
Jože Markič

Dinamika zunanjega zadolževanja Slovenije

Delovni zvezek št. 10/2007, let. XVI

Kratka vsebina: Ob vse večji vpetosti naše države v mednarodne kapitalske tokove se je v opazovanem obdobju 1995–2006 povečal obseg zadolževanja, predvsem zasebnega sektorja, dinamiko pa narekuje tudi vstop v evroobmočje. Avtor uvodoma predstavi koncept stanja mednarodnih naložb in neto finančne pozicije do tujine ter pomen bruto zunanjega dolga v njem. Potem obravnava stanje mednarodnih naložb v svetovnem gospodarstvu. Osrednji del delovnega zvezka so poglavja o kazalnikih zadolženosti (statični, dinamični, plačilnobilančna enačba), sledi analiza plačilnobilančnih tokov po prevzemu evra, delovni zvezek pa avtor zaključí s scenariji bruto zunanjega dolga do leta 2011.

Ključne besede: neto finančna pozicija, mednarodni kapitalski trgi, plačilnobilančni tokovi, kazalniki bruto zunanjega dolga, dekompozicija sprememb zunanjega dolga, napoved in analiza občutljivosti bruto zunanjega dolga

Zbirka Delovni zvezki je namenjena objavljanju izsledkov tekočega raziskovalnega dela, analizi podatkovnih serij in predstavitev metodologij s posameznih področij dela Urada. S tem želimo spodbuditi izmenjavo zamisli o ekonomskih in razvojnih vprašanjih, pri čemer je pomembno, da se analize objavijo čim hitreje, tudi če izsledki še niso dokončni.

Mnenja, ugotovitve in sklepi so v celoti avtorjevi in ne izražajo nujno uradnih stališč Urada RS za makroekonomske analize in razvoj.

Objava in povzemanje publikacije sta dovoljena delno ali v celoti z navedbo vira.

Delovni zvezki Urada RS za makroekonomske analize in razvoj

Izdajatelj:

Urad RS za makroekonomske analize in razvoj

Gregorčičeva 27

1000 Ljubljana

Telefon: (+386) 1 478 1012

Telefaks: (+386) 1 478 1070

E-naslov: gp.umar@gov.si

Odgovorna urednica: mag. Barbara Ferk (barbara.ferk@gov.si)

Delovni zvezek: Dinamika zunanjega zadolževanja Slovenije

Avtor: mag. Jože Markič (joze.markic@gov.si)

Lektoriranje: Sektor za prevajanje Generalnega sekretariata Vlade RS

Lektoriranje angleškega povzetka: Dean J. DeVos

Delovni zvezek je recenziran.

Ljubljana, oktober 2007

CIP - Kataložni zapis o publikaciji

Narodna in univerzitetna knjižnica, Ljubljana

336.273.3(497.4)

MARKIČ, Jože

Dinamika zunanjega zadolževanja Slovenije [Elektronski vir] /

Jože Markič. - Besedilni podatki. - Ljubljana : Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, 2007. - (Delovni zvezki UMAR; letn. 16, št. 10)

Način dostopa (URL): <http://www.umar.gov.si/public/dz/2007/dz-10-07.pdf>

ISBN 978-961-6031-60-8

235723264

KAZALO VSEBINE

1 UVOD	1
2 RAZVOJ MEDNARODNIH KAPITALSKIH TRGOV	3
3 DINAMIKA BRUTO ZUNANJEGA DOLGA SLOVENIJE	6
3.1 Struktura bruto zunanjega dolga po sektorjih in instrumentih	6
3.2 Kazalniki bruto zunanjega dolga po merilu Svetovne banke	8
3.3 Dinamični kazalniki bruto zunanjega dolga	9
4 ANALIZA TOKOV ZADOLŽEVANJA NA OSNOVI PLAČILNOBILANČNE ENAČBE	11
5 PLAČILNOBILANČNI TOKOVI PO PREVZEMU EVRA	16
6 SCENARIJI MOŽNEGA GIBANJA ZUNANJEGA DOLGA V OBDOBJU 2007–2011	18
6.1 Osnovni scenarij dinamike zunanjega zadolževanja	18
6.2 Analiza občutljivosti zunanjega zadolževanja	20
7 SKLEP	22

Kazalo tabel in slik

Tabela 1: Stanje mednarodnih naložb Slovenije, v % BDP.....	2
Tabela 2: Koefficienti diverzifikacije mednarodnih kapitalskih trgov za leto 2003 in povprečje za Slovenijo v obdobju 1995–2006.....	4
Tabela 3: Stanje bruto zunanjega dolga Slovenije glede na zapadlost in povezanost oseb, v mio evrov	6
Tabela 4: Razvrstitev držav po dohodkovnem merilu Svetovne banke v USD na prebivalca	8
Tabela 5: Kazalniki zadolženosti Slovenije po merilih Svetovne banke, v %.....	8
Tabela 6: Kazalniki zadostnosti deviznih rezerv (likvidnosti), stanja konec obdobja, v mio evrov	10
Tabela 7: Dinamični kazalniki dolga Slovenije, stanja konec obdobja, v mio evrov.....	10
Tabela 8: Analiza sprememb bruto zunanjega dolga Slovenije, v % BDP	12
Tabela 9: Srednjeročni osnovni scenarij vzdržnosti bruto zunanjega dolga Slovenije, v % BDP*	19
Tabela 10: Nekatere osnovne opisne statistike v preteklem desetletju (1997–2006).....	20
Tabela 11: Vpliv posameznih šokov in reziduala na stanje bruto zunanjega dolga, v % BDP	20
Slika 1: Internacionalizacija trgovinskih tokov ter imetja in obveznosti Slovenije, v % BDP	5
Slika 2: Struktura zadolževanja po sektorjih, v % BDP	7
Slika 3: Gibanje plačilnobilančnih tokov, v mio evrov.....	11
Slika 4: Dinamika realne rasti BDP, rasti implicitnih obrestnih mer na zunanji dolg (v %) in saldo tekočega računa brez plačil obresti tujini (v % BDP)	14
Slika 5: Portfeljske naložbe slovenskih poslovnih bank pred vstopom v evroobmočje in po njem, tokovi v mio evrov	17
Slika 6: Bruto zunanji dolg v državah Evroobmočja, 2006, v % BDP	21

Povzetek

Vpetost Slovenije v mednarodne kapitalske tokove se povečuje, kar se odraža v stanju njenih mednarodnih naložb in v neto finančni poziciji do tujine. V okviru slednje je zaradi naraščajočega zadolževanja posebno izpostavljena dinamika bruto zunanjega dolga. Sektorska razčlenitev zunanjega dolga kaže, da se od leta 2001 zmanjšuje delež bruto zunanjega dolga države, narašča pa delež zadolževanje zasebnega sektorja. Večina celotnega bruto zunanjega dolga je dolgoročnega, zaznati pa je zniževanje kratkoročnega dolga v strukturi.

Analiza zunanjega dolga po različnih merilih ter statičnih in dinamičnih kazalnikov zadolženosti razkriva, da se je Slovenija v obdobju 1995–2006 uvrščala med države, ki niso imele problemov s kratkoročno likvidnostjo. Evolucija sprememb zunanjega dolga je prikazana na osnovi plačilnobilančne enačbe, ki pojasnjuje prispevke posameznih dejavnikov (primarnega salda tekočega računa, gospodarske rasti, plačanih obresti, cen in tečaja ter reziduala) k dinamiki zadolževanja Slovenije.

Metodološke spremembe plačilnobilančne statistike, ki so nastale po prevzemu evra, vplivajo tudi na statistično izkazani obseg zunanjega dolga. Zaradi sprostitev blagajniških zapisov je morala BS zagotoviti likvidnost domačih poslovnih bank z zadolževanjem v okviru Evrosistema.

Napoved zunanjega dolga za naslednje petletno obdobje je izdelana po dveh scenarijih: (i) osnovnem, ki predpostavlja ugodno domače in mednarodno okolje ter (ii) dodatnem, ki analizira odzivnost zunanjega dolga na posamezne šoke (porast obrestnih mer, počasnejšo gospodarsko rast in povečan primanjkljaj tekočih transakcij ter visok rezidual). Pri tem največje tveganje za nadaljnji porast zunanjega dolga predstavlja nadaljnja visoka vrednost reziduala.

Summary

The expansion of international capital flows is reflected in Slovenia's net international investment position. Due to growing indebtedness, the analysis places special emphasis on the dynamics of gross external debt. The sectoral structure of external debt indicates that the debt of the government sector has been decreasing, particularly since 2001, while the debt of the private sector has been increasing. In the period 1995-2006 most external debt was long-term, while the proportion of short-term debt decreased.

An analysis of external debt using different criteria and static and dynamic indicators shows that Slovenia had no problems with short-term liquidity in 1995-2006 and that its level of external debt was sustainable. The evolution of external debt, based on the balance of payments equation, explains the contributions of individual factors (external current account balance excluding interest payments on external debt, net non-debt creating foreign direct investment, the nominal interest rate effect, real GDP growth, the price and exchange rate effect, and the residual) to the dynamics of external debt.

By entering the EMU, the Bank of Slovenia joined the Eurosystem, which brought about some methodological changes. The changes had the biggest impact on the flows of investment in securities and other investment, as well as on the increase in gross external debt.

Medium-term scenarios of external debt are based on two scenarios: (i) the baseline scenario, which assumes a favourable domestic and international environment; and (ii) an additional scenario, which analyses the sensitivity of external debt to individual shocks such as an increase in interest rates, a slowdown in economic growth, increased current account deficit and high value of residual. The latter constitutes the largest risk to further expansion of external debt.

1 UVOD

Vpetost Slovenije v mednarodne trgovinske in kapitalske tokove se povečuje. Medtem ko je bila Slovenija v preteklem desetletju močno vpeta v mednarodne trgovinske tokove, se je obseg kapitalskih tokov postopno krepil po liberalizaciji leta 1999¹, z večjim preskokom v letu 2002, pri tem pa so se povečala tako imetja kot tudi obveznosti. Poleg postopne liberalizacije je k temu prav gotovo prispeval tudi proces približevanja Evropski uniji (v nadaljevanju EU) in pri tem porast ugleda Slovenije. Pri analizi kapitalskih tokov je upoštevano obdobje od leta 1995 (podatki po bruto konceptu so namreč razpoložljivi šele od leta 1994, podatki o BDP pa od leta 1995). Bruto zunanji dolg² Slovenije se je po letu 1995 začel povečevati predvsem zaradi močnejšega zadolževanja bank, podjetij in drugih finančnih organizacij (v nadaljevanju DFO), medtem ko je bilo zadolževanje državnega sektorja in povezanih oseb³ skromnejše. Delež bruto zunanjega dolga ali nelastniških obveznosti je v obdobju 1995–2006 predstavljal okoli štiri petine skupnih obveznosti do tujine, drugo petino pa so predstavljale lastniške obveznosti (lastniški kapital in reinvestirani dobički iz naslova neposrednih naložb tujcev v Sloveniji). Pri terjatvah do tujine je bil opazen porast rezervnih imetij, neposrednih naložb v tujini in naložb v vrednostne papirje, medtem ko se je delež ostalih naložb zniževal. Delež dolžniških terjatev je v povprečju predstavljal kar 95 % skupnih terjatev. Porast terjatev do tujine oziroma naložb v tujino je bil pomemben vzrok krepitve bruto kapitalskih tokov, pri čemer so izjemno naraščale lastniške portfeljske naložbe in neposredne naložbe v tujino. Celotno stanje mednarodnih naložb Slovenije je tako v povprečju izkazovalo neto dolžniško pozicijo⁴, ki je bila za 1,8 mrd evrov večja od neto zunanjega dolga. Ta razlika je nastala na lastniških terjatvah in obveznostih. Pri tem je šlo skoraj v celoti (96,0 %) za neto pritek lastniškega kapitala in reinvestiranih dobičkov iz naslova tujih neposrednih naložb v Sloveniji, ostalo so bile obveznosti med povezanimi kapitalskimi podjetji (gl. Tabela 1).

V okviru neto finančne pozicije in razvoja mednarodnih kapitalskih trgov je, zaradi naraščajočega zadolževanja v tujini, posebno izpostavljena dinamika bruto zunanjega dolga Slovenije. V tem okviru najprej analiziramo zunanji dolg po sektorjih in dolžniških instrumentih ter s kazalniki zadolženosti (statičnimi in dinamičnimi) ocenimo solventnost in likvidnost slovenskega gospodarstva v obdobju 1995–2006. Sledi podrobna analiza posameznih dejavnikov, ki vplivajo na spremembe stanja zunanjega dolga. Na osnovi slednje je ob koncu prikazana še projekcija bruto zunanjega dolga za obdobje 2007–2011. Predstavljena sta dva scenarija: osnovni scenarij in scenarij občutljivosti tokov zadolževanja glede na šoke gospodarske rasti, obrestnih mer in salda tekočega računa.

¹ Kapitalski tokovi so bili dejansko liberalizirani z Zakonom o deviznem poslovanju aprila leta 1999. Takrat so bile sproščene vse oblike dolgoročnih kapitalskih tokov (neposredne naložbe, kreditni posli s tujino, osebni kapitalski prenosi in nekateri posli z vrednostnimi papirji), medtem ko je Slovenija še vedno omejevala kratkoročne in nekatere srednjeročne kapitalske tokove. Banka Slovenije je liberalizacijo kapitalskih tokov pospešila januarja leta 2002, ko je odpravila vse omejitve pri prenosu domače in tuje gotovine čez mejo ter vse omejitve pri poslovanju s portfeljskimi naložbami, razen odpiranja računov za domače fizične osebe v tujini. Slednja omejitev pa je bila odpravljena 1. februarja 2003, ko je bil kapitalsko-finančni račun plačilne bilance popolnoma liberaliziran.

² Bruto zunanji dolg je znesek obveznosti, ki jih imajo rezidenti do nerezidentov na določen dan in vključuje obveznost plačila glavnice in/ali obresti, ki jih bodo morali dolžniki plačati v prihodnosti. Finančni instrumenti bruto zunanjega dolga so: dolžniški vrednostni papirji (instrumenti denarnega trga, obveznice in zadolžnice), komercialni krediti (kratkoročni, dolgoročni), posojila (kratkoročna, dolgoročna), gotovina in vloge ter ostale dolžniške obveznosti. Zapadlost dolga je določena po načelu prvotne zapadlosti, ko je dolg nastal. Kratkoročni dolg je dolg, odplačljiv na odpoklic, in dolg z zapadlostjo enega leta ali manj, dolgoročni dolg pa je dolg z zapadlostjo več kot enega leta in dolg, ki nima določene zapadlosti (Metodološke opombe časovnih vrst, 2007).

³ Za definicijo gl. str. 7.

⁴ Skupne finančne terjatve in obveznosti do tujine prikazuje stanje mednarodnih naložb. Slednje poleg dolžniških terjatev in dolžniških obveznosti (bruto zunanjega dolga) zajema tudi terjatve in obveznosti iz lastniških razmerij.

Tabela 1: Stanje mednarodnih naložb Slovenije, v % BDP

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1 Dolžniške terjatve	33,9	40,9	52,5	58,4	59,0	60,6	68,0	67,6
2 Lastniške terjatve	0,1	1,0	2,0	2,3	3,7	6,2	11,2	14,4
3 Skupne terjatve (1+2)	34,0	41,9	54,5	60,7	62,6	66,8	79,2	82,0
4 Bruto zunanji dolg	27,2	44,6	46,1	47,8	52,2	57,3	69,4	78,5
5 Lastniške obveznosti	4,5	9,3	10,4	12,8	16,3	17,4	17,9	18,6
6 Skupne obveznosti (4+5)	31,7	53,9	56,5	60,6	68,5	74,7	87,3	97,1
7 Neto zunanji dolg/terjatve (1-4)	6,7	-3,7	6,3	10,6	6,8	3,3	-1,5	-10,8
8 Neto lastniški dolg/terjatve (2-5)	-4,4	-8,2	-8,3	-10,5	-12,6	-11,2	-6,6	-4,3
9 Neto finančna pozicija (7+8)*	2,3	-12,0	-2,0	0,1	-5,8	-7,9	-8,1	-15,1

Opomba: * -negativni (pozitivni) predznak v saldu pomeni neto dolžniško (upniško) finančno pozicijo.

Vir: Bilten BS, 2007.

2 RAZVOJ MEDNARODNIH KAPITALSKIH TRGOV

Naraščajoči obseg stanja mednarodnih naložb v svetovnem gospodarstvu je posledica razvoja mednarodnih kapitalskih trgov. Vrednost skupnih terjatev in obveznosti je ovrednotena podobno kot trgovinski tokovi.⁵ V tem smislu je Obstfeld (2004, str. 12) predlagal tako imenovani Grubel-Lloydov indeks trgovanja z imetji in obveznostmi (imenovan tudi koeficient diverzifikacije), ki je zapisan z naslednjo identiteto:

$$GL = 1 - \frac{|A - L|}{A + L} \quad (1)$$

pri čemer je:

GL – indeks trgovanja s skupnimi terjatvami in obveznostmi,

A – stanje skupnih terjatev konec določenega leta,

L – stanje skupnih obveznosti konec določenega leta.

Če je vrednost koeficienta enaka 1, je neto finančna pozicija gospodarstva izravnana in je vrednost imetij enaka vrednosti obveznosti. Kadar pa je vrednost omenjenega indeksa enaka 0, je vrednost vseh obveznosti enaka vrednosti neto obveznosti ali pa je vrednost vseh terjatev enaka vrednosti neto terjatev. Grubel-Lloydov indeks trgovanja z imetji in obveznostmi pa ne pokaže, kdaj neka država izkazuje neto upniško ali neto dolžniško finančno pozicijo.⁶ Omenjeni koeficient ne kaže sprememb rasti imetij in obveznosti, zato se običajno doda k temu še povprečni delež imetij in obveznosti v BDP, t. i. koeficient obsega trgovanja z imetji in obveznostmi:

$$\frac{A + L}{2 * Y} \quad (2)$$

pri čemer je:

Y – bruto domači proizvod.

Na splošno velja, da je diverzifikacija imetij in obveznosti držav, ki nimajo razvitih kapitalskih trgov (angl. *emerging markets*), manj izrazita. Glede na velikost njihovega BDP je bil manjši tudi obseg trgovanja z imetji in obveznostmi (angl. *asset trade to GDP*). V skupini razvijajočih se kapitalskih trgov je opazna zlasti Republika Koreja, katere skupni koeficient G-L je izkazoval vrednost 0,97. Vrednost slednjega pa se je, po izločitvi deviznih rezerv, večinoma izraženih v USD, znižala na 0,59. Izjema pri razvijajočih se kapitalskih trgih je bil Čile, katerega diverzifikacija (vrednost koeficienta je znašala 0,84) je omogočala prehod k drsečemu deviznemu tečaju. Čile je imel tudi razmeroma visok obseg trgovanja z imetji in obveznostmi, katerih povprečna vrednost je za 14 % presegla nominalno vrednost BDP.

Države z visokim bruto nacionalnim dohodkom na prebivalca in razvitimi finančnimi trgi so seveda imele večji koeficient diverzifikacije (0,84) kot razvijajoči se kapitalski trgi (0,67) (gl. Tabela 2). Precej je bil večji tudi obseg trgovanja z imetji in obveznostmi (koeficient za razvite trge skupaj znaša 5,25, brez

⁵ Grubel in Lloyd sta namreč opazila, da je blagovna menjava med industrijsko razvitimi državami dvosmerna znotraj iste skupine blaga. Znotrajpanožna menjava pomeni izvoz in uvoz podobnih ali le nekoliko diferenciranih proizvodov. Poleg prenosa tehnologije predstavlja tudi način pridobivanja informacij o produkcijskih tehnikah, kakovosti proizvodov in okusih potrošnikov. S specializacijo naj bi gospodarstvo doseglo večjo inovativnost in konkurenčnost (Obstfeld, 2004).

⁶ V 19. stoletju in zgodnjih letih 20. stoletja so kapitalski tokovi večinoma potekali od bogatih držav, kakršne so bile Anglija, Francija in Nemčija, k državam periferije, kakršne so Argentina, Turčija in Rusija. Na začetku 20. stoletja, ko je bilo finančno trgovanje še skromno, sta npr. Velika Britanija (neto upnica) in Kanada (neto dolžnica) izkazovali nizko vrednost indeksa G-L. V sedanjem času pa ima diverzifikacija finančnih tokov in stanj v mednarodnih financah čedalje pomembnejšo vlogo.

Luksemburga pa 2,32), medtem ko je bila pri razvijajočih se državah vrednost slednjega 0,64. V skupini razvitih gospodarstev se omenjeni koeficienti prav tako precej razlikujejo od povprečja. Tako je celotni koeficient G-L za države, ki so neto upnice (Japonska, Singapur in Kuvajt), in za države s stalno negativno finančno pozicijo (Avstralija, Nova Zelandija) izkazoval nižjo vrednost od povprečja. Pri ZDA, ki je razmeroma visoko zadolžena, pa je omenjeni koeficient znašal 0,85. Mala odprta gospodarstva, kakršna so Belgija, Nizozemska, Luksemburg, Danska, Finska in Irska, so izkazovala visok koeficient finančne diverzifikacije (0,96), še zlasti pa visok koeficient trgovanja z mednarodnimi imetji in obveznostmi (16,29). Oba kazalnika torej odsevata visoko globalno povezovanje razvitih kapitalskih trgov.

Tabela 2: Koeficienti diverzifikacije mednarodnih kapitalskih trgov za leto 2003 in povprečje za Slovenijo v obdobju 1995–2006

Država	Koeficient G-L	Koeficient G-L brez rezerv	$\frac{A + L}{2 * Y}$
Razvijajoči se kapitalski trgi *	0,67	0,43	0,64
Avstrija	0,93	0,92	1,63
Belgija	0,95	0,96	3,35
Danska	0,96	0,91	1,95
Finska	0,92	0,90	1,75
Francija	0,98	0,98	1,68
Nemčija	0,97	0,98	1,44
Grčija	0,64	0,62	0,81
Irska	0,93	0,93	8,49
Italija	0,96	0,95	1,06
Luksemburg	0,99	0,99	78,39
Nizozemska	0,99	0,98	3,79
Portugalska	0,85	0,83	1,99
Španija	0,84	0,83	1,40
Švedska	0,95	0,93	1,82
Velika Britanija	0,99	0,99	3,55
Slovenija (1995–2006)	0,95	0,73	0,56
EU-14 (EU-15 brez Luksemburga)	0,92	0,91	7,54 (2,48)
ZDA	0,85	0,84	0,83
Japonska	0,71	0,81	0,65

Opomba: * – Argentina, Bolivija, Brazilija, Čile, Kitajska, Kolumbija, Češka, Ekvador, Egipt, Gvatemala, Madžarska, Indija, Indonezija, Republika Koreja, Malezija, Mehika, Maroko, Pakistan, Peru, Filipini, Poljska, Južna Afrika, Tajska in Urugvaj.

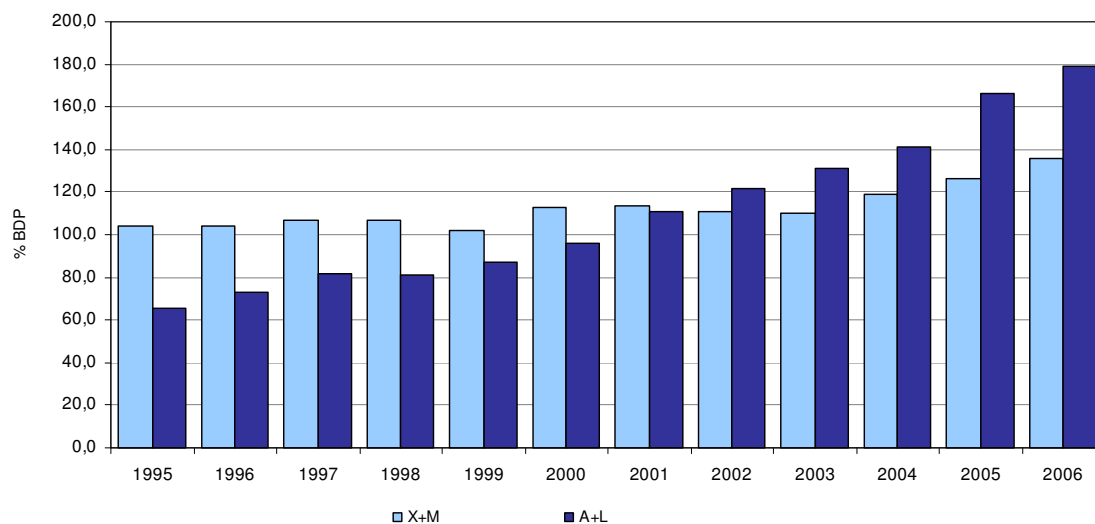
Vir: Bilten BS (2007), Obstfeld (2004, str. 35), lastni izračuni.

Za Slovenijo je v opazovanem obdobju značilna krepitev trgovanja s skupnimi terjatvami in obveznostmi. Podobno kot stare članice EU je zanjo značilen visok koeficient finančne diverzifikacije. Slednji se zniža, če od skupnih terjatev odštejemo devizne rezerve BS. Slovenija pa po povprečnem deležu skupnih terjatev in obveznosti v BDP (56 %) precej zaostaja za razvitimi kapitalskimi trgi držav EU-15 (754 % oziroma 248 %; gl. tabelo).

Stopnja trgovinske integracije blaga in storitev v Sloveniji precej presega povprečno stopnjo odprtosti EU, kar je zaradi majhnosti našega gospodarstva pričakovano. Med novimi članicami EU so imele v letu 2006 največjo stopnjo trgovinskega povezovanja Malta, Estonija, Slovaška, Madžarska in Češka, med starimi pa države Beneluxa in Irska. Potem ko je stopnja odprtosti gospodarstva v državah EU od leta 1995 pa do leta 2000 naraščala, se je, tako kot v Sloveniji, v obdobju 2001–2003 znižala. Slednje je bilo posledica upočasnjene rasti evropskega gospodarstva, deloma pa dinamike tečaja evra do dolarja, in sicer realne

apreciacije tolarja. V obdobju 2003–2005 je bilo v državah EU spet opazno povečevanje stopnje internacionalizacije, kar je posledica svetovne konjunktore, ki je ugodno vplivala na poslovni cikel evropskega gospodarstva (Poročilo o razvoju 2007, 2007). Na Sliki 1 prikazujemo internacionalizacijo trgovinskih tokov ter imetja in obveznosti Slovenije.

Slika 1: Internacionalizacija trgovinskih tokov ter imetja in obveznosti Slovenije, v % BDP



Opombe: X+M – izvoz + uvoz ; A+L – terjatve + obveznosti
Vir: Bilten BS (2007), lastni izračuni.

3 DINAMIKA BRUTO ZUNANJEGA DOLGA SLOVENIJE

3.1 Struktura bruto zunanjega dolga po sektorjih in instrumentih

Bruto zunanji dolg Slovenije se je, odkar so na voljo podatki, začel povečevati po letu 1995, predvsem zaradi močnejšega zadolževanja bank in podjetij ter DFO, medtem ko je bilo zadolževanje državnega sektorja in povezanih oseb skromnejše (gl. Tabela 3). Večja prelomnica je bilo leto 2001, ko se je državni sektor pravzaprav prenehal zadolževati v tujini, in leto 2003, ko se je v tujini močno pospešilo zadolževanje bank. Ob neupoštevanju obveznosti do povezanih oseb, za katere ni objavljenih podatkov, je dolgoročni dolg v povprečju predstavljal 72,6 %, kratkoročni pa 27,4 % bruto zunanjega dolga. Po letu 1995 je bilo stalno zaznati zniževanje kratkoročnega dolga v strukturi, kar je bilo ugodno za likvidnost in solventnost gospodarstva. V obdobju 1996–2006 je negarantirani zasebni dolg v povprečju na leto naraščal hitreje (18,2 %) od javnega in javno garantiranega dolga (12,6 %). Zasebni negarantirani dolg se je povečal s 3.097 mio evrov ob koncu leta 1995 na 19.543 mio evrov ob koncu leta 2006, javni in javno garantirani dolg pa s 1.178 mio na 4.352 mio evrov. Na rast javnega in javno garantiranega dolga sta vplivala prevzem nealociranega dolga po sporazumu NFA iz leta 1996 v višini 18 % celotnega nealociranega dolga bivše SFRJ in prevzem nealociranega zunanjega dolga po dvostranskih pogajanjih s posameznimi državami Pariškega kluba v višini 16,39 % nealociranega zunanjega dolga bivše SFRJ. Skupni prevzeti zunanji dolg bivše SFRJ je tako znašal 523 mio evrov.

Tabela 3: Stanje bruto zunanjega dolga Slovenije glede na zapadlost in povezanost oseb, v mio evrov

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Skupaj bruto zunanji dolg	4.275	9.490	10.386	11.524	13.225	15.343	19.614	23.895
Kratkoročni dolg	1.470	2.283	2.213	2.327	2.475	2.659	3.603	5.101
Javni in javno garantirani dolg	0	0	15	99	70	57	70	77
Negarantirani zasebni dolg	1.470	2.283	2.198	2.227	2.405	2.603	3.533	5.024
Dolgoročni dolg	2.083	5.895	7.369	8.229	9.590	11.552	14.773	17.688
Javni in javno garantirani dolg	1.178	2.883	3.095	3.142	3.461	3.689	3.752	4.275
Negarantirani zasebni dolg	905	3.012	4.274	5.087	6.129	7.863	11.021	13.413
Obveznosti do povezanih oseb	722	1.312	804	969	1.160	1.132	1.238	1.106
Javni in javno garantirani dolg	0	0	0	0	0	0	0	0
Negarantirani zasebni dolg	722	1.312	804	969	1.160	1.132	1.238	1.106

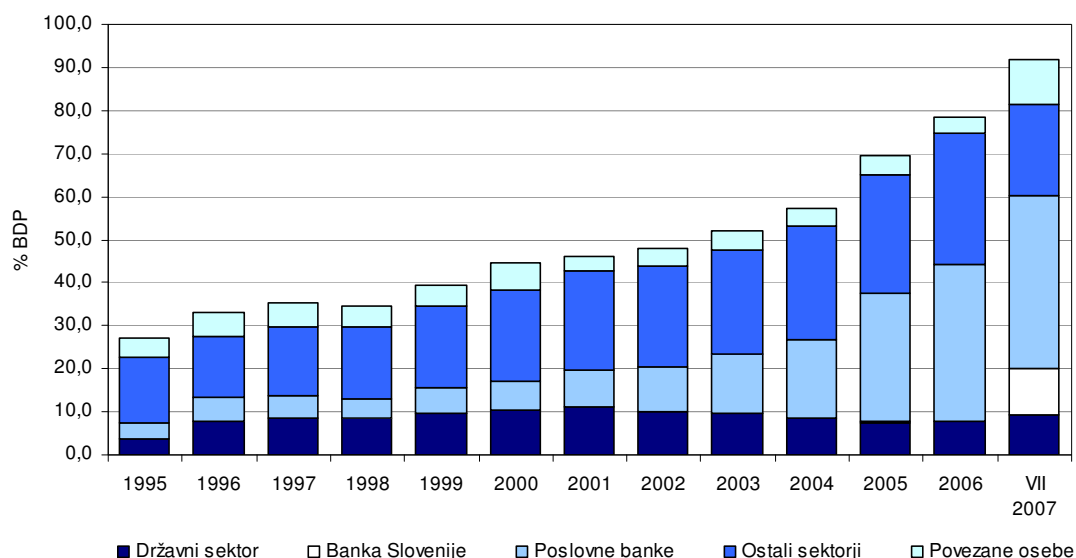
Vir: Bilten BS, 2007.

Delež bruto zunanjega dolga državnega sektorja se je začel zniževati po letu 2001, ko se je država bolj usmerila na zadolževanje na domačem finančnem trgu. Državni sektor se je pretežno zadolževal z izdajo dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev (evroobveznic), deloma pa tudi z najemanjem dolgoročnih posojil. V letu 2006 se je zadolženost državnega sektorja povečala nekoliko bolj kot v preteklih letih, saj so se povečale naložbe tujih vlagateljev v dolgoročne državne vrednostne papirje, zadolženost iz naslova tujih dolgoročnih posojil pa se je še znižala, tako nominalno kot tudi v strukturi dolga. Delež bruto zunanjega dolga državnega sektorja je tako ob koncu leta 2006 predstavljal le desetino celotnega bruto zunanjega dolga, medtem ko je v letu 2001 predstavljal še 24,1%.

Bruto zunanji dolg bančnega sektorja, katerega delež se od leta 2001 stalno povečuje, je v letu 2006 predstavljal že 46,3 % celotnega bruto zunanjskega dolga. Bančni sektor se je večinoma zadolževal z najemanjem dolgoročnih posojil, deloma pa tudi iz naslova prejete gotovine in vlog nerezidentov. Povečanje strukturnega deleža je bilo opazno zlasti v obdobju 2002–2004, ko sta večje zadolževanje bančnega sektorja spodbujali upočasnjena deprecijacija tolarja do evra ter razlika med domačimi in tujimi obrestnimi merami. Z lažjim in cenejšim dostopom do tujih finančnih virov so tako domače poslovne banke zagotavljale sredstva za povečano povpraševanje ostalih sektorjev (zlasti podjetij) po kreditih. Dodatni razlog za večje zadolževanje v tujini je tudi upočasnjen porast domačih vlog pri bankah, kar jih je sililo v iskanje dodatnih zunanjih virov. V letu 2005 se je zadolževanje bančnega sektorja v tujini iz naslova tujih posojil še okrepilo. Poleg slednjega so k večji ponudbi deviznih kreditov na domačem trgu prispevale vloge tujih bank. Neposredno financiranje podjetij s tujimi posojili se je pretežno nadomeščalo z deviznimi posojili, odobrenimi pri domačih poslovnih bankah. V letu 2006 se je rast zadolževanja bančnega sektorja v tujini, katerega večino so predstavljala dolgoročna posojila, nekoliko upočasnila. Povečano domače povpraševanje po kreditih so banke delno pokrile iz zapadlih blagajniških zapisov BS in so lahko znižale obseg zadolževanja v tujini. Čeprav se pogoji financiranja domačih podjetij v tujini niso bistveno razlikovali od pogojev financiranja pri domačih bankah, pri obrestnih merah pa se je od zadnjega četrletja leta 2005 opazilo naraščanje, so podjetja – predvsem DFO, ki se v plačilni bilanci prikazujejo skupaj s podjetji kot »ostale sektorje« – v vsem letu 2006 krepila neposredno zadolževanje v tujini. DFO namreč tukaj nastopijo v podobni vlogi kot domače banke: sredstva iz tujine posredujejo domačim podjetjem.

Povezane osebe (pravne osebe, kapitalsko povezane z nerezidenti, ki so lastniki 10 % ali več kapitala) so se od vseh sektorjev zadolževale najmanj (gl. Slika 2). Delež povezanih oseb v celotnem bruto zunanjem dolgu, ki se je začel zmanjševati z letom 1997, je ob koncu leta 2006 predstavljal 4,6 % celotnega zunanjskega dolga. V tem so se dolžniške obveznosti do neposrednih vlagateljev povečevale hitreje od dolžniških obveznosti do povezanih podjetij v tujini.

Slika 2: Struktura zadolževanja po sektorjih, v % BDP



Vir: Bilten BS(2007), SI-STAT (2007), lastni preračuni.

3.2 Kazalniki bruto zunanjega dolga po merilu Svetovne banke

Slovenija je ob koncu 90. let prejšnjega stoletja presegla več kot 10.000 USD dohodka na prebivalca, kar je pomenilo vstop v skupino držav z visokim bruto nacionalnim dohodkom na prebivalca. Po dohodkovnem merilu Svetovne banke, v katero je včlanjeno 208 držav sveta, so države razvrščene po geografskem in dohodkovnem merilu na štiri skupine (gl. Tabela 4): države z nizkim bruto nacionalnim dohodkom na prebivalca (L), države z nižjim srednjim (LM) in zgornjim srednjim dohodkom (UM) ter države z visokim bruto nacionalnim dohodkom na prebivalca (H).

Tabela 4: Razvrstitev držav po dohodkovnem merilu Svetovne banke v USD na prebivalca

Dohodkovni razredi	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Nižji razred (L)	< 765	< 755	< 745	< 735	< 765	< 825	< 875
Nižji srednji razred (LM)	766 – 3.035	756 – 2.995	746 – 2.975	736 – 2.935	766 – 3.035	826 – 3.255	876 – 3.465
Višji srednji razred (UM)	3.036 – 9.385	2.996 – 9.265	2.976 – 9.205	2.936 – 9.075	3.036 – 9.385	3.256 – 10.065	3.466 – 10.725
Višji razred (H)	> 9.385	> 9.265	> 9.205	> 9.075	> 9.385	> 10.065	> 10.725
Slovenija	UM	H	H	H	H	H	H

Vir: World Bank list of economies, april 2007.

Države so nizko, srednje ali močno zadolžene, če se navedeni kazalci gibljejo v intervalih, prikazanih v Tabeli 5. Prva dva kazalca v tabeli sta kazalca stanja, po katerih se vrednost celotnega zunanjega dolga (EDT) primerja z vrednostjo bruto nacionalnega dohodka (GNI) ter z vrednostjo izvoza blaga in storitev (XGS). Druga dva kazalca sta kazalca (kreditnega) toka, po katerem vrednost servisiranja dolga (TDS) ali obresti na zunanji dolg (INT) primerjamo s celotnim izvozom države (XGS).

Tabela 5: Kazalniki zadolženosti Slovenije po merilih Svetovne banke, v %

zadolženost / kazalniki	Nizka	Srednja	Kritična	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
EDT / GNI	30	30–50	50	27,0	44,5	46,1	48,1	52,6	58,0	70,2	79,5
EDT / XGS	165	165–275	275	53,3	81,6	82,2	85,2	95,3	97,6	110,6	116,7
TDS / XGS	18	18–30	30	7,2	9,5	14,9	16,5	14,6	12,7	14,5	17,5
INT / XGS	12	12–20	20	1,8	2,7	3,3	3,0	2,9	2,6	2,6	3,1

Opomba: Za razlago kratic gl. besedilo nad tabelo.

Vir: Bilten BS (2007), lastni izračuni.

Tudi po merilu Svetovne banke spada Slovenija med manj zadolžene države. Države so močno zadolžene takrat, ko trije od štirih gornjih kazalcev presegajo kritično vrednost (povprečje tekočega in preteklih dveh let). Zmerna zadolženost pomeni, da trije od štirih kazalcev presegajo 60 % kritične zadolženosti, vendar te ne dosežejo. Preostala klasifikacija pomeni manjšo zadolženost. Čeprav je delež bruto zunanjega dolga v bruto nacionalnem dohodku v letu 2003 presegel kritično raven, je Slovenija po merilu Svetovne banke, glede na vrednosti drugih treh kazalnikov, spadala med manj zadolžene države.

Kazalnika, ki primerjata zgolj stanje bruto zunanjega dolga z bruto nacionalnim dohodkom in izvozom, sta statična. Njuna primerjalna vrednost je večja, ko se obravnavata makroekonomske širše, v okviru analize posameznih dejavnikov, ki vplivajo na spremembe dolga.

3.3 Dinamični kazalniki bruto zunanjega dolga

Slovenija se je v obdobju 1995–2006 uvrščala med države, ki niso imele problemov s kratkoročno likvidnostjo. Naraščanje kapitalskih tokov na globalni ravni in finančne krize v devetdesetih letih prejšnjega stoletja so, poleg uporabe standardnih kazalcev zadolženosti, narekovali nov način ocenjevanja zadolženosti posameznega gospodarstva.⁷ Kazalnik likvidnosti se je poslabšal konec leta 1997, ko je raven skupnih deviznih rezerv obremenilo večje servisiranje dolga v letu 1998. Poslabšanje kazalca je opazno tudi v letu 2000, ko se je servisiranje dolga povečalo zaradi plačila evroobveznic v avgustu leta 2001, precej pa se je okrepil tudi tok kratkoročnega komercialnega kreditiranja tujine. Slednji je odseval visoko stopnjo rasti blagovnega izvoza v letu 2000. Dinamika omenjenega kazalnika je bila razgibana tudi v naslednjih letih, z najvišjo vrednostjo v letu 2002 in postopnim padcem do prevzema evra. Vrednost kazalnika likvidnosti po osnovnem scenariju je bila v obdobju 2001–2005, kljub naraščanju obsega kratkoročnih komercialnih kreditov in vlog nerezidentov, precej nad referenčno vrednostjo. V letu 2006 se je vrednost kazalnika znižala, predvsem zaradi zmanjšanja mednarodnih denarnih rezerv BS. Slednje so se skrčile zaradi znižanja stanja vpisanih blagajniških zapisov v tujem denarju in stanja začasnega odkupa deviz z obveznim povratnim odkupom.

Z dodajanjem salda tekočega računa se je v primerjavi z osnovnim scenarijem kazalnik poslabšal v obdobju 1998–2000, in sicer zaradi razmeroma visokega primanjkljaja v letih 1999 in 2000. Pri širitvi tega kazalnika s prilivom tujih neposrednih naložb pa se je v primerjavi z obema predhodnima scenarijema potrebna raven financiranja kratkoročnih obveznosti do tujine znižala v letih 2000 in 2001, ki sta predhodili visokim prilivom iz neposrednih tujih naložb. Ker pa so bili slednji po letu 2002 skromni, se tudi razširjeni kazalnik ni bistveno razlikoval od kazalnika v osnovnem scenariju.

Osnovni kazalnik lahko omejimo tako, da upoštevamo le mednarodne denarne rezerve BS, na osnovi katerih prikazemo možnost centralne banke, da pokrije kratkoročni dolg po zapadlosti (gl. Tabelo 6). Z drugim, širšim načinom pa zajamemo vse nelastniške terjatve po posameznih sektorjih in instrumentih.

Kazalnik se je po pričakovanju poslabšal, če so se, namesto skupnih deviznih rezerv, s kratkoročnim dolgom primerjale mednarodne denarne rezerve. Slednje v obdobju 1995–2000 niso zadoščale za kritje kratkoročnih obveznosti do tujine. Po letu 2001, v obdobju močnejših neto kapitalskih pritokov, pa so kljub porastu kratkoročnega dolga še vedno zadoščale za njegovo kritje. Širši kazalnik, ki tudi v števcu upošteva vsebinsko enake dolžniške instrumente, je bil precej ugoden v celotnem opazovanem obdobju. Skupne nelastniške terjatve Slovenije do tujine so bile v povprečju 2,6-krat višje od kratkoročnih obveznosti do tujine. Pri tem je bilo kratkoročnih terjatev v celotnem obdobju 1995–2006 za dobri dve tretjini (68,1 %) vseh nelastniških terjatev. V tem so poleg gotovine in vlog (39,9 %) izkazovali precejšen delež tudi kratkoročni komercialni krediti (19,8 %). Pri slednjih je bilo po letu 2000 opazno zniževanje, torej se je financiranje izvoznih tokov s kratkoročnimi komercialnimi krediti deloma nadomeščalo z dolgoročnimi posojili domačih poslovnih bank.

⁷ V okviru dinamičnih kazalnikov dolga se, po priporočilih Mednarodnega denarnega sklada (MDS), za oceno likvidnosti in solventnosti uporablja kazalec, ki skupne devizne rezerve primerja s kratkoročnim dolgom po zapadlosti. Pri tem je referenčna vrednost enaka 1, kar pomeni minimalno potrebno raven deviznih rezerv, ki zadoščajo za kritje kratkoročnega dolga po zapadlosti. MDS poleg osnovnega scenarija (skupne devizne rezerve se primerjajo s kratkoročnim dolgom po zapadlosti, in sicer brez kakršnih koli transakcij s tujino) priporoča dodatne dejavnike, ki narekujejo potrebe po deviznih rezervah. V izračun dinamičnega kazalnika se zato vključujeta še saldo tekočega računa in priliv tujih neposrednih naložb. Z dodajanjem omenjenih dejavnikov se spreminja tudi minimalna potrebna raven deviznih rezerv za kritje vseh obveznosti do tujine v naslednjem letu.

Kljub nihanju kazalnika likvidnosti tako v osnovnem scenariju kot tudi z dodajanjem salda tekočega računa in priliva tujih neposrednih naložb je stanje skupnih deviznih rezerv zadoščalo za kritje kratkoročnega dolga po zapadlosti.

Tabela 6: Kazalniki zadostnosti deviznih rezerv (likvidnosti), stanja konec obdobja, v mio evrov

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Skupne devizne rezerve ¹	2.703	4.705	6.514	7.842	7.703	7.484	8.833	8.005
Kratkoročni dolg	1.866	4.382	4.569	4.484	4.590	5.358	6.573	7.424
Servisiranje dolga ²	405	2.147	2.321	2.095	1.833	2.173	1.906	941
Kratkoročni komercialni krediti ¹	1.290	1.834	1.690	1.693	1.663	1.862	2.316	3.152
Vloge nerezidentov ¹	171	401	558	696	1.094	1.323	2.352	3.331
Elementa za stres teste								
Tekoči račun ²	32	38	247	- 196	- 720	- 561	- 857	- 1.165
Tuje neposredne naložbe ²	138	412	1.722	270	665	473	512	800
Kazalniki								
A. Osnovni scenarij	1,45	1,07	1,43	1,75	1,68	1,40	1,34	1,08
B. Saldo tekočega računa	1,47	1,08	1,51	1,68	1,45	1,26	1,19	0,93
C. Tuje naložbe	1,59	1,20	2,50	1,78	1,66	1,37	1,28	1,03

Opomba: ¹ Stanje konec obdobja. ² Podatki so prestavljeni za 12 mesecev nazaj.

Vir: Bilten BS (2007), lastni izračuni.

Čeprav se dinamični kazalniki dolga v zadnjih letih poslabšujejo, so še v vzdržnih okvirih (gl. Tabela 7). Kazalniki zadostnosti deviznih rezerv se postopno poslabšujejo od leta 2002, pri čemer so v letu 2006 skupne devizne rezerve še presegale kratkoročni dolg po zapadlosti, mednarodne denarne rezerve pa niso več zadoščale za njegovo kritje.⁸ Tako kot že v letu 2005 tudi nelastniške terjatve niso več zadoščale za pokritje bruto zunanega dolga. Odstopanja od referenčnih vrednosti so bila sicer še majhna, vendar bi nadaljevanje takšnih gibanj v prihodnjih letih lahko povzročilo občutno poslabšanje neto dolžniške pozicije Slovenije.

Tabela 7: Dinamični kazalniki dolga Slovenije, stanja konec obdobja, v mio evrov

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
A) Kratkoročni dolg po zapadlosti ¹	1.866	4.382	4.569	4.484	4.590	5.358	6.573	7.424
B) Mednarodne denarne rezerve BS	1.421	3.436	4.986	6.781	6.879	6.542	6.894	5.420
C) Skupne devizne rezerve	2.703	4.705	6.513	7.842	7.703	7.484	8.832	8.005
D) Nelastniške terjatve Slovenije do tujine ²	5.325	8.700	11.813	14.079	14.941	16.225	19.203	20.595
E) Nelastniške obveznosti Slovenije do tujine ³	4.275	9.491	10.386	11.524	13.225	15.343	19.614	23.895
Kritje kratkoročnega dolga po zapadlosti rezerv								
- z mednarodnimi rezervami BS (B / A)	0,76	0,78	1,09	1,52	1,50	1,22	1,05	0,73
- s skupnimi deviznimi rezervami (C / A)	1,45	1,07	1,43	1,76	1,68	1,40	1,34	1,08
- nelastniške terjatve / nelastniške obveznosti (D / E)	1,25	0,92	1,14	1,22	1,13	1,06	0,98	0,86

Opombe: ¹ Kratkoročni dolg po zapadlosti je kratkoročni dolg in del dolgoročnega dolga, ki zapade v enem letu. ² Nelastniške terjatve Slovenije do tujine so vse terjatve iz premoženjske bilance Slovenije razen lastniških. ³ Nelastniške obveznosti Slovenije do tujine so vse dolžniške obveznosti iz premoženjske bilance Slovenije (bruto zunanji dolg).

Vir: Bilten BS, 2007.

⁸ Po letu 2006 med dinamičnimi kazalniki ni več smiselno prikazovati pokritosti kratkoročnega dolga po zapadlosti z mednarodnimi in s skupnimi rezervami, saj so se s prevzemom evra mednarodne denarne rezerve v evrih močno zmanjšale in se glede na obliko instrumenta razporedile na druge postavke plačilne bilance.

4 ANALIZA TOKOV ZADOLŽEVANJA NA OSNOVI PLAČILNOBILANČNE ENAČBE

Analiza sprememb zunanjega dolga kaže vpliv različnih dejavnikov na spremembe stanja bruto zunanjega dolga. Omogoča globlji vpogled v samo dinamiko zadolževanja, saj na spremembe zunanjega dolga ne vplivajo le plačilnobilančni tokovi (za Slovenijo jih predstavlja Slika 3), ampak tudi obrestne mere, realna rast BDP, tečajne in cenovne spremembe ter druge vrednostne prilagoditve.

Evucijo stanja bruto zunanjega dolga zapišemo z naslednjo identiteto (How to do a Debt Sustainability..., 2006, str. 20):

$$D_t - D_{t-1} = C_t - NFDI_t + r_t(D_{t-1}) + Z_t, \quad (3)$$

pri čemer je:

$D_t - D_{t-1}$ – sprememba stanja bruto zunanjega dolga med zaporednima obdobjema,

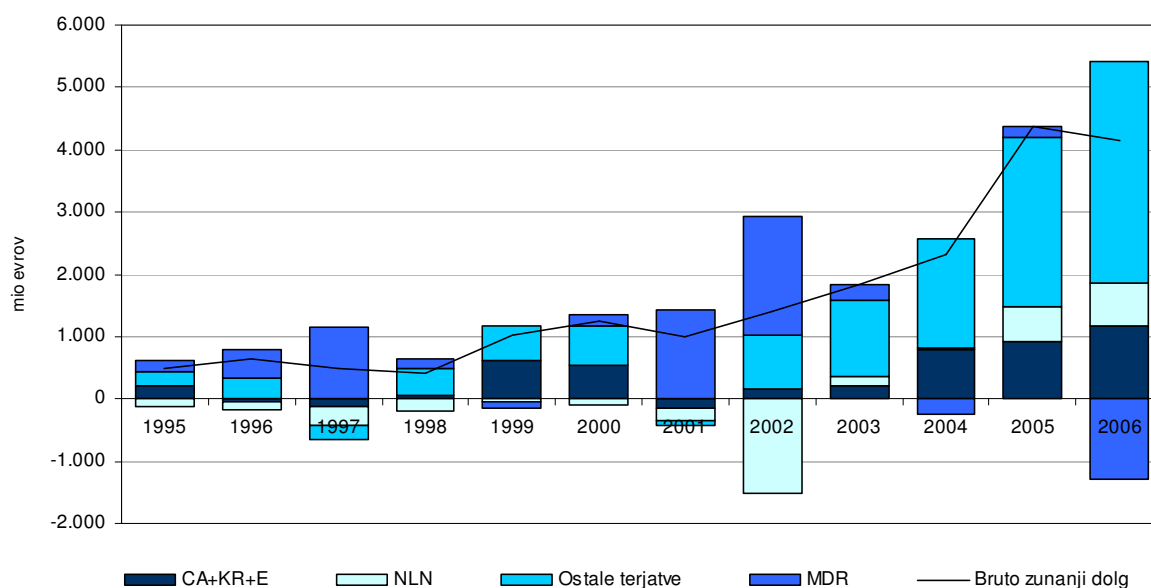
C_t – saldo tekočega računa plačilne bilance (brez plačil obresti tujini),

$NFDI_t$ – neto priliv tujih neposrednih naložb,

$r_t(D_{t-1})$ – plačila obresti na zunanji dolg,

Z_t – rezidual, upoštevajoč tudi spremembe stanja bruto terjatev.

Slika 3: Gibanje plačilnobilančnih tokov, v mio evrov



Opombe: CA+KR+E – tekoči račun, kapitalni račun, statistična napaka; NLN – neto lastniške naložbe; MDR – mednarodne denarne rezerve.
Vir: Bilten BS (2007), lastni izračuni.

Spremembe stanja zunanjega dolga, ki temeljijo na ocenah in projekcijah ključnih makroekonomskih spremenljivk realnega, zunanjega in finančnega sektorja, določajo torej naslednje komponente: (i) saldo tekočega računa; (ii) neto pritek tujih neposrednih naložb; (iii) endogena dinamika tokov zunanjega zadolževanja in (iv) rezidual. Prve tri komponente predstavljajo zadolževanje na osnovi transakcij v plačilni bilanci, popravljeno s spremembami obrestnih mer, gospodarske rasti, cen in tečaja (endogena dinamika dolga; angl. automatic debt dynamics). Skupni neto učinek omenjenih dejavnikov odseva neto tokove zunanjega zadolževanja (angl. net debt-creating external flows). V postavki rezidual pa so zajeti vsi drugi tokovi, kot so: kapitalni račun in statistična napaka, drugi neto lastniški kapitalni tokovi, spremembe

mednarodnih denarnih rezerv ter spremembe ostalih terjatev in spremembe vrednotenja. V nadaljevanju podrobneje predstavljamo posamezne komponente (gl. tudi Tabelo 8, kjer komponente prikazujemo v primerjavi z BDP).

Tabela 8: Analiza sprememb bruto zunanje dolga Slovenije, v % BDP

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Bruto zunanji dolg	27,2	44,6	46,1	47,8	52,2	57,3	69,4	78,5
Sprememba stanja dolga	-3,2	5,0	1,6	1,7	4,4	5,1	12,1	9,0
Tokovi zadolževanja	-6,8	1,0	-3,6	-10,7	-1,3	-0,8	-1,1	-1,9
Tekoči račun (brez plačanih obresti tujini)	-0,6	1,3	-2,0	-2,7	-0,8	1,2	0,4	0,7
Saldo menjave s tujino	1,8	3,5	0,7	-1,5	0,0	1,2	0,6	0,9
Izvoz blaga in storitev	51,1	54,6	56,1	56,1	54,8	58,7	62,8	67,2
Uvoz blaga in storitev	52,9	58,1	56,8	54,6	54,8	59,9	63,4	68,2
Neto lastniški tokovi FDI	-0,8	-0,4	-1,1	-6,6	0,3	-0,8	-0,1	0,3
Endogena dinamika dolga	-5,4	0,1	-0,6	-1,4	-0,7	-1,2	-1,4	-3,0
Prispevek obrestne mere	0,9	1,5	1,8	1,7	1,6	1,5	1,6	2,1
Prispevek gospodarske rasti	-0,9	-1,6	-1,3	-1,6	-1,3	-2,2	-2,3	-3,7
Prispevek cen in tečajja	-5,5	0,2	-1,1	-1,5	-1,1	-0,6	-0,8	-1,4
Rezidual (vključuje tudi spremembe bruto terjatev)	3,6	4,0	5,2	12,3	5,7	6,0	13,2	10,9

Opomba: Predznaki določajo smer vpliva na porast bruto zunanje dolga.

Vir: Bilten BS (2007); Jesenska napoved ... (2007); SI-STAT (2007); lastni izračuni.

Saldo tekočega računa plačilne bilance Slovenije je v obdobju 1995–2006 izkazoval primanjkljaj (v povprečju 1,1 % BDP) in je bil v okvirih dolgoročne vzdržnosti, saj ni ustvarjal pritiska na rast bruto zunanje dolga. To je bistvena razlika v primerjavi z večino novih članic EU, v katerih je bila rast zadolževanja večinoma posledica visokih primanjkljajev na tekočem računu plačilne bilance. Po letih približno izravnane tekočega računa (1995–1997) je sledilo prvo obdobje primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance Slovenije (1998–2000). Takrat je primanjkljaj na tekočem računu v povprečju predstavljal 2,2 % BDP (trgovinski primanjkljaj 5,1 %, storitveni presežek 2,1 %). Prvo obdobje primanjkljaja v tekočih transakcijah je bilo zlasti posledica: (i) azijske in ruske finančne krize ter naraščajoče domače naložbene dejavnosti v letu 1998; (ii) stagnacije rasti blagovnega izvoza v države nekdanje Jugoslavije in uvedbe davka na dodano vrednost v letu 1999 ter (iii) močno poslabšanih pogojev menjave blaga leta 2000. Saldo tekočega računa je v letih 2001 in 2002 izkazoval presežek, na oblikovanje katerega so vplivala ugodna gibanja v blagovno-storitveni menjavi, tako količinska kot tudi izboljšani pogoji menjave s tujino ter presežek v bilanci tekočih transferjev. Drugo obdobje primanjkljaja je značilno za leta 2003–2006. Po razmeroma skromnem primanjkljaju na tekočem računu⁹ v letu 2003 (0,8 % BDP) se je ta v letu 2004 okreplil (2,7 % BDP). To je bilo posledica predvsem večjega trgovinskega primanjkljaja. Poleg močno okrepljene realne rasti izvoza zaradi okrepljene gospodarske rasti v EU in deloma učinka ustvarjanja trgovine po vstopu Slovenije v EU se je pri visoki rasti domače potrošnje, zlasti investicij, namreč precej pospešila tudi realna rast uvoza. V letu 2005 se je, kljub rahli apreciaciji tolarja do evra (ob sicer nespremenjenem razmerju tolar:evro) in poslabšanih pogojih menjave, primanjkljaj v trgovinski bilanci v primerjavi z letom prej rahlo znižal. Slednje je bilo večinoma posledica delovanja dohodkovnega učinka (izraženega z rastjo izvoznih trgov), ki je več kakor nadomestil zunanjetrgovinski cenovni učinek (izražen s pogoji menjave). Primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance je leta 2006 znašal 856,5 mio evrov (2,8 % BDP). V primerjavi s predhodnim letom se je večinoma povečal zaradi večjega primanjkljaja v trgovinski bilanci in bilanci faktorskih dohodkov, višji pa je bil tudi primanjkljaj v bilanci tekočih transferjev.

⁹ Gre za celotni saldo tekočega računa, medtem ko je v Tabeli 8 prikazan brez plačil obresti tujini.

Neto prilivi tujih neposrednih naložb v obliki lastniškega kapitala so blažili rast bruto zunanjega dolga. Čeprav so se v preteklih štirih letih začele krepiti tudi slovenske naložbe v tujini, je bilo stanje celotnih vhodnih neposrednih naložb še vedno precej višje od izhodnih.

V Slovenijo so največ investirale države EU. Po razpoložljivih podatkih o neposrednih naložbah v Sloveniji po državah so v obdobju 1995–2005 naše najpomembnejše trgovinske partnerice v povprečju prispevale približno dve tretjini (64,9 %) vseh neposrednih tujih naložb. Med slednjimi so bile najpomembnejše tuje vlagateljice – Avstrija (od celotnega stanja neposrednih naložb je v povprečju investirala 33,0 %), Nemčija (11,9 %), Francija (9,9 %) in Italija (6,9 %). Od držav članic EU, s katerimi so slovenski trgovinski tokovi skromni, je delež Nizozemske v povprečju predstavljal 5,1 % vrednosti celotnih vhodnih naložb. Od držav nečlanic EU pa je bila Švica celo četrta največja vlagateljica v Slovenijo (8,3 %). Lastniški kapital tujcev se je v obdobju 1995–2006 nenehno povečeval. V strukturi vrednosti tujih neposrednih naložb v Sloveniji je bilo 78,6 % lastniškega kapitala in 21,4 % neto zadolženosti do tujih vlagateljev. Največja okrepitev stanja lastniškega kapitala (977,2 mio evrov) je bila leta 2002, večinoma zaradi prodaje Leka in privatizacije Nove Ljubljanske banke. Ob koncu leta 2006 je znašalo stanje lastniškega kapitala 5601,1 mio evrov. Čeprav tuji investitorji poleg kapitalskih vlaganj podpirajo tudi tekoče financiranje slovenskih podjetij s posojili in komercialnimi krediti, se je delež neto obveznosti do tujih vlagateljev v stanju celotnih tujih neposrednih naložb v preteklih dveh letih precej znižal (na 10,4 % oziroma 8,6 % v letu 2006, še v letu 2000 pa je znašal 31,9 %). Večina vseh prilivov tujih neposrednih naložb je v zadnjih letih torej imela obliko lastniškega kapitala.

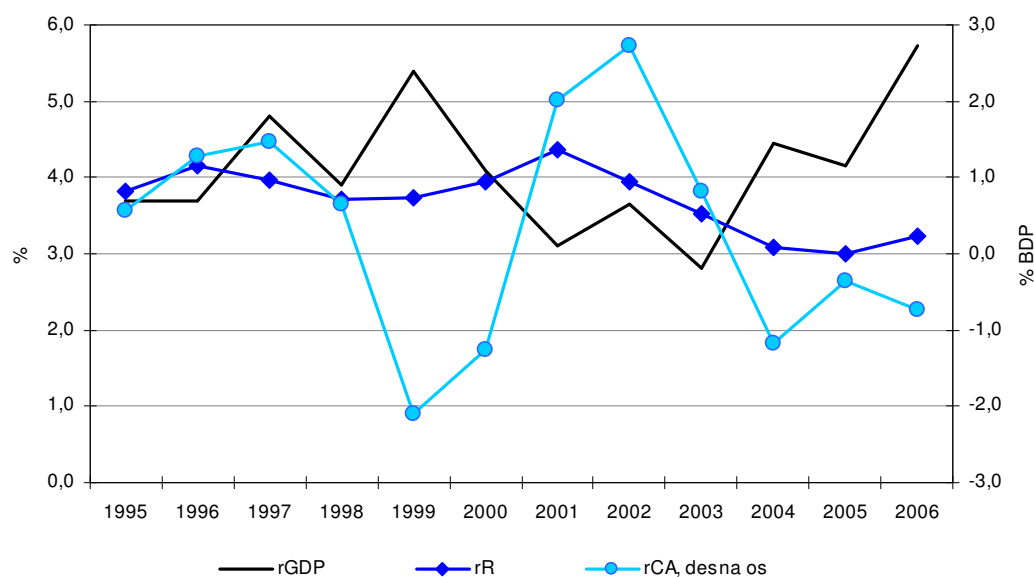
Slovenska podjetja imajo večino neposrednih naložb v državah na ozemlju nekdanje Jugoslavije. Padajoči delež slovenskega blagovnega izvoza na to območje nakazuje, da Slovenija del prejšnjega izvoza nadomešča z lokalno proizvodnjo na teh trgih (angl. market-seeking). Po razpoložljivih podatkih za obdobje 1995–2005 je imela največ neposrednih naložb na Hrvaškem, in sicer kar 42,5 %. Sledijo Srbija in Črna gora (skupaj 8,3 %), Nemčija (7,5 %), BiH (7,0 %), Poljska (6,2 %) in Makedonija (4,6 %). Vrednost neposrednih naložb Slovenije v tujini je bila v povprečju sestavljena iz 67,3 % lastniškega kapitala in 32,7 % neto terjatev do tujih kapitalsko povezanih družb (razlika med terjatvami in obveznostmi med povezanimi družbami). Razmerje med lastniškim kapitalom in ostalim kapitalom se je do leta 1998 zniževalo, od tega leta pa se krepi in nakazuje dolgoročno zanimanje lastnikov pri financiranju svojih naložb v tujini.

Endogena dinamika zadolževanja je pri oblikovanju sprememb zunanjega dolga na eni strani odsevala prispevek implicitne nominalne obrestne mere, zaradi katerega se je breme zunanjega dolga povečevalo, na drugi strani pa prispevek gospodarske rasti in cen ter deviznega tečaja, ki so blažili nominalne spremembe zunanjega dolga. Ocenjujemo, da je bila v obdobju 1995–2006 implicitna nominalna obrestna mera¹⁰ na bruto nelastniške terjatve (2,6 %) v povprečju nižja od implicitne obrestne mere na bruto zunanji dolg (3,7 %). Pri obveznostih so namreč prevladovala najeta posojila v tujini, pri imetjih pa devizne rezerve, sestavljene predvsem iz vlog in prvovrstnih obrestnih papirjev, ki že v osnovi prinašajo nižji donos. Čeprav sta se po letu 2002 krepila tako obseg posojil, danih tujini kot tudi obseg portfeljskih naložb v tujino (oboje z višjimi donosi od deviznih rezerv), pa sta oba še vedno zaostajala za tokom prejetih posojil iz tujine.

¹⁰ Pri izračunu implicitne obrestne mere so upoštewane prejete obresti iz tujine in plačane obresti tujini, izkazane v podbilanci faktorskih dohodkov in stanja nelastniških terjatev in bruto zunanjega dolga iz mednarodnih naložb Slovenije. Implicitna obrestna mera je izračunana tako, da se tok prejetih in plačanih obresti od kapitala v tekočem letu primerja s stanjem nelastniških terjatev in stanjem bruto zunanjega dolga predhodnega leta.

Gospodarska rast je denominator za vse kazalnike bremena zunanjega dolga, saj povečuje proizvodne in dohodkovne zmogljivosti gospodarstva. Solidna gospodarska rast slovenskega gospodarstva je blažila naraščajoči delež zunanjega dolga v BDP. V obdobju 1995–2006 je bila realna rast BDP (4,2 %) nekoliko višja od povprečne rasti implicitne obrestne mere (3,7 %) in je tako nevtralizirala delež plačil obresti na zunanji dolg. Višja gospodarska rast prispeva k zmanjšanju deleža bruto zunanjega dolga v BDP; ta prispevek gospodarske rasti se je okrepil zlasti po vstopu Slovenije v EU, ko je bil izvoz glavni dejavnik gospodarski rasti (gl. Sliko 4).

Slika 4: Dinamika realne rasti BDP, rasti implicitnih obrestnih mer na zunanji dolg (v %) in saldo tekočega računa brez plačil obresti tujini (v % BDP)



Opomba: rGDP – realna rast BDP; rR – rast implicitnih obrestnih mer na zunanji dolg; rCA – saldo tekočega računa brez plačil obresti tujini v deležu BDP.

Vir: Bilten BS (2007), SI-STAT, lastni izračuni.

V obdobju 1995–2000 je gospodarsko rast spodbujalo domače povpraševanje. V obdobju 1995–1997 je bila gospodarska rast v povprečju na leto 4,2-odstotna in je temeljila izključno na domačem povpraševanju. Glede razvojnih možnosti je bila struktura skupne domače potrošnje ugodna, saj je bila realna rast investicij v osnovna sredstva skoraj štirikrat hitrejša od rasti končne potrošnje; okrepljena rast je bila značilna predvsem za investicije v gospodarsko infrastrukturo ter opremo in stroje. Čeprav je bil prispevek neto izvoza h gospodarski rasti v povprečju negativen (– 2,4 odstotne točke), pa je, zaradi izboljšanih pogojev menjave blaga in storitev, tekoči račun ostal uravnotežen. Za obdobje 1998–2000 je bila značilna 4,5-odstotna povprečna letna gospodarska rast, ki je bila, prav tako kot v prejšnjem triletnem obdobju, večinoma spodbujena z domačim povpraševanjem. V strukturi domačega povpraševanja so imele največjo rast bruto investicije v osnovna sredstva. Z vidika tehnične strukture investicij so se precej okrepile tiste v opremo in stroje, pa tudi v drugo opremo in stroje – investicije, ki prinašajo novo tehnologijo in znanje. Kljub visoki realni rasti teh investicij (14,2 %) pa se njihov delež v BDP (v tekočih cenah) ni izrazil povečal, saj so cene opreme in strojev naraščale počasneje od cen zgradb in objektov. Prispevek neto izvoza h gospodarski rasti je bil v povprečju še vedno negativen (– 0,6 odstotne točke).

Po upočasnitvi gospodarske rasti v obdobju 2001–2003, ki je bila deloma posledica neugodnih razmer v mednarodnem okolju, deloma pa cikličnega umirjanje zasebne potrošnje v letih 2001 in 2002, se je v letu 2004 gospodarska rast spet okrepila. Spodbudila jo je pospešena rast tujega povpraševanja zaradi ugodne mednarodne konjunkturo in pozitivnih učinkov vstopa v EU. Podobno kot leta 2003 je bil visok tudi prispevek domače potrošnje, na kar je ugodno vplivalo postopno zniževanje obrestnih mer pred vstopom v ERMII in evrsko območje. Kljub temu je rast domače potrošnje ostala v makroekonomsko vzdržnih okvirih. Tudi v letu 2005 je gospodarsko rast, podobno kot leta 2004, v veliki meri spodbujalo tuje povpraševanje, prispevek domače potrošnje pa se je občutno znižal. Realna rast BDP je bila 4,1-odstotna, kar je za 0,3 odstotne točke manj od leta 2004, in je temeljila zlasti na tujem povpraševanju. Rast domače potrošnje se je, večinoma zaradi nižje realne rasti bruto investicij v primerjavi s predhodnim letom, upočasnila. V letu 2006 se je gospodarska rast močno pospešila (5,7 %), glavna dejavnika sta bila tuje povpraševanje in močna investicijska aktivnost. Najhitreje rastoči komponenti potrošnje sta bili investicije (realno so se povečale za 9,9 %) ter izvoz proizvodov in storitev (12,3 %). Ob ugodni mednarodni konjunkturi je pospešeno rasla tudi dodana vrednost v predelovalni industriji, predvsem zaradi krepitve prodaje na tujih trgih.

Cenovne in tečajne spremembe so zniževale breme zunanjega dolga. To je bila posledica razmeroma stabilnega tečaja evra, ki je v obdobju 1995–2006 v primerjavi s tolarjem realno apreciral le za 0,3 % (rast nominalnega tečaja evra v primerjavi z rastjo implicitnega deflatorja BDP, izraženega v evrih). Skromni učinek cenovnih in tečajnih sprememb na breme zunanjega dolga ni bil presenetljiv, saj je v valutni strukturi bruto zunanjega dolga prevladoval evro (okoli 90 %).

Rezidual plačilnobilančne enačbe je pomemben dejavnik zunanjega dolga v zadnjem obdobju, kar potrjuje tudi Slika 3 na strani 11. Postavka rezidual, katerega večinoma predstavljajo terjatve do tujine (ostale terjatve do tujine z mednarodnimi denarnimi rezervami BS), je najbolj – in z naraščajočim pomenom – opazna v obdobju 2003–2006. Vsebinsko ta člen enačbe pokriva tudi naraščajoče naložbe slovenskih podjetij in bank v tujini, ki so bile delno financirane iz deviznih rezerv, delno pa iz zunanjega zadolževanja.

5 PLAČILNOBILANČNI TOKOVI PO PREVZEMU EVRA

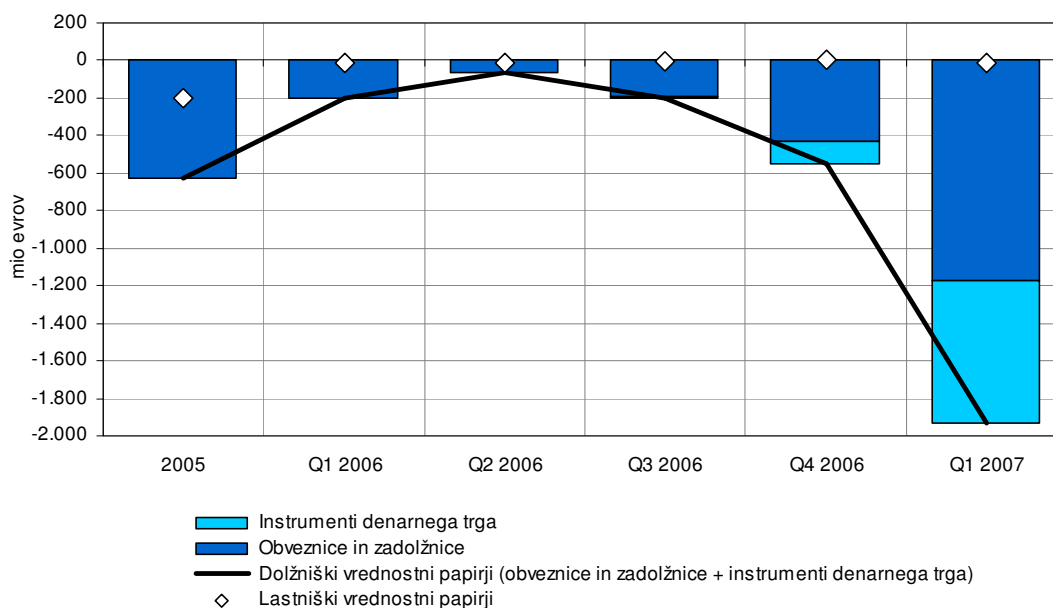
Slovenija je s prevzemom evra postala tudi članica Evrosistema,¹¹ na katerega se je prenesla monetarna politika Banke Slovenije; zato se je spremenila metodologija v zvezi s plačilnobilančno statistiko. S prenosom monetarne politike Banke Slovenije na Evrosistem se je spremenila statistična definicija mednarodnih denarnih rezerv, uporabljajo pa se tudi drugačni denarni instrumenti. Slovenija po priporočilih Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB) poleg monetarnega zlata, rezervne pozicije pri IMF in posebnih pravic črpanja prikazuje le tisti del deviznih rezerv, ki niso nominirane v evrih in so plasirane v države zunaj evroobmočja. Gotovina in vloge ter vrednostni papirji, nominirani v evrih, in hkrati terjatve do izdajateljev iz EMU, ki so se pred uvedbo evra prikazovali v rezervnih imetjih, so prerazporejeni na druge postavke finančnega računa (gotovina in vloge med terjatve v okviru ostalih naložb – sektor BS; vrednostni papirji med terjatve iz naslova vrednostnih papirjev – sektor BS).

Z vstopom v evroobmočje nastopa BS kot poravnalni agent v plačilnem sistemu Target (in Step 2), ki ga bančno okolje uporablja za poravnavo medbančnih in komercialnih plačil velikih vrednosti, zlasti menjalniških poslov in transakcij denarnega trga. Target je bil vzpostavljen predvsem za izvajanje monetarne politike znotraj EMU in spodbujanje izvajanja plačilnega prometa med državami EU. Neto pozicija vseh poravnav v mesecu je prikazan kot neto obveznost centralne banke do Evrosistema. S prevzemom evra so se pogoji zadolževanja in naložb slovenskih bank pri evropski centralni banki izenačili s pogoji drugih bank evroobmočja. Uporabljajo se instrumenti ECB, ki pa v pasivi svoje premoženjske bilance nima blagajniških zapisov. Stanje blagajniških zapisov BS se zato postopoma znižuje, tako da domače poslovne banke preusmerjajo del kapitala v tuje vrednostne papirje, predvsem v državne obveznice evrskega območja. Domače kreditno povpraševanje je namreč premajhno za vso likvidnost, ki se sprošča z blagajniškimi zapisi. V prvem četrtletju leta 2007 so se tako izrazito okrepile portfeljske naložbe slovenskih poslovnih bank v tuje obveznice in zadolžnice (za 1.173,6 mio evrov) ter v instrumente denarnega trga (za 761,4 mio evrov) (gl. Sliko 5). Sproščena likvidnost iz blagajniških zapisov povečuje likvidnost Evrosistema, vendar je zaradi njegove velikosti prispevek slovenskih bank zelo skromen.

Metodološke spremembe plačilne bilance najbolj vplivajo na zbiranje podatkov o storitveni menjavi. V Sloveniji so glavni vir teh podatkov poslovne banke, v katerih se je s 1. januarjem 2007 spremenil sistem šifriranja plačilnega prometa s tujino. Približno polovica vira pri potovalnih storitvah je plačilnega prometa, pri katerem za transakcije pod vrednostjo 12.500 evrov banke ne poročajo več. S tem je BS izgubila pomemben vir podatkov in sama ocenjuje vrednost transakcij pod 12.500 evrov ter išče alternativne vire podatkov, denimo anketiranje v sodelovanju s SURS (Letno poročilo, 2007). Zato je v letošnjih podatkih manjši prelom pri časovni seriji ter sestavi izvoza in uvoza storitev glede na gibanja v preteklih letih. Zaradi omenjenih metodoloških sprememb je bila vrednost potovalnih storitev v letošnjem prvem polletju podcenjena. Pri tem je bil izvoz potovanj podcenjen bolj kot uvoz potovanj. Julija pa so se izdatki za potovanja začeli spremljati po novi metodologiji, in sicer na osnovi prej omenjenih ciljnih anket SURS. BS je revidirala podatke za celotno leto 2006 (navzdol), vrednost izvoza potovanj v tekočem obdobju pa se je povečala s koeficienti na osnovi lanske strukture plačil pod in nad pragom 12.500 evrov.

¹¹ Evrosistem je od 1. januarja 1999 odgovoren za določanje in izvajanje skupne denarne politike evroobmočja. Sestavljajo ga ECB in centralne banke držav, ki imajo skupno valuto evro (zdaj 13). Glavni cilj ECB je ohranjanje cenovne stabilnosti. Poleg glavnega cilja obstajajo še drugi pomembni cilji, kakršni so: devizni tečaj, obrestna mera, nominalna rast BDP, denarni agregat M3 itd.

Slika 5: Portfeljske naložbe slovenskih poslovnih bank pred vstopom v evroobmočje in po njem, tokovi v mio evrov



Opomba: Negativni predznak pomeni povečanje imetij.

Vir podatkov: BS, preračuni UMAR.

V letošnji plačilni bilanci se kaže razmeroma visoka vrednost statistične napake. Pomemben vzrok zanjo je (poleg omenjene spremembe virov podatkov) oteženo ločevanje evrske gotovine od gotovine, ki jo daje v obtok BS, in tiste, ki prihaja v obtok iz transakcij z nerezidenti. Večji del napake nastaja v smeri neto finančnega odtoka, zaradi česar je saldo finančnega računa (ki izkazuje neto finančni pritok) precenjen.

Posledica sodelovanja BS v Evrosistemu je tudi letošnje povečanje bruto zunanjskega dolga. Ta je konec julija znašal 30.451 mio evrov, kar je za 6.556 mio evrov več kot ob koncu leta 2006; 54,5 % povečanja dolga je posledica obveznosti BS do Evrosistema, 36,1 % pa zadolževanja domačih poslovnih bank. K rasti njihovega dolga je večinoma prispevalo črpanje tujega posojila v aprilu s strani večje banke. Zaradi izdaje obveznice Slobond v vrednosti milijarde evrov se je povečal tudi dolg državnega sektorja. Ostali sektorji, med katerimi prevladujejo podjetja, so se večinoma zadolževali pri domačih poslovnih bankah.

6 SCENARIJI MOŽNEGA GIBANJA ZUNANJEGA DOLGA V OBDOBJU 2007–2011

Čeprav je bilo slovensko gospodarstvo v preteklem obdobju likvidno in solventno, bo pri nadaljnjem zadolževanju v tujini potrebna previdnost. Ker v valutni strukturi zunanjega dolga močno prevladuje evro, ne pričakujemo dodatnega tveganja zaradi tečajnih nihanj. Morebitno tveganje lahko nastane zaradi šokov v ponudbi, zaradi katerih se lahko upočasní gospodarska rast, to pa bi bil vzrok, da bi se delež zunanjega dolga v BDP še hitreje povečeval. Drugi dejavnik, ki bi povečal tveganje, je porast obrestnih mer, ki so se v preteklem obdobju (1995–2005) zniževale, zdaj pa naraščajo. Slednje bi povečalo servisiranje dolga in obremenilo izvozne prihodke. Delež zunanjega dolga v BDP bi se povečal tudi zaradi upočasnitve rasti tujega povpraševanja. Na rast zunanjega dolga pa bi lahko vplivalo tudi nadaljnje povečevanje t. i. reziduala oziroma zadolževanja bank in podjetij v tujini, kakršnemu smo bili priča zlasti v zadnjih štirih letih, in ki ni nujno povezano samo z gospodarsko rastjo ter ni nujno neposredno vezano na financiranje primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance.

Da bi ocenili moč omenjenih šokov na rast zunanjega zadolževanja, smo naredili projekcijo bruto zunanjega dolga¹² (angl. external debt sustainability framework) za obdobje 2007–2011. Izdelani so bili trije scenariji:

- osnovni scenarij, ki predpostavlja razmeroma ugodno domače in mednarodno okolje,
- scenarij, ki predpostavlja šoke s strani domače ponudbe, obrestnih mer, tujega povpraševanja (poslabšanje salda tekočega računa) in
- razmeroma visoko povprečno vrednost reziduala, ki je bila značilna za pretekla štiri leta.

6.1 Osnovni scenarij dinamike zunanjega zadolževanja

Pri osnovnem scenariju tokov zadolževanja v obdobju 2007–2011 smo upoštevali makroekonomske predpostavke domačega in mednarodnega okolja iz UMAR-jeve Jesenske napovedi (2007) in tehnične predpostavke glede prihodnjega gibanja lastniških tokov kapitala ter reziduala (gl. Tabela 9). Primanjkljaj v menjavi blaga in storitev se bo začel po letu 2007 predvidoma zniževati, predvsem zaradi naraščajočega presežka v storitveni bilanci, ki bo pokrival primanjkljaj v trgovinski bilanci. Ob postopni rasti terjatev do tujine in okrepljenih naložb v tuje vrednostne papirje se bodo povečevale tudi prejete obresti, vendar bodo, zaradi naraščajočega preteklega zadolževanja, plačila obresti na zunanji dolg večja. Skladno z večjimi prilivi tujih neposrednih naložb se bodo predvidoma povečali tudi reinvestirani dobički tujih vlagateljev. Presežek pri dohodkih od dela ne bo zadoščal za kritje primanjkljaja pri dohodkih od kapitala. Kljub pozitivnemu finančnemu toku med proračunom Slovenije in proračunom EU bo zaradi večjega primanjkljaja transferjev ostalih sektorjev bilanca tekočih transferjev izkazovala rahel primanjkljaj. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance se bo predvidoma znižal, in sicer s 3,5 % BDP leta 2007 na 1,2 % BDP leta 2011.

Pri gibanju finančnih tokov s tujino smo kot tehnično predpostavko za obdobje 2007–2011 upoštevali krepitev v obeh smereh in v tem pozitiven neto finančni tok, ki bi bil večinoma posledica neto posojilnih tokov. Po tej predpostavki bi kapital odtekal zlasti iz zasebnega sektorja, in sicer v obliki neposrednih in portfeljskih naložb, dajanja posojil in komercialnega kreditiranja tujine. Ob tem bi se povečal izvoz kapitala tudi na trge držav nekdanje Jugoslavije. V letu 2007 bi bil možen relativno večji pritek tujih

¹² Podobne ocene delata Mednarodni denarni sklad in Svetovna banka.

neposrednih naložb v primeru, če bi vlada prodala državno premoženje. V naslednjih letih pa je tehnična predpostavka osnovnega scenarija, da bi se priliv iz naslova neposrednih naložb vrnil na nižjo raven. Prav tako je v osnovnem scenariju zadolževanja predvideno nadaljnje zadolževanje bank in podjetij v tujini, kot tehnično predpostavko smo upoštevali, da bi ti tokovi naraščali po povprečni stopnji preteklih 10 let, kar je počasneje kot v zadnjih štirih letih.

Tabela 9: Srednjeročni osnovni scenarij vzdržnosti bruto zunanjega dolga Slovenije, v % BDP*

	2007	2008	2009	2010	2011
	ocena	napoved	napoved	napoved	napoved
OSNOVNI SCENARIJ					
Bruto zunanji dolg	95,9	99,7	101,6	102,5	103,2
Sprememba stanja dolga	17,4	3,8	2,0	0,8	0,7
Tokovi zadolževanja	- 0,5	- 1,0	- 1,7	- 2,6	- 2,9
Tekoči račun (brez plačil obresti)	0,6	- 0,2	- 1,4	- 1,9	- 2,3
Saldo menjave s tujino	1,7	1,6	0,5	0,0	- 0,4
Izvoz blaga in storitev	72,4	75,8	79,3	82,0	84,8
Uvoz blaga in storitev	74,2	77,4	79,9	82,0	84,4
Lastniški tokovi FDI (neto)	0,1	- 0,1	0,0	0,0	0,0
Endogena dinamika dolga	- 1,1	- 0,7	- 0,3	- 0,8	- 0,6
Prispevek obrestne mere	3,0	3,4	3,4	3,5	3,6
Prispevek gospodarske rasti	- 4,2	- 4,1	- 3,8	- 4,3	- 4,2
Rezidual	17,9	4,8	3,7	3,5	3,6
Delež dolga v izvozu, v %	132,3	131,5	128,1	125,1	121,7
Ključne predpostavke					
Realna rast BDP, v %	5,8	4,6	4,1	4,5	4,3
Implic. deflator BDP, v %	3,0	3,6	2,9	2,7	2,3
Implic. obrestna mera, v %	4,2	3,8	3,7	3,7	3,7
Nominalna rast izvoza, v %	17,4	13,4	12,0	10,9	10,4
Nominalna rast uvoza, v %	18,5	13,0	10,5	10,2	9,9
Tekoči račun (brez plačil obresti)	- 0,6	0,2	1,4	1,9	2,3
Lastniški tokovi FDI (neto)	- 0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Scenarij na osnovi 10-letnega povprečja¹					
Bruto zunanji dolg	95,9	98,1	99,2	100,2	101,2

Opomba: * – razen če ni navedeno drugače. Pri kompoziciji bruto zunanjega dolga gre za tehnične predpostavke in ne za napoved. ¹ Upoštevano je 10-letno povprečje (1997–2006) ključnih spremenljivk, kakršne so: gospodarska rast, nominalna obrestna mera, implicitni deflator BDP, saldo tekočega računa brez plačil obresti in neto lastniške neposredne naložbe.

Vir: Bilten BS (2007); Jesenska napoved ... (2007); lastni izračuni.

Izračuni po osnovni projekciji kažejo, da se bo delež bruto zunanjega dolga povečeval, tako da bo leta 2011 presegel BDP za 3,2 %, pri tem pa bodo spremembe stanja postopoma počasnejše. Poleg rasti bruto zunanjega dolga se bodo namreč povečevale tudi bruto terjatve do tujine. Neto lastniški prilivi iz naslova neposrednih naložb, ki ne spadajo med zunanji dolg, bodo razmeroma skromni. Saldo tekočega računa (brez plačanih obresti tujini) pa bo predvidoma izkazoval presežek.

Menimo, da Slovenija z večjo odprtostjo gospodarstva pri naraščajočem zadolževanju, kot izhaja iz osnovnega scenarija, ne bo bolj ranljiva,¹³ saj je predvidena hitrejša rast izvoznih od uvoznih tokov.

¹³ Detragiache in Spilimbergo sta ugotavljala povezanost med nastankom finančne krize in posameznimi sklopi pojasnjevalnih spremenljivk v obdobju 1972–1998. Pri tem rezultati raziskave med drugim kažejo, da je bila za celotno obdobje značilna pozitivna povezanost med finančno krizo in precenjenim realnim tečajem valute, medtem ko je z odprtostjo gospodarstva za obdobje 1984–1998 značilna negativna povezanost. Države z večjo stopnjo trgovinske integracije so torej postale ranljivejše (Bukatarević, 2001).

Breme zunanjega dolga naj bi se postopoma zmanjševalo, saj se bo predvidoma znižal delež zunanjega dolga v celotnem izvozu. Zaradi predvidene hitrejše dinamike izvoznih od uvoznih tokov se bo primanjkljaj salda menjave s tujino postopoma zniževal in bo leta 2011 izkazoval rahel presežek. Čeprav se bodo plačila obresti na zunanji dolg povečevala, jih bo v opazovanem obdobju v povprečju za 3,4 % BDP. Več kot nadomestila jih bo realna rast BDP, kar bo omogočilo, da bo »endogena dinamika dolga« še naprej blažila rast zunanjega dolga.

6.2 Analiza občutljivosti zunanjega zadolževanja

Dodatni scenarij kaže občutljivost zunanjega zadolževanja na morebitne šoke s strani domače ponudbe, obrestnih mer in tujega povpraševanja ter reziduala plačilnobilančne enačbe (gl. Tabela 10).

Na osnovi zgodovinskih podatkov so bili ocenjeni učinki upočasnitve gospodarske rasti, porasta obrestnih mer in poslabšanja salda tekočega računa ter reziduala:

- porast implicitne obrestne mere na zunanji dolg – osnovni scenarij plus polovica standardnega odklona,
- upočasnitev gospodarske rasti – osnovni scenarij minus polovica standardnega odklona,
- poslabšanje salda tekočega računa (brez plačil obresti tujini) – osnovni scenarij minus polovica standardnega odklona,
- razmeroma visoka vrednost reziduala¹⁴ – povprečje preteklih štirih let.

Tabela 10: Nekatere osnovne opisne statistike v preteklem desetletju (1997–2006)

	Realna rast BDP, v %	Nominalna implicitna obrestna mera, v %	Saldo tekočega računa (brez plačil obresti), v % BDP
Povprečje	4,20	3,64	0,19
Mediana	4,10	3,70	0,10
Maksimalna vrednost	5,70	4,40	2,70
Minimalna vrednost	2,80	3,00	-2,10
Standardni odklon	0,92	0,44	1,58

Vir: Lastni izračuni.

Tabela 11: Vpliv posameznih šokov in reziduala na stanje bruto zunanjega dolga, v % BDP

	2007	2008	2009	2010	2011
Osnovni scenarij	95,9	99,7	101,6	102,5	103,2
Porast nominalne obrestne mere	96,0	100,0	102,2	103,3	104,2
Upočasnitev gospodarske rasti	96,2	100,4	102,8	104,1	105,2
Poslabšanje salda tekočega računa	96,7	101,2	104,0	105,7	107,1
Razmeroma visoka vrednost reziduala	95,9	106,9	117,2	126,5	135,6

Opombi: Za upoštevanje sprememb v posameznih spremenljivkah gl. besedilo zgoraj. Pri prikazovanju vpliva šokov in reziduala (pod dvojno črto) gre za vpliv posamezne kategorije na spremembo bruto zunanjega dolga in ne za skupni vpliv vseh šokov.

Vir: Bilten BS (2007), Jesenska napoved ... (2007), lastni izračuni.

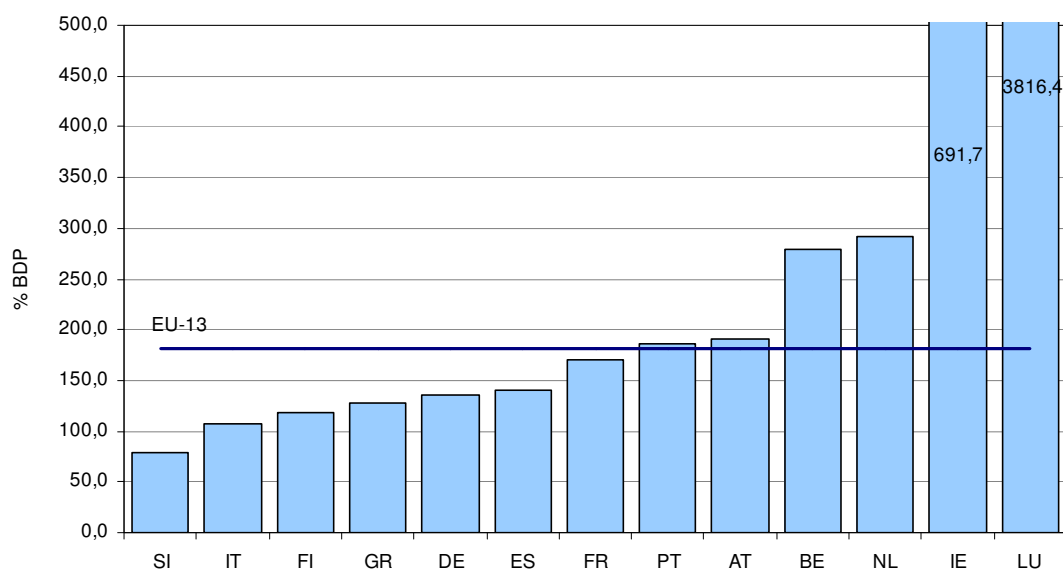
Analiza občutljivosti sprememb bruto zunanjega dolga kaže, da je zadolževanje v tujini občutljivo za šoke iz domačega in mednarodnega okolja (gl. Tabela 11). V primerjavi z osnovnim scenarijem bi na rast

¹⁴ Rezidual je razmeroma visok od vstopa Slovenije v EU.

zadolževanja od vseh treh šokov razmeroma najbolj vplivalo poslabšanje salda tekočega računa. V tem primeru bi bil delež bruto zunanje dolga v letu 2011 po naših ocenah 107,1 % BDP.

Razmeroma visoka vrednost reziduala plačilnobilančne enačbe bi najbolj vplivala na povečanje bruto zunanje dolga. Slednje tudi v tem primeru ne bi bilo kritično, saj je realno pričakovati, da se bodo v procesu dohitevanja gospodarskega razvoja razvitejših držav poleg zunanje dolga precej povečale tudi slovenske terjatve do tujine. Delež bruto zunanje dolga Slovenije bi bil po omenjenem scenariju tudi v letu 2011 (135,6 % BDP) še vedno precej nižji od povprečnega deleža bruto zunanje dolga držav evroobmočja v letu 2006 (181,9 % BDP; gl. Sliko 6).

Slika 6: Bruto zunanji dolg v državah Evroobmočja, 2006, v % BDP



Legenda: SI – Slovenija, IT – Italija, FI – Finska, GR – Grčija, DE – Nemčija, ES – Španija, FR – Francija, PT – Portugalska, AT – Avstrija, BE – Belgija, NL – Nizozemska, IE – Irska, LU – Luksemburg.

Vir: Evrostat, IMF.

Ocenjujemo, da se bo slovensko gospodarstvo sposobno prožno odzvati na morebitne šoke s strani domače ponudbe, obrestnih mer in tujega povpraševanja. Ob prevladujoči evrski strukturi tako v trgovinskih kot tudi v kapitalnih tokovih in usklajenem delovanju fiskalne in dohodkovne politike vzdržnost zunanje dolga ne bi smela biti ogrožena.

7 SKLEP

Slovenija se vse bolj vključuje v mednarodne kapitalne tokove. Poleg skupnih finančnih obveznosti do tujine se povečujejo tudi skupne finančne terjatve, tako da je stanje mednarodnih naložb (neto finančna pozicija) razmeroma ugodno. Po popolni liberalizaciji kapitalsko-finančnega računa se je trgovanje s terjatvami in obveznostmi še okrepilo, delež le-teh pa je presegel internacionalizacijo trgovinskih tokov.

Bruto zunanji dolg, ki predstavlja približno štiri petine skupnih finančnih obveznosti, se je začel po letu 1995 povečevati, in sicer predvsem zaradi zadolževanja zasebnega sektorja (poslovnih bank in ostalih sektorjev), zadolževanje državnega sektorja in kapitalsko povezanih oseb pa je bilo skromnejše. V obdobju 1995–2006 je bila večina zunanjega dolga dolgoročnega, kratkoročni pa se je v strukturi postopoma zniževal. Slovenija se je zato uvrščala med države, ki niso imele problemov s kratkoročno likvidnostjo. Saldo tekočega računa ni ustvarjal večjega pritiska na rast bruto zunanjega dolga, saj je bila gospodarska rast v povprečju višja od rasti obrestne mere. Primanjkljaj v tekočih transakcijah, ki predstavlja tudi razliko med bruto domačim varčevanjem in bruto domačimi investicijami, se je večinoma financiral z zadolževanjem zasebnega sektorja. Čeprav skromni, so rast zunanjega dolga blažili neto lastniški tokovi neposrednih naložb. Zaradi počasne deprecijacije evra, ki je v valutni strukturi zunanjega dolga prevladujoč, so cenovne in tečajne spremembe zniževale breme zunanjega dolga.

Prevzem evra je poleg udeležbe v skupni monetarni politiki držav evroobmočja vplival tudi na zbiranje plačilnobilansnih podatkov. Metodološke spremembe najbolj vplivajo na zbiranje podatkov o storitveni menjavi. Povečanje bruto zunanjega dolga v prvem letošnjem četrtletju je tudi posledica delovanja Banke Slovenije v Evrosistemu.

Za ohranitev likvidnosti in solventnosti slovenskega gospodarstva bo pri nadaljnjem zadolževanju v tujini potrebna previdnost. Ker v valutni strukturi zunanjega dolga močno prevladuje evro, ne pričakujemo dodatnega tveganja zaradi tečajnih nihanj. Morebitno tveganje lahko nastane zaradi šokov pri ponudbi, zaradi katerih se lahko upočasnijo gospodarska rast, višjih obrestnih mer, upočasnitvi rasti tujega povpraševanja in v primeru nadaljnje visoke rasti najemanja posojil v tujini (rezidual). Analiza občutljivosti sprememb bruto zunanjega dolga je pokazala, da bi se delež slednjega najbolj povečal ob relativno visoki vrednosti reziduala. Kljub temu bi bil delež bruto zunanjega dolga Slovenije tudi v letu 2011 (135,6 % BDP) precej nižji od povprečnega deleža bruto zunanjega dolga držav evroobmočja v letu 2006 (181,9 % BDP). Menimo, da ob prevladujoči evrski strukturi trgovinskih in kapitalskih tokov, usklajenem delovanju fiskalne in dohodkovne politike ter konkurenčnem izvozu vzdržnost zunanjega dolga Slovenije ne bi smela biti ogrožena.

SEZNAM LITERATURE IN VIROV

Literatura

1. *Assessing Sustainability*. (2002). Washington: Policy Development and Review Department.
2. Bukatarevič, V. (2001). *Indikatorji deviznih rezerv in zunanjega dolga*. Ljubljana: Analitsko-raziskovalni center Banke Slovenije.
3. How to Do a Debt Sustainability Analysis for Low-Income Countries. A Guide to LIC Debt Sustainability Analysis. October 2006 (2006). Pridobljeno 3. 1. 2007 na http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/DSAGUIDE_EXT200610.pdf.
4. *Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2007*. (2007). Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
5. Markič, J. (2000). *Plačilna bilanca in napovedovanje njenega razvoja*. Delovni zvezek 3/2000. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
6. Obstfeld, M. (2004). *External Adjustment*. CIDER Working Paper No. C 04-136.
7. *Poročilo o razvoju 2007*. (2007). Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.

Viri

1. Bilten BS. (januar, februar–marec, julij-avgust 2007). Ljubljana: Banka Slovenije.
2. Interne ocene UMAR.
3. Letno poročilo. Leto 2006. (2007). Ljubljana: Banka Slovenije.
4. Metodološke opombe časovnih vrst. Ekonomski odnosi s tujino. Banka Slovenije. Pridobljeno 1. 10. 2007 na <http://www.bsi.si/financni-podatki-r.asp?Mapald=911>.
5. Neposredne naložbe (maj 2007). Ljubljana: Banka Slovenije.
6. Neposredne naložbe. (1994–2003). Ljubljana: Banka Slovenije.
7. SI-Stat podatkovni portal – Nacionalni računi. (2005). Statistični urad Republike Slovenije. Pridobljeno 8. 3. 2007 na http://www.stat.si/tema_ekonomsko_nacionalni_bdp.asp.
8. Slovenia: 2006 Article IV Consultation – Staff Report, IMF Country Report No. 06/249. International Monetary Fund (IMF).
9. Slovenia: 2007 Article IV Consultation – Staff Report, IMF Country Report No. 07/183. International Monetary Fund (IMF).
10. World Bank Analytical Classifications, april 2007.
11. World Bank Indebtedness Classifications, april 2007.
12. World Bank list of economies, april 2007.
13. World Economic Outlook. (september 2006). Washington: International Monetary Fund.
14. Zakon o deviznem poslovanju, Uradni list RS, 23/1999.