

BANKA SLOVENIJE

Prikazi in analize VI/1 (marec 1998), Ljubljana

TUJI FINANČNI PRITOKI V SLOVENIJO

Vida Bukatarevič

Od osamosvojitve naprej se Slovenija srečuje z visokimi pritoki denarja iz tujine, v prvem obdobju večinoma iz tekočih, po letu 1995 pa iz finančnih transakcij. V analitsko raziskovalnem centru je bil že pred leti izdelan model za glavne komponente tekočih transakcij s tujino¹, ocenjene enačbe pa predstavljajo osnovo za projekcije tekočega računa plačilne bilance. V tem prispevku se ukvarjamo s kapitalnim in finančnim računom plačilne bilance. Poskušali smo empirično ugotoviti, kateri dejavniki so delovali na finančne pritoke v Slovenijo od leta 1994 naprej in oceniti enačbe za glavne komponente finančnih pritokov.

1. VZROKI IN ZNAČILNOSTI FINANČNIH PRITOKOV

Dejavniki, ki določajo obseg finančnih pritokov v neko državo so opisani in analizirani predvsem na primerih azijskih in latinskoameriških držav. Večina avtorjev loči med tim. push in pull teorijo, ki povdarjata zunanje in notranje dejavnike kot gonilno silo finančnih tokov. Osnovni zunanji dejavniki so nižji donosi v državah vlagateljicah, ki usmerjajo finančne tokove proti državam prejemnicam, kjer so zaradi manjše razvitosti in večjega tveganja pričakovani in dejanski donosi običajno višji. Notranji dejavniki pa zajemajo širok spekter stabilizacijskih ukrepov in reform, ki naredijo državo prejemnico manj tvegano za tuja vlaganja.

V nadaljevanju navajamo nekaj ugotovitev o dejavniki in značilnostih finančnih pritokov, do katerih so prišli nekateri pogosteje navajani tuji in domači avtorji.

Skupina avtorjev z MDS² navaja štiri osnovne dejavnike, ki prispevajo k močnejšim finančnim pritokom v neko gospodarstvo:

- strukturne spremembe in spremembe v fiskalni politiki države prejemnice kapitala, ki naj bi stabilizirale okolje za investiranje ter izboljšale potencialno donosnost naložbe,
- restriktivnejša kreditna politika ali naraščanje domačih obrestnih mer,
- zunanji dejavniki, kot so zniževanje obrestnih mer v tujini oz. pričakovanje zmanjševanja kapitalskih donosov ter tudi recesija v državah izvoznih kapitala,
- tim. *bandwagon effects*, ki pomenijo prilagajanje trenutnim trendom v premikih kapitala, ki so lahko tudi posledica pretiranih reakcij na nove informacije. V mnogih primerih so finančni pritoki v določeno državo presegli pričakovanja vlad glede na izpeljane strukturne spremembe in/ali spremembe zunanjih dejavnikov. Čredni učinek pa je lahko še bolj izrazit pri morebitnem umiku kapitala.

¹ Kožar: Model plačilne bilance Slovenije, Prikazi in analize, september 1993; Kožar, Strojani: Kvantitativna analiza trgovinske bilance Slovenije, Prikazi in analize, december 1995.

² Schadler S., Carkovic M., Bennett A., Kahn R., 1993.

Navajajo tudi restrukturiranje oziroma zmanjšanje dolga (čeprav ni nujno domači dejavnik) kot pomemben dejavnik za nove prilike.

Na primeru šestih analiziranih držav³ z visokimi finančnimi prilivi, so prišli avtorji do naslednjih ugotovitev: večinoma je šlo za prilike v privatni sektor, s precej enako zastopanostjo tokov vseh ročnosti. Okoli 15-20% prilika je bilo realiziranega v obliki neposrednih naložb tujcev, portfolio naložbe pa so bile bolj značilne le v Mehiki in Španiji. Analiza pomembnosti zunanjih dejavnikov je pokazala, da njihov vpliv na prilike ne more biti dominanten iz dveh razlogov: prvič, spremembe v gibanju tujih obrestnih mer v državah izvoznicah kapitala ne sovpadajo z obdobji visokih finančnih prilivov in, drugič, pojavljanje, trajanje in intenzivnost prilivov se bistveno razlikujejo med posameznimi državami, kar kaže na večji pomen drugih dejavnikov kot so zunanji.

Calvo, Leiderman in Reinhart⁴ navajajo podobno razčlenitev vzrokov za finančne prilike na zunanje in notranje. Med notranjimi dejavniki, ki spodbujajo tuja vlaganja navajajo uspešne programe cenovne stabilizacije ter liberalizacijo domačih finančnih trgov. Na primeru analiziranih državah Latinske Amerike so ugotovili, da na finančne prilike prevladujoče vplivajo zunanji dejavniki. Kljub manjšemu vplivu domačih dejavnikov pa ugotavljajo, da so znotraj tega področja države z uspešno izpeljanimi reformami le pritegnile več dolgoročnega kapitala iz tujine kot države, v katerih reform ni bilo. Azijsko območje, nasprotno, kaže večjo vlogo domačih kot zunanjih dejavnikov. V strukturi finančnih prilivov prevladujejo v azijskih državah s 44% neposredne naložbe, medtem ko dosega ta delež v latinskoameriških državah le 17%.

Med notranjimi dejavniki Kenen⁵ posebej izpostavlja umikanje kapitalskih kontrol v obeh smereh: poleg umikanja omejitev za kapitalne tokove je za dejanski obseg prilivov vsaj enako pomembna tudi sprostitve kontrole odtokov (repatriacija dobičkov).

Claessens, Dooley in Warner⁶ so empirično, na primeru petih razvitih držav in petih držav v razvoju preverjali vpliv ročnosti finančnih prilivov na njihovo stabilnost (vzdržnost), da bi ugotovili ali so dolgoročni prilivi, v skladu z razširjenim mnenjem, manj variabilni od kratkoročnih. Ugotovili so, da so lahko dolgoročni prilivi ravno tako variabilni in nepredvidljivi kot kratkoročni in da daljša ročnost sama po sebi še ne zagotavlja zanesljivejšega napovedovanja bodočih finančnih tokov. Pri razčlenitvi finančnih prilivov na posamezne komponente so poudarili možnost substitabilnosti med njimi, kar zahteva obravnavanje finančnih tokov v celoti.

Prvo kompleksno analizo finančnih prilivov v Slovenijo je opravil Bole⁷. Analizo je temeljil na podatkih za obdobje julij 1992-december 1996 in prikazal tako značilnosti posameznih prilivov kot tudi notranje in zunanje vzroke zanje. Za razliko od tujih analiz ugotavlja, da variabilnost posameznih prilivov v Slovenijo ustreza njihovi ročnosti, to je, da so kratkoročni prilivi bistveno bolj variabilni od dolgoročnih. Tuje neposredne naložbe kažejo opazno nižjo stopnjo variabilnosti kot je variabilnost drugih dolgoročnih naložb in posebej kratkoročnih prilivov. Pri analizi substitabilnosti se je v obravnavanem obdobju pokazala določena stopnja substitabilnosti neposrednih naložb s kratkoročnimi finančnimi prilivi, ne pa tudi z dolgoročnimi.

³ Čile, Kolumbija, Egipt, Mehika, Španija in Tajsko.

⁴ Calvo A., Leiderman L., Reinhart C. (1994).

⁵ Glej Frankel J.A. (1994).

⁶ Claessens S., Dooley M.P. in Warner A. (1995).

⁷ Bole V. (1997).

Večji pomen kot razčlenitvi po ročnosti pa daje klasifikaciji po transaktorjih (domaćih sektorjih), na kateri tudi temelji nadaljnjo analizo dejavnikov finančnih pritokov. Pritoki v posamezne domače sektorje kažejo manjše razlike v variabilnosti kot pri klasifikaciji po ročnosti. Z analizo vzročnosti je raziskal vplive določenih zunanjih (valutna premija) in notranjih dejavnikov (realna obrestna mera na posojila, realna rast posojil in povprečnih plač) na finančne pritoke v posamezne sektorje. Pri vseh analiziranih dejavnikih je dokazal vpliv na finančne pritoke v državo, razen pri povprečnih plačah, kjer smer vzročnosti ni bila jasna. Največjo občutljivost na zunanje in notranje dejavnike je v zajetem obdobju pokazal sektor gospodinjstev.

Tuji avtorji, ki so empirično raziskovali finančne prilive iz tujine, so se naslanjali na strukturo kapitalskega računa plačilne bilance, ki je bila v veljavi do leta 1993⁸, in je finančne tokove primarno razčlenjevala po ročnosti. Z razvojem in vedno širšim uveljavljanjem novih finančnih instrumentov se meja med dolgoročnimi in kratkoročnimi instrumenti vedno bolj zamegljuje, ker se je v praksi pokazalo, da je možen hiter umik iz v osnovi dolgoročnih naložb in obratno, sukcesivno obnavljanje kratkoročnih naložb, ki tako dobijo dolgoročni značaj. Spremembe v strukturi plačilne bilance, posebej finančnega računa, ki so nastale s 5. izdajo priročnika MDS, upoštevajo te spremembe in dajejo prednost vrsti instrumenta pred ročnostjo.

2. GLAVNI FINANČNI PRITOKI V SLOVENIJO

Po visokih presežkih do leta 1994, se je od leta 1995 naprej saldo tekočih transakcij uravnotežil na ravni 0,1 do 0,2% bruto domačega proizvoda. Glavni vir denarnih pritokov iz tujine so tako postale finančne transakcije, pri katerih se, poleg naraščajočega trenda v zadnjih letih, kažejo tudi pomembne vsebinske spremembe. Običajno zadolževanje v tujini s tujimi posojili se deloma nadomešča s financiranjem prek izdaj domačih vrednostnih papirjev (izdajanje državnih evroobveznic) in naraščajočimi neposrednimi naložbami tujcev, od zadnjega četrletja 1996 pa se srečujemo tudi z visokimi prilivi od portfolio naložb tujcev v domača podjetja.

⁸ Konec leta 1993 je MDS izdal nov priročnik za izdelavo plačilne bilance; Slovenija se je že v začetku leta 1994 prilagodila novim priporočilom.

Tabela 1: Glavni pritoki iz tujine, tekoči tečaji, v mio USD

	1994	1995	1996	1997
I. TEKOČE TRANSAKCIJE	600,1	-22,8	39,0	36,6
II. FINANČNE TRANSAKCIJE:	527,0	658,0	705,4	578,6
1. Komerčni krediti	-11,2	-3,7	-144,3	-250,1
2.1. Država: obveznice*	-	-	162,9	195,0
drugo	81,7	128,3	-73,4	-5,0
2.2. Privatni sektor:				
Direktne in port.naložbe iz tujine	128,1	191,4	187,6	363,3
Posojila iz tujine*	248,9	445,2	530,5	340,2
- podjetja	92,1	208,2	287,8	3,0
- banke *	156,8	237,0	242,7	337,2
Prebivalstvo	153,3	6,2	-103,3	73,8
3. Drugo **	-73,8	-109,5	145,4	-138,7
III. DEVIZNE REZERVE (BS + banke) **	-1.050,6	-489,8	-752,1	-681,4
BS **	-644,9	-235,4	-432,0	-1.287,1
banke	-405,6	-254,5	-320,2	605,7
IV. Napaka	-76,5	-145,4	7,7	66,2
Neto finančni tok iz tujine	450,5	512,6	713,1	644,8
- % od BDP	3,1%	2,7%	3,8%	3,6%

Vir: Plačilna bilanca

*) Izključena preknjižba zunanje dolga bank v obveznosti države (obveznice NFA) v juniju 1996.

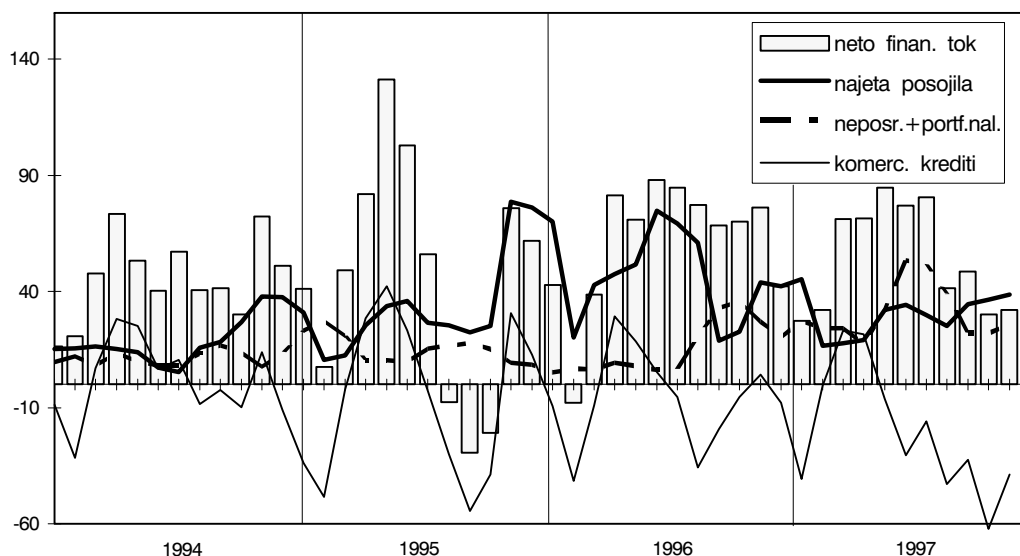
***) Izključen prenos s fiduciarnega računa v mednarodne rezerve BS v višini 154,8 mio USD v juniju 1996.

V tabeli so finančne transakcije s tujino grupirane nekoliko drugače kot v standardni shemi plačilne bilance, tako da so izpostavljene glavne skupine pritokov. Posebej smo razločili sektor države, v okviru katerega smo izkazali posebej pritoke iz naslova izdanih obveznic in iz tujih posojil, ker gre za alternativne vire financiranja države (razvidno v letih 1996 in 1997). V nadaljevanju se s temi tokovi ne ukvarjamo posebej. Komerčni krediti na letni ravni niso v vseh letih izraziti, vendar gre v mesečni dinamiki za precej močne tokove, ki so v absolutnih vrednostih reda velikosti neto najemanja tujih posojil.

Direktne in portfolio naložbe iz tujine smo združili v eno postavko, ker so bile metodološko vsaj do februarja 1997 nerazločljive (vsi nakupi delnic podjetij so se upoštevali kot neposredne naložbe).

Spremembe deviznih rezerv kažejo skupne tokove na rezervah Banke Slovenije in bank, predvsem zato, ker so spremembe rezerv BS pogosto posledica domačih ukrepov Banke Slovenije in ne transakcij s tujino. Posebej je to razvidno iz podatkov za leto 1997, ko so se devizne rezerve BS povečale za 1.287 mio USD, pretežno zaradi prenosov, po raznih instrumentih, iz rezerv bank, ki so se v tem letu zmanjšale za 606 mio USD. Banka Slovenije ima močne vzvode vplivanja na raven deviznih rezerv bank, zato so devizne rezerve Slovenije tudi v uradni statistični definiciji opredeljene kot celoten agregat rezerv BS in bank.

Slika 1: Glavne finančne transakcije privatnega sektorja s tujino, v mio USD, tekoči tečaji, 3-mesečne drseče sredine



Analizo dejavnikov, ki vplivajo na finančne pritoke iz tujine smo omejili na privatni sektor, to je na banke, podjetja in gospodinjstva. Zaradi metodoloških razlogov ni bila možna sektorska razdelitev komercialnih kreditov, zato smo jih v celoti pripisali sektorju podjetij, kamor večinoma tudi sodijo. Posebej obravnavamo še posojila iz tujine podjetjem in bankam, tuje neposredne in portfolio naložbe (brez naložb v državne vrednostne papirje) ter imetja tuje gotovine pri prebivalstvu.

V analizo je zajeto obdobje od januarja 1994 do decembra 1997. Prva leta po osamosvojitvi ne vključujemo, ker so v tem obdobju na obnašanje domačih subjektov še delovali dejavniki, ki jih je težko empirično zajeti, na primer nezaupanje v domačo valuto, zaradi katerega je bilo ravnanje drugačno od tistega v kasnejšem obdobju. Drugi razlog za skrajšanje obdobja analize so v septembru 1997 izvršene metodološke spremembe plačilnobilančnih podatkov, ki so bile vključene v časovne vrste šele od januarja 1994 naprej.⁹

Pred specifikacijo enačb za posamezne in skupne finančne pritoke v privatni sektor, smo po vzoru nekaterih drugih avtorjev¹⁰, opravili analizo substitabilnosti posameznih tokov, s katero smo preverili prepletenost posameznih vrst prtokov. Posamezni tokovi so substitabilni, če je med njimi ustrezno visok, negativni koeficient korelacije.

Tabela 2: Matrika korelacijskih količnikov, jan.1994-dec.1997

	komerc. krediti	neposredne in portf.naložbe	posojila iz tujine	imetja prebivalstva
komerc. krediti	1.00	-0.18	0.17	0.19
neposredne in portf.naložbe	-0.18	1.00	-0.11	-0.07
neto posojila iz tujine	0.17	-0.11	1.00	-0.36
imetja prebivalstva	0.19	-0.07	-0.36	1.00

⁹ Najnovejše metodološke spremembe, ki so močno spremenile oceno komercialnih kreditov (samo) za leto 1997, v nadaljnji analizi niso upoštevane.

¹⁰ Claessens S., Dooley M.P. in Warner A. (1995), Bole (1997).

Kot kaže zgornja tabela, bi o substitabilnosti lahko govorili le v primeru posojil iz tujine in pritokov prek sektorja prebivalstva, vendar brez zadovoljive vsebinske razlage. Tako bomo v nadaljevanju ločeno analizirali vsako od zgoraj navedenih finančnih transakcij posebej.

3. GLAVNI DEJAVNIKI FINANČNIH PRITOKOV V SLOVENIJO

Analiza je kratkoročna, to se pravi, da se nismo spraševali o učinkovanju strukturnih dejavnikov.

Na odločitve tujcev za vlaganja v neko gospodarstvo ter za odločitve subjektov tega gospodarstva za zadolževanje v tujini vplivajo, po ugotovitvah tujih analiz, v največji meri razlike med domačimi in tujimi obrestnimi merami oziroma razlike v donosih med domačim in tujim gospodarstvom. Obrestna razlika vpliva na pritoke dvojno: z relativno višjimi donosi vpliva na povečan interes tujcev za vlaganja v domače gospodarstvo, obenem pa nižji stroški financiranja spodbujajo domače subjekte k zadolževanju v tujini. Z vidika domačih subjektov, ki se odločajo med zadolževanjem v tujini ali doma, je pomembna celotna obrestna razlika. V nadaljevanju jo bomo v analizi slovenskih razmer označevali z *NOR* in definirali kot razliko med domačo nominalno obrestno mero *OMN* (realno obrestno mero *OMR* povečano za *TOM*) in tujo obrestno mero *OMT* povečano za razvrednotenje tolarja; slednje aproksimiramo z rastjo tečaja *DEM*:

$$NOR = OMN - (OMT + rast\ DEM) = (OMR + TOM) - (OMT + rast\ DEM)$$

Celotno nominalno obrestno razliko lahko razčlenimo tudi na razliko med domačo realno in tujo obrestno mero (imenovali jo bomo realna obrestna razlika, *ROR*) ter razliko med *TOM* in rastjo *DEM*. Preverjali smo tudi občutljivost finančnih pritokov na vsakega od členov enačbe posebej.

V zgornji enačbi bi bilo bolj pravilno namesto dejanskega uporabiti pričakovano razvrednotenje domače valute. Pri preizkusih te različice smo pričakovanja aproksimirali z dejansko povprečno rastjo *DEM* v naslednjih treh mesecih.

Pri testiranju posameznih finančnih pritokov smo upoštevali obrestne mere na različne instrumente, odvisno od vsebine posameznega toka (navajamo v nadaljevanju pri posameznih agregatih). Tuje obrestne mere smo aproksimirali z ustreznimi obrestnimi merami v Nemčiji.

S prištevanjem in odštevanjem dodatnega člena - obrestne mere na domače devizne instrumente (*OMD*) - ter prerazporeditvijo členov na desni strani dobimo:

$$NOR = (OMN - OMD - rast\ DEM) + (OMD - OMT)$$

Izraza v oklepajih ustrezata definicijam likvidnostne in valutne premije¹¹, ob predpostavki, da rast *DEM* aproksimira pričakovano deprecijacijo tolarja. Likvidnostna premija je razlika med domačimi obrestnimi merami na enake instrumente v domači in tuji valuti, in predstavlja nadomestilo za bolj tvegana imetja v domači kot v tuji valuti. Valutna premija je razlika med obrestnimi merami na enake devizne instrumente doma in v tujini, in predstavlja nadomestilo za tveganje vlaganja v instrumente v tuji valuti v državi prejemnici.

¹¹ Frankel J.A. (1995): Exchange risk premium, country risk premium; Bole (1997): liquidity premium, currency premium. Prevod izrazov: Bole.

Testirali smo valutno premijo, kot nadomestilo za tveganje vlaganja v relativno bolj tvegano gospodarstvo. Za domačo obrestno mero na instrument, nominiran v devizah, smo uporabili donos republiške obveznice RS2, za tujo obrestno mero pa donos na nemške državne obveznice.

Med domačimi dejavniki smo testirali še domača posojila, kot indikator razpoložljivosti kredita oz. restriktivnosti denarne politike, ter domače dohodke prebivalstva, ki smo jih zajeli ožje (samo prejemke iz delovnega razmerja) ali širše (vse dohodke prebivalstva), odvisno od vrste finančnega pritoka, ki smo ga ocenjevali.

Vsi vrednostni podatki predstavljajo tokove na mesečni ravni, ki smo jih iz tekočih vrednosti preračunali v tolarje po stalnih cenah leta 1992 (deflacioniranje s cenami na drobno). Obrestne mere in obrestne razlike so prav tako preračunane na mesečno raven.

4. SPECIFIKACIJA ENAČB

4.1. Skupni finančni pritoki v privatni sektor

Na začetku smo ocenili enačbo za celotne finančne pritoke v privatni sektor, ki smo jih opredelili kot vse identificirane neto tokove v podjetja, banke in gospodinjstva. Na tej ravni analize smo upoštevali samo tiste dejavnike, za katere domnevamo, da delujejo na finančne tokove v celoti (brez posebnosti posameznih tokov).

Za domače nominalne in realne obrestne mere, ki so tudi osnova za izračun nominalne in realne obrestne razlike, smo upoštevali obrestne mere bank za kratkoročna posojila. Za tujo obrestno mero smo vzeli obrestno mero za posojila v Nemčiji. Pri izračunu obrestne razlike smo upoštevali gibanje tečaja DEM na deviznem trgu. Pri domačih posojilih smo testirali dve varianti: celotna posojila privatnemu sektorju in, posebej, samo posojila podjetjem. Med pojasnjevalne spremenljivke smo vključili tudi celotni saldo tekočih transakcij.

Z navzkrižnimi korelacijami je ugotovljena stopnja povezanosti med odvisno in pojasnjevalnimi spremenljivkami, odloženimi do šest mesecev. Odebeljene so vrednosti večje od 20% s pravilnim predznakom.

Tabela 3: Navzkrižne korelacije med skupnimi finančnimi pritoki v privatni sektor in odloženimi pojasnjevalnimi spremenljivkami, jan.1994-dec.1997

	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6
NOR	0.158	0.202	0.070	0.119	0.251	0.106	-0.154
ROR	-0.024	-0.023	0.017	0.020	0.023	0.004	-0.033
TOMDEM	0.172	0.218	0.072	0.123	0.264	0.112	-0.158
DPOSPD	0.229	-0.015	0.001	0.155	-0.300	-0.315	0.026
DOMPOS	0.177	0.022	-0.049	0.087	-0.332	-0.247	0.003
TT	-0.724	-0.011	0.183	-0.026	0.099	-0.051	-0.093

kjer pomenijo oznake:

NOR - nominalna obrestna razlika

ROR - realna obrestna razlika

TOMDEM - razlika med TOM in rastjo DEM

DPOSPD - domača posojila podjetjem

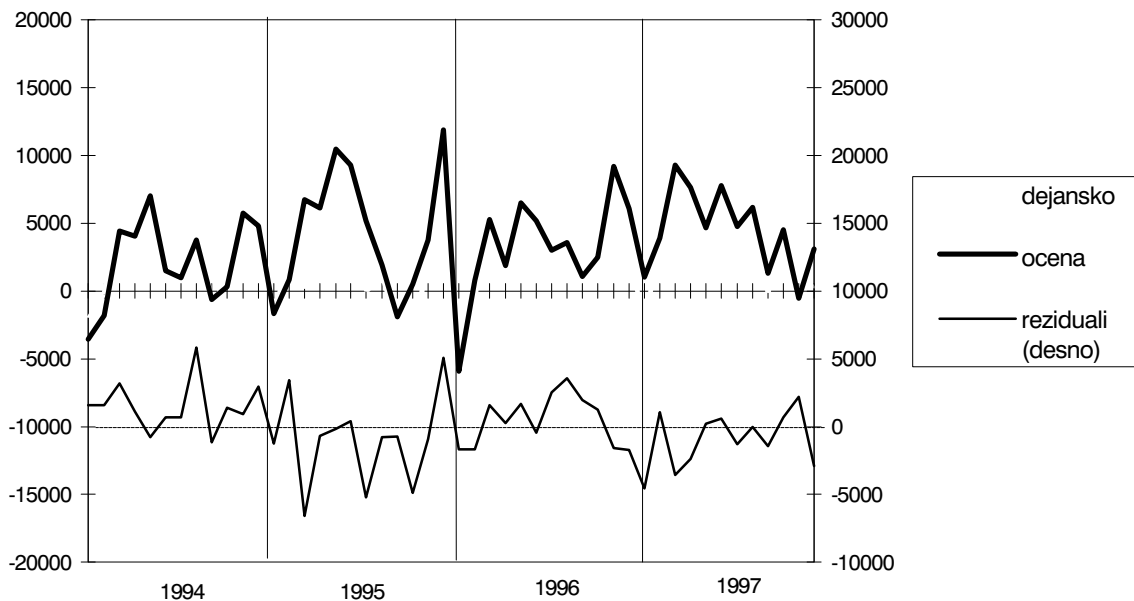
DOMPOS - domača posojila privatnemu sektorju

TT - saldo tekočih transakcij

Tabela 4: Rezultati ocene enačbe za skupne finančne pritoke v privatni sektor, jan.1994-dec.1997

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4805.047	661.524	7.264	0.000
TT	-0.812	0.095	-8.570	0.000
DPOSPD(-5)	-0.388	0.134	-2.888	0.006
NOR(-4)	1538.645	430.099	3.577	0.001
R-squared	0.684	Mean dependent var		3593.680
Adjusted R-squared	0.663	S.D. dependent var		4497.569
S.E. of regression	2612.711	Akaike info criterion		18.654
Sum squared resid	300355470.227	Schwarz criterion		18.810
Log likelihood	-443.692	F-statistic		31.758
Durbin-Watson stat	1.963	Prob(F-statistic)		0.000

Slika 2: Finančne transakcije privatnega sektorja, v mio SIT, stalne cene 1992



Za obrestne mere smo našli značilno povezanost s pričakovanimi predznaki (do petega odloga), vendar sorazmerno šibko. V okviru skupne obrestne razlike ima vpliv le nominalni člen tj. razlika med TOM in rastjo tečaja DEM. Značilna je tudi zveza z domačimi posojili. Pri le-teh smo pričakovali nekoliko krajše odloge, saj bi se moralo njihovo zmanjšanje precej hitreje odraziti v zadolževanju v tujini, vendar so se v vseh variantah enačb in tudi v navzkrižnih korelacijskih koeficientih pojavljali odlogi štirih do pet mesecev.

Visoka povezanost med saldoma tekočih in finančnih transakcij ni nujno pričakovana, saj njun seštevek ni enak nič, temveč spremembi deviznih rezerv, ki je imela v obravnavanem obdobju tudi raznoliko dinamiko. Del pojasnitosti je obrazložen s trendno spremembo med letoma 1994 in 1995, ko je dotedanji visok presežek tekočih transakcij, povezan z manjšo domačo porabo od BDP usahnil in se je začelo

močnejše zadolževanje v tujini (ki bi povzročilo tudi večje tekoče primanjkljaje, če se ne bi finančni pritoki z intervencijo BS usmerjali v rast deviznih rezerv.). Glavni vir pojasnenosti pa je verjetno metodološke narave in je bolj razviden na ravni tekoče mesečne dinamike, kot v letnih agregatih. Pomemben del finančnih transakcij predstavlja protipostavko tekočim transakcijam, predvsem komercialni krediti, ki imajo v krajših obdobjih dokaj močna nihanja, povezana z ustreznimi obratnimi nihanji v saldu tekočih transakcij.

4.2. Posojila iz tujine

Posojila, ki jih domači subjekti najemajo v tujini smo ocenjevali ločeno za banke in ločeno za podjetja. Razlog je v pričakovanih različnih predznakih pri pojasnjevalni spremenljivki domačih posojil. Pri podjetjih se tuja posojila pojavljajo kot substitut za posojila od domačih bank, medtem ko pomenijo pri bankah posojila iz tujine dodaten vir, iz katerih naprej odobravajo posojila domačim subjektom.

Za domačo obrestno mero smo upoštevali obrestno mero na kratkoročna posojila (gibanje je sicer zelo podobno kot za dolgoročna posojila), za tujo pa obrestno mero za posojila oziroma alternativno 3-mesečni Libor, v Nemčiji oziroma za DEM. Pri tuji obrestni meri velja omeniti, da razpoložljivi podatki ne vključujejo znižanja obrestnih mer na posojila odobrena slovenskim subjektom, do katerega je prišlo po juniju 1996 zaradi visokih ocen o kreditni sposobnosti države.

a) Posojila podjetjem

Poleg zgoraj omenjenih dejavnikov smo pri ocenjevanju posojil podjetij iz tujine med notranje dejavnike vključili tudi domače plače oziroma alternativno vse prejemke iz delovnega razmerja ter saldo blagovne menjave, kot možne pojasnjevalne spremenljivke. V decembru 1995 je bil priliv tujih posojil zelo močan, zaradi večjih enkratnih poslov, zato smo za ta mesec v enačbe vključili slepo spremenljivko.

Tabela 5: Navzkrižne korelacije med posojili podjetjem iz tujine in odloženimi pojasnjevalnimi spremenljivkami, jan.1994-dec.1997

	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6
NOR	-0.180	-0.132	-0.173	-0.164	0.140	0.213	0.253
ROR	-0.330	-0.307	-0.316	-0.319	-0.307	-0.312	-0.262
TOMDEM	-0.139	-0.092	-0.136	-0.127	0.194	0.271	0.306
DPOSPD	-0.291	-0.417	-0.116	-0.124	-0.508	-0.384	-0.228
PLACE	0.440	0.247	0.284	0.132	0.229	0.354	0.362
PLACESK	0.364	0.264	0.284	0.141	0.188	0.387	0.521
BLAGO	-0.200	-0.127	-0.235	0.065	-0.072	-0.181	-0.356

kjer pomenijo oznake:

NOR - nominalna obrestna razlika

ROR - realna obrestna razlika

TOMDEM - razlika med TOM in rastjo DEM

DPOSPD - domača posojila podjetjem

PLACE - izplačane neto plače

PLACESK - vsi izplačani dohodki iz delovnega razmerja

BLAGO - saldo blagovne menjave

Pojasnenost z obrestnimi merami je v tej enačbi bolj dvoumna, saj so predznaki do četrtega odloga večinoma nepravilni, pri petih in šestih mesecih odloga pa je zveza ustrezna in značilna. Odzivi podjetij so pod ključnim vplivom gibanja razmerja med

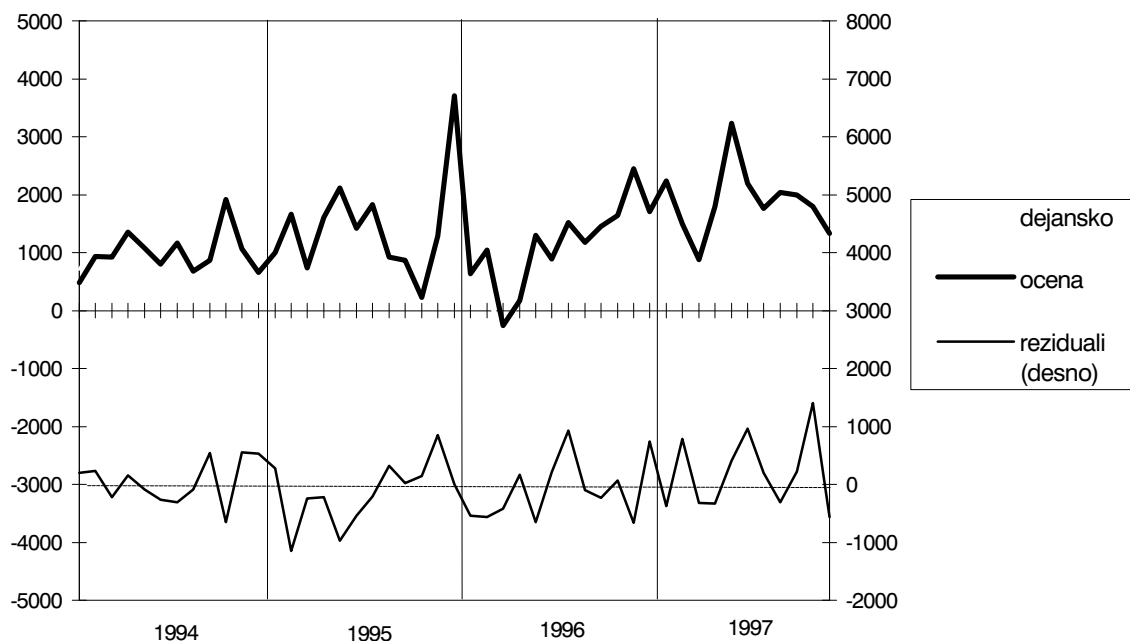
TOM in rastjo tečaja DEM (kot aproksimacije razvrednotenja tolarja), nobene povezave pa ni videti z razliko med realnimi obrestnimi merami.

Zelo značilna izgleda (negativna) zveza z domačimi posojili, še bolj pa (pozitivna) zveza z domačimi plačami oziroma celotnimi izdatki za delo. V testih smo pri plačah preizkusili tudi odzivanje tujih posojil na naknadno variabilnost plač; takšno enačbo, s predhajanjem domačih plač, navajamo v nadaljevanju:

Tabela 6: Rezultati ocene enačbe za posojila podjetjem iz tujine, jan.1994-dec.1997

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4558.012	1720.250	-2.650	0.011
DPOSPD(-4)	-0.166	0.030	-5.495	0.000
PLACE (+1)	0.228	0.069	3.298	0.002
NOR(-5)	382.120	98.347	3.885	0.000
BLAGO(-2) dummy	-0.107 2853.950	0.023 576.617	-4.723 4.949	0.000 0.000
R-squared	0.656	Mean dependent var	1360.029	
Adjusted R-squared	0.614	S.D. dependent var	907.171	
S.E. of regression	563.359	Akaike info criterion	15.624	
Sum squared resid	13012294.904	Schwarz criterion	15.861	
Log likelihood	-361.175	F-statistic	15.656	
Durbin-Watson stat	2.032	Prob(F-statistic)	0.000	

Slika 3: Posojila podjetjem iz tujine, v mio SIT, stalne cene 1992



b) Posojila bankam

Pri zadolževanju bank iz tujine smo, podobno kot pri podjetjih, med pojasnjevalne spremenljivke skušali zajeti obrestne mere oz. obrestne razlike ter domača posojila, s pričakovanim nasprotnim predznakom kot pri posojilih podjetjem.

Zaradi ukrepa BS o usklajevanju aktive in pasive bank je najemanje posojil iz tujine od bank po juliju 1996 praktično popolnoma zamrlo (nekaj novih neto črpanj se je pojavilo šele ob koncu leta 1997). Ta dejavnik smo skušali zajeti s slepo spremenljivko, z vrednostjo 1 od avgusta 1996 dalje, vendar so bile take enačbe zaradi visoke koreliranosti slepe spremenljivke z ostalimi pojasnjevalnimi spremenljivkami, neuporabne. Značilnost časovne vrste posojil za banke so tudi visoki zneski v decembrih. Ker drugače časovna vrsta ne vsebuje sezonske komponente, smo za izjemno visoke zneske konec leta, razen v letu 1997, uvedli dodatno slepo spremenljivko z vrednostjo 1 v decembrih in 0 v ostalih mesecih.

Tabela 7: Navzkrižne korelacije med posojili bankam iz tujine in odloženimi pojasnjevalnimi spremenljivkami, jan.1994-dec.1997

	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6
NOR	0.012	0.016	-0.188	-0.324	-0.199	-0.170	-0.318
ROR	-0.123	-0.156	-0.169	-0.175	-0.129	-0.131	-0.111
dNOR	-0.006	0.261	0.173	-0.163	-0.040	0.171	0.002
dROR	0.086	0.132	0.128	-0.225	0.104	0.029	-0.209
TOMDEM	0.032	0.041	-0.175	-0.319	-0.192	-0.161	-0.320
DPOSPD	0.278	0.287	0.164	0.404	0.199	0.015	0.239
DOMPOS	0.261	0.296	0.282	0.396	0.270	0.151	0.275

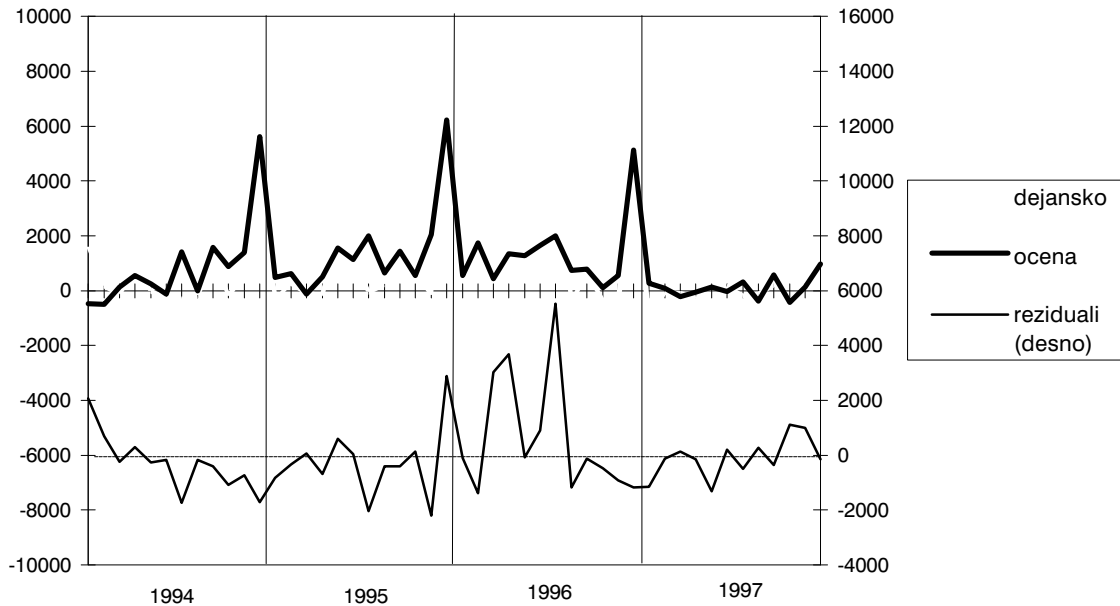
kjer so:

- NOR, dNOR - nominalna obrestna razlika, prve difference
- ROR, dROR - realna obrestna razlika, prve difference
- TOMDEM - razlika med TOM in rastjo DEM
- DPOSPD - domača posojila podjetjem
- DOMPOS - domača posojila podjetjem in prebivalstvu skupaj

Tabela 8: Rezultati ocene enačbe za posojila bankam iz tujine, jan.1994-dec.1997

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-298.785	383.426	-0.779	0.440
DOMPOS(-2)	0.204	0.064	3.201	0.003
dROR(-4)	17044.511	9616.088	1.772	0.083
dummy za dec.	5044.322	892.299	5.653	0.000
R-squared	0.491	Mean dependent var		947.631
Adjusted R-squared	0.456	S.D. dependent var		2022.814
S.E. of regression	1492.156	Akaike info criterion		17.533
Sum squared resid	97967340.946	Schwarz criterion		17.689
Log likelihood	-416.804	F-statistic		14.125
Durbin-Watson stat	1.795	Prob(F-statistic)		0.000

Slika 4: Posojila bankam iz tujine, v mio SIT, stalne cene 1992



Analiza za tuja posojila bankam daje na splošno slabe rezultate. Glavni vzrok je verjetno v samih značilnostih časovne vrste, ki zajema majhno število udeležencev, zaradi česar povzročijo posamezne, nekoliko večje transakcije velika nihanja.

Značilne pojasnjenosti z obrestnimi razlikami v osnovi ni bilo mogoče najti; v enačbo smo vključili, dokaj na silo, prve diference za realno obrestno razliko. Pomembna je edino dokaj trdna informacija o (pričakovani) pozitivni povezanosti med najemanjem tujih posojil v bankah in domačem posojanju bank - podobno kot pri enačbi za podjetja, tam seveda z nasprotnim predznakom.

4.3. Kratkoročni komercialni krediti

Kratkoročni komercialni krediti se pojavljajo kadar fizični izvoz oz. uvoz in plačilo zanj nista opravljena v istem mesecu oz. časovnem obdobju, med obema dogodkoma pa je preteklo manj kot eno leto. Zaradi metodoloških omejitev¹² so kratkoročni komercialni krediti v slovenski plačilni bilanci ocenjeni v neto izrazu. Dolgoročni komercialni krediti predstavljajo v primerjavi z ostalimi finančnimi prilivi/odlivi relativno nepomembno postavko in jih tukaj ne obravnavamo posebej.

Kratkoročni komercialni krediti se v plačilni bilanci ocenjujejo po formuli¹³, ki je, poenostavljeno, naslednja: opravljeni blagovni izvoz je zmanjšan za plačila izvoza in povečan za avanse za uvoz minus enaki elementi na uvozni strani, oziroma, predstavljeno s simboli:

$$\begin{aligned}
 KK_t &= (ICD_t - PI_t + Au_t) - (UCD_t - PU_t + Ai_t) \\
 &= \text{neto } ICD_t - \text{neto } PI_t + \text{neto } Au_t
 \end{aligned}$$

¹² Kratkoročni komercialni krediti so v plačilni bilanci predstavljeni v neto izrazu, ker ne razpolagamo z vsemi elementi (npr. barter posli), ki bi omogočali zadovoljivo razčlenitev na odobrene in najete kredite.

¹³ [(Izvoz f.o.b. + prilagoditev zaobjema) - (plačila izvoza + brezplačen izvoz + črpanja danih dolg. komerc. kreditov + izvoz blaga v okviru DPK)] - [(uvoz f.o.b. + prilagoditev zaobjema) - (plačila uvoza + brezplačen uvoz + vlaganja tujcev v obliki blaga in opreme + črpanja prejetih dolg. komerc. kreditov + uvoz blaga v okviru DPK)] + sprememba stanja na kontokorentih]

$$= \text{neto ICD}_t - \text{neto PI}_t - \text{neto AI}_t$$

kjer pomenijo oznake:

KK_t : neto dani kratkoročni komercialni krediti v mesecu t

ICD_t, UCD_t : izvoz oz. uvoz blaga v mesecu t

PI_t, PU_t : plačila za izvoz oz. uvoz, opravljena v mesecu t

AU_t, AI_t : avansi za uvoz oz. izvoz, plačani v mesecu t

Plačan neto izvoz je funkcija opravljenega neto izvoza v tekočem in preteklih mesecih, neto prejeti avansi za izvoz pa funkcija neto izvoza v prihodnjih mesecih.

$$KK_t = ICD_t - f(ICD_t + ICD_{t-1} + ICD_{t-2} + \dots) - f(ICD_{t+1} + ICD_{t+2} + \dots)$$

Na povečanje neto danih komercialnih kreditov vpliva, torej, neto izvoz oz. saldo blaga v tekočem mesecu, na zmanjšanje pa saldo blaga v preteklih in prihodnjih mesecih. Ker smo povsod v regresijski analizi uporabljali podatke iz plačilne bilance (dani komercialni krediti imajo negativen predznak) so pričakovani predznaki v enačbah ravno nasprotni od pravkar navedenih.

Zaradi obveznosti prodaje deviznega priliva v roku dveh dni je dokaj verjetno, da je čas deviznega priliva v državo (in s tem tudi novih komercialnih kreditov) pod vplivom pričakovanega razvrednotenja domače valute. Enako velja za avanse za uvoz, ki se lahko ob takih pričakovanjih povečajo in s tem povečajo tudi dane komercialne kredite. Kot aproksimacijo za tečajna pričakovanja smo preizkusili povprečno rast DEM za tri mesece vnaprej ter tudi promptni tečaj DEM na deviznem trgu, vendar podatki niso potrdili predpostavljene povezave. Našli smo le zvezo s celotno obrestno razliko, odloženo za tri mesece (determinirano z razliko med TOM in rastjo tečaja) v obliki prve diference. Pojasnenost enačbe izvira praktično v celoti iz členov, ki opisujejo zamike med plačili in fizičnimi transakcijami.

Tabela 9: Rezultati ocene enačbe za kratkoročne komercialne kredite, jan.1994-dec.1997

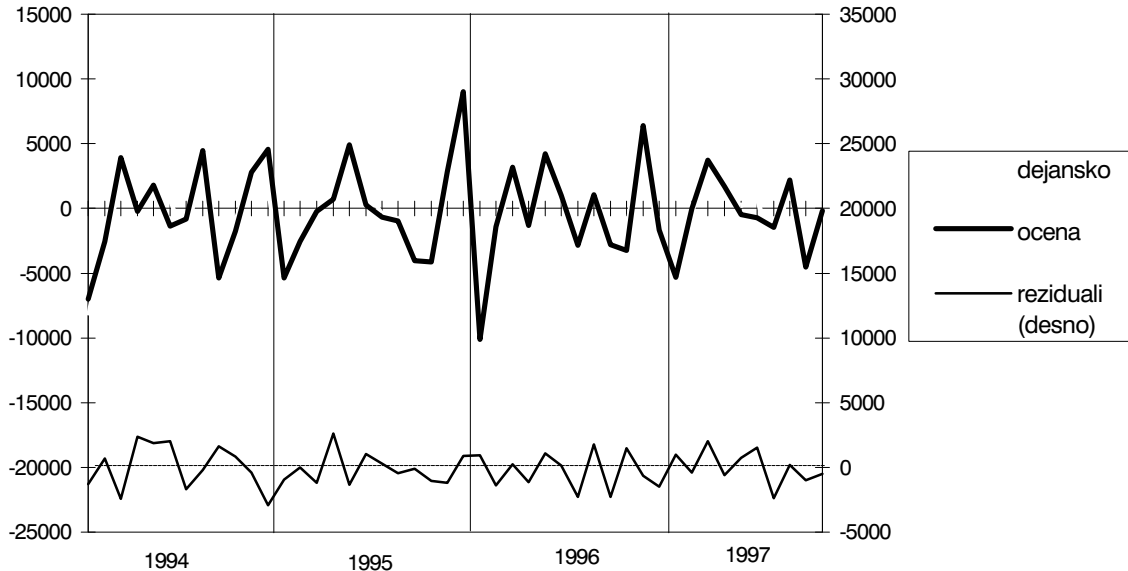
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S_BLAGO(-2)	0.280	0.056	5.001	0.000
S_BLAGO(-1)	0.223	0.058	3.852	0.000
S_BLAGO	-0.917	0.060	-15.316	0.000
S_BLAGO(+1)	0.225	0.062	3.649	0.001
S_BLAGO(+2)	0.224	0.057	3.902	0.000
dNOR(-3)	684.227	346.457	1.975	0.055
R-squared	0.871	Mean dependent var		-404.030
Adjusted R-squared	0.855	S.D. dependent var		3957.253
S.E. of regression	1505.352	Akaike info criterion		17.593
Sum squared resid	90643419.700	Schwarz criterion		17.831
Log likelihood	-398.629	F-statistic		54.195
Durbin-Watson stat	2.565	Prob(F-statistic)		0.000

kjer so:

BLAGO - saldo blagovne menjave

dNOR - nominalna obrestna razlika, prve diference

Slika 5: Kratkoročni komercialni krediti, v mio SIT, stalne cene 1992



4.4. Imetja tuje gotovine pri prebivalstvu

V postavki imetja tuje gotovine pri prebivalstvu je zajet tisti del imetij tujega denarja, ki jih gospodinjstva držijo izven domačega bančnega sistema, bodisi doma, bodisi na računih v tujini. V plačilni bilanci se ocenjujejo spremembe teh imetij pod vplivom tekočih in finančnih transakcij prebivalstva s tujo gotovino. Med tekoče ali realne transakcije sodijo ocenjena poraba v tujini za turistične namene (vključno z nakupi blaga) ter ocenjeni dohodki od dela in italijanske pokojnine, izplačane v gotovini oz. na račune v tujih bankah. Realne transakcije so zajete v tekočem računu plačilne bilance, v finančnem računu pa se pojavljajo odgovarjajoče spremembe tuje gotovine pri prebivalstvu kot povečanje (-) ali zmanjšanje (+) terjatev do tujine. Drug vir sprememb tega agregata so finančne transakcije prebivalstva in zajemajo pologe in dvige gotovine z deviznih računov pri domačih bankah ter nakupe in prodaje v menjalnicah (po izločitvi prodaj tuje gotovine tujcem), z ustrežno protipostavko v spremembah deviznih rezerv bank. Povečanje agregata tuje gotovine pri prebivalstvu (-) pomeni torej bodisi absorpcijo pritoka iz ustreznih tekočih transakcij, bodisi odtok iz deviznih rezerv bank prek finančnih transakcij. Pri finančnih transakcijah pomeni pozitiven predznak dodaten priliv tujega denarja na domače trge prek sektorja prebivalstva. V tem delu prispevka skušamo ugotoviti, kateri dejavniki opredeljujejo velikost tega finančnega pritoka.

Za analizo dejavnikov, ki vplivajo na priliv kapitala prek sektorja prebivalstva smo pokazatelje donosnosti vlog spremenili v tem smislu, da je namesto tečaja DEM na deviznem trgu uporabljen tečaj v menjalnicah, za domačo obrestno mero je upoštevana obrestna mera na 3-mesečne vezane vloge, za tujo obrestno mero pa 3-mesečni Libor za DEM.

Prehodi med tolarskimi in deviznimi vlogami v domačih bankah so nevtralni z vidika tokov prek sektorja prebivalstva, zato so tudi razlike med obrestnimi merami na domače vloge v tolarjih in tujem denarju za to analizo nepomembne.

Na finančne transakcije prebivalstva s tujo gotovino vplivajo, poleg obrestnih mer oz. obrestnih razlik še dohodki prebivalstva, ki smo jih v enačbah zajeli prek skupnih domačih dohodkov prebivalstva (plače in drugi prejemki iz delovnega razmerja, socialni prejemki), neto posojil prebivalstvu in realnih transakcij prebivalstva v tuji gotovini (tekoče gotovinske transakcije prebivalstva). Rast tolarskih dohodkov predstavlja dodatno kupno moč, ki se lahko preusmeri v varčevanje v domačih bankah (tolarsko ali devizno, brez vpliva na postavko prebivalstvo) ali v nakup tujega denarja, ki se ne vrne v bančni sistem. Ta del se potem v plačilni bilanci pokaže kot odliv prek prebivalstva. Enaka pričakovanja glede predznakov so tudi pri posojilih prebivalstvu.

Neto pritoki iz realnih transakcij prebivalstva s tujino so, nasprotno, že v tujih valutah, in se kot taki ne pojavljajo kot dodatno povpraševanje. Pojavijo pa se lahko kot dodatna ponudba, prek prodaje tujega denarja v menjalnicah ali pologa na devizni račun.

Tabela 10: Navzkrižne korelacije med finančnimi transakcijami prebivalstva in odloženimi pojasnjevalnimi spremenljivkami, jan.1994-dec.1997

	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6
NOR	0.463	0.142	0.084	0.143	-0.003	-0.073	0.203
PTOMDEM	0.424	-	-	-	-	-	-
DPOSPR	-0.172	-0.272	-0.403	-0.481	-0.516	-0.080	-0.042
DOMDH	-0.248	-0.348	-0.346	-0.441	-0.385	-0.226	-0.028
PLACE	-0.392	-0.389	-0.226	-0.294	-0.278	-0.299	-0.168
REALTT	0.603	0.495	0.338	0.170	0.133	0.084	-0.051

kjer so:

NOR - nominalna obrestna razlika

PTOMDEM - razlika med TOM in pričakovano rastjo DEM

DPOSPR - domača posojila občanom

DOMDH - skupni domači dohodki prebivalstva

PLACE - izplačane neto plače

REALTT - realne transakcije prebivalstva s tujo gotovino

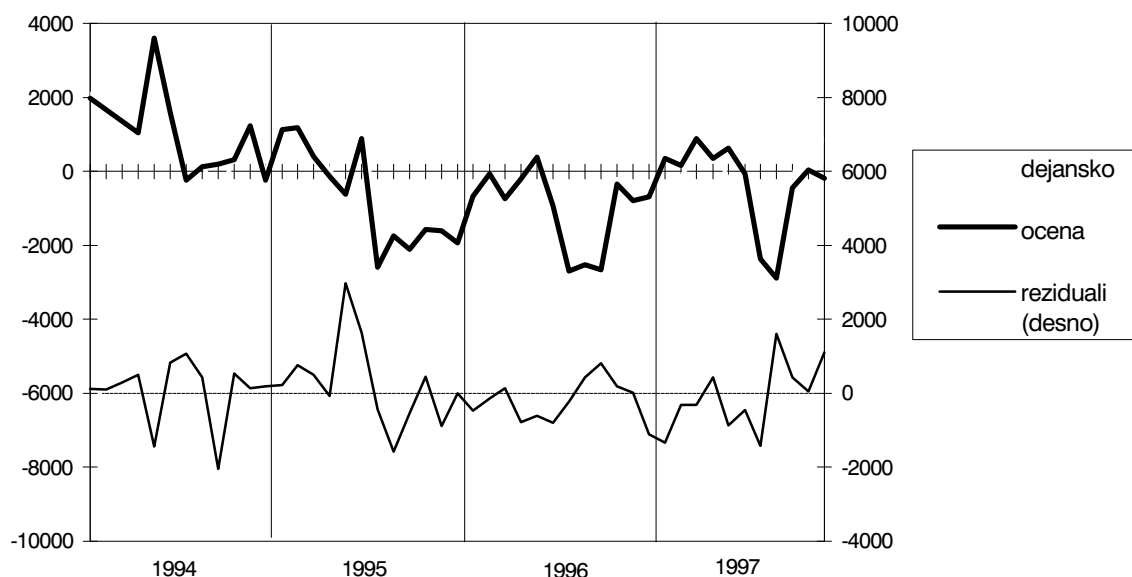
Navzkrižne korelacije po pričakovanjih kažejo na tesno povezavo med prejemki, domačimi ali iz tujine, in finančnimi transakcijami prebivalstva. Pri vseh prikazanih spremenljivkah je očiten skoraj takojšen odziv, posebej pri gotovinskih neto prejemkih iz tujine. Dinamiko slednjih v pretežni meri določa turistična poraba prebivalstva v tujini, kar sovпада s finančnimi transakcijami prebivalstva (večji nakupi v menjalnicah) v poletnih mesecih. Obnašanju prebivalstva so se lepo prillegali tudi podatki o pričakovanem razmerju med TOM in rastjo DEM.

Tabela 11: Rezultati ocene enačbe za finančne transakcije prebivalstva, jan.1994-dec.1997

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12473.475	3014.195	4.138	0.000
DPOSPR(-4)	-0.541	0.095	-5.704	0.000
PTOMDEM	306.020	158.597	1.930	0.060
PLACE	-0.460	0.121	-3.787	0.000

REALTT	0.775	0.183	4.240	0.000
R-squared	0.702	Mean dependent var	-244.414	
Adjusted R-squared	0.674	S.D. dependent var	1675.377	
S.E. of regression	956.350	Akaike info criterion	16.664	
Sum squared resid	38413462.231	Schwarz criterion	16.861	
Log likelihood	-386.614	F-statistic	24.793	
Durbin-Watson stat	1.677	Prob(F-statistic)	0.000	

Slika 6: Finančne transakcije prebivalstva, v mio SIT, stalne cene 1992



4.5. Neposredne in portfolio naložbe iz tujine

Pri ocenjevanju neposrednih naložb in naložb v vrednostne papirje domačega privatnega sektorja smo preverjali predvsem vpliv zunanjih dejavnikov, to je tujih obrestnih mer. Pri tem smo upoštevali obrestne mere na nemške državne obveznice ter, alternativno, 3-mesečni Libor za DEM. Navzkrižne korelacije so pokazale relativno visoko povezanost med tujimi naložbami in obrestnimi merami v tujini pri vseh odlogih.

Nadalje smo preverjali morebitni vpliv valutne premije, ki pomeni višje donose doma kot v državi vlagateljici na instrumente v enaki valuti. Sodeč po koeficientih v spodnji tabeli, je valutna premija vplivala ravno v nasprotno smer od pričakovane.

Tabela 12: Navzkrižne korelacije med tujimi neposrednimi in portfolio naložbami in odloženimi pojasnjevalnimi spremenljivkami, jan.1994-dec.1997

	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6
OMTG	-0.355	-0.304	-0.256	-0.289	-0.365	-0.365	-0.316
OMT3L	-0.294	-0.307	-0.260	-0.350	-0.378	-0.418	-0.413
NOR	-0.292	-0.03	0.092	0.021	0.099	-0.043	0.263
VALPR	-0.333	-0.352	-0.386	-0.417	-0.293	-0.264	-0.287

kjer so:

OMTG - obrestna mera na nemške državne obveznice

OMT3I - 3-mesečni Libor za DEM

NOR - nominalna obrestna razlika

VALPR - valutna premija

Samo dejavnik tujih obrestnih mer še ne zadošča za zadovoljivo pojasnitev toka neposrednih in portfolio naložb v Slovenijo v opazovanem obdobju. Zanesljivo je bila glede portfolio naložb odločilnega pomena pridobitev ugodne ocene deželnega tveganja ob polletju 1996, ter kasneje, za nekaj mesecev ukrep BS o skrbniških računih. Na toku neposrednih naložb je prav tako zaznati spremembo v letu 1996. V enačbi, v katero vključimo umetno spremenljivko za ta prelom, dobimo tako kot v enačbi posojil bankam korelacijo med pojasnjevalnimi spremenljivkami, brez tega člena pa smiselne enačbe ni bilo mogoče sestaviti.

L I T E R A T U R A:

1. Bole V.: *Financial Flows in a Small Open Economy: The Case of Slovenia*, članek za konferenco IIASA Financial Flows to Transition Economies, maj 1997
2. Bole V.: *Mehčanje proračunskih omejitev*, Gospodarska gibanja, april 1997
3. Calvo A., Liederman L., Reinhart C.: *The Capital Inflow Problem: Concepts and Issues*, Contemporary Economic Policy, julij 1994
4. Claessens S., Dooley M.P. in Warner A.: *Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?*, The World Bank Economic Review, Vol.9, No.1, 1995
5. Frankel J.A.: *Sterilization on Money Inflow: Difficult (Calvo) or Easy (Reisen)?*, IMF Working Paper, december 1994
6. Frankel J., Okongwu C.: *Liberalised Portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations, and the Incompleteness of Interest Rates Convergence*, NBER Working Paper #5156, junij 1995
7. Schadler S., Carkovic M, Bennett A., Kahn R.: *Recent Experiences with Surges in Capital Inflows*, IMF, december 1993