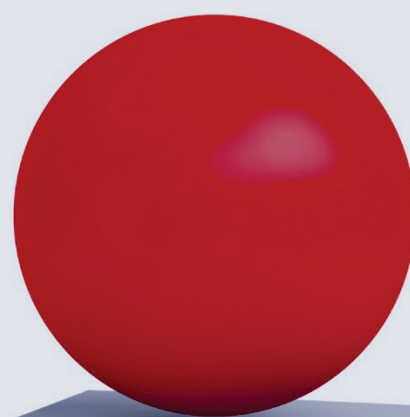


Kratke analize

Razvoj tekočega računa plačilne bilance Slovenije

Jože Markič



Zbirka Kratke analize

Razvoj tekočega računa plačilne bilance Slovenije

Izdajatelj:

Urad RS za makroekonomske analize in razvoj
Gregorčičeva 27
1000 Ljubljana

Avtor: dr. Jože Markič

Tehnično urejanje: Mojca Bizjak

Ljubljana, april 2025

Kataložni zapis o publikaciji (CIP) pripravili v Narodni in univerzitetni knjižnici v Ljubljani
COBISS.SI-ID 233021699
ISBN 978-961-6839-60-0 (PDF)

Spletna lokacija publikacije:

<https://www.umar.gov.si/publikacije/kratke-analize/publikacija/razvoj-tekocega-racuna-placilne-bilance-slovenije>

Publikacija je brezplačna.

©2024, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj

Razmnoževanje publikacije ali njenih delov ni dovoljeno.

Objava besedila in podatkov v celoti ali deloma je dovoljena le z navedbo vira.

Vsebina

Povzetek	3
1 Uvod	4
2 Plačilna bilanca v okviru nacionalnih računov	5
3 Varčevalno-investicijska vrzel	7
4 Komponente salda tekočega računa	15
5 Slovenija in makroekonomsko zunanje ravnotežje	20
6 Zaključek	22
Literatura in viri	23

Povzetek

Plačilna bilanca je pomemben kazalec razvoja ekonomskih odnosov s tujino. Prek blagovne in storitvene menjave ter finančnih tokov povezuje mednarodno okolje z domačo ekonomsko aktivnostjo. Namen prispevka je analiza dolgoročnega razvoja tekočega računa plačilne bilance Slovenije z vidika varčevalno-investicijske vrzeli in z vidika posameznih podbilanc salda tekočega računa. Še posebej se posvečamo obdobju od vstopa Slovenije v EU, obdobju finančno-gospodarske krize, obdobju presežkov tekočega računa do vključno epidemije covid-19 in obdobju energetske krize.

Po obdobju razmeroma uravnoveženega tekočega računa plačilne bilance v letih 1995 do 1997 se je z letom 1998 začelo obdobje plačilnobilančnega neravnotežja. Do uravnoveženja stanja tekočega računa plačilne bilance je prišlo v letu 2001, kar je v določeni meri odraz enkratnih vplivov: strukture in šibke dinamike rasti domačega trošenja, ki se je odražala na nizkih realnih stopnjah uvoza, ter ohranjanja razmeroma visokih stopenj rasti izvoza. Popolna liberalizacija kapitalskega in finančnega računa z letom 2003 je omogočila zadolževanje na tujem, ki se je s priključitvijo Slovenije EU ter po prevzemu evra zelo okrepilo. Rast primanjkljaja na tekočem računu so domače poslovne banke financirale predvsem s posojili iz tujine. Z začetkom gospodarske krize se je primanjkljaj tekočega računa v letu 2009 močno skrčil. Tekoči račun se je nato do vključno leta 2011 ohranjal blizu ravnovesja in se leta 2012 prevesil v presežek. Rast presežka tekočega računa do začetka epidemije covid-19 pripisujemo obsežnemu razdolževanju bank in podjetij do tujine, ugodnim razmeram v mednarodnem okolju ter izboljšanju konkurenčnosti slovenskih izvoznikov ob zmerni rasti uvoza zaradi skromnega domačega trošenja in padca investicij. Leta 2020 se je z epidemijo, ki je močno omejila domače trošenje, presežek tekočega računa povečal na najvišjo raven doslej (7,7 % BDP). Zaradi hitrejšega okrevanja domačega povpraševanja v primerjavi s tujim in poslabšanih pogojev menjave ob izrazitih nihanjih cen surovin na svetovnem trgu se je presežek v letu 2021 precej znižal, leta 2022 pa prevesil v primanjkljaj. K vnovičnemu presežku v letu 2023 je največ prispeval saldo blagovne menjave, saj se je realni uvoz blaga zmanjšal še bolj kot izvoz, poleg tega pa so se precej izboljšali še pogoji menjave. Presežek varčevanja nad investicijami celotnega gospodarstva je v letu 2023 dosegel 2,8 mrd EUR. K tej spremembi je največ prispevalo izrazito znižanje bruto investicij nefinančnih družb.

Na gibanje salda tekočega računa so precej vplivale tudi posamezne komponente izdatkovne strukture BDP v različnih krizah (finančno-gospodarska, kriza zaradi epidemije covid-19, energetska). Zaradi presežkov na tekočem računu plačilne bilance in s tem povezanih neto kapitalskih odlivov se neto finančna pozicija do tujine od leta 2013 postopoma izboljšuje. Mednarodna investicijska pozicija Slovenije se je leta 2023 še izboljšala in bila prvič po letu 2002 pozitivna (1,5 mrd EUR ali 2,3 % BDP).

Slovensko gospodarstvo nima makroekonomskega zunanjega neravnovesja, čeprav so tveganja zanj (fiskalna nestabilnost, visoke cene na nepremičninskem trgu in stroškovni pritiski).

1 Uvod

Plačilna bilanca je pomemben kazalec razvoja ekonomskih odnosov s tujino. Prek blagovne in storitvene menjave ter finančnih tokov povezuje mednarodno okolje z domačo ekonomsko aktivnostjo. Merjenje in ocenjevanje zunanje pozicije države je pomembno pri izvedbi posameznih ukrepov ekonomske politike države. Ocenjevanje in napovedovanje plačilnobilančnih tokov je pomembno pri načrtovanju in uresničevanju ekonomskih politik države, kot so denarna politika, fiskalna politika, industrijska politika, dohodkovna politika ter politika zaposlovanja.

V prispevku se osredotočamo na tekoči račun plačilne bilance z vidika varčevalno-investicijske vrzeli in z vidika posameznih podbilanc salda tekočega računa na osnovi realnih povezav nacionalne ekonomije s tujino. Namen prispevka je analiza dolgoročnega razvoja tekočega računa Slovenije. Posebej izpostavljamo analizo obdobja po vstopu Slovenije v EU, obdobja finančno-gospodarske krize, obdobja presežkov tekočega računa do vključno epidemije covid-19 in obdobja energetske krize. Vse krize, tako finančna in gospodarska leta 2008, kriza zaradi epidemije covid-19 leta 2020, kot tudi energetska kriza leta 2022, so izrazito vplivale na tuje in domače povpraševanje, menjavo blaga in storitev s tujino ter posledično na tekoči račun plačilne bilance.

Po uvodu bomo najprej predstavili računovodski okvir tekočega računa plačilne bilance in povezanost z nacionalnimi računi. Nato bomo analizirali saldo tekočega računa z vidika varčevalno-investicijske vrzeli po posameznih sektorjih nacionalnega gospodarstva in z vidika komponent tekočega računa. Sledi predstavitev kazalnikov zunanjega ravnotežja. Prispevek zaključimo s sklepom in ugotovitvami.

2 Plačilna bilanca v okviru nacionalnih računov

Tekoči račun plačilne bilance je prikaz ekonomskih transakcij med rezidenti določenega gospodarstva in nerezidenti, ki potekajo v določenem časovnem obdobju. Transakcija je interakcija med dvema institucionalnima enotama, ki poteka ob medsebojnem soglasju ali pa je zakonsko utemeljena in pomeni izmenjavo vrednosti ali transfer. Neto pozicija tokov predstavlja saldo tekočega računa plačilne bilance, ki vključuje:

- saldo menjave blaga in storitev,
- saldo primarnih dohodkov in
- saldo sekundarnih dohodkov.

Tekoči račun plačilne bilance¹ kaže transakcije v realni ekonomiji, finančni račun pa finančne transakcije, torej, kako se tekoči račun financira. Država primanjkljaj tekočega (in kapitalskega) računa financira z neto prilivom kapitala. Država, ki ima presežek v tekoči bilanci, pa je neto izvoznica kapitala in presežno varčevanje izvozi.

Povezave med nacionalnim bruto varčevanjem, investicijami in saldom tekočega računa plačilne bilance so razvidne iz sledeče računovodske identitete:

$$\text{GDP} = C + G + I + (X - M) \quad (1)$$

vštevši zasebno in državno potrošnjo skupaj (C + G), dobimo:

$$\text{GDP} = C + I + (X - M) \quad (2)$$

kjer je GDP bruto domači proizvod, C končna potrošnja, I bruto investicije (bruto investicije v osnovna sredstva in zaloge), (X - M) saldo menjave blaga in storitev s tujino. Če na obeh straneh enačbe (2) dodamo saldo faktorskih dohodkov in saldo tekočih transferjev s tujino (NIT), ima enačba sledeč zapis:

$$\text{GDP} + \text{NIT} = C + I + (X - M) + \text{NIT} \quad (3)$$

Leva stran enačbe (3) je enaka bruto nacionalnemu razpoložljivemu dohodku (GNDI), izraz (X - M) + NIT je tekoči račun plačilne bilance (CAB):

$$\text{GNDI} = C + I + \text{CAB} \quad (4)$$

Razlika med bruto nacionalno razpoložljivim dohodkom (GNDI) in končno potrošnjo (C) je bruto nacionalno varčevanje (S), to je vsota varčevanja zasebnega sektorja in sektorja države.

$$S = I + \text{CAB} \quad (5)$$

¹ Plačilna bilanca se deli na tri glavne račune: tekoči račun, kapitalski račun in finančni račun. V analizi se osredotočamo na tekoči račun plačilne bilance.

s preureditvijo enačbe (5) dobimo zapis varčevalno-investicijske vrzeli:

$$S - I = CAB \quad (6)$$

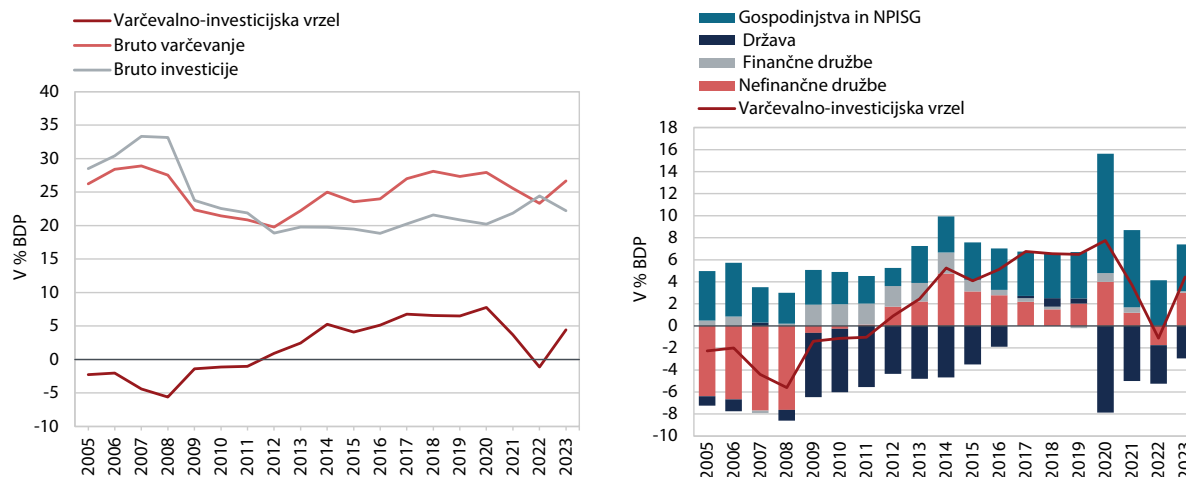
Saldo tekočega računa je razlika med nacionalnim varčevanjem in investicijami.

Varčevanje in investicije sta pomembna dejavnika, ki določata dinamiko tekočega računa plačilne bilance. Proučevanje varčevalno-investicijske vrzeli (*angl. savings-investment gap*) je postalo aktualno v času nizkih dolgoročnih obrestnih mer, značilnih za večino industrijsko razvitih in nerazvitih držav. Dinamiko varčevanja in investicij določajo različni dejavniki. Na višino bruto domačega varčevanja večinoma vpliva bruto nacionalni razpoložljivi dohodek. Raven varčevanja je odvisna tudi od razvoja in stabilnosti finančnega sektorja, kredibilne monetarne politike, stopnje inflacije in gibanja deviznega tečaja, pokojninske, socialne varnosti ter demografskih dejavnikov (zlasti staranja prebivalstva) itd. Investicije pa so funkcija tehnologije, poslovnih priložnosti, obstoječega obsega kapitala, pričakovanih donosov in tveganja, razvoja mednarodnega kapitalskega trga. Varčevanje kot tudi investicije pa sta funkciji obrestne mere. Pri odprtih kapitalskih trgih in nepokriti obrestni pariteti je domača obrestna mera vsota globalne obrestne mere, pričakovanega gibanja deviznega tečaja ter premije za tveganje. Zaradi različnih medčasovnih preferenc varčevalcev in investitorjev pa ni nujno, da je vrednost varčevanja enaka vrednosti investicij. Zato imajo nekatere države presežek varčevanja nad investicijami (presežek v saldu tekočega računa), druge pa presežek domačih investicij nad varčevanjem (primanjkljaj v saldu tekočega računa).

3 Varčevalno-investicijska vrzel

Varčevalno-investicijsko vrzel Slovenije analiziramo v obdobju 2005–2023, in sicer v posameznih podobdobjih: (i) leta finančne in gospodarske krize do vključno leta 2012, (ii) obdobje rasti presežkov tekočih transakcij do vključno zdravstvene krize (2013–2020) in (iii) obdobje energetske krize z restriktivno denarno politiko (2021–2023).

Slika 1: Desetletni presežek varčevanja nad investicijami se je v obdobju energetske krize znižal (levo), sektorsko so k presežku, razen leta 2022, večinoma prispevale nefinančne družbe in gospodinjstva (desno)



Vir: Surs (2024), lastni preračuni.

V obdobju 2005–2008 je bila varčevalno-investicijska vrzel Slovenije večinoma posledica visoke rasti podjetniških investicij, stanovanjske gradnje in velikih infrastrukturnih investicij državnega pomena. Nefinančne investicije nefinančnih družb in sektorja država so presegle varčevanje, sektorja sta se v omenjenem obdobju neto zadolževala. Varčevanje sektorja gospodinjstev pa je krepko presegalo njegove nefinančne investicije, predvsem stanovanjska gradnja, ki je predstavljala približno tri petine bruto investicij tega sektorja. Gospodinjstva so tako omogočala financiranje drugih rezidenčnih sektorjev in tujine.

V obdobju 2009–2011 se je varčevalno-investicijska vrzel precej zaprla in izkazovala rahel primanjkljaj tekočih transakcij, ki se je ohranjal na bistveno nižji ravni kot v obdobju pred krizo. Izrazitejšo znižanje primanjkljaja na tekočem računu z začetkom krize v realnem sektorju je predvsem posledica cikličnih dejavnikov in nižjih odhodkov od kapitala. Pri tem se je precej povečal primanjkljaj tekočih transakcij državnega sektorja, ki se je večinoma financiral z neto varčevanjem zasebnega sektorja. Zaradi upada investicijske potrošnje so bile tekoče transakcije podjetij uravnotežene. Močan padec v gradbeništvu leta 2009, ki je sledil investicijskemu ciklu v predhodnih letih, se je namreč še poglobil, tako da so bile gradbene investicije leta 2011 že za približno polovico nižje kot pred krizo. Razlika med primanjkljajem državnega sektorja in prihranki zasebnega sektorja se je financirala s skromnim neto zadolževanjem v tujini.

Tabela 1: Bruto varčevanje in bruto investicije, v % BDP

		2005-2008	2009-2011	2012-2019	2020	2021-2022	2023
Varčevanje	Nefinančne družbe	12,5	12,1	14,1	15,7	13,2	15,0
	Finančne družbe	1,2	2,6	1,4	1,2	0,6	0,6
	Država	3,8	-0,8	1,9	-3,6	0,9	2,4
	Gospodinjstva in NPISG	10,3	7,6	7,2	14,6	9,7	8,7
	Skupaj	27,8	21,5	24,6	27,9	24,4	26,7
Investicije	Nefinančne družbe	19,6	12,4	11,6	11,7	13,5	12,0
	Finančne družbe	0,8	0,7	0,4	0,4	0,3	0,5
	Država	4,4	4,9	4,1	4,3	5,2	5,3
	Gospodinjstva in NPISG	6,4	4,7	3,8	3,8	4,1	4,4
	Skupaj	31,3	22,7	19,9	20,2	23,1	22,2
Varčevalno-investicijska vrzel	Nefinančne družbe	-7,1	-0,3	2,5	4,0	-0,3	3,0
	Finančne družbe	0,3	1,9	0,9	0,8	0,2	0,1
	Država	-0,7	-5,7	-2,2	-7,9	-4,3	-3,0
	Gospodinjstva in NPISG	3,8	2,9	3,5	10,8	5,6	4,2
	Skupaj	-3,6	-1,2	4,7	7,8	1,3	4,4

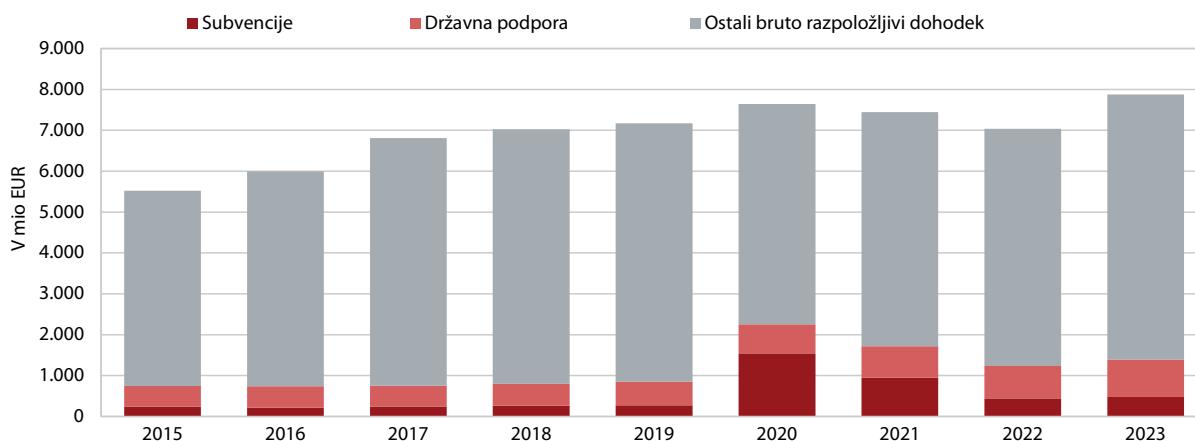
Vir: SURS(2024), preračuni UMAR.

V obdobju 2012–2019 je presežek tekočih transakcij izražal obsežno varčevanje in še vedno razmeroma nizko raven domačih investicij. Investicijska aktivnost se je v konjunkturalnih letih, ki so sledila gospodarsko-finančni krizi, sicer nekoliko zvišala, a v primerjavi s predhodnim desetletjem ostala nizka, tudi zaradi gradnje večjih infrastrukturnih objektov (npr. avtocestni križ) in zgradb v letih pred gospodarsko-finančno krizo. Sektorsko sta k presežku varčevanja nad investicijami prispevala zasebni (povečevanje varčevanja gospodinjstev in presežka varčevanja nad investicijami v nefinančnih družbah) in javni sektor (celotno obdobje presežka tekočega računa zaznamuje tudi izboljšanje javnofinančnega salda). Presežek agregatnega varčevanja nad investicijami je vplival na večji odliv finančnih sredstev v tujino (vključno z obsežnim odplačevanjem obveznosti do tujih bank), zato se je neto finančna pozicija Slovenije do tujine od leta 2013 kljub povečanemu zadolževanju države postopoma izboljševala. Gospodinjstva so varčevala z namenom kasnejše potrošnje. Večina presežka tekočih transakcij je bila usmerjena k manj tveganim naložbam, kot so gotovina in vloge, postopno pa so se krepila tudi zavarovanja in pokojninske sheme. Podjetniški sektor je okrepil varčevanje in se previdno odločal za investicije. Ugodna količinska in cenovna gibanja so podjetjem omogočila povečanje bruto poslovnega presežka (dobiček) in s tem kreiranje lastnih finančnih sredstev. Podjetja so namreč v preteklih letih s finančnimi presežki večinoma odplačevala pred krizo najeta bančna posojila, bančno kreditiranje pa je znova oživel v letu 2017. Investicijska stopnja nefinančnih družb je bila pod povprečjem držav EU. Šibka investicijska aktivnost podjetij, pogojena z razdolževanjem, se je odražala v presežku tekočih transakcij nefinančnih družb. S poslabševanjem razmer na trgu dela ter nujno javnofinančno konsolidacijo pa se je v letih 2012 in 2013 močno skrčila tudi državna potrošnja. Potem ko je v času svetovne finančno-gospodarske krize saldo tekočih transakcij države izkazoval največji primanjkljaj, se je saldo po letu 2013 začel izboljševati (Markič, 2020).

Za omilitev negativnih posledic epidemije, energetske krize in obnovo po poplavih je Slovenija sprejela obsežne fiskalne ukrepe. Za blaženje energetske draginje je Slovenija v obdobju 2022–2023 po naši oceni namenila skupaj okoli 2,4 % BDP skozi začasno znižane davčne dajatve oz. povečane izdatke sektorja država (Pomladanska napoved gospodarskih gibanj, 2024).

Kriza zaradi epidemije covid-19 v letu 2020 je močno zaznamovala celotno gospodarstvo, kar se je pokazalo v izrazitejših spremembah nekaterih makroekonomskih agregatov in kazalnikov. Leta 2020 se je z epidemijo, ki je močno omejila domače trošenje, presežek varčevanja nad investicijami močno povečal, in sicer na najvišjo raven doslej (7,8 % BDP). Sektor gospodinjstev je dosegel rekordno stopnjo bruto varčevanja, visok je bil tudi presežek nefinančnih družb, po drugi strani pa je bil primanjkljaj tekočih transakcij države najvišji doslej. Gospodarska dejavnost nefinančnih družb se je med pandemijo upočasnila, dodana vrednost pa se je znižala (SURS, 2020). Zaradi svežnja javnofinančnih ukrepov se je močno povečala vrednost državnih subvencij, višja je bila tudi državna podpora v obliki neto socialnih prispevkov in drugih tekočih transferjev (Slika 2).

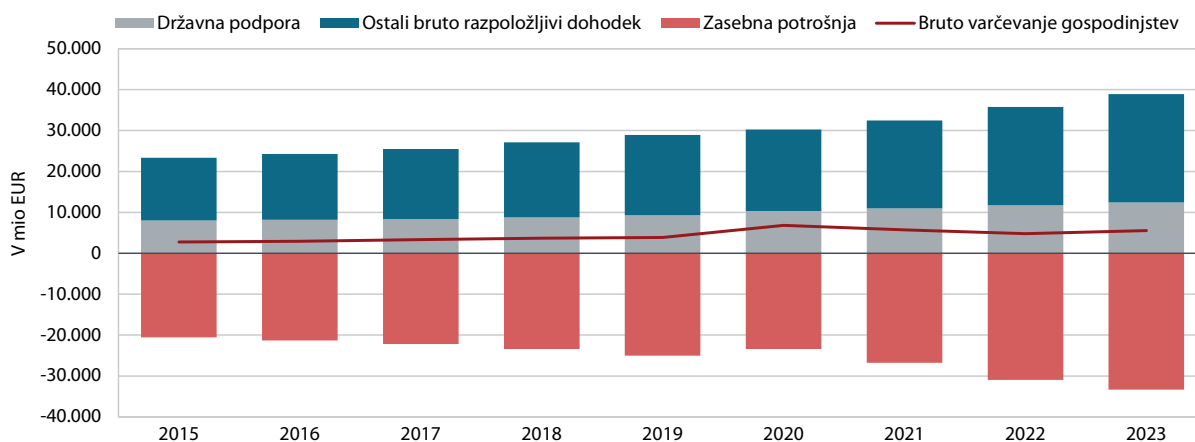
Slika 2: Varčevanje podjetij je v letu 2023 presegalo raven pred pandemijo, vrednost subvencij se je po letu 2020 znižala



Vir: SURS (2024), lastni preračuni. Opomba: v sektorju nefinančnih družb varčevanje vključuje subvencije, socialne prispevke in transferje ter ostali bruto razpoložljivi dohodek. Ostali bruto razpoložljivi dohodek vključuje bruto dodano vrednost, sredstva za zaposlene, neto dohodke od lastnine, tekoče davke na dohodek, odhodke socialnih prejemkov in druge tekoče transferje.

Kriza zaradi epidemije covid-19 je opazno vplivala tudi na obnašanje gospodinjstev, ki so odlagala nakupe nenujnih in trajnih dobrin, saj je bil padec izdatkov gospodinjstev za končno potrošnjo največji doslej. Globok padec zasebne potrošnje in rast razpoložljivega dohodka sta občutno okrepila varčevanje gospodinjstev (Slika 3).

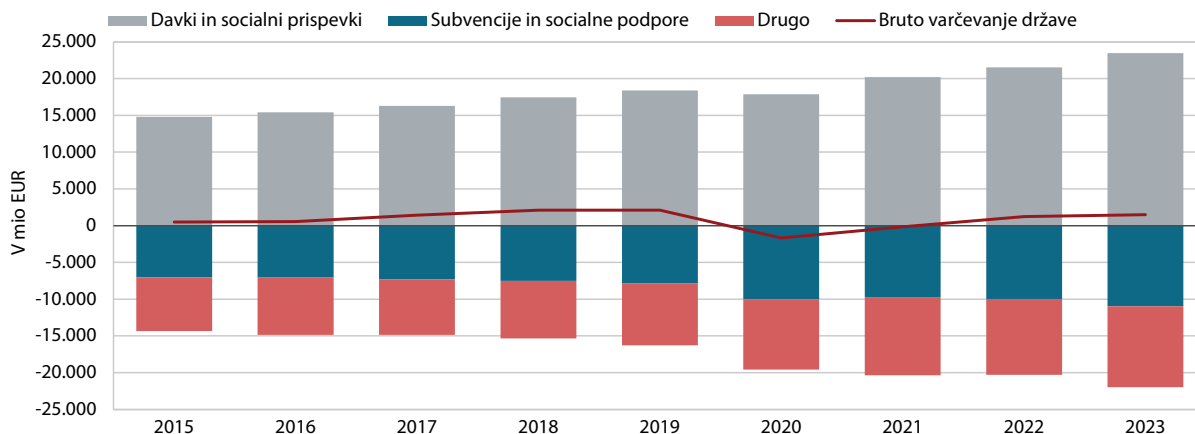
Slika 3: Varčevanje gospodinjstev, ki je v prvem letu pandemije doseglo najvišjo raven, se je v obdobju energetske krize znižalo



Vir: SURS (2024), lastni preračuni. Opomba: v gospodinjstvih državna podpora vključuje prejete socialne prejemke in druge tekoče transferje. Ostali bruto razpoložljivi dohodek vključuje bruto postovni presežek in raznovrstni dohodek, sredstva za zaposlene in neto dohodke od lastnine ter plačane davke na dohodek, premoženje, plačane socialne prispevke in druge tekoče transferje.

Pandemija koronavirusne bolezni in ukrepi za omejitev njenih posledic so se odrazili v stanju javnih financ. Po rahlem presežku v obdobju 2017–2019 je državni sektor v letu 2020 izkazoval visok primanjkljaj tekočih transakcij (−7,9 % BDP). Varčevanje države se je zaradi fiskalne podpore gospodinjstvom in podjetjem močno znižalo. Zaradi padca BDP so se najbolj znižali prihodki od davkov na proizvodnjo in uvoz, ob sprejetih ukrepih za blažitev posledic pandemije pa so se občutno povečale subvencije ter socialna nadomestila (Slika 4).

Slika 4: Varčevanje države, ki se je zaradi fiskalne podpore gospodinjstvom in podjetjem v prvih dveh letih pandemije znižalo, se je v obdobju energetske krize povečalo



Vir: SURS (2024), lastni preračuni. V državi postavka drugo vključuje bruto dodano vrednost, sredstva za zaposlene, neto dohodke od lastnine, državne izdatke in druge tekoče transferje.

Visok presežek celotnega gospodarstva je v obdobju okrepljene rasti cen energentov in ostalih primarnih surovin (2021–2022)² upadel. Tekoče transakcije nefinančnih družb so v povprečju izkazovale rahel primanjkljaj, gospodinjstva so zmanjšala presežek, država pa je zmanjšala primanjkljaj. Z vidika varčevalno-investicijske vrzeli je k zmanjšanju salda tekočega računa največ prispevalo znižanje neto varčevanja gospodinjstev. Ob ugodnih razmerah na trgu dela (visoka stopnja zaposlenosti in rast plač) se je nadaljevala rast bruto razpoložljivega dohodka, zaradi katere so gospodinjstva občutno povečala potrošnjo. Saldo tekočih transakcij nefinančnih družb je bil nižji predvsem zaradi manj prejetih subvencij, povečanih sredstev za zaposlene in okrepljenih podjetniških investicij. Nižji primanjkljaj tekočih transakcij države pa je bil predvsem posledica zniževanja javnofinančnega primanjkljaja.

V letu 2023 je presežek varčevanja nad investicijami dosegel 2,8 mrd EUR (4,4 % BDP). Glede na leto 2022 je k tej spremembi največ prispevalo izrazito znižanje podjetniških bruto investicij z zalogami, povezano z uresničevanjem preteklih naročil. Na določeno zadržanost podjetij pri investiranju kaže njihova nizka zadolženost. Nizka je zlasti zadolženost podjetij pri bankah, kot vir financiranja investicij pa je premalo uporabljen tudi trg kapitala. Banke med dejavniki manjšega povpraševanja podjetij po posojilih v letu 2023 navajajo višino obrestnih mer, pa tudi večji pomen financiranja podjetij z notranjimi viri (BS, 2023b). Podjetja kot glavni dolgoročni omejitveni dejavnik pri investiranju že dlje časa navajajo težave pri pridobivanju ustrezne delovne sile in negotovost glede prihodnosti, od energetske krize pa tudi stroške energije. Gospodinjstva so ob hitrejši rasti bruto razpoložljivega dohodka od zasebne potrošnje povečala varčevanje, nekoliko višje so bile tudi investicije, predvsem naložbe v stanovanja. Nižji primanjkljaj tekočih

² Cene energentov in surovin so se v obdobju 2021–2022 opazno zvišale. Po močnem upadu ob začetku pandemije v prvih štirih mesecih leta 2020 so se cene sredi leta začele ponovno zviševati, gibanje pa se je v prvih mesecih 2021 še okrepilo. Glavni razlog za rast cen je bilo večje svetovno povpraševanje, povezano z okrevanjem gospodarstev po prvem šoku ob izbruhu epidemije, podprto tudi z najavo velikih infrastrukturnih projektov v ZDA in EU, deloma pa tudi povečevanje zalog nekaterih neenergetskih surovin v največjih porabnicah.

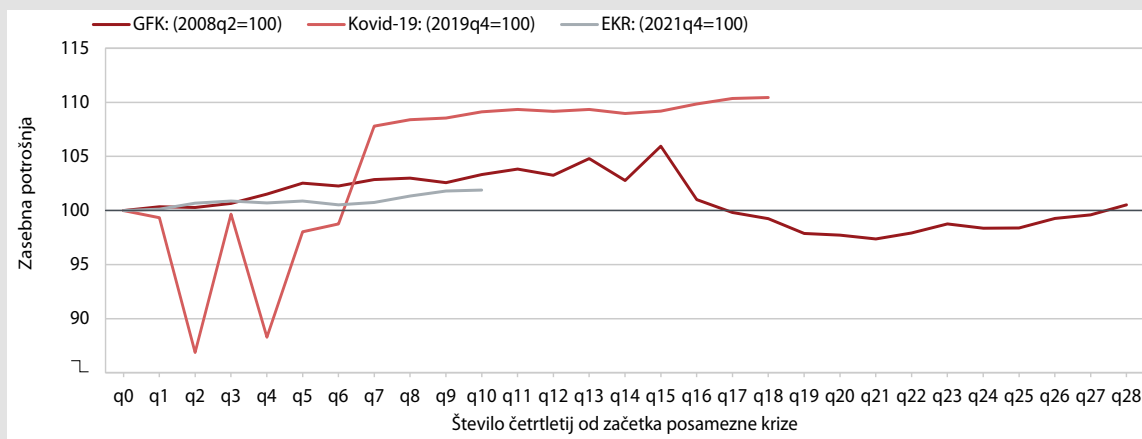
transakcij državnega sektorja je bil posledica rasti varčevanja, ob izrazitejši rasti prihodkov v primerjavi z izdatki. Investicije države, ki so bile spodbujene tudi s sredstvi EU, so se nekoliko povečale (Poročilo o razvoju, 2024).

Okvir 1: Izdatkovna struktura BDP v obdobju različnih kriz

Vse krize, tako finančna in gospodarska leta 2008, kriza zaradi epidemije covida-19 leta 2020 kot tudi energetska kriza leta 2022, so pomembno vplivale na domače trošenje ter menjavo blaga in storitev s tujino. Pri primerjavi šokov smo za začetek krize določili prvo četrletje z negativno stopnjo realne rasti BDP glede na predhodno četrletje (desezonirani podatki). V finančni in gospodarski krizi je bilo to tretje četrletje 2008, v krizi zaradi epidemije covida-19 pa prvo četrletje 2020. Pri energetske krizi pa smo za začetek krize določili stagnacijo gospodarske aktivnosti v prvem četrletju 2022.

Zasebna potrošnja se je v prvem letu finančne in gospodarske krize nekoliko povečala, za 1,2 %, medtem ko je v prvem letu krize zaradi epidemije covida-19 močno upadla (-11,1 %). Z vladnimi ukrepi za blažitev posledic krize zaradi epidemije covida-19 pa je preseгла raven pred epidemijo, z močnim odbojem po 1 letu in 3 četrletjih. V prvem letu energetske krize (od prvega do četrtega četrletja 2022) pa je bila rast zasebne potrošnje skromna (Slika 5).

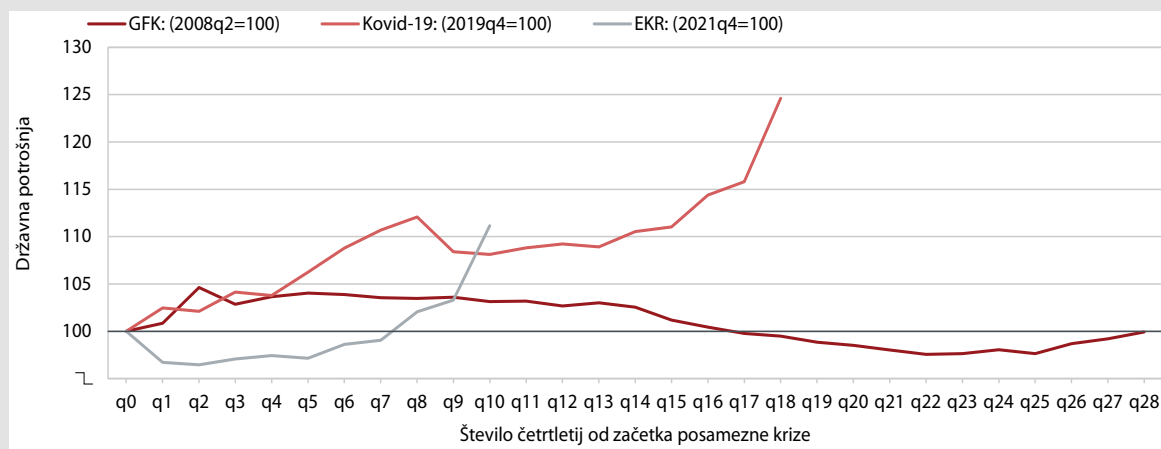
Slika 5: Zasebna potrošnja je najbolj upadla v prvem letu pandemije, a okrevala z močnim odbojem, v obdobju energetske krize je bilo okrevanje postopno



Vir: SURS, lastni izračuni.

Ob visoki rasti sredstev za zaposlene ter nekaterih sprejetih fiskalnih ukrepih se je državna potrošnja v prvem letu finančne in gospodarske krize povečala. Državna potrošnja se je okrepila tudi v letih 2020 in 2021, zaradi višjih izdatkov za obvladovanje epidemije predvsem v zdravstveni dejavnosti. V prvem letu energetske krize se je državna potrošnja sicer skrčila, kar je bilo povezano z umiritvijo izdatkov v povezavi s pandemijo. V letu 2023 pa se je državna poraba okrepila, predvsem zaradi višjih izdatkov za zdravstvo in višjih izdatkov za odpravo posledic poplav (Slika 6).

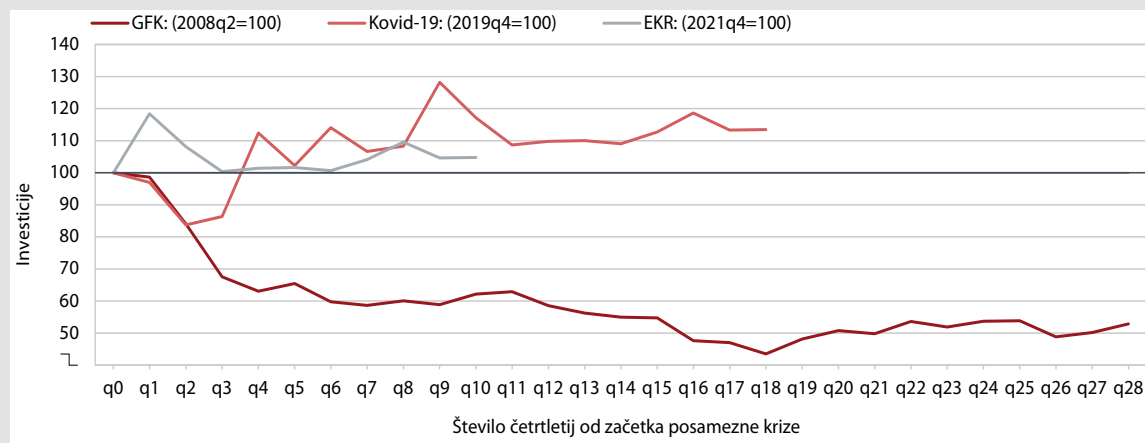
Slika 6: Državna potrošnja se je glede na raven pred pandemijo precej okreplila, glede na raven pred energetske krizo pa je v prvem letu energetske krize upadla



Vir: SURS, lastni izračuni.

Mednarodna gospodarska kriza je vplivala tudi na velik upad investicij. Močan padec proizvodne aktivnosti je znižal izkoriščenost proizvodnih kapacitet ter vplival na padec investicij v stroje in opremo. Poleg tega se je umiril tudi investicijski cikel v gradbeništvu. Zato so investicije v prvem letu finančne in gospodarske krize občutno upadle. V prvem letu krize zaradi epidemije covid-19 pa so investicije presegle četrletno raven pred pandemijo. V prvem letu energetske krize (od prvega do četrtega četrletja 2022) so se bruto investicije povečale predvsem zaradi povečanja investicij v zgradbe in objekte, precej visok je bil tudi prispevek zalog. Rast investicij v opremo in stroje pa se je zaradi negotovosti in premalo izkoriščenih proizvodnih kapacitet umirila. V letu 2023 je se je nadaljevala rast investicij v zgradbe in objekte, investicije v stroje pa so se zaradi negotovosti in višjih obrestnih mer znižale (Slika 7).

Slika 7: Investicije ne dosegajo ravni pred finančno in gospodarsko krizo, glede na raven pred energetske krizo so se povečale predvsem zaradi vlaganj v zgradbe in objekte

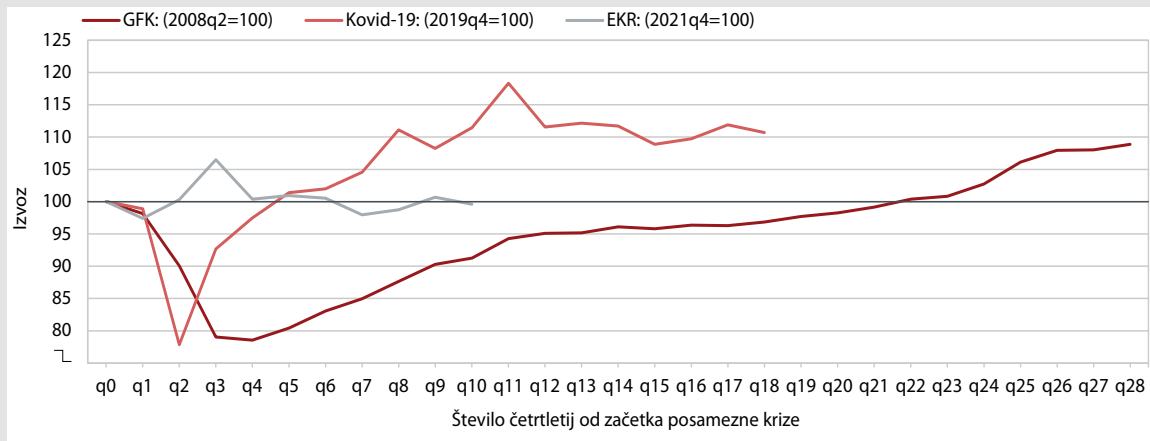


Vir: SURS, lastni preračuni.

Zunanji šoki so precej vplivali na gibanje menjave blaga in storitev s tujino. Raven obsega izvoza se je v prvem letu globalne finančne krize občutno znižala, globok padec izvoza je bil posledica vpetosti Slovenije v svetovne trgovinske tokove. Primerjava odmika izvoza od njegove predkrizne ravni (drugo četrletje 2008 in četrto četrletje 2019) pokaže, da je bil padec izvoza blaga in storitev v začetku krize

zaradi epidemije covid-19 (dno je dosegel v drugem četrletju 2020) še nekoliko globlji kot v začetku finančno-gospodarske krize (dno je dosegel v drugem četrletju leta 2009). Okrevanje na raven pred finančno-gospodarsko krizo je bilo zelo počasno, medtem ko je bilo okrevanje na raven pred pandemijo hitrejše. V letu 2022 je zaradi posledic energetske krize in vojne v Ukrajini izvoz precej nihal. V letu 2023 pa je na izvozna gibanja vplivala upočasnjena rast tujega povpraševanja in poslabšanje konkurenčnosti slovenskih izvoznikov (Slika 8).

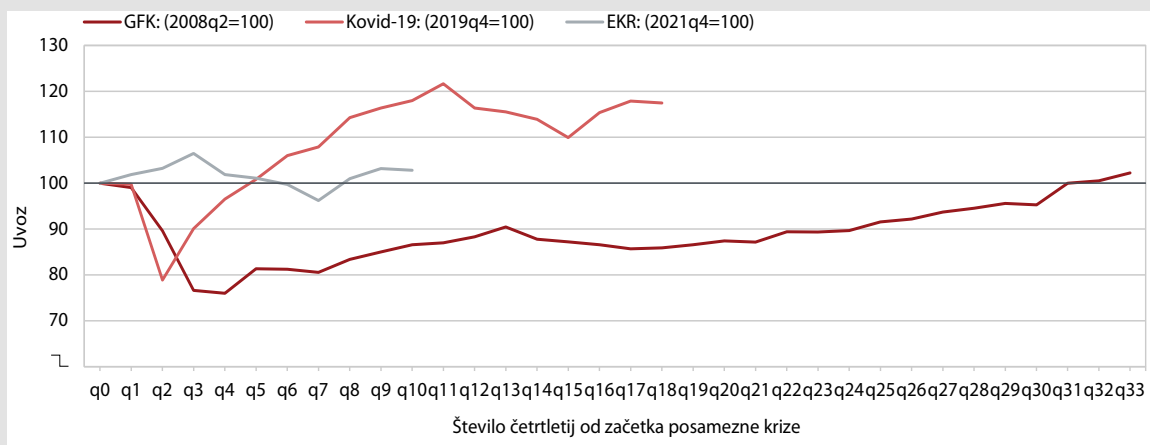
Slika 8: Po močnem upadu v začetku finančno-gospodarske krize je izvoz okrevl zelo počasi, po močnem upadu v začetku pandemije pa je bilo okrevanje hitro



Vir: SURS, lastni preračuni.

Ob visokem padcu izvoznega in domačega zlasti investicijskega povpraševanja je uvoz na začetku pandemije izrazito upadel. Primerjava odmika uvoza od njegove predkrizne ravni (drugo četrletje 2008 in četrto četrletje 2019) pokaže, da je tudi uvoz blaga in storitev ob začetku krize zaradi epidemije covid-19 dosegel dno čez dve četrletji, dno v začetku finančno-gospodarske krize pa čez štiri četrletja. Po šoku leta 2008 je uvoz dosegel predkrizno raven šele po sedmih letih in pol, okrevanje je bilo v obliki črke J. Okrevanje na raven pred pandemijo je bilo hitrejše, podobno kot pri izvozu, in sicer v obliki črke V. Podobno kot izvoz je tudi uvoz v obdobju energetske krize nekoliko nihal (Slika 9).

Slika 9: Odzivnost uvoza je bila na začetku finančno-gospodarske in krize zaradi epidemije covid-19 podobna kot pri izvozu, tudi nihanja v energetske krize so bila podobna



Vir: SURS, lastni preračuni.

4 Komponente salda tekočega računa

Popolna liberalizacija kapitalskega in finančnega računa z letom 2003 je omogočila zadolževanje na tujem, ki se je s priključitvijo Slovenije EU in po prevzemu evra zelo okrepilo. Večino zadolževanja v tujini so predstavljala prejeta posojila in gotovina ter vloge nerezidentov, s katerimi so banke financirale realne in finančne investicije podjetij ter gospodinjstev. Rast primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance je bila namreč v omenjenem obdobju večinoma posledica visoke rasti podjetniških investicij, stanovanjske gradnje in velikih infrastrukturnih investicij državnega pomena. Poglobljanje finančne krize konec leta 2008 je močno omejilo dostop do tujih virov financiranja. Zasebni sektor, zlasti domače poslovne banke, so tako v preteklih letih povečan dolg morale odplačevati.

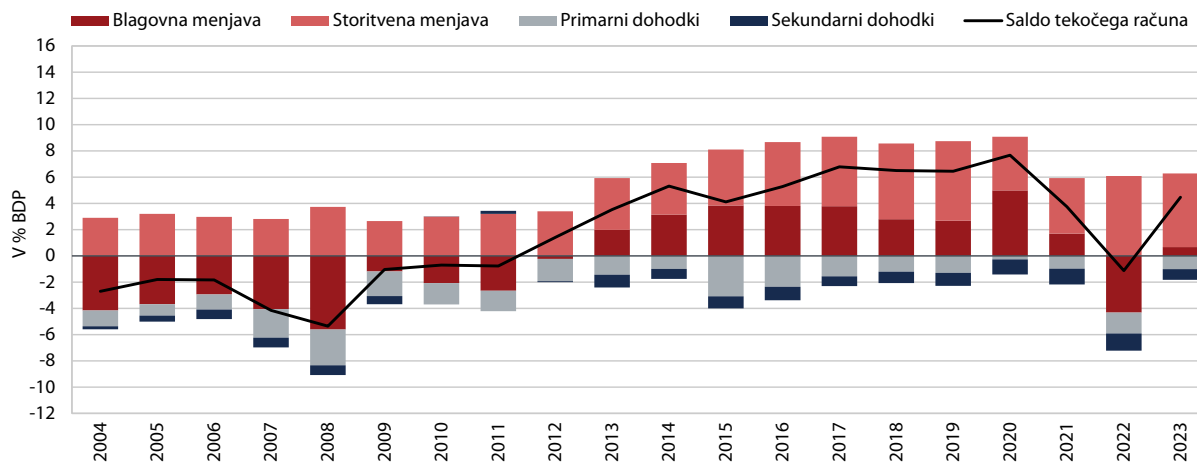
Z začetkom gospodarske krize se je primanjkljaj tekočega računa v letu 2009 močno skrčil. Tekoči račun se je nato do vključno leta 2011 ohranjal blizu ravnovesja, v letu 2012 pa se je prevesil v presežek, ki ga je Slovenija nenehno izkazovala do leta 2021.

Izboljšanje salda tekočega računa v obdobju 2013–2019 je bilo povezano z obsežnim razdolževanjem bank in podjetij v tujini, ugodnimi razmerami v mednarodnem okolju ter povečanjem konkurenčnosti izvoznikov ob zmerni rasti uvoza zaradi razmeroma nizke domače porabe. Slovenija je v omenjenem obdobju nenehno povečevala tržne deleže na mednarodnih trgih, kar se je odražalo tudi v visoki korelaciji med izvozom in poslovnim presežkom. K oblikovanju presežka so prispevali tudi pozitivni pogoji menjave. Večji del presežka je bil povezan s količinskimi dejavniki, na katere so vplivali ciklični³ in strukturni dejavniki.⁴ Spremembe uvoza so bile pretežno povezane s cikličnimi dejavniki, ki so vplivali na gibanje domače potrošnje. Na rast izvoza pa so, poleg cikličnega, vplivali tudi strukturni dejavniki, povezani z izboljševanjem konkurenčnosti menjalnega sektorja. Presežek tekočega računa se je, predvsem v obdobju 2013–2016, močno povečal tudi zaradi pozitivnih pogojev menjave, ki so v teh letih zaradi padca cen energentov in drugih surovin k spremembi skupaj prispevali 980 mio EUR. Izboljšanje pogojev menjave se je pokazalo tudi v večjem poslovnem presežku podjetij, ki so zaradi padca uvoznih cen zniževala stroške poslovanja. Poleg tega se je padec uvoznih cen delno prenesel v prodajne oz. izvozne cene. Med podbilancami tekočega računa je k presežku tekočih transakcij največ prispeval presežek v menjavi storitev, ki se je nadalje povečal. Blagovni presežek se je, po ohranjanju na relativno visoki ravni v obdobju 2014–2017, v letih 2018 in 2019 zaradi hitrejše rasti realnega uvoza od izvoza pričel zmanjševati. Primanjkljaj primarnih dohodkov se je začel zniževati po letu 2015, večinoma zaradi manjših neto plačil obresti države tujini. Primanjkljaj sekundarnih dohodkov pa so zaznamovali predvsem neto odlivi transferjev državnega sektorja (Markič, 2021).

³ Ciklični dejavniki, ki kažejo kratkoročna nihanja v zunanji poziciji, vsebujejo ciklična nihanja BDP, spremembe pogojev menjave in deviznega tečaja. Ciklična komponenta pomeni, da se uvoz v obdobju gospodarske rasti (recesije) okrepi (skrči), primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance pa poveča (zniža).

⁴ Strukturna komponenta kaže vztrajnost zunanjih neravnovesij in vsebuje demografske dejavnike, fiskalno pozicijo, odvisnost od surovin in energentov, razvoj finančnih trgov, neto finančno pozicijo do tujine ter stopnjo gospodarskega razvoja države.

Slika 10: Do vstopa Slovenije v EU je k primanjkljaju tekočega računa največ prispeval blagovni primanjkljaj, v obdobju presežkov pa, razen leta 2022, presežek v menjavi blaga in storitev s tujino



Vir: BS (2024), lastni preračuni.

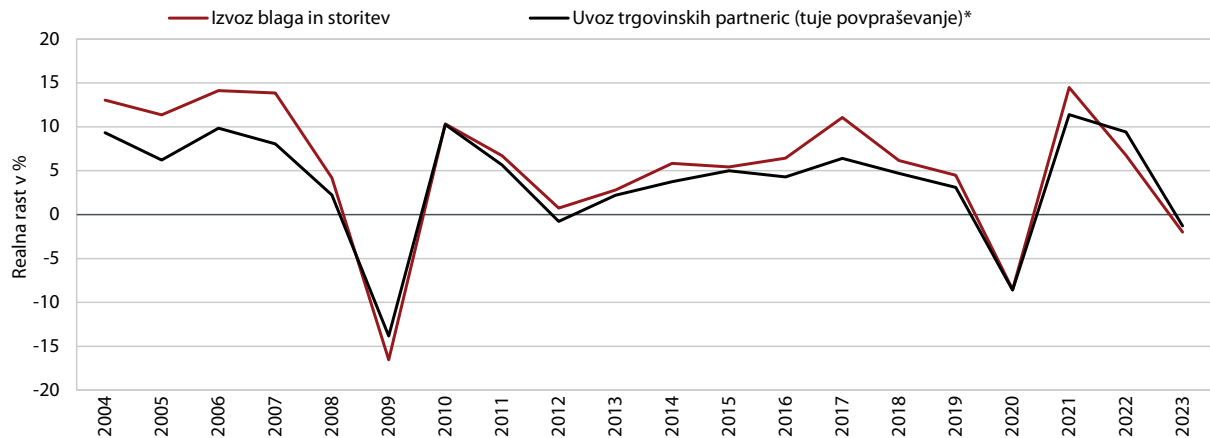
Leta 2020 se je z epidemijo, ki je močno omejala domače trošenje, presežek tekočega računa povečal na najvišjo raven doslej (7,7 % BDP). Leta 2020 je bil presežek tekočega računa najvišji doslej, vpliv epidemije se je odrazil predvsem na segmentu menjave blaga in storitev. K višjemu presežku tekočih transakcij je največ prispeval višji blagovni presežek, saj je bil ob manjšem trošenju in investicijah padec realnega uvoza globlji od izvoza. Zaradi padca cen energentov in cen industrijskih proizvodov so uvozne cene upadle bolj kot izvozne, kar je pogoje menjave izboljšalo za 1,2 %, blagovni presežek pa zvišalo za približno 210 mio. EUR. Storitveni presežek se je znižal, najbolj v segmentu menjave potovanj in deloma v menjavi transporta.

Zaradi hitrejšega okrevanja domačega povpraševanja v primerjavi s tujim in poslabšanih pogojev menjave ob izrazitih nihanjih cen surovin na svetovnem trgu se je presežek tekočih transakcij v letu 2021 precej znižal in se leta 2022 prevesil v primanjkljaj. Na spremembo salda tekočega računa v letih 2021 in 2022 je znova največ prispeval blagovni saldo, na katerega so imeli močan vpliv tudi cenovni učinki. Rast cen energentov in neenergetskih surovin na svetovnih trgih je v letih 2021 in 2022 namreč močno podražila njihov uvoz, dodatno pa je k temu prispevala še depreciacija evra. Slovenija uvozi za okoli 30 % več surovin, kot jih izvozi, podobno je tudi pri izdelkih, katerih proizvodnja temelji na intenzivni rabi surovin. Surovine in izdelki, ki temeljijo na njihovi intenzivni rabi, skupno predstavljajo okoli 27 % slovenskega blagovnega uvoza (18 % izvoza). Večinoma je to uvoz za vmesno porabo, ki se prek rasti stroškov uvoženega materiala preliva v višje cene in/ali v povečanje bruto poslovnega presežka domačih proizvajalcev. Storitveni presežek je bil višji na vseh segmentih storitvene menjave, zlasti v menjavi potovanj, saj so bili prihodki od potovanj tujih turistov v Slovenijo precej višji od izdatkov domačega prebivalstva za potovanja v tujino (Markič, 2023).

Izvozni tržni delež na svetovnem trgu blaga se je v letih 2021 in 2022 zmanjšal, storitveni tržni delež se je tudi v obdobju 2020–2022 povečal. Upad blagovnega izvoznega tržnega deleža v letu 2021 (za 2,4 %), ki je sledil njegovemu večletnemu okrevanju po gospodarsko-finančni krizi, je izhajal predvsem iz učinka sestave slovenskega izvoza. V letu 2022 pa je na njegovo 4,8-odstotno zmanjšanje pomembno vplivala dejanska izguba konkurenčnosti slovenskih izvoznikov, v veliki meri zaradi poslabšanja njihovega stroškovno-cenovnega položaja. Na padec tržnega deleža na blagovnem trgu EU, ki je najpomembnejši slovenski izvozni trg, je tako v letu 2022, ko je izbruhnila energetska kriza, pomembno vplival zastoj pri energetsko intenzivnih proizvodih (kovinski, nekovinski mineralni izdelki, papirni in kemični izdelki), zmanjšal pa se je tudi tržni delež večine ostalih skupin proizvodov. Gibanja izvoznega tržnega deleža

storitev pa so bila v obdobju zdravstvene krize (2020–2022) posledica nihanj svetovne menjave potovanj in transporta, ki v slovenskem izvozu predstavljata največji delež (Poročilo o produktivnosti, 2023). Izvozni tržni delež blaga in storitev, ki se je v obdobju konjunkturalne krize kreplil, pa se je v obdobju energetske krize znižal (Slika 11).

Slika 11: Izvozni tržni delež Slovenije se je v obdobju konjunkturalne krize kreplil, v obdobju energetske krize pa se je znižal



Vir: SURS, Eurostat (2024), lastni preračuni. Opomba:* Realni uvoz trgovinskih partneric, tehtan s slovenskim deležem izvoza v te države.

Okvir 2: Globalni trgi in mednarodna delitev dela

Neposredne tuje naložbe so pomemben steber internacionalizacije gospodarstva in ena od najpomembnejših oblik mednarodnega sodelovanja. Prinašajo številne koristi za lokalno gospodarstvo, vključno z ustvarjanjem delovnih mest ter prenosom znanja in tehnologije. Ustvarjajo več priložnosti za trgovino med državami, zato lahko trend upočasnjevanja vlaganj vpliva tudi na svetovno mednarodno menjavo. Po podatkih IMF se je leta 2023 mednarodna menjava povečala le za 0,3 %, kar je najpočasnejša rast v zadnjih desetletjih (če izvajamo leta gospodarskih, finančnih in drugačnih kriz). K rasti je prispevala predvsem rast storitvene menjave, saj se je blagovna menjava v primerjavi s predhodnim letom skrčila. Na upočasnjevanje rasti tujih vlaganj in menjave pomembno vpliva naraščanje geopolitičnih napetosti ter negotovosti v svetovnem gospodarstvu. Napoved IMF za leto 2024 kaže, da bo mednarodna menjava, v povprečju, zabeležila najpočasnejšo rast v polovici desetletja od začetka 90. let.

Tokovi neposrednih tujih investicij so se po okrepitvi v postkovidnem obdobju (2021–2022) v letu 2023 ob poslabšanih pogojih financiranja mednarodnih investicijskih projektov (zaradi povečane inflacije in obrestnih mer) umirili. Se pa stanje neposrednih naložb v Sloveniji postopno povečuje. Kljub lanskemu upadu prilivov in odlivov (tokov) je vrednost neposrednih naložb (stanje) konec leta 2023 tako za tretjino preseгла raven pred pandemijo.

Vrednost vhodnih NTI (tuje naložbe v Sloveniji) se je v zadnjih desetih letih (2014–2023) sicer več kot podvojila, predvsem v obliki priliva lastniškega kapitala, deloma pa tudi zaradi dolžniških instrumentov. Višje vhodne NTI so bile predvsem posledica pospešitve privatizacije, splošno večje prodaje lastniških deležev v slovenskih podjetjih pa tudi več širitve že obstoječih podjetij s tujim kapitalom in novih (t. i. greenfield) investicij. V Slovenijo so največ investirale države EU; naše najpomembnejše trgovinske partnerice so imele približno dve tretjini celotne vrednosti neposrednih naložb. Povprečna implicitna stopnja donosa neposrednih tujih naložb je znašala 7,8 % in je bila najvišja med komponentami mednarodnih naložb, kar odraža dolgoročni interes tujih neposrednih vlagateljev.

Podjetja s tujimi neposrednimi naložbami so močno vpeta v blagovno menjavo, kjer so v letu 2023 dosegla več kot polovico vrednosti blagovne menjave celotnega podjetniškega sektorja. Delež izvoza blaga podjetij s tujimi neposrednimi naložbami se sicer povečuje od leta 2014, kar kaže, da so podjetja s tujim kapitalom (oz. tujimi vlaganji) pomemben dejavnik rasti izvoza.

Tabela 2: Delež izvoza in uvoza blaga podjetij s tujimi neposrednimi naložbami, v %

Obdobje opazovanja	Izvoz	Uvoz
2014	36,3	39,9
2015	36,9	41,5
2016	37,3	43,0
2017	40,6	45,3
2018	42,5	46,9
2019	45,3	50,3
2020	47,6	53,0
2021	48,0	53,0
2022	51,1	51,9
2023	56,0	58,7

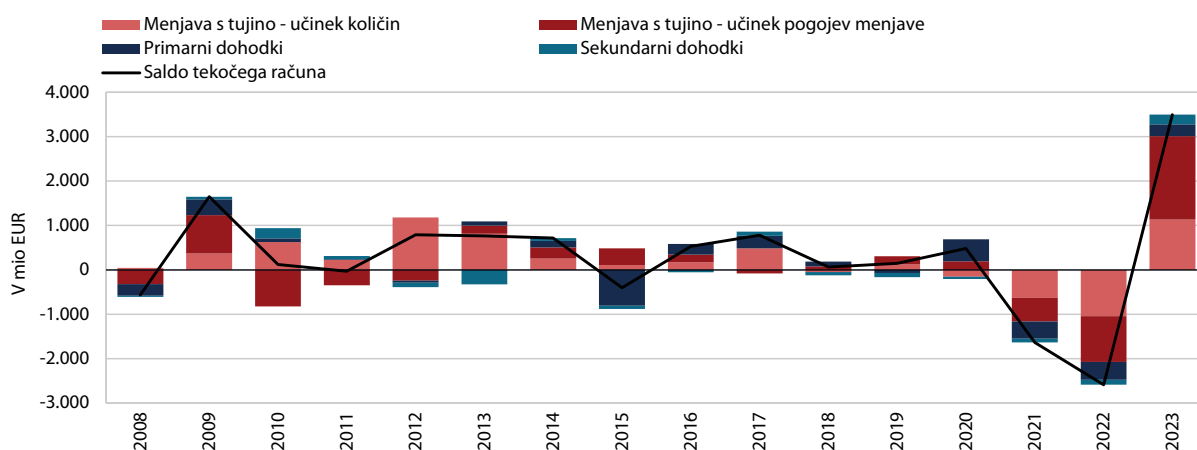
Vir: SURS (2024), lastni preračuni.

Slovenija pa vendarle ostaja med državami EU z najnižjim deležem stanja vhodnih NTI v BDP. Delež vhodnih NTI v primerjavi z BDP se je do leta 2023 povečal na 34 % BDP, a je zaradi nizke začetne ravni (7,5 % BDP leta 1993 in 21,2 % BDP v letu vstopa v EU 2004) ostal nižji kot v novih članicah EU, kljub najhitrejši rasti med temi državami v obdobju 2009–2022.

Izhodne NTI (naložbe Slovenije v tujini) so se od leta 2014 tudi povečevale, a razmeroma skromno. Slovenski neposredni investitorji imajo večino neposrednih naložb v državah na ozemlju nekdanje Jugoslavije. Padajoči delež blagovnega izvoza na to območje v preteklih osmih letih nakazuje, da Slovenija del prejšnjega izvoza nadomešča tudi z lokalno proizvodnjo na teh trgih. Povprečna implicitna stopnja donosa slovenskih neposrednih naložb v tujino je znašala 3,3 %. Glede deleža izhodnih NTI v primerjavi z BDP je Slovenija med novimi članicami EU prehitela Romunijo, Bolgarijo, Poljsko, Slovaško, Litvo, Hrvaško in Latvijo.

Saldo tekočega računa plačilne bilance je bil leta 2023 po enoletnem primanjkljaju znova v visokem presežku (2,8 mrđ EUR ali 4,5 % BDP). K vnovičnemu presežku v letu 2023 je največ prispeval saldo blagovne menjave, saj se je realni uvoz blaga zmanjšal še bolj kot izvoz. Na velik upad uvoza sta vplivala znižanje zalog in manjša potrošnja gospodinjstev. Pogoji menjave pa so se po dveh letih poslabšanja v letu 2023 izboljšali.⁵ Poleg količinskih gibanj, ki so k letni spremembi blagovnega salda (2,9 mrđ EUR) prispevala 1,2 mrđ EUR, so na saldo precej vplivali tudi izboljšani pogoji menjave, in sicer v višini 1,7 mrđ EUR (Slika 12). Rast storitvenega presežka se je nadaljevala, najbolj v menjavi transporta in gradbenih storitev. Presežek je bil višji tudi v menjavi storitev, temelječih na znanju (telekomunikacijske, računalniške in informacijske, storitve raziskav in razvoja ter finančne storitve). Primanjkljaj primarnih dohodkov je bil manjši, predvsem zaradi manjših neto odlivov dohodkov od lastniškega kapitala (dividend in dobička). Poleg tega so bili prihodki slovenskih delavcev, ki delajo v tujini, večji od prihodkov tujcev na delu v Sloveniji. Nižji primanjkljaj sekundarnih dohodkov pa je izhajal iz manjših neto odlivov transferjev zasebnega sektorja v tujino (prejete odškodnine iz neživiljenjskega zavarovanja) (Pomladanska napoved gospodarskih gibanj, 2024).

Slika 12: K spremembi nominalnega salda tekočega računa je v obdobju 2021–2023 občutno vplivalo realno tuje in domače povpraševanje ter pogoji menjave



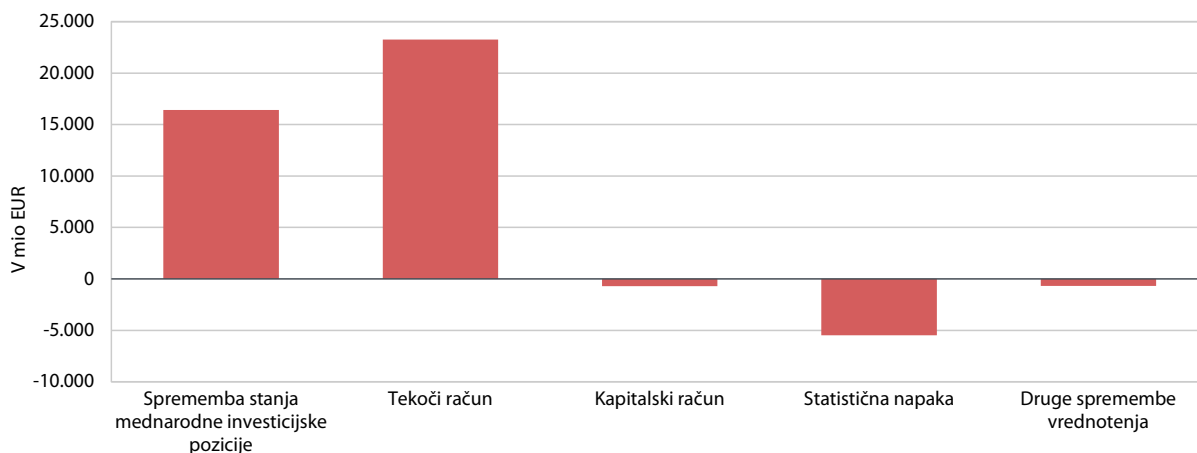
Vir: SURS, BS (2024), lastni preračuni.

⁵ Slovensko gospodarstvo je tradicionalno zelo odprto, saj je delež menjave blaga in storitev v primerjavi z BDP v obdobju 2015–2023 v povprečju znašal 159 % BDP. Zunanji pogoji zato precej vplivajo na menjavo s tujino in posledično na BDP. Glede na razmeroma visok delež energije, surovin in hrane v uvozu, njihove cene pomembno vplivajo na gibanje pogojev menjave. Tako njihovo izboljšanje kratkoročno (v obdobju enega leta) statistično značilno pozitivno vpliva na saldo menjave blaga in storitev s tujino. Zunanjetrgovinski cenovni šoki dolgoročno pojasnijo petino variacije salda menjave s tujino.

5 Slovenija in makroekonomsko zunanje ravnotežje

Neto finančna pozicija Slovenije do tujine se, zaradi presežkov na tekočem računu plačilne bilance in s tem povezanih neto kapitalskih odlivov, od leta 2013 postopoma izboljšuje. Mednarodna investicijska pozicija Slovenije se je leta 2023 še izboljšala in bila prvič po letu 2002 pozitivna (1,5 mrd EUR ali 2,3 % BDP). V primerjavi z letom 2022 so se glede na BDP skupne terjatve povečale, skupne obveznosti pa ostale približno nespremenjene. Neto odlivi BS in zasebnega sektorja so bili višji od neto prilivov finančnih sredstev države. BS je povečala obveznosti do tujine, še bolj pa terjatve iz gotovine in vloge v okviru plačilnega prometa TARGET, kar je bilo večinoma povezano s plasiranjem denarja domačih poslovnih bank v tujino ter izdajami vrednostnih papirjev v Sloveniji. Državni sektor je leta 2023 povečal neto obveznosti do tujine. Država je povečala dolg do tujih portfeljskih vlagateljev in tujih posojilodajalcev. Zaradi višjih kratkoročnih obrestnih mer na mednarodnih denarnih trgih so se povečale terjatve v delu finančnih derivativov. Zasebni sektor je povečal neto terjatve do tujine. Nefinančne družbe, domače poslovne banke in investicijski skladi so okrepili finančne naložbe v tuje lastniške ter dolžniške vrednostne papirje. Gospodinjstva so ob naraščajočih obrestnih merah in s tem višjih donosih povečala depozite na računih v tujini, drugi finančni posredniki pa so povečali dolg do tujih posojilodajalcev. Priliv tujih neposrednih naložb v Slovenijo se je v zadnjih letih povečal zaradi prodaje deležev v domačih podjetjih in dokapitalizacije ter je presegal vrednost slovenskih neposrednih naložb v tujino.

Slika 13: Kumulativni presežek tekočega računa plačilne bilance je v obdobju 2009–2023 največ prispeval k spremembi stanja mednarodnih naložb in s tem k izboljšanju zunanje pozicije Slovenije



Vir: BS (2024), lastni preračuni.

Evropska komisija daje poseben poudarek zgodnjemu odkrivanju in popravljanju presežnih makroekonomskih neravnovesij v državah EU. Namen MIP je opredeliti, preprečiti ali odpraviti morebitno škodljivo neravnovesje, ki bi vplivalo na gospodarsko stabilnost posamezne države EU, evrskega območja ali EU v celoti. MIP je bil uveden v letu 2011, ko je finančna kriza pokazala, da lahko makroekonomska neravnovesja, kot je velik primanjkljaj tekočega računa ali cene nepremičnin, v eni državi vplivajo na druge.

Postopek ocenjevanja temelji na enajstih kazalnikih zunanjih in notranjih neravnovesij ter na poglobljeni analizi, s katero se dodatno ugotavlja vpliv s kazalniki prepoznanega neravnotežja na makroekonomsko stabilnost. Pri ugotovljenih presežnih neravnotežjih Evropska komisija (EK) državam izda priporočila glede ustreznih odzivov politik in zelo podrobno spremlja njihovo izvajanje. V primeru zelo resnih presežnih neravnotežij, ki lahko ogrozijo tudi delovanje ekonomske in monetarne unije, pa se na predlog Sveta EU začne postopek, ki poleg izdaje priporočil državi, okrepljenega nadzora in spremljanja, od države zahteva

tudi načrt popravljalnih ukrepov. Za članice evrskega območja, ki večkrat zaporedoma ne sprejmejo ustreznih ukrepov, so možne tudi finančne sankcije v višini do 0,1 % BDP (Markič, 2021, str 15).

Tabela 3: Nabor kazalnikov makroekonomskega zunanje neravnotežja za Slovenijo

Kazalnik/mejna vrednost	Mejna vr.	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tekoči račun, v % BDP (triletno povprečje)	-4/6 %	4,1	4,6	4,9	5,6	6,0	6,3	5,5	3,2	2,3
Stanje mednarodnih naložb, v % BDP	-35 %	-31,2	-28,8	-24,2	-19,0	-16,3	-15,7	-7,7	-1,5	3,7
Realni efektivni tečaj (deflator CPI), rast v treh letih	-/+5 %	0,5	-0,5	-2,0	1,9	1,0	1,9	-0,4	-1,4	1,0
Tržni delež na svetovnem trgu, rast v petih letih	-6 %	-5,0	3,1	17,6	19,3	15,4	19,2	10,2	2,3	2,0
Nom. stroški dela na enoto, rast v treh letih	+9 %	-0,1	1,3	3,6	5,7	7,9	14,3	12,7	14,3	18,8

Vir: Eurostat (2024).

Po oceni EK (Alert Mechanism Report, 2024) slovensko gospodarstvo nima makroekonomskih neravnovesij, čeprav zanje obstajajo tveganja (fiskalna nestabilnost, visoke cene na nepremičninskem trgu in stroškovni pritiski).

6 Zaključek

Razvoj tekočega računa plačilne bilance smo analizirali v daljšem časovnem obdobju, najbolj pa smo se osredotočili na obdobje od vstopa Slovenije v EU do vključno energetske krize.

V obdobju 1995–1997 je bil tekoči račun približno uravnotežen. Popolna liberalizacija kapitalskega in finančnega računa z letom 2003 je omogočila zadolževanje na tujem, ki se je s priključitvijo Slovenije EU ter po prevzemu evra zelo okrepilo. Primanjkljaj tekočega računa se je povečeval in je bil v predkriznem letu 2008 najvišji doslej (–5,3 % BDP).

Po obdobju razmeroma uravnoteženega tekočega računa plačilne bilance v letih 1995–1997 se je z letom 1998 začelo obdobje plačilnobilančnega neravnotežja. Do uravnoteženja stanja tekočega računa plačilne bilance je prišlo v letu 2001. Po vstopu Slovenije v EU do finančno-gospodarske krize je bila varčevalno-investicijska vrzel Slovenije večinoma posledica visoke rasti podjetniških investicij, stanovanjske gradnje in velikih infrastrukturnih investicij državnega pomena. V obdobju 2009–2011 se je varčevalno-investicijska vrzel precej zaprla, rahel primanjkljaj tekočih transakcij pa se je financiral s skromnim zadolževanjem v tujini. V obdobju 2012–2019 je presežek tekočih transakcij izražal obsežno varčevanje in še vedno razmeroma nizko raven domačih investicij. Na povečevanje presežka na tekočem računu oziroma na odpiranje varčevalno-investicijske vrzeli (presežka bruto varčevanja nad investicijami) so od leta 2012 glede na sektorsko strukturo vplivali predvsem zmanjševanje javnofinančnega primanjkljaja, krepitev varčevanja gospodinjstev in razdolževanje podjetniškega sektorja. Leta 2020 se je kljub izdatnemu povečanju javnofinančnega primanjkljaja presežek zaradi obsežnega varčevanja zasebnega sektorja (gospodinjstev in nefinančnih družb) naprej povečeval in bil najvišji doslej. Zaradi hitrejšega okrevanja domačega povpraševanja v primerjavi s tujim in poslabšanih pogojev menjave ob izrazitih nihanjih cen surovin na svetovnem trgu se je presežek v letu 2021 precej znižal, leta 2022 pa prevesil v primanjkljaj. Leta 2023 pa je bil, po enoletnem primanjkljaju, znova v visokem presežku. Presežek varčevanja nad investicijami celotnega gospodarstva je lani dosegel 2,8 mrd EUR. K tej spremembi je največ prispevalo izrazito znižanje bruto investicij nefinančnih družb. Na gibanje salda tekočega računa so precej vplivale tudi posamezne komponente izdatkovne strukture BDP v različnih krizah (finančno-gospodarska, pandemija, energetska).

Zaradi presežkov na tekočem računu plačilne bilance in s tem povezanih neto kapitalskih odlivov se neto finančna pozicija do tujine od leta 2013 postopoma izboljšuje. Mednarodna investicijska pozicija Slovenije se je leta 2023 še izboljšala in bila prvič po letu 2002 pozitivna (1,5 mrd EUR ali 2,3 % BDP).

Literatura in viri

- Adams, N. in Atkin, T.** (2022). The Significant Shift in Australia's Balance of Payments. Pridobljeno s <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2022/mar/the-significant-shift-in-australias-balance-of-payments.html>
- Alert Mechanism Report.** (2024). European Economy Institutional Paper 261. European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Pridobljeno s https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/alert-mechanism-report-2024_en
- Altayligil, Y-B. in Çetrez, M.** (2020). Macroeconomic, institutional and financial determinants of current account balances: a panel data assessment. *Journal of Economic Structures*. Pridobljeno s <https://avesis.istanbul.edu.tr/yayin/90c96689-e51f-46b3-9a1d-00008f486740/macroeconomic-institutional-and-financial-determinants-of-current-account-balances-a-panel-data-assessment>
- Banka Slovenije.** (2024). Pregled makroekonomskih gibanj, September 2024. Ljubljana: Banka Slovenije.
- Breitkreuz, N.** (2011). Current Account Balances of Selected Members of the Euroarea: Determinants and policy Implications. University of Duisburg-Essen. Pridobljeno s https://www.researchgate.net/publication/254444499_The_determinants_of_current_account_imbalances_in_the_Euro_Area_a_panel_estimation_approach
- Byrialsen, M. R. in Valdecantos, S.** (2023). Explaining the high (and increasing) current account surplus in Denmark. Pridobljeno s https://www.imk-boeckler.de/data/downloads/IMK/FMM%20Konferenz%202023/v_2023_10_21_byrialsen.pdf
- Deutsche Bundesbank Monthly Report.** (2020). The German current account surplus through the lens of macroeconomic models.
- ECB Economic Bulletin.** (2023). The euro area current account after the pandemic and energy shock. Issue 6 / 2023.
- Eurostat.** (2024). Eurostat [podatkovna baza]. Luxembourg: Eurostat. Pridobljeno s <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
- Fuchs, P.** (2015). Current Account Imbalances: Signs of Adjustment? Lund School of Economics and Management Lund University. Pridobljeno s <https://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=8057336&fileId=8057355>
- German Council of Economic Experts.** (2015). The German current account - Actionism is inappropriate. Annual Economic Report 2014/15. Pridobljeno s https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/gutachten/jg201415/chapter_six.pdf
- German Council of Economic Experts** (2020). Productivity: Improving conditions for growth. Annual Report 2019/20. Pridobljeno s https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/gutachten/jg201920/JG201920_Chapter_2.pdf
- Gossé, J-B. in Serranito, F.** (2014). Long-run determinants of current accounts in OECD countries: Lessons for intra-European imbalances. *Economic Modelling* 38 (2014) 451–462. Pridobljeno s https://www.researchgate.net/publication/260984484_Long_run_current_determinants_in_OECD_countries_Lessons_for_intra-European_Imbalances/link/5c9a0d22299bf1116947e77b/download?_tp=eyJjb250ZXh0Ijp7ImZpcnN0UGFnZSI6InB1YmxpY2F0aW9uIiwicGFnZSI6InB1YmxpY2F0aW9uIn19
- Haydory, A. in Tareque, N.** (2023). Long-run relationship between the unemployment rate and the current account balance in the United States: An empirical analysis. *Portuguese Economic Journal* (2023) 22:397–416. Pridobljeno s https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC9362007/pdf/10258_2022_Article_220.pdf

- In-Depth Review.** (2024). Germany. European Economy Institutional Paper 280. European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- IMF.** (2022). Country Report No. 22/170 Denmark. Washington: International Monetary Fund.
- IMF.** (2017). Country Report No. 17/193 Germany. Washington: International Monetary Fund.
- IMF.** (2023). External Sector Report. Washington: International Monetary Fund.
- IMF.** (2024). External Sector Report. Washington: International Monetary Fund.
- Koprivnikar, M.** (2021). Zasebna potrošnja pred in med epidemijo covid-19. Pridobljeno s <https://www.umar.gov.si/publikacije/kratke-analize/publikacija/zasebna-potrosnja-pred-in-med-epidemijo-covid-19>
- Lequiller, F. in Blades, D.** (2014). Understanding National Accounts: Second Edition, OECD Publishing. Pridobljeno s https://www.oecd-ilibrary.org/economics/understanding-national-accounts_9789264027657-en
- Markič, J.** (2021). Mednarodne naložbe Slovenije. Pridobljeno s <https://www.umar.gov.si/publikacije/kratke-analize/publikacija/mednarodne-nalozbe-slovenije>
- Markič, J.** (2023). Vpliv salda tekočega računa in drugih dejavnikov na mednarodne naložbe Slovenije. Pridobljeno s <https://www.umar.gov.si/publikacije/kratke-analize/publikacija/vpliv-salda-tekocega-racuna-in-drugih-dejavnikov-na-mednarodne-nalozbe-slovenije>
- McFarlane, A., Jung, Y. in Das, A.** (2018). The dynamics among domestic saving, investment, and the current account balance in the USA: a long-run perspective 58 (2020) 1659–1680.
- Narayan S. in Srianthakumar S.** (2020). Are the Current Account Imbalances on Sustainable PATH? Uninversity, Melbourne, Australia. Pridobljeno s <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/239293/1/1742852203.pdf>
- SURS.** (2024). Si-stat [podatkovna baza]. Ljubljana: Statistični urad RS. Pridobljeno s <https://pxweb.stat.si/sistat/sl>
- Suyker W. in Wagteveld S.** (2019). A fresh look at the Dutch current account surplus and its driving forces. Centraal Planbureau. Pridobljeno s <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/cpb-achtergronddocument-lopende-rekening-definitief.pdf>
- UMAR.** (2021). Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2021. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
- UMAR.** (2023). Poročilo o produktivnosti 2023. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
- UMAR.** (2024). Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2024. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
- UMAR.** (2024). Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2024. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
- UMAR.** (2024). Poročilo o razvoju 2024. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
- Van den Ven P. in Fano D.** (2017). Understanding Financial Accounts. OECD Publishing. Pridobljeno s https://www.oecd-ilibrary.org/economics/understanding-financial-accounts_9789264281288-en
- Výškrabka, M. in Aruqaj, E.** (2024). Euro Area Current Account Developments. European Economy Discussion Paper 202. European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Pridobljeno s https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/eef5d7ff-60da-42cc-b2b5-2d756b61c469_en?filename=dp202_en.pdf
- Yang, L.** (2011). An Empirical Analysis of Current Account Determinants in Emerging Asian Economies. Cardiff Business School Working Paper Series. United Kingdom.