

Indikatorji deviznih rezerv in zunanjega dolga

Vida Bukatarevič

Naraščanje pomena kapitalskih tokov v mednarodnih odnosih in izbruhi finančnih kriz v devetdesetih letih so pokazali, da je dosednji pristop mednarodnih organizacij k presojanju likvidnostnega položaja države neprimeren. Pri oceni zunanje likvidnosti držav je bila pozornost usmerjena na ustreznost deviznih rezerv z vidika financiranja tekočih transakcij s tujino, kapitalski tokovi, ki so dejansko zaznamovali zadnje finančne krize, pa so bili zanemarjeni.

Izhajajoč iz izkušenj finančnih kriz v devetdesetih letih je Mednarodni denarni sklad razvil novi pristop k ocenjevanju zadostne ravni deviznih rezerv v povezavi z zunanjo zadolženostjo države. V prispevku predstavljamo novi indikator deviznih rezerv ter njegovo uporabo in podajamo poskusni izračun tega indikatorja za Slovenijo.

Kljub naraščanju zunanje zadolženosti in poslabševanju kazalnikov zunanjega dolga in deviznih rezerv v Sloveniji v zadnjih letih, so bile po novem konceptu MDS devizne rezerve vseskozi zadostne za zagotavljanje zunanje likvidnosti. Dosežena raven skupnih deviznih rezerv je bila zadostna tako za kritje zapadlih kratkoročnih obveznosti Slovenije do tujine, kot tudi tekočega primanjkljaja. Ob pričakovanih tokovih s tujino so tudi napovedi za naslednja leta ugodne.

Uvod

Naraščanje pomena kapitalskih tokov v mednarodnih odnosih in izbruhi finančnih kriz v devetdesetih letih so pokazali, da je dosedanji pristop k presojanju likvidnostnega položaja države na podlagi preprostih kazalnikov in vnaprej določenih mejnih vrednosti, neprimeren.

Mednarodni denarni sklad je razvil novi pristop za ocenjevanje zadostne ravni deviznih rezerv v povezavi z zunanjo zadolženostjo države. V prispevku navajamo pomanjkljivosti obstoječih kazalnikov deviznih rezerv in zunanje dolga in predstavljamo novi indikator ustreznosti deviznih rezerv ter njegovo uporabo, na koncu pa podajamo izračun in komentar indikatorjev za Slovenijo.

Indikatorji ustrezne ravni deviznih rezerv

Za presojo mednarodne likvidnosti posamezne države in njene zunanje zadolženosti, ter v zvezi s tem oceno verjetnosti zapadanja v finančne težave, so mednarodne organizacije in tržni udeleženci v zadnjih desetletjih uporabljali dokaj preprosta pravila. Ustreznost deviznih rezerv se je najpogosteje ocenjevala na podlagi dveh indikatorjev: 1) z razmerjem med deviznimi rezervami in uvozom blaga in storitev (izraženo v mesecih uvoza), ki je veljal za uporaben indikator za države z omejenim dostopom do trgov kapitala, in 2) z razmerjem med deviznimi rezervami in širokim denarjem, za države s šibkim bančnim sistemom, nizkim zaupanjem v domačo valuto in veliko verjetnostjo bega kapitala.

Za presojo stopnje zadolženosti države je med najbolj razširjenimi indikatorji razmerje med zunanjim dolgom in bruto domačim proizvodom, v široki uporabi so tudi razmerja med zunanjim dolgom in izvozom države, ter koeficienti servisiranja dolga glede na izvoz ali bruto domači proizvod.

Z izbruhom finančnih kriz v nastajajočih tržnih ekonomijah v devetdesetih letih se je pokazalo, da so omenjeni indikatorji nezadostni za pravočasno opozarjanje na prihajajoče krize. Indikator deviznih rezerv v primerjavi z meseci uvoza se je pri teh državah dalj časa gibal v priporočenih vrednostih 3 do 4 mesecev, brez večjih sprememb neposredno pred izbruhi kriz. Ostali široko uporabljani indikatorji rezerv in dolga prav tako niso nakazovali slabšanja položaja v prizadetih ekonomijah. (Priloga 1)

Neposredno po izbruhih finančnih kriz so se devizne rezerve prizadetih držav močno povečale v primerjavi z obdobji pred krizo, ker se je pokazalo, da so bile obstoječe rezerve, kljub relativno ugodnim kazalcem, nezadostne za soočanje z nepričakovanimi zunanjimi šoki, predvsem z begom kapitala iz prizadetih držav in takojšnjim zaprtjem dostopa do mednarodnih kapitalskih trgov.

Zaradi tega se je začelo iskati novo pravilo o ustrezni ravni deviznih rezerv, ki naj bi odgovorilo na dva ključna vprašanja: prvič, njihovo gibanje naj bi pravočasno opozorilo na nevarnost izbruha krize, in drugič, določili naj bi minimalno potrebno raven rezerv, ki še zagotavlja preživetje vsaj prvega obdobja finančne krize.

Novi indikator ustreznosti deviznih rezerv

V zadnjih letih se v te namene vedno bolj uveljavlja nov indikator, ki **devizne rezerve primerja s kratkoročnim zunanjim dolgom po načelu preostale zapadlosti**. Pobudo za ta pristop sta dala Alan Greenspan in Pablo Guidotti, nadalje ga je razvil in priporočil tudi Mednarodni denarni sklad.

Devizne rezerve naj bi po tem pristopu zadoščale najmanj za kritje vseh kratkoročnih obveznosti do tujine, ki zapadejo v naslednjem letu. Za razliko od originalne zapadlosti, zajema kratkoročni dolg po preostali zapadlosti (»residual« ali »remaining maturity«) le tisti del dolga, ki zapade v plačilo v naslednjih 12 mesecih, kar je po vsebini enako servisiranju dolga¹. V nadaljevanju bomo zato uporabljali izraz »kratkoročni dolg po zapadlosti«.

¹ Obstaja več definicij preostale zapadlosti, ki se v grobem delijo na dve skupini. Prva skupina opredeljuje preostalo zapadlost po principu *zapadlosti v plačilo*. V okviru te skupine se metode razlikujejo po zaobjemu (zapadlost samo glavnice, ali glavnice in obresti skupaj) in po vrednotenju (z diskontiranjem ali brez). Po drugi

Empirične raziskave so pokazale, da je nizko razmerje med rezervami in kratkoročnim dolgom po zapadlosti dober indikator najavljanja finančnih kriz². V obdobju pred izbruhom Azijske krize leta 1997 se je ta indikator v prizadetih državah pomembno poslabšal. Izkušnje so pokazale tudi, da je bila vrednost indikatorja obratno sorazmerna z dolžino in jakostjo krize.

Kratkoročni dolg, ki ima v novem indikatorju ključno vlogo, je bil v dosedanjih analizah v glavnem zanemarjan. Velik del dolgov do enega leta predstavljajo, namreč, komercialni krediti, za katere je prevladovalo prepričanje, da so relativno neobčutljivi na likvidnostne težave države. Izkušnje so, nasprotno, pokazale, da si upniki ob krizah prizadevajo čimbolj zmanjšati celotno izpostavljenost do prizadete države in zato drastično zmanjšajo celotno kratkoročno kreditiranje ob sočasni zahtevi po čimprejšnjem poplačilu teh dolgov.

Značilnosti novega indikatorja:

Vsebina kratkoročnega dolga v indikatorju ustreza tudi novemu konceptu zunanjega dolga³, ki ima širši zaobjem kot doslej. Med zunanji dolg so tako vključeni vsi nelastniški elementi obveznosti do tujine, ki poleg financiranja s posojili in obveznicami zajemajo še najete trgovinske kredite, vloge nerezidentov in ostale obveznosti.

Kratkoročni dolg po zapadlosti zajema torej:

- ves kratkoročni dolg na podlagi posojil (z originalno ročnostjo do enega leta),
- najete kratkoročne komercialne kredite
- servisiranje dolgoročnega dolga v naslednjem letu
- ostale kratkoročne obveznosti (vloge nerezidentov, ostalo)

Devizne rezerve naj bi ustrezale definiciji MDS, po kateri sodijo med devizne rezerve tista likvidna imetja, ki so centralni banki na razpolago za uravnavanje plačilnobilančnih in likvidnostnih neravnovesij. Po drugi strani pa je možen tudi precej bolj ohlapen pristop. V bolj razvitih državah, namreč, zasebni sektor razpolaga s precejšnjimi terjatvami do tujine, in obenem skrbi za uravnavanje lastnih tveganj, ki izhajajo iz relacij z nerezidenti. Za kritje kratkoročnih obveznosti do tujine se tako kot dodaten možni vir pojavljajo tudi ostala imetja zasebnega sektorja, ki niso del deviznih rezerv. Odvisno od posebnosti posamezne države, velikosti in likvidnosti teh dodatnih imetij, je smiselno analizo premakniti naprej in jo razširiti tudi z ostalimi razmerji.

definiciji zajema kratkoročna preostala zapadlost samo tisti del dolga, ki se *dokončno* odplača v naslednjih 12 mesecih. Za likvidnostno analizo je ta pristop preozek, ker zanemarija velik del obveznosti, ki izhajajo iz servisiranja dolgoročnega dolga.

² Med članki na to temo je zanimiv »Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation«, IMF Working paper WP/01/2. V njem avtorji v tim »enačbi kriz« ugotavljajo povezavo med pojavljanji finančnih kriz in tremi skupinami pojasnjevalnih spremenljivk: 1) zunanjo likvidnostjo, ki jo definirajo z razmerjem med rezervami in kratkoročnim dolgom po zapadlosti, vendar razčlenjenim na posamezne sestavine: rezerve, kratkoročni dolg po originalni ročnosti in servisiranje dolgoročnega dolga, 2) različnimi kazalniki dolga (delež v BDP, delež multilateralnih kreditorjev, obrestne mere itn) in 3) razne makroekonomske spremenljivke.

Model je uspešno napovedal večino izmed 56 pojavov kriz, za katere so bili zbrani podatki. Rezultati kažejo, da je razmerje med rezervami in kratkoročnim dolgom po zapadlosti, kot celota in kot posamezne sestavine, visoko značilno. Med makroekonomskimi spremenljivkami pa izstopata kot značilna realni tečaj valute (precenjen tečaj s pozitivnim predznakom) in odprtost ekonomije. Bolj kot je ekonomija odprta, manjša je verjetnost pojavljanja krize. Zanimivo pa je, da se je s premikanjem začetka zajetega obdobja od sedemdesetih leta na leto 1984, predznak pri odprtosti spremenil, iz česa avtorji sklepajo, da so v zadnjih letih države z večjo vpetostjo v mednarodno menjavo postale bolj ranljive.

³ Marca 2000 in februarja 2001 je IMF v sodelovanju s številnimi mednarodnimi institucijami izdal osnutek navodil za statistiko zunanjega dolga, ki naj bi stopil v veljavo do marca 2003.

Vrednosti indikatorja in stres testi:

Nov pristop ne določa vnaprej mejnih vrednosti indikatorja, pri kateri postane država ranljiva ali bolj dovzetna za likvidnostne težave. **Izhodišča točka** analize je vrednost indikatorja 1, ki pomeni enakost deviznih rezerv in kratkoročnega dolga po zapadlosti. Pri tej vrednosti je določena **minimalna potrebna raven deviznih rezerv**, ki zadošča za poplačilo vseh obveznosti do zunanjih upnikov v naslednjem letu.

Pravilo vrednosti 1 je splošno uporabno le za grobo oceno rizičnosti pri večini držav in določa zadostne devizne rezerve le v primeru, da ni novih kapitalskih tokov (tako pritokov kot tudi ne bega kapitala), pri izravnem tekočem računu, skratka, ob odsotnosti katerihkoli drugih transakcij s tujino.

Od te izhodiščne točke se s pomočjo *stres testov* vključujejo dodatni dejavniki, ki blažijo ali stopnjujejo potrebe po deviznih rezervah posamezne države. Z dodajanjem posameznih šokov iz tujine se spreminja minimalna vrednost indikatorja, ki jo mora država doseči, da bi njene devizne rezerve zadoščale za zagotavljanje zunanje likvidnosti.

Če država pričakuje večje pritoke od neposrednih tujih naložb, se potrebe po deviznih rezervah zmanjšajo (za financiranje kratkoročnega dolga se pojavlja dodatni vir), primanjkljaj tekočega računa ali nevarnost večjega odliva kapitala pa predstavljata šoka, ki, obratno, te potrebe povečujeta.

Naslednji hipotetični primer ilustrira uporabo indikatorja, kot jo priporočajo v MDS:

Začetni scenarij:

DR: devizne rezerve	3000
KRD: kratkoročni dolg po preostali zapadlosti	2000
Tekoči primanjkljaj:	0
Ostale finančne transakcije:	0
<i>Minimalna vrednost indikatorja:</i>	1
<i>Indikator DR/KRD:</i>	1,5 (preseganje 50%)

Prvi stres test:

TR: primanjkljaj tekočega računa	500
<i>Minimalna vrednost indikatorja:</i>	1,25
<i>Indikator DR/KRD:</i>	1,5 (preseganje 20%)

Drugi stres test:

NN: Pritok neposrednih naložb:	1000
<i>Minimalna vrednost indikatorja:</i>	0,75
<i>Indikator DR/KRD:</i>	1,5 (preseganje 100%)

Minimalno vrednost indikatorja izračunamo v prvem stres testu kot razmerje $(KRD+TR)/KRD$, in v drugem $(KRD+TR-NN)/KRD$, kjer v števec vključimo vse predvidene obveznosti, za katerih kritje naj bi devizne rezerve zadoščale oziroma odštejemo pritoke, ki pri financiranju lahko nadomestijo rezerve.

Vrednost izračunanega indikatorja je v vseh primerih enaka, saj se vedno primerja raven deviznih rezerv s kratkoročnim dolgom po zapadlosti. Spreminjajo se le minimalne potrebne vrednosti, na katere vpliva velikost in smer posameznih šokov, zajetih s stres testi. Minimalne vrednosti se lahko spreminjajo tudi med obdobji, odvisno od variabilnosti pričakovanih šokov, kar pomeni, da je za oceno (ne)doseganja potrebne ravni deviznih rezerv potrebno vedno primerjati obe vrednosti med seboj (minimalno in dejansko).

Pri presoji zadostne ravni deviznih rezerv je potrebno upoštevati tudi makroekonomske dejavnike, specifične za posamezno državo. Veljavni tečajni režim lahko pomembno vpliva na potrebno raven deviznih rezerv (drseči režimi zmanjšujejo verjetnost in stroške krize), realni tečaj domače valute (precenjena valuta povečuje verjetnost naraščanja tekočega primanjkljaja), usklajenost valutne strukture zunanjega dolga in deviznih rezerv (z razvitostjo države narašča upravljanje z valutnimi tveganji tudi na mikro ravni), stabilnost finančnega sistema, verjetnost bega kapitala itn.⁴

Omejitve indikatorja

Čeprav so analize dokazale povezavo med nizkimi deviznimi rezervami v razmerju do kratkoročnega dolga po zapadlosti in pojavom finančnih kriz, pa se je določeno število držav krizi »izognilo«, kljub neugodnemu indikatorju, in obratno, nekatere države so v krizo zapadle, kljub relativno visokemu indikatorju. V Prilogi 2 so prikazane nekatere razvite države, z nizkimi vrednosti tega indikatorja. Očitno pri presojanju rizičnosti države štejejo tudi dejavniki, kot so kredibilnost in pričakovanja investitorjev.

Razmerje med deviznimi rezervami in kratkoročnim dolgom lahko doseže v odprtih ekonomijah relativno nizke vrednosti, zaradi visokih kratkoročnih trgovinskih kreditov, ki so normalni del poslovanja s tujino.

Po drugi strani pa visoka raven deviznih rezerv ne pomeni nujno tudi visoke likvidnosti, saj lahko del rezerv ni razpoložljiv za takojšnjo uporabo. Zato je MDS v svojih standardih podrobno predpisal poročanje o deviznih rezervah, s katerim naj bi dosegli njihovo popolno transparentnost.

Opisana metoda torej ne daje enostavne formule, ki bi zanesljivo odgovorila na vprašanje ali država v danem trenutku dosega ustrezno raven deviznih rezerv oziroma ali se že nahaja v območju ogrožene likvidnosti. Praksa je pokazala dobre rezultate metode predvsem pri državah z negotovim dostopom do kapitalskih trgov. S tem pa niso popolnoma razvrednoteni ostali, že prej uveljavljeni, indikatorji, ki ostajajo še naprej v uporabi predvsem zaradi enostavnosti, dostopnosti in primerljivosti med državami.

Indikatorji vzdržnosti zunanjega dolga

V praksi je v uporabi več kazalnikov zunanjega dolga, ki naj bi pravočasno opozarjali na približevanje dolžniških težav v posamezni državi. Tako kot pri kazalnikih deviznih rezerv, je tudi pri kazalnikih zunanje zadolženosti težko ekzaktno določiti meje, katerih preseganje bi pomenilo opozorilne signale za nastop morebitne dolžniške krize ali resnejših težav z odplačevanjem dolgov.

Najbolj razširjeni indikatorji so razmerja med stanjem zunanjega dolga, servisiranjem dolga ali sedanjo vrednostjo dolga na eni strani in izvozom ali BDP, na drugi strani. Visoke vrednosti, še bolj pa trend naraščanja, praviloma pomenijo večje breme dolga za državo in obenem večjo nevarnost dolžniških težav.

Omenjeni indikatorji so v praksi pokazali nekaj pomembnih pomanjkljivosti:

- Pri servisiranju dolga se praviloma upošteva le srednje in dolgoročni dolg, medtem ko se servisiranje kratkoročnega, kjer gre večinoma za komercialne kredite, ne upošteva. Pred azijsko krizo so prav indikatorji servisiranja dolga odpovedali, ker niso upoštevali močne rasti kratkoročnega dolga v teh državah (celoten dolg pa je pravilno zaznal približevanje krize).
- V odprtih ekonomijah je poleg visokega izvoza, ki daje ugodno osnovo za servisiranje dolga, običajno visok tudi uvoz zaradi izvoza, oz. je visok delež reeksporta. Tako je izvozni potencial, kot

⁴ Preprosto pravilo, ki upošteva nekatere izmed navedenih dejavnikov je tisto od Bussierja in Mulderja, ki določa vrednost indikatorja takole: razmerje med rezervami in kratkoročnim dolgom je 1 plus 5% za vsako odstotno točko primanjkljaja tekočega računa v BDP plus dodatni procent za vsak procent apreciacije domače valute v preteklih 4 letih.

osnova za servisiranje dolga, precenjen. Zato se pri teh indikatorjih priporoča, da se najprej od izvoza odšteje uvoz blaga za reeksport.

- Sedanja vrednost dolga, ki servisiranje dolga in obresti v prihodnosti preračunava na sedanjo vrednost, v sebi implicitno vključuje ročnost dolga (kar ne velja za stanje dolga na določen dan), ima pa pomanjkljivost, da ne predvideva morebitnih večjih sprememb tržnih pogojev, posebej obrestnih mer.
- Kazalniki stanja dolga so pod velikim vplivom medvalutnih nihanj, ki se v neenaki meri odražajo na števec (konec obdobja) in imenovalec (običajno tok zadnjih 12 mesecev).⁵

V grobem pa le velja, da pomenijo višje vrednosti večje breme za državo, nadaljnje naraščanje pa lahko privede do nevdržnosti zunanje zadolženosti. Pri že visokih vrednosti je poleg nadaljnega zadolževanja nevarno tudi, če so obrestne mere na zunanji dolg višje od stopenj rasti izvoza (ali BDP ali vladnih prihodkov). Indikator *realno breme zunanjega dolga* pokaže kolikšen delež BDP ali izvoza je potrebno nameniti odplačevanju dolga, da ostane breme dolga, ob teh negativnih gibanjih, realno nespremenjeno:

$$b = (r-g)*D/X_{+1}$$

kjer pomenijo oznake

- b: realno breme zunanjega dolga
- r: povprečna obrestna mera na zunanji dolg
- g: stopnja rasti izvoza
- D: stanje dolga
- X₊₁: izvoz v naslednjem letu

Države se zadolžujejo na različnih stopnjah razvitosti in z različnimi nameni. Veliko in naraščajoče breme dolga v primerjavi z izvozom ali BDP je običajno v obdobjih investicijskega zagona, ki naj bi se v srednjem roku, preko rasti izvoza in BDP odrazil tudi na izboljševanje indikatorjev. Odprte ekonomije imajo v primerjavi z ostalimi lahko visok zunanji dolg glede na BDP in relativno nizkega glede na izvoz. Ob zgoraj naštetih pomanjkljivostih indikatorjev dolga in zavedanju o njihovi neučinkovitosti pri napovedovanju finančnih kriz, je navzkrižno primerjanje heterogenih držav na podlagi teh indikatorjev lahko zavajajoče.

Razmerje med deviznimi rezervami in kratkoročnim dolgom po zapadlosti, ki je v prejšnjem poglavju obravnavan kot indikator zadostne ravni deviznih rezerv, je z določenimi omejitvami uporaben tudi za presojo vzdržnosti zunanjega dolga.

Poslabševanje indikatorja deviznih rezerv kaže ne le na (ne)zadostnost rezerv v absolutnem pomenu, ampak predvsem v razmerju do zunanjega dolga, katerega amortizacija je lahko ogrožena bodisi zaradi pešanja rezerv, bodisi naraščanja dolga nižje ročnosti, oziroma s skorajšnjim rokom zapadlosti.

Stres testi so uporabni za testiranje tudi večletnega scenarija, po katerem se dostop do kapitalskih trgov omeji za več let in se spremlja stanje rezerv glede na zapadlosti obstoječega dolga.

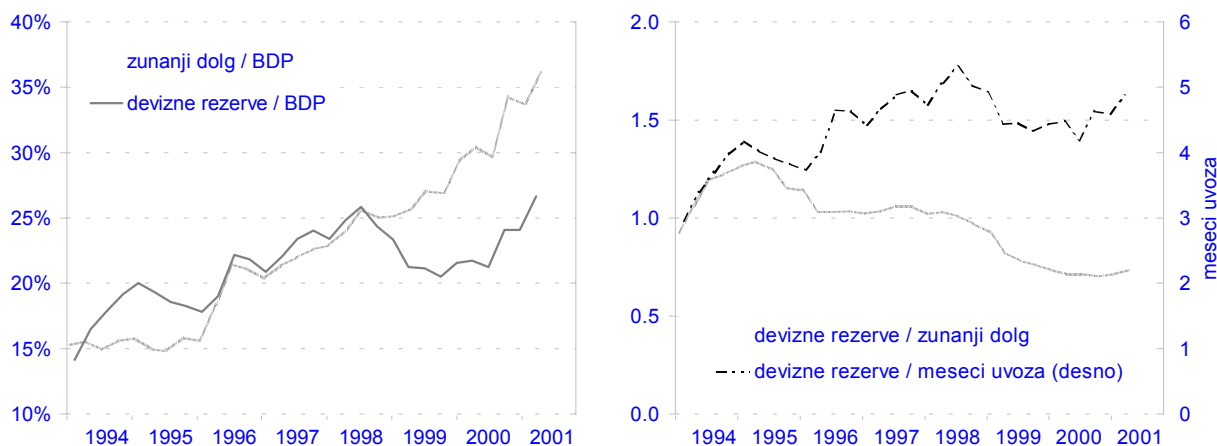
Za spremljanje zunanje ranljivosti je, ob upoštevanju vseh naštetih pomanjkljivosti, potrebno upoštevanje več indikatorjev hkrati, njihov razvoj v času ter makroekonomske specifičnosti države.

⁵ V primeru npr. rasti ameriškega dolarja je ta kazalec manjši, kot če ga izražamo v šibkejši valuti (stanje dolga konec obdobja se zmanjšuje oz. narašča počasneje od BDP ali izvoza v preteklih 12 mesecih).

Indikatorji za Slovenijo

Obstoječi indikatorji, s katerimi v Sloveniji spremljamo devizne rezerve in zunanji dolg, kažejo od druge polovice 1998 naprej razpiranje škarij med zunanjim dolgom in deviznimi rezervami (v razmerju do BDP) ter poslabševanje njihovega razmerja v škodo deviznih rezerv. Istočasno se je začelo poslabševati tudi razmerje med deviznimi rezervami in uvozom blaga in storitev, ki se je potem v letu 2000 ustavilo na ravni okoli 4,5 mesecev uvoza (slika 1). Od konca leta 2000 se razmerja izboljšujejo, delno zaradi počasnejšega zadolževanja v letu 2001, delno zaradi rasti deviznih rezerv iz drugih, lastniških instrumentov (pritoki v rezerve preko neposrednih naložb). Po deležu zunanjega dolga v BDP pa je Slovenija letos prestopila prag srednje zadolženih držav.

Slika 1: Kazalniki deviznih rezerv in zunanjega dolga za Slovenijo



Iz prej opisane logike novega indikatorja deviznih rezerv je razvidno, da je le-ta obrnjen v bližnjo prihodnost, ker je njegov glavni namen ugotoviti zadostnost razpoložljivih deviznih rezerv za kritje pričakovanih obveznosti v naslednjem letu. Indikator za junij (Tabela 1) tako kaže zadostnost dosežene ravni deviznih rezerv za kritje kratkoročnih obveznosti do tujine, ki zapadejo od julija letos do junija naslednje leto. Med te obveznosti je vključeno zapadanje glavnice in obresti dolgoročnih posojil iz tujine, celoten kratkoročni dolg iz naslova posojil, pomembna razlika z obstoječim konceptom zunanjega dolga v Sloveniji pa je tudi vključevanje najetih kratkoročnih komercialnih kreditov in vlog nerezidentov.

Za izračun kratkoročnega dolga po zapadlosti smo uporabili podatke iz Stanja mednarodnih naložb, kjer so prikazane vse finančne terjatve in obveznosti do tujine. Podatki so stanja konec let, za nekatere agregate pa so razpoložljivi tudi na četrtni ravni.

Indikator zadostnosti deviznih rezerv smo računali v bolj preprosti obliki od tiste, ki je opisana v prvem poglavju. Namesto da bi računali minimalne potrebne vrednosti indikatorja po različnih scenarijih in jih primerjali z deviznimi rezervami v razmerju do kratkoročnega dolga, smo spreminjali vsebino samega indikatorja, tako da smo v imenovalec poleg kratkoročnega dolga vključevali tudi ostale šoke, oziroma vse elemente, ki povečujejo ali zmanjšujejo potrebno raven deviznih rezerv. Po tej metodi je referenčna vrednost indikatorja vedno 1, preseganje ali nedoseganje te vrednosti pa je očitna brez dodatnih preračunavanj: z vrednostjo 1 izražamo minimalno zadostno raven rezerv pri različnih scenarijih.

Rezultati so prikazani v tabeli 1 in sliki 2.

Tabela 1: Izračun indikatorja zadostnosti deviznih rezerv po različnih scenarijih

	v mio USD					
	1996	1997	1998	1999	2000	jun.01
Skupne devizne rezerve 1)	4124	4377	4781	4115	4376	4747
Krakovoročni dolg po zapadlosti:						
- servisiranje dolga 2)	1035	1500	1023	1217	1779	1711
- kratkoročni komercialni krediti 1)	1762	1869	2020	2040	1860	1860
- vloge nerezidentov 1)	364	345	408	365	373	408
Elementi za stres teste:						
- Tekoči račun 2)	11	-147	-783	-594	-320	-274
- Tuje neposredne naložbe 2)	375	248	181	181	349	440
Indikatorji:						
- osnovni scenarij	1.30	1.18	1.39	1.14	1.09	1.19
- prvi test: tekoči primanjkljaj	1.31	1.13	1.13	0.98	1.01	1.12
- drugi test: tuje naložbe	1.49	1.21	1.18	1.02	1.10	1.24

1) stanja konec obdobja

2) podatki premaknjeni za 12 mesecev nazaj. Za tekoči račun in neposredne naložbe upoštevane napovedi ARC BS.

Vir: Bilten BS, lastni izračuni

1. Po osnovnem scenariju bi devizne rezerve morale zadoščati vsaj za kritje enoletnega servisiranja zunanjih obveznosti, ob odsotnosti drugih drugih tekočih in finančnih transakcij s tujino, kar je tudi bilo realizirano v opazovanem obdobju. Indikator se je pomembno poslabšal konec leta 1997, ko je raven rezerv bremenil porast servisiranja dolga v letu 1998, ter v letu 2000, ko je predvideno servisiranje dolga v letu 2001 naraslo predvsem zaradi zapadanja evroobveznic v avgustu 2001. Padeč indikatorja v letu 1999 je odraz zniževanja absolutne ravni deviznih rezerv.

V primerjavi z v Sloveniji uporabljanim indikatorjem *devizne rezerve/zunanji dolg* je novi indikator višji, ker namesto celotnega stanja zunanjega dolga zajema le tisti njegov del, ki zapade v naslednjih dvanajstih mesecih, po zaobjemu pa širši, ker vključuje še ostale kratkoročne, nelastniške obveznosti do tujine.

2. Z dodajanjem primanjkljaja tekočega računa se indikator pomembno poslabša v primerjavi z osnovnim scenarijem, posebej v letih, ki so predhodila visokem primanjkljaju (1999 in 2000). V določenih mesecih, nazadnje in najgloblje sredi leta 2000, pa se spusti celo pod 1 (Slika 2).

3. V naslednjem scenariju smo dodali še pritek tujih neposrednih naložb, ki znižajo raven potrebnih rezerv za financiranje prihajajočih obveznosti, posebej pri indikatorjih od leta 2000 naprej.

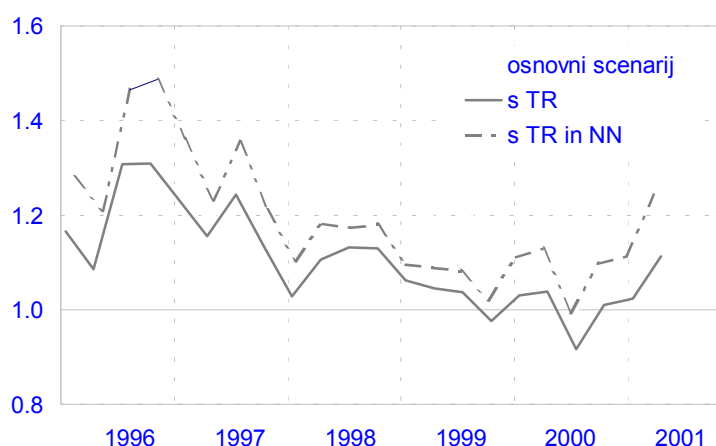
Analizirani scenariji kažejo, da je bila v zadnjih letih raven skupnih deviznih rezerv zadostna tako za kritje kratkoročnih obveznosti Slovenije, kot tudi tekočega primanjkljaja s tujino.

Po grobi napovedi za naslednja leta se vsi navedeni indikatorji lahko izboljšajo predvsem zaradi dveh razlogov:

- prvič, zaradi sedanje ročnostne strukture zunanjega dolga, z nizkim deležem kratkoročnih posojil, se bo predvideno servisiranje obstoječega dolga v naslednjih letih zniževalo, vse do leta 2005 (ko ponovno zapade v plačilo večji obrok evroobveznic),
- in drugič, v letih 2002 in 2003 pričakujemo večje pritoke neposrednih tujih naložb zaradi privatizacij državnega premoženja ter nižanje tekočega primanjkljaja plačilne bilance.

Ob teh ugodnih indikatorjih pa je potrebno opozoriti na naraščanje deleža kratkoročnih posojil iz tujine v letošnjem letu, ki je v prvih šestih mesecih doseglo 40% vseh neto pritokov tujih posojil. V servisiranju dolga v letu 2001 se je delež kratkoročnega dolga povečal na 11,2%, v primerjavi s 6% v letu 1999. Morebitno večje naraščanje kratkoročnih posojil iz tujine lahko pomembno obremeni kratkoročno servisiranje dolga.

Slika 2: Indikator zadostnosti deviznih rezerv



Čeprav neto dolžnica, sodi Slovenija med države s precejšnjimi finančnimi terjatvami do tujine. Zato je poleg zgoraj predstavljenih indikatorjev, ki bistveno razširjajo zaobjem zunanjega dolga, smiselno razširiti indikator s dodajanjem vsebinsko enakih instrumentov tudi na stran terjatev (v števec indikatorja).

V naslednji tabeli podajamo še dve varianti izračuna indikatorja deviznih rezerv: prvič, za mednarodne denarne rezerve Banke Slovenije, kjer pokažemo možnost centralne banke za kritje celotnih kratkoročnih obveznosti do tujine, in drugič, širši pristop, kjer poleg skupnih deviznih rezerv upoštevamo še vse nelastniške terjatve vseh ostalih sektorjev do tujine.

Tabela 2: Različne variante terjatev do tujine v indikatorju

	v mio USD					
	1996	1997	1998	1999	2000	jun.01
Skupne devizne rezerve	4124	4377	4781	4115	4376	4747
Mednarodne denarne rezerve BS	2297	3315	3639	3168	3196	3624
Nelastniške terjatve Slovenije	6997	7647	8239	7552	7873	
Indikator zadostnosti deviznih rezerv po osnovnem scenariju:						
s skupnimi deviznimi rezervami	1.30	1.18	1.39	1.14	1.09	1.19
z medn.denarnimi rezervami BS	0.73	0.89	1.05	0.87	0.80	0.91
z nelastniškimi terjatvami Slovenije	2.21	2.06	2.39	2.09	1.96	

Vir: Bilten BS, lastni izračuni

Po pričakovanjih se indikator poslabša, če skupne devizne rezerve nadomestimo z mednarodnimi denarnimi rezervami BS. Z izjemo leta 1998, so bile v vseh ostalih letih centralno bančne rezerve nezadostne za kritje vseh kratkoročnih obveznosti do tujine z zapadlostjo do enega leta.

Širše zastavljen indikator primerja kratkoročni dolg po zapadlosti z vsemi nelastniškimi terjatvami Slovenije do tujine⁶. Med terjatvami je kar 90% kratkoročnih, poleg deviznih rezerv pa imajo precejšnji delež (skoraj 25%) kratkoročni komercialni krediti. Indikator, ki upošteva enake (dolžniške) instrumente na strani terjatev in obveznosti, pokaže, da so bile terjatve Slovenije do tujine v vseh opazovanih letih dvakrat višje od kratkoročnih obveznosti po zapadlosti.

⁶ Potrebno je razlikovati ta indikator od *neto zunanjega dolga*. Oba primerjata obveznosti in terjatve po dolžniških instrumentih, razlika pa je v tem, da se pri neto zunanjem dolgu upoštevajo stanja (in obveznosti netirajo s terjatvami), pri razširjenem indikatorju deviznih rezerv pa se v obveznosti vključujejo le tiste z zapadlostjo do enega leta.

Sklep

Kljub naraščanju zunanje zadolženosti in poslabševanju kazalnikov zunanjega dolga in deviznih rezerv v zadnjih letih, so bile po novem konceptu MDS devizne rezerve v Sloveniji vseskozi zadostne za zagotavljanje zunanje likvidnosti. Dosežena raven skupnih deviznih rezerv je bila zadostna tako za kritje zapadlih kratkoročnih obveznosti Slovenije do tujine, kot tudi tekočega primanjkljaja. Ob pričakovanih tokovih s tujino so tudi napovedi za naslednja leta ugodne.

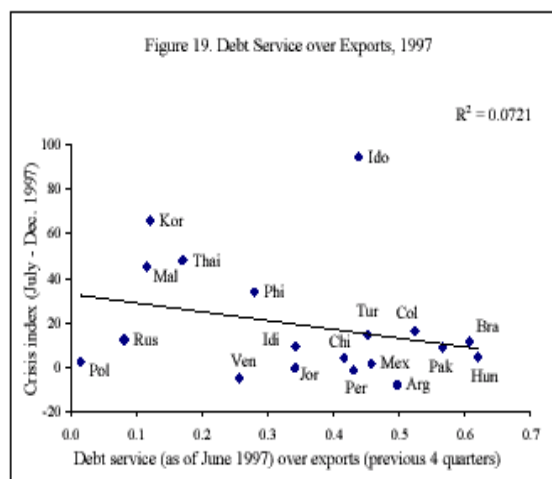
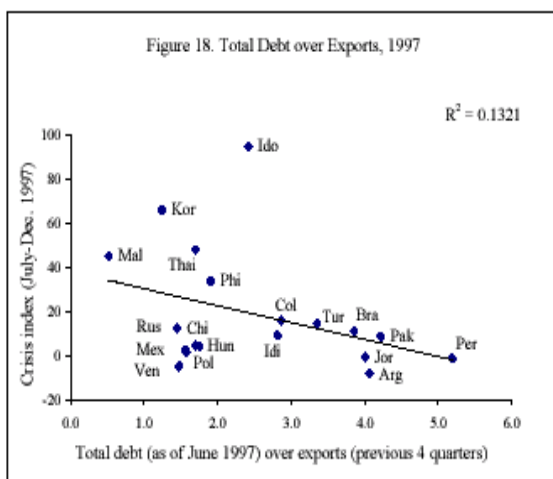
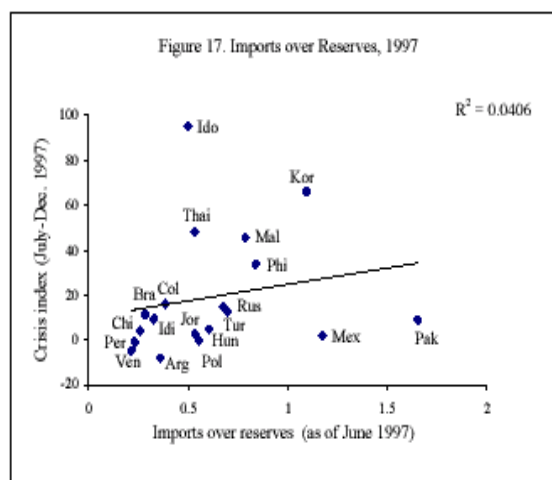
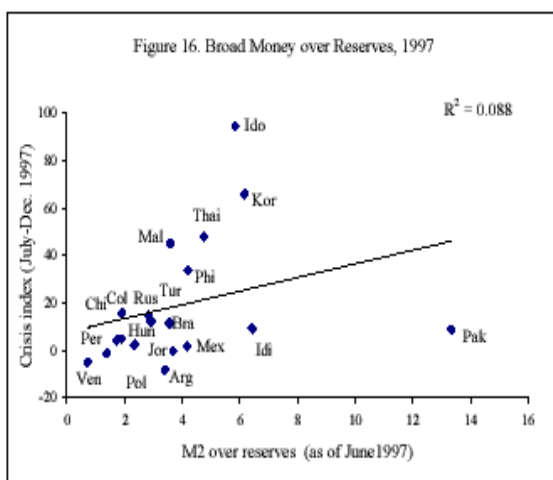
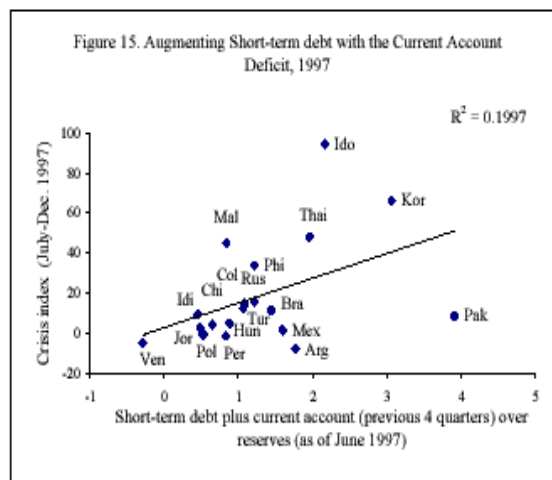
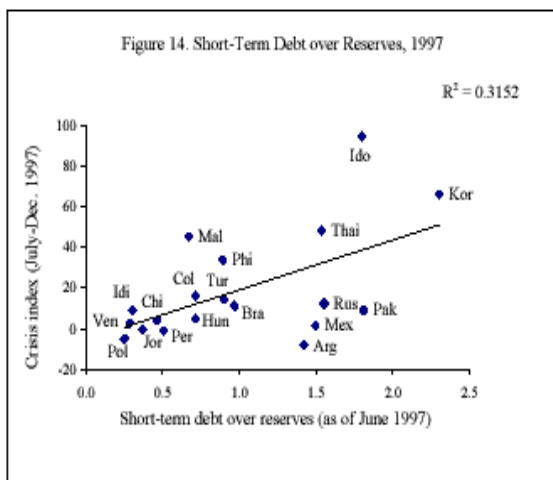
S prenovljeno mednarodno metodologijo zunanjega dolga se predvideva razširitev definicije zunanjega dolga na vse obveznosti do tujine, razen delnic, lastniškega kapitala in izpeljanih finančnih instrumentov, kar bo bistveno dvignilo sedanjo raven zunanjega dolga. Predlagani indikator zadostnosti deviznih rezerv te spremembe že vključuje, poleg tega pa omogoča bolj celovito oceno zunanje likvidnosti države.

Opisani koncept presojanja zunanje likvidnosti in zadolženosti predvideva upoštevanje makroekonomske posebnosti posamezne države. Precejšnje terjatve, ki jih ima Slovenija do tujine in upravljanje z zunanjimi riziki na mikro ravni, dovoljujejo, da se pri oceni zunanje likvidnosti države upoštevajo tudi ostale terjatve do tujine, in ne samo skupne devizne rezerve Banke Slovenije in bank. S tem se poudarek z ožjega zajetja terjatev in obveznosti do tujine, razširja na večji del premoženjske bilance Slovenije.

Literatura:

- 1) C. Mulder in Y.Metzgen, IMF Surway, Volume 30 No 4, February 19, 2001
- 2) Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability. IMF, March 2000
- 3) Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation, IMF Working paper WP/01/2
- 4) External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users, February 2001, IMF in več mednarodnih organizacij
- 5) Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, Operational Guidelines, IMF, October 1999
- 6) OFS: interno gradivo za Uredniški bilten o zunanjem dolgu in mednarodni likvidnosti

Panel 2. Reserve and Debt Indicators of Selected Emerging Market Economies in 1997



Kazalniki deviznih rezerv in zunanjega dolga za Slovenijo

	1996	1997	1998	1999	2000	jun.01
DR/BDP (v%)	21,9	24,0	24,4	20,5	24,1	26,8
DR/uvoz blaga in storitev (mes.uvoza)	4,6	5,0	5,0	4,3	4,6	4,9
DR/zunanji dolg (v%)	103,6	106,2	97,3	76,2	70,4	73,6
zunanji dolg/BDP (v%)	21,1	22,6	25,0	26,9	34,3	36,2
zunanji dolg/izvoz blaga in storitev (v%)	38,0	39,4	44,2	51,3	58,1	58,8
servisiranje dolga/BDP (v %)	4,5	5,7	7,6	5,1	6,7	7,2
servisiranje dolga/izvoz blaga in storitev	12,4	10,1	7,4	10,3	8,8	8,6

Vir: Bilten BS, lastni izračuni

Kazalniki deviznih rezerv za razvite države

konec 1998

	Rezerve na kratkoročni dolg	Rezerve na mesece uvoza
Kanada	0,17	1,08
Francija	0,13	2,28
Nemčija	0,20	2,28
Italija	0,16	1,92
Japonska	0,21	5,16
Nizozemska	0,15	1,56
Španija	0,33	4,08
Švedska	0,14	1,68
Švica	0,21	5,76
V.Britanija	0,02	0,84
ZDA	0,65	1,32
Povprečje	0,22	2,88
Slovenija		
Skupne devizne rezerve	1,39	4,6
Mednarodne denarne rezerve BS	1,04	3,3

Vir: Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability, IMF, marec 2000
lastni izračuni

Dodatek

Ocena indikatorja zadostnosti deviznih rezerv (devizne rezerve v primerjavi s kratkoročnim dolgom po zapadlosti) za države CEFTA

Med državami CEFTA samo Madžarska in Bolgarija objavljata kazalnik deviznih rezerv v primerjavi s kratkoročnim dolgom. Pri tem obe državi uporabljata poenostavljen pristop, z upoštevanjem le kratkoročnega dolga po originalni zapadlosti, kar je le del potencialnih kratkoročnih obveznosti do tujine, za katerih kritje naj bi devizne rezerve zadoščale.

Izračun za te države je le orientacijski, ker elementi, ki so potrebni za izračun indikatorja, niso v enaki meri na voljo za vse države, za korekten izračun in medsebojno primerjanje pa je potrebno tudi dobro poznavanje metodoloških rešitev po posameznih državah.

Predvsem niso enako razpoložljivi podatki o servisiranju srednje- in dolgoročnega dolga, kar je eden ključnih elementov indikatorja. Manjkajoči podatki so, kjer je bilo mogoče, ocenjeni posredno iz podatkov plačilnih oz. premoženjskih bilanc ali drugih objavljenih podatkov in kazalnikov. Za Slovaško teh podatkov tudi iz posrednih podatkov nismo uspeli dobiti.

Ker razen Češke nobena izmed držav CEFTA ne objavlja amortizacijskega načrta za zunanji dolg (za indikator pa potrebujemo servisiranje dolga v naslednjih 12 mesecih), smo oceno indikatorja deviznih rezerv lahko pripravili le za konec leta 1999.

Tabela: Indikator ustreznosti deviznih rezerv po osnovnem scenariju

	Češka	Madžarska	Poljska	Slovaška	Bolgarija	Romunija
Zunanji dolg, mio USD 1)	22.861	24.468	64.852	10.518	10.204	9.095
- delež v BDP	42%	54%	42%	53%	82%	27%
- delež kratkoročnega v celotnem dolgu 2)	38%	16%	17%	26%	6%	4%
Mednarodne denarne rezerve CB 3), mio USD	12.825	11.014	27.314	3.745	3.222	2.493
Indikator ustreznosti deviznih rezerv	0.95	1.14	1.73	-	2.04	1.03

Vir podatkov: Letna poročila centralnih bank, BIS: Economic indicators for eastern Europe, IFS, IMF: BoP Statistics Yearbook

Opombe k tabeli:

1) Vse zajete države prikazujejo zunanji dolg po bruto principu, kar pomeni, da v zunanji dolg vključujejo vse nelastniške obveznosti do tujine, zajete v stanju mednarodnih naložb.

2) Kratkoročni dolg je pri vseh prikazanih državah prav tako iz stanja mednarodnih naložb, le da je zajetje kratkoročnih obveznosti ponekod nepopolno (pri Romuniji npr. le kratkoročni komercialni krediti, brez obveznosti iz vlog ipd).

3) Razen Slovaške in Romunije, ki objavljata tudi skupne devizne rezerve bančnega sistema (*foreign exchange reserves*), vse ostale države objavljajo le mednarodne denarne rezerve centralne banke.

Indikator, ki ga objavljata Madžarska in Bolgarija je višji od zgoraj izračunanega (za Madžarsko 2,6 in za Bolgarijo 5,4), zaradi omenjenega ožjega zaobjema kratkoročno zapadlih obveznosti.