 181-182):

¹ Država lahko postane del evropskega monetarnega področja najhitreje dve leti po vstopu v EU. V tem času pa mora biti sposobna vzdrževati devizni tečaj na določeni ravni oz. se ta lahko giblje v razponu +/- 15% od centralne paritete (ERM2).

1. Kadar gospodarstva držav rastejo po različnih stopnjah, potem razlike v rasti produktivnosti običajno za ohranjanje ravnovesij zahtevajo apreciacijo valute hitreje rastočega gospodarstva.
2. Neto obveznosti države, ki izkazuje primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance do tujine, se povečujejo. Ohranjanje salda v tekočem računu na zabeleženih ravni, zahteva realno depreciacijo domače valute. S tem se izboljša trgovinska bilanca in tako nadomesti poslabšanje v saldu tekočega računa, ki izhaja iz plačevanja večjih obresti na povečan dolg.
3. Če je zmnožek dohodkovne elastičnosti uvoza in domače gospodarske rasti večji od zmnožka dohodkovne elastičnosti izvoza in tuje gospodarske rasti, potem bo prisotna tendenca k poslabševanju salda tekočega računa plačilne bilance. Takšen razvoj med drugim lahko nevtralizira stalna depreciacija domače valute.

Običajno ločimo dejavnike, ki so za oblikovanje deviznega tečaja pomembni na kratki in na dolgi rok. V tej analizi nas zanimajo predvsem dolgoročnejši dejavniki, manj pa dejavniki, ki na kratek rok vplivajo na oblikovanje deviznih tečajev (npr. obrestni diferencial).

Tabela 1: Izbrani kazalci za analizo realnega tečaja tolarja.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Saldo tekočega računa, mio USD	192	573	-99	31	11	-147	-783	-594
v % BDP	1,5	4,0	-0,5	0,2	0,1	-0,7	-3,9	-3,3
Saldo blagovne menjave, mio USD	-154	-336	-953	-825	-776	-789	-1.245	-1.081
v % BDP	-1,2	-2,3	-5,1	-4,4	-4,3	-4,0	-6,2	-5,9
Saldo storitvene menjave, mio USD	375	643	578	633	630	492	364	426
v % BDP	3,0	4,5	3,1	3,4	3,5	2,5	1,8	2,3
Bruto varčevanje, v % BDP			22,8	23,7	24,1	24,9	24,5	24,6
Bruto investicije, v % BDP			23,3	23,5	24,1	25,6	28,4	27,8
Pogoji menjave 1)	6,1	2,6	3,2	0,9	0,5	2,1	0,6	-4,1
Zunanji dolg, mio USD	1.780	1.998	2.572	3.506	3.979	4.531	5.218	5.683
v % BDP	14,1	13,8	13,7	18,6	21,9	23,1	26,0	31,2
Vladni saldo, v % BDP	0,9	0,0	0,0	0,3	-1,2	-0,8	-0,6	-1,4
Neto tuja aktiva, v % BDP	4,6	9,6	13,0	15,3	18,8	20,2	18,8	18,4

1) Po metodologiji BDP.

Dejavnike, ki vplivajo na ravnotežni tečaj lahko razvrstimo na tiste, ki vplivajo na ponudbeni strani (relativna celotna faktorska produktivnost – Balassa Samuelson učinek in relativna obilnost faktorjev) in na tiste, ki vplivajo na strani povpraševanja, kot so povečano povpraševanje po blagu nemenjalnega sektorja npr. zaradi povečanih vladnih izdatkov ali zaradi spremembe okusov posameznikov.

Med dolgoročnejšimi dejavniki ločimo:

1. *Fiskalna ekspanzija*: Pomeni dodatno povpraševanje, ki je pogosto tudi uvozno usmerjeno. Realna vrednost domače valute mora v tem primeru biti nižja, kot bi bila sicer, da se ohranijo makroekonomska ravnotežja.
2. *Pogoji menjave*: Izboljšanje pogojev menjave ima za posledico apreciacijo ravnotežnega tečaja domače valute.
3. *Balassa-Samuelson učinek*: Je pomemben element pri ocenjevanju vzdržnosti tekočega računa. Nanaša se na razlike v stopnji rasti produktivnosti v menjalnem in nemenjalnem delu gospodarstva. Če raste produktivnost v menjalnem sektorju hitreje kot v nemenjalnem (v primerjavi z ostalimi državami), potem ravnotežni realni efektivni tečaj aprecira, kar odraža večjo konkurenčnost države. Povečanje cen nemenjalnega sektorja relativno glede na cene menjalnega sektorja zahteva realno apreciacijo domače valute. Balassa-Samuelson učinek se običajno povezuje z dalj časa trajajočo apreciacijo valut hitreje rastočih držav glede na valute držav, ki beležijo počasnejšo gospodarsko rast (t.im. *catching up* proces). Za Slovenijo je bilo ocenjeno, da

je v obdobju 1993-1998 ta dejavnik letno prispeval k inflaciji povprečno 2,6 odstotni točki² (Rother, 2000, str. 31).

4. *Drugi dejavniki*, med katere se uvrščajo npr. stanje neto tuje aktive, strukturne reforme (npr. ureditev trga kapitala, ureditev trga dela, davčna zakonodaja).

2. Zapis modela za oceno ravnotežnega realnega tečaja tolarja

V empiričnem delu je potrebno najprej opredeliti, kaj razumemo z realnim tečajem tolarja. To definicijo bomo v nadaljevanju uporabili pri oceni ravnotežnega tečaja domače valute.

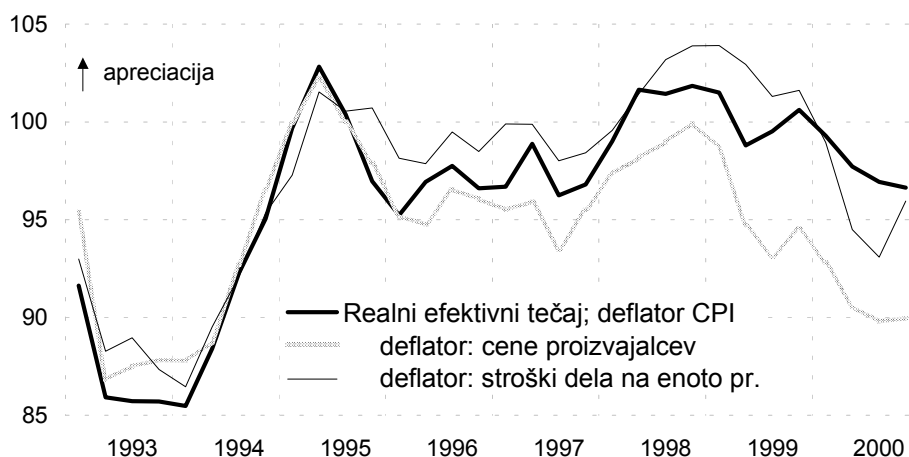
2.1. Opredelitev realnega tečaja tolarja

Med različnimi možnostmi smo se odločili, da realni tečaj tolarja (q) opredelimo kot nominalni efektivni tečaj (E), deljen z razmerjem cen življenjskih potrebščin doma (π) in v tujini (π^*), kjer smo gibanje tujih cen življenjskih potrebščin aproksimirali s tistimi za euro področje:

$$q = E / (\pi / \pi^*)$$

Tako opredeljen tečaj prikazujemo v sliki in ga primerjamo s kazalcema, kjer kot deflator uporabljamo cene proizvajalcev in stroške dela na enoto proizvoda.

Slika 1: Realni efektivni tečaj tolarja.



Navedene kazalce realnega deviznega tečaja uporabljamo, poleg drugih kazalcev, pri analizi konkurenčnosti gospodarstva. Analiza kazalcev mednarodne konkurenčnosti je tudi eden izmed pristopov k analizi primernosti ravni deviznega tečaja domače valute. Tovrstna analiza je potrebna, posebej za močno odprta gospodarstva, saj so pri bolj odprtih ekonomijah absolutni učinki sprememb v konkurenčnosti in njihov delež v BDP večji. V Sloveniji je znašal zunanjetrgovinski koeficient (izvoz in uvoz blaga in storitev v bruto domačem proizvodu) v letu 1993 okrog 116% BDP in je narasel na 121,7% v letu 2000.

Iz *slike 1* izhaja, da je tolar močnejše realno apreciral v letih 1994 in v prvi polovici leta 1995, večja depreciacija pa je bila izkazana v letih 1999 in 2000. Vendar ni nujno, da appreciacija vedno pomeni poslabšano konkurenčnost, posebej ne v gospodarstvih v tranziciji (prej omenjeni Balassa-Samuelson učinek).

² Isti vir ocenjuje, da je Balassa-Samuelson učinek na Češkem podoben kot v Sloveniji, zelo omejen v Estoniji in višji na Slovaškem. Inflacijski diferencial med Slovenijo in EU, ki izvira iz Balassa-Samuelson učinka pa Rother ocenjuje na 1,5 do 2 odstotni točki.

2.2. Model za oceno ravnotežnega realnega tečaja tolarja

FEER pomeni realni devizni tečaj, ki izenači saldo tekočega računa plačilne bilance pri polni zaposlenosti z vzdržnimi neto kapitalskimi tokovi. Ti so v analizi eksogeno dani, primerjamo pa jih z ocenjenim saldonom tekočega računa. Opredeliti je potrebno notranje in zunanje ravnotežje. Notranje ravnotežje je opredeljeno kot raven aktivnosti, ki je skladna s polno zaposlenostjo ter z nizko in vzdržno stopnjo inflacije. Zunanje ravnotežje opredeljuje vzdržan saldo tekočega računa plačilne bilance, ki je skladen z obstoječimi oz. želenimi neto tokovi virov med državami, ki so v notranjem ravnotežju.

Bistveni elementi pri FEER pristopu, ki ga bomo v nadaljevanju prikazali, so (Hoj, 1995, str. 8):

- ekonometrični model za trgovinski sektor, kjer je razvidna odvisnost proizvoda in plačilne bilance od povpraševanja in konkurenčnosti,
- opredelitev notranjega ravnovesja in
- opredelitev zunanjega ravnovesja.

Model, ki smo ga ocenili za Slovenijo, vsebuje šest obnašalnih enačb, od tega so štiri enačbe trgovinskih tokov, ki skupaj z identiteto določajo saldo tekočega računa plačilne bilance oz. zunanje ravnotežje ter enačbi cen in plač, ki opredeljujeta notranje ravnotežje. Model je zapisani v prilogi.

Model opredeljuje relacije med gospodarsko aktivnostjo, tekočim računom, povpraševanjem in konkurenčnostjo. Prvih pet enačb (1) – (5) določa zunanje ravnovesje, (6) in (7) pa notranje ravnovesje.

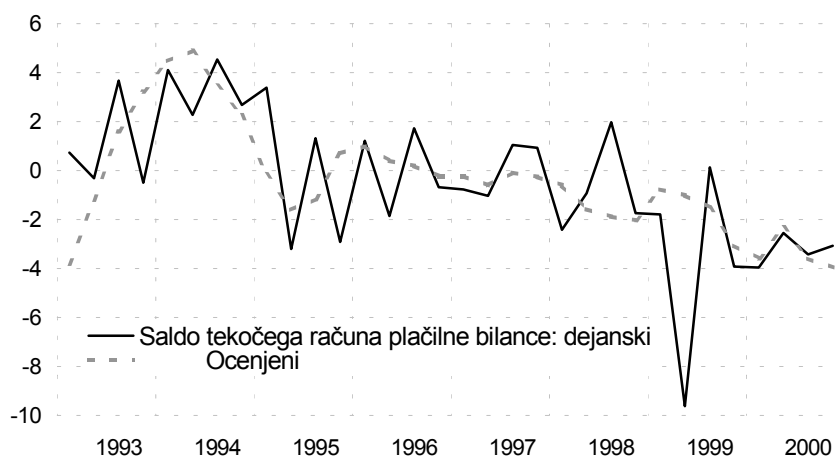
Enačbe trgovinskih tokov so standardne. Izvoz (blaga in storitev) je odvisen od tuje aktivnosti ter relativnih cen, ki jih zajemamo preko realnega deviznega tečaja. V izvozni enačbi je dohodkovna elastičnost izvoza blaga določena (kalibrirana) na 1. Uvoz blaga je v funkciji domače aktivnosti in relativnih cen. Pri uvozu storitev ni bilo mogoče dobiti zadovoljive odvisnosti le-tega od realnega tečaja (napačni predznak), zato te spremenljivke v enačbi ne upoštevamo. Saldo tekočega računa plačilne bilance je opredeljen kot razlika med izvozom ter uvozom blaga in storitev povečana za saldo dohodkov od kapitala ter saldo ostalih postavk tekočega računa plačilne bilance, kjer zajemamo dohodke od dela in tekoče transfere.

Gibanje domačih cen (inflacije) je v modelu pojasnjeno s spremembami uvoznih cen, ki jih zajemamo preko rasti nominalnega deviznega tečaja, povečanega za rast tujih cen (za kar uporabljamo indeks cen življenjskih potrebščin v euro področju) in z domačimi cenovnimi dejavniki, ki jih opredelimo preko stroškov dela na enoto proizvoda. Prvi dejavnik ima večji vpliv na spremembo v inflacijski stopnji (70%) kot drugi (30%).

Na rast plač vpliva rast produktivnosti dela in rast inflacije (indeksacija). Drugih dejavnikov, ki vplivajo na gibanje plač (različna usklajevanja npr. v zadnjem času v javnem sektorju) nismo upoštevali.

V naslednji sliki prikazujemo dejansko in z modelom ocenjeno gibanje salda tekočega računa plačilne bilance v % BDP.

Slika 2: Dejanski in ocenjeni (trendni) saldo tekočega računa plačilne bilance (v % BDP).



Prekinjena črta je ocena tekočega računa plačilne bilance (delež v BDP) pri predpostavki trendne rasti bruto domačega proizvoda, tujega povpraševanja in tujega proizvoda, ki smo jih opredelili kot povprečno zabeleženo rast navedenih spremenljivk v obdobju 1993-2000³. Iz slike je razvidno, da je bil "trendni" saldo tekočega računa plačilne bilance v letu 1994 pozitiven, od leta 1995 do vključno leta 1997 se je gibal okrog ravnotežja, zatem pa je bil v primanjkljaju. Na trendni saldo tekočega računa plačilne bilance vplivajo realne spremembe v menjavi (blaga in storitev) in spremembe v cenah po katerih menjava poteka (t.j. spremembe v pogojih menjave). Kakšen je ta vpliv pa je za primer blagovne menjave razvidno iz *slike 1 v prilogi 2*.

Iz *slike 2* je razvidno tudi, da se je primanjkljaj na tekočem računu plačilne v letu 2000 dejansko izboljšal, medtem ko je bil trendni primanjkljaj leta 2000 večji kot v predhodnem letu. Primanjkljaj tekočega računa, tako trendni kot dejanski sta se po naših ocenah v letu 2000 gibala na ravni okrog 3% BDP.

Dejanski in trendni saldo tekočega računa plačilne bilance, ki sta prikazana v *sliki 2*, se razlikujeta zaradi:

1. domači proizvod je različen od trendnega
2. uvoz partneric oz. njihov BDP sta drugačna od trendnega
3. nepojasnjena odstopanja (reziduali) v modelu trgovinske menjave.

V naslednji točki nas zanima, kako se mora gibati realni devizni tečaj, da bi bil celotno obdobje saldo tekočega računa plačilne bilance na vzdržnem nivoju, ki je lahko tudi različno opredeljen za posamezna obdobja. Prva stvar je opredeliti višino primanjkljaja, ki je vzdržen, druga pa izračunati ravnotežni realni tečaj pri tej vrednosti.

2.3. Opredelitev vzdržnega primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance

Vzdržnost salda tekočega računa plačilne bilance (ohranjanje zunanjšega ravnovesja) zahteva vzdrževanje realnega tečaja na takšni ravni, ki ne ogroža konkurenčnosti. To pa ne pomeni, da mora ostajati realni tečaj neke valute nespremenjen. Zlasti to ne velja za tranzicijske države, ki gredo skozi spremembe v gospodarski strukturi, privatizacijo, itd. Tako tudi realna apreciacija domače valute lahko zagotavlja ohranjanje makroekonomskih ravnotežij.

Zunanje ravnovesje je opredeljeno kot vzdržen saldo tekočega računa, ki pomeni razliko med ravnotežnim obsegom narodnogospodarskega varčevanja in investiranja. Kaj je vzdržen saldo, pa je v FEER metodologiji potrebno določiti. Ena izmed možnosti je, da opredelimo vzdržen saldo tekočega računa plačilne bilance kot izravnani saldo, se pravi brez primanjkljaja ali presežka. Vendar pa to ni nujno najbolj optimalna odločitev. Država ima namreč lahko koristi, če izvažata ali uvažata kapital tudi več let zaporedoma. Ni problematično, da država več let zaporedoma izkazuje v tekočih transakcijah primanjkljaj, zagotoviti pa je potrebno, da je ta vzdržen na srednji rok, da se ohrani zaupanje⁴.

V tej zvezi je pomembna opredelitev t. im. strukturnih pritokov, ki jih je potrebno ločiti od spekulativnih. Teoretično obstajajo kriteriji za ločevanje, vendar pa je v praksi to ločitev težko izvesti⁵. Med strukturne pritoke naj bi sodili viri iz neposrednih tujih naložb, ki naj bi bili najbolj stabilni viri financiranja primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance. Plačilna bilanca bo namreč vzdržna, ko bodo strukturni tokovi enaki trendnemu saldu tekočega računa plačilne bilance. V Sloveniji je bilo v preteklih letih relativno malo pritokov iz naslova neposrednih naložb (okrog 1% bruto domačega proizvoda letno), čeprav so sicer znašali kapitalski pritoki v povprečju okrog 4 % BDP (lani 5,9% BDP). V letošnjem letu

³ V navedenem obdobju je slovenski bruto domači proizvod povprečno letno rasel po 4,2%, tuje uvozno povpraševanje je povprečno raslo po 6,1% letni stopnji, tuj bruto domači proizvod pa po 2,3% (glej *tabelo 1* v prilogi).

⁴ Pomemben je nivo zadolženosti gospodarstva, ki ga lahko merimo z deležem zunanjšega dolga v BDP. Zadolženost je v Sloveniji naraščala, ker pa je posebej v zadnjih letih dolg rasel hitreje od deviznih rezerv so naraščala tudi plačila obresti v tujino iz tega naslova.

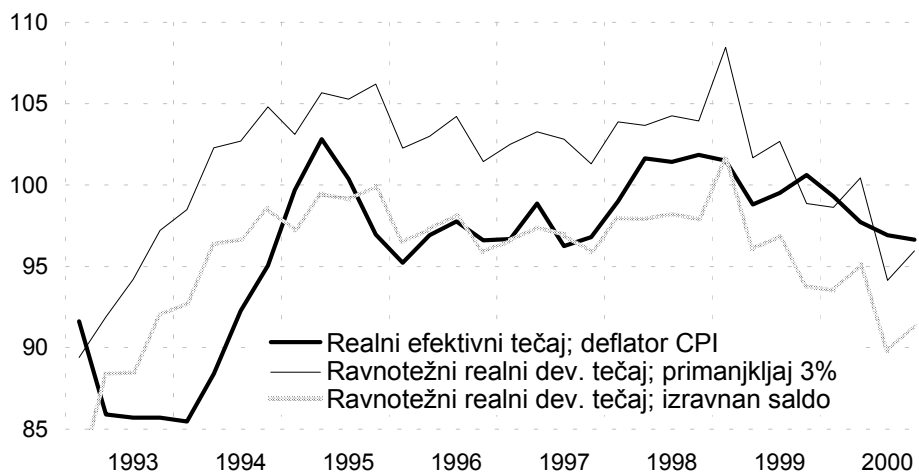
⁵ Tako opredeljujemo strukturne (nešpekulativne) tokove kot tiste, ki so odraz dolgoročnih razlik v profitabilnosti in ki odražajo preference o portfeljskih strategijah, ki so dolgoročnega značaja. Na te tokove ne vplivajo razlike v obrestnih merah oz. kratkoročna pričakovanja.

so se kapitalski pritoki še povečali in v prvih sedmih mesecih leta znašali 7,9 % BDP. Glede na načrtovane projekte privatizacije je pričakovati, da bodo v prihodnjih nekaj letih ti pritoki ostali na višji ravni od zabeleženih v preteklosti.

Pri opredelitvi vzdržnosti si lahko pomagamo tudi z različnimi kazalci. Tako mora npr. ostajati delež zunanega dolga v BDP na sprejemljivi ravni. Slovenija je lani prešla v skupino srednje zadolženih držav, t.j. tistih pri katerih delež dolga v BDP presega 30%.

Natančni opredelitvi vzdržnega primanjkljaja se lahko izognemo tako, da izračunamo ravnotežni realni tečaj domače valute za različne vrednosti primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance⁶. Mi bomo izračune naredili za izravnani saldo tekočega računa plačilne bilance in za primanjkljaj 3% BDP. S tem dobimo pas, ki ga na zgornji ravni opredeljuje ravnotežni realni tečaj tolarja, skladen s primanjkljajem na tekočem računu v višini 3% BDP, na spodnjem delu pa tečaj, ki je skladen z izravnanim saldov na tekočem računu plačilne bilance (pomeni zahtevo po šibkejši vrednosti domače valute). Rezultat prikazujemo v spodnji sliki:

Slika 3: Ravnotežni realni tečaj tolarja v primeru 3% BDP primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance in ob izravnanim saldov v primerjavi z dejanskim gibanjem.



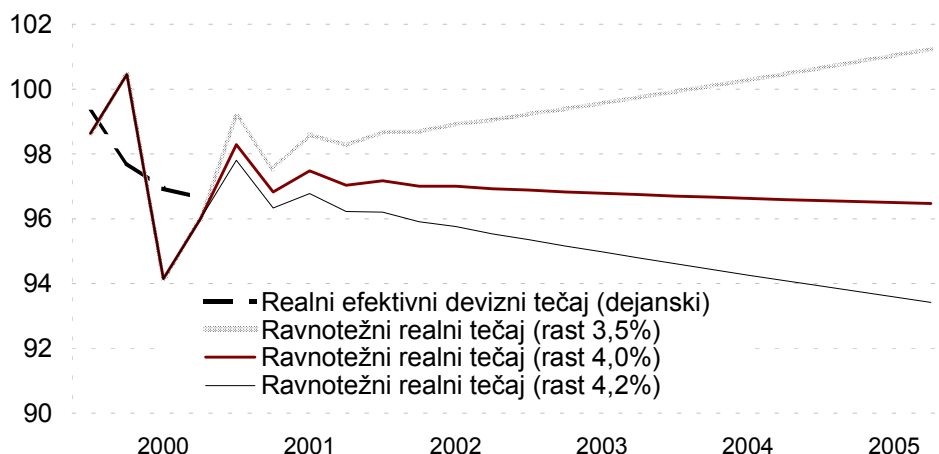
Iz slike 3 izhaja, da je bil dejanski realni tečaj tolarja večino obdobja znotraj pasu, ki ga označuje ravnotežni realni tečaj (vzdržni saldo tekočega računa plačilne bilance med 0 in -3% BDP). Izjema je začetno obdobje, ko je bil dejanski realni tečaj tolarja podcenjen. V letu 2000 je gibanje dejanskega realnega tečaja tolarja ustrezalo ravnotežnemu realnemu tečaju, ob predpostavki, da je na srednji rok vzdržni 3% delež primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance v BDP. Rezultati modela kažejo, da bi moral biti v tem letu realni tečaj tolarja za nekaj več kot 5% šibkejši, če je na srednji rok vzdržno le ohranjanje izravnane salda na tekočem računu plačilne bilance.

2.4. Ravnotežni realni devizni tečaj na srednji rok

Vprašanje, ki je še posebno zanimivo za načrtovanje ekonomske politike, je, kakšno bi bilo gibanje ravnotežnega realnega tečaja tolarja v naslednjih nekaj letih. To smo ugotavljali pri različnih predpostavkah o ravnotežni rasti bruto domačega proizvoda, predpostavili pa smo, da Slovenija lahko do leta 2005 ohranja primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance v višini 3% BDP. Za gospodarsko rast smo naredili tri različne scenarije: po prvem je vzdržna rast bruto domačega proizvoda ocenjena na 4,2% letno, kar je povprečna dosežena stopnja rasti v obdobju 1993-2000. V alternativnih scenarijih smo predpostavili, da je ravnotežna rast 3,5% oz. 4,0% letno.

⁶ Ni nujno, da so strukturni pritoki v vseh letih enaki. Različne analize (npr. Williamson) opredelijo posamezna obdobja, v katerih so strukturni pritoki za posamezno gospodarstvo določeni na drugačni višini kot v drugih obdobjih.

Slika 4: ravnotežni realni tečaj tolarja pri 3% primanjkljaju plačilne bilance v BDP in različnih stopnjah gospodarske rasti.



Iz slike 4 je razvidno, da bi gospodarska rast, enaka povprečni v preteklem obdobju (ob trendnih vrednostih ostalih spremenljivk na enakih ravneh), zahtevala realno deprecijacijo domače valute. Ravnotežni tečaj tolarja ostaja nespremenjen pri okrog 4% gospodarski rasti, če pa je v prihodnjih petih letih pričakovati umiritev trendne rasti gospodarske aktivnosti pod 4% pa je potrebna realna apreciacija domače valute⁷.

3. Ugotovitve

S prikazano analizo za obdobje 1993-2000 nismo ugotovili večjih odstopanj dejanskega realnega tečaja tolarja od ravnotežnega, ki zagotavlja ohranjanje makroekonomskih ravnovesij na srednji rok. Realni tečaj domače valute je bil v letu 2000 v skladu s primanjkljajem tekočega računa plačilne bilance na ravni okrog 3% BDP. Ohranjanje makroekonomsko vzdržnega ravnotežnega stanja v plačilni bilanci na tej ravni zahteva nespremenjen realni tečaj tolarja, ob predpostavki okrog 4% trendne gospodarske rasti v naslednjih petih letih.

Rezultati pa se spremenijo, če se spremenijo mednarodni dejavniki: rast tuje aktivnosti, spremembe v pogojih menjave, drugačni tokovi v kapitalskem računu plačilne bilance, obrestne mere. V tem primeru se lahko bistveno spremeni tudi vzdržna raven tečaja domače valute. Na razlike v vzdržnem tečaju vpliva tudi raven zunanje zadolženosti. Prav tako na izračunano vrednost ravnotežnega tečaja domače valute vpliva predpostavka o tem, kakšen je vzdržen saldo tekočega računa plačilne bilance na srednji rok.

⁷ V modelu bi morali posebej upoštevati tudi potrebo po dodatni deprecijaciji domače valute, ki izhaja iz povečanih izdatkov za obresti v primeru stalnega primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance. Vendar ta poenostavitev nima večjega vpliva na prikazane rezultate, med drugim tudi zato, ker so se ob povečevanju izdatkov od kapitala v preteklosti povečevali drugi elementi na tekočem računu plačilne bilance (saldo tekočih transferjev), ki so v pokrili večino primanjkljaja iz naslova dohodkov od kapitala. To lahko pričakujemo tudi v prihodnje. Zaradi poenostavitve pa smo pustili v naslednjih letih saldo dohodkov od kapitala in ostalih postavk (dohodki od dela in tekoči transferji) na ravni iz konca leta 2000.

LITERATURA:

1. Barrell Ray, Simon Wren-Lewis, 1989: *Fundamental Equilibrium Exchange Rates for the G7*, CEPR Discussion Paper No 323, London: Center for Economic Policy Research.
2. Clark Peter, Bartolini Leonardo, Bayoumi Tamim and Symansky Steven: *Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Framework for Analysis*, IMF, Occasional Paper 115, 1994, 26.str.
3. Clark Peter B., MacDonald Ronald: *Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs*, IMF Working Paper, 67/98
4. Corker Robert et al.: *Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies - Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession*, IMF Policy Discussion Paper 3, 2000.
5. Halpern Laszlo, Wyplosz Charles: *Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies*, IMF, Working Paper 125, 1996. 39 str.
6. Hoj Liselotte, 1995: *Fundamental Equilibrium Exchange Rate – A Case Study of the Finnish Markka*, Bank of Finland Discussion Papers, 2/95
7. Rother Philipp C.: *The impact of Productivity Differentials on Inflation and the Real Exchange Rate: An Estimation of the Balassa-Samuelson effect in Slovenia*, v Republic of Slovenia: Selected Issues, IMF Staff Country Report No. 00/56, 2000.
8. Saarenheimo Tuomas: *The Equilibrium Exchange Rate for the Finnish Markka*, Bank of Finland Discussion Papers, 29/95, 1995.
9. Šmidkova Katerina: *The Link between FEER and Fiscal Policy in a Transitional Period: the Case of the Czech Economy*, prispevek za CEFTA Monetary Policy Workshop v Bratislavi, 1999.
10. Williamson John (ed.): *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Washington: Institute for International Economics, 1994.

PRILOGA

Priloga 1: Zapis modela

$$\ln(MG) = c(10) + c(11) \cdot \ln(Y) + c(12) \cdot \ln(q) \quad (1)$$

$$c(10) = -14,9918 \quad c(11) = 1,8572 \quad c(12) = 0,6421$$

$$\ln(MS) = c(20) + c(21) \cdot \ln(Y) + \text{sezona} \quad (2)$$

$$c(20) = -2,7810 \quad c(21) = 1,0156$$

$$\ln(XG) = c(30) + c(31) \cdot \ln(MG^*) + c(32) \cdot \ln(q(-1)) + c(33) \cdot \ln(XG(-1)) \quad (3)$$

$$c(30) = 9,0662 \quad c(31) = 1,0000 \quad c(32) = -0,3978 \quad c(33) = 0,0466$$

$$\ln(XS) = c(40) + c(41) \cdot \ln(Y^*) + c(42) \cdot \ln(q) + c(43) \cdot \ln(XS(-1)) + \text{sezona} \quad (4)$$

$$c(40) = 6,3302 \quad c(41) = 0,4886 \quad c(42) = -0,4020 \quad c(43) = 0,3900$$

$$\begin{aligned} CAB = & \exp(((c(30) + c(31) \cdot \ln(MG^*)) + c(32) \cdot \ln(q(-1)) + c(33) \cdot \ln(XG(-1))) \cdot XGP) + \\ & ((c(40) + c(41) \cdot \ln(Y^*)) + c(42) \cdot \ln(q) + c(43) \cdot \ln(XS(-1))) \cdot XSP) - \\ & ((c(10) + c(11) \cdot \ln(Y) + c(12) \cdot \ln(q)) \cdot MGP) - ((c(20) + c(21) \cdot \ln(Y)) \cdot MSP) + \\ & CA_KAP + CA_OST) / YN \quad (5) \end{aligned}$$

$$d\ln(\pi) = c(50) + c(51) * (\ln(\pi(-1)) - c(52) * \ln(E(-1) * \pi^*(-1)) - (1 - c(52)) * \ln(W(-1) * emp(-1) / Y(-1))) + c(53) * d\ln(E(-1) * \pi^*(-1)) \quad (6)$$

$$c(50) = 0,3024 \quad c(51) = -0,2665 \quad c(52) = 0,7^8 \quad c(53) = 0,0741$$

$$d\ln(W) = c(60) + c(61) * (\ln(W(-1)) + c(62) * \ln(\pi(-1)) + c(63) * \ln(Y(-1) / emp(-1)) + c(64) * d\ln(\pi) + c(65) * d\ln(Y / emp)) \quad (7)$$

$$c(60) = 5,0000 \quad c(61) = -0,6526 \quad c(62) = 0,5872 \quad c(63) = 0,6709 \quad c(64) = 0,9909 \quad c(65) = 0,5460$$

Spremenljivke modela:

Oznaka	Opis
<i>CAB</i>	Tekoči račun plačilne bilance Slovenije, izražen v odstotkih BDP
<i>CA_KAP</i>	Saldo dohodkov od kapitala v plačilni bilanci, v SIT
<i>CA:OST</i>	Saldo ostalih postavk tekočega računa plačilne bilance, v SIT
<i>emp</i>	Število zaposlenih
<i>MG</i>	Realni uvoz blaga
<i>MG*</i>	Realni uvoz 8 najpomembnejših zunanjetrgovinskih partneric, brez Hrvaške
<i>MGP</i>	Uvozne cene blaga, v SIT
<i>MS</i>	Realni uvoz storitev
<i>MSP</i>	Uvozne cene storitev, v SIT
π	Indeks cen življenjskih potrebščin v Sloveniji
π^*	Indeks cen življenjskih potrebščin v EU
<i>q</i>	Realni efektivni devizni tečaj
<i>XG</i>	Realni izvoz blaga
<i>XGP</i>	Izvozne cene blaga, v SIT
<i>XS</i>	Realni izvoz storitev
<i>XSP</i>	Izvozne cene storitev, v SIT
<i>Y</i>	Slovenski realni bruto domači proizvod
<i>Y*</i>	Realni bruto domači proizvod tujine (Nemčija 85%, ZDA 15%)
<i>YN</i>	Slovenski nominalni bruto domači proizvod
<i>W</i>	Bruto plača na zaposleno osebo

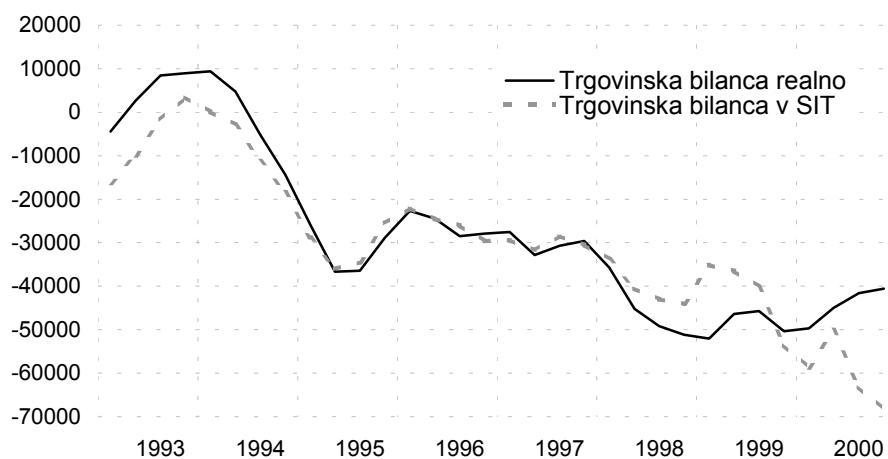
⁸ Predpostavka.

Priloga 2

Tabela 1: Realni efektivni devizni tečaj tolarja in kazalci aktivnosti (letne stopnje rasti v %)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	povp.
Realni efektivni devizni tečaj tolarja:									
- deflacioniran s CPI	0,7	3,5	10,7	-3,3	0,5	3,9	-0,9	-2,5	1,6
- deflacioniran s PPI	-3,8	2,3	9,4	-4,4	-0,6	3,7	-3,4	-4,7	-0,2
- deflacioniran z ULC	11,7	1,6	10,1	-1,5	0,6	3,0	0,4	-6,7	2,4
Slovenski BDP	2,8	5,3	4,1	3,5	4,6	3,8	5,2	4,6	4,2
BDP tujine	-0,3	2,6	2,4	1,8	2,6	3,1	2,8	3,5	2,3
Tuje uvozno povpraševanje	-6,8	9,8	7,8	2,8	7,9	10,0	6,9	10,6	6,1

Slika 1: Saldo blagovne menjave realno in v SIT



V sliki prikazujemo ocenjeno gibanje trendnega blagovnega salda v tekočem računu plačilne bilance, pri čemer označuje neprekinjena črta realni (količinski) blagovni saldo, črtkana pa blagovni saldo, izražen v SIT. Razlika med obema torej odraža vpliv gibanja izvoznih in uvoznih cen, torej sprememb v pogojih menjave. Najbolj so se ti poslabšali v letu 2000, kar je zahtevalo ustrezno depreciacijo tolarja za ohranitev ravnotežij. Vpliv pogojev menjave pa je bil najbolj pozitiven v letu 1998.