

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**GOSPODARSKA RAST BREZ KREDITOV V SLOVENIJI
PO LETU 2013**

Ljubljana, marec 2016

JOŽEF BRADEŠKO

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Jožef Bradeško, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom Gospodarska rast brez kreditov v Sloveniji po letu 2013, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Janezom Prašnikarjem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne 28. 2. 2016

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 MAKROEKONOMSKO OKOLJE IN BANČNI SISTEM V SLOVENIJI	4
1.1 Makroekonomsko okolje	4
1.2 Cene nepremičnin	6
1.3 Bančni sistem v Sloveniji v letih od 2012 do 2014	7
1.4 Krediti in poslovanje podjetij	10
2 PREGLED ZNANSTVENE LITERATURE O BREZKREDITNI GOSPODARSKI RASTI	13
3 UGOTAVLJANJE BREZKREDITNE RASTI V PRIMERU SLOVENIJE	21
3.1 Brezkreditna rast po Bijsterbosch et al. (2009)	25
3.2 Brezkreditna rast po Calvu et al. (2006)	27
3.3 Brezkreditna rast po Sugawara et al. (2013)	28
3.4 Brezkreditna rast po Biggs et al. (2009)	29
3.5 Hipoteza obstoja brez kreditne rasti v primeru Slovenije	30
4 ANALIZA VIROV FINANCIRANJA	30
4.1 Predhodne prilagoditve	32
4.2 Prilagoditev za terjatve do družb v stečaju	33
4.3 Prilagoditev za alternativne vire financiranja	34
4.3.1. Tuja posojila	34
4.3.2. Dolžniški vrednostni papirji	35
4.3.3. Zakup (leasing)	36
4.3.4. Faktoring	37
4.3.5. Ostali finančni posredniki	37
4.3.6. Skupni učinek alternativnega financiranja	39
5 OCENA UČINKOV SPREMENJENE SEKTORSKE STRUKTURE KREDITOV	41
6 ANALIZA NA NIVOJU PODJETIJ	45
6.1 Skupna statistika prodaje in dodane vrednosti	45
6.2 Analiza celotnih tokov financiranja	48
6.2.1. Kratkoročni krediti bank	49
6.2.2. Dolgoročni krediti bank	50
6.2.3. Ostali finančni dolg	51
6.2.4. Lastniško financiranje	52
6.2.5. Denarni tok iz investiranja	52
6.2.6. Denarni tok iz poslovanja	54
6.2.7. Denar in denarni ustrezniki	55
6.2.8. Skupni pregled učinkov	55
7 MODEL DENARNIH TOKOV	58

7.1	Rezultati modela glede na denarni tok iz poslovanja	62
7.2	Rezultati modela glede na zadolžitev podjetij	65
7.3	Primerjava odziva podjetij z brez kreditno rastjo in ostalih podjetij	68
8	ZNAČILNOSTI PODJETIJ Z BREZKREDITNO RASTJO	70
	SKLEP	73
	LITERATURA IN VIRI	76

UVOD

Bančni krediti omogočajo medčasovno in medsektorsko uravnavanje varčevanja in porabe, zato je povezava med njimi in gospodarsko aktivnostjo ena pomembnejših makroekonomskih povezav. Eden od vidikov njenega proučevanja se nanaša na gospodarske cikle ter v posebni obliki tudi na gospodarske in finančne krize. Krediti naj bi bili tudi v središču velike ameriške krize v 30-ih letih 20. stoletja, s finančnim poglobljanjem pa se vloga finančnih posrednikov in z njimi povezanih makroekonomskih agregatov še povečuje, ne nazadnje pa je bil finančni sektor tudi v središču krize, ki se je začela leta 2008. Naslednja faza gospodarskega cikla oz. krize, t.j. faza izhoda z dna, tipično poteka z oživitvijo posameznega segmenta agregatnega povpraševanja, ki se nato širi na ostale segmente. Oživitev povpraševanja sovпада z rastjo kreditov, s katerimi se financira investicije, povečanje obratnega kapitala podjetij, potrošnjo prebivalstva itd.

Posebna veja raziskovanja vloge kreditov pri izhodu iz krize se je osredotočila na sicer redke epizode, ko je gospodarstvo po krizi okrevalo brez sočasnega ali predhodnega okrevanja rasti kreditov. Fenomen so Calvo, Izquierdo in Talvi (2006a, 2006b) opazili v primerih izhodov iz kriz, katerih nastanek je bil povezan z nenadno zaustavitvijo priliva kapitala v državo v razvoju, vendar so kasneje oni in drugi avtorji (npr. Claessens, Kose in Terrones, 2009) podobne vzorce ugotovili tudi pri izhodih iz kriz z drugačno genezo ter tudi v razvitih državah. Zaradi redkosti pojava ter neskladnosti s prevladujočimi ekonomskimi teorijami pa je pojav brez kreditne rasti še vedno znan pod nazivom »čudež feniksa« (angl. *the Phoenix miracle*).

Vzorec brez kreditne gospodarske rasti lahko od leta 2013 do konca leta 2015 opazimo tudi v Sloveniji. Tekoče četrtletne stopnje gospodarske rasti, desezonirane in prilagojene za učinek delovnih dni, so se v začetku leta 2013, medletne stopnje pa konec leta 2013, obrnile v pozitivno smer in nato v letu 2014 naraščale. Po predhodnih podatkih je dinamika ostala podobna tudi v celem letu 2015. Obdobje rasti je sicer še vedno kratko, dosežen nivo gospodarske aktivnosti pa pod najvišjimi nivoji, doseženimi pred krizo, zato lahko zaenkrat govorimo le o začetku polnega gospodarskega okrevanja.

Zelo solidna gospodarska rast se dogaja ob istočasnem krčenju kreditov domačih bank. Medletne stopnje rasti so vztrajno negativne že več let. Decembra 2014 je medletno krčenje agregata vseh kreditov domačih bank znašalo -13 %, pri kreditih nefinančnim družbam pa celo -21 % (Banka Slovenije, 2015c). Delno je krčenje sicer posledica sanacije in zapiranja bank, vendar je rast negativna tudi brez teh učinkov. Pri tem je zanimivo, da je do obrata gospodarske aktivnosti prišlo ravno v obdobju najhitrejšega krčenja kreditov.

Pregled strokovne literature pokaže, da je veliko okoliščin, povezanih s fenomenom brez kreditne rasti, prisotnih tudi v Sloveniji. Vzorednico lahko vlečemo že s prvim opažanjem tega pojava v Calvu et al. (2006a), ko so pojav povezovali z nenadno zaustavitvijo

kapitalskih prilivov, kar se je po letu 2008 dogajalo tudi v Sloveniji. Sovpadajo tudi okoliščine, ki so jih ugotovili Abiad, Dell’Ariccia in Li (2011) ter Ayyagari, Demirguc-Kunt in Maksimovic (2011), to so velik krizni padec BDP, ki omogoči učinek odboja z izkoriščanjem prostih proizvodnih kapacitet, bančna kriza ter večji padec cen nepremičnin in vrednostnih papirjev. Zaradi skupne valute Slovenija sicer ni doživela valutne krize, ki po ugotovitvah Bijsterbosch & Dahlhaus (2011) pomembno vpliva na verjetnost brez kreditnega okrevanja. Fiksni tečaj je po drugi strani upočasnil proces ponovne vzpostavitve zunanje konkurenčnosti in s tem vzpostavil podobnost z brez kreditnim okrevanjem ZDA po veliki krizi v 30-ih letih 20. stoletja, kot opisano v Calvo et al. (2006b).

V zadnjih nekaj letih se ekonomska raziskovanja obravnavanega področja širijo in prepletajo s proučevanjem finančnega vzvoda oziroma njegovega zmanjševanja (npr. McKinsey, 2012). Za Slovenijo ostaja relevantno tudi razširjeno področje, ker je brez kreditna rast le posebna (mejna) oblika zmanjševanja finančnega vzvoda in ker se bo proces zmanjševanja vzvoda, vsaj v optimističnem scenariju, nadaljeval tudi po ponovni oživitvi rasti kreditiranja.

Cilj naloge je uporaba dosedanjih raziskav brez kreditne rasti na primeru Slovenije. S tem namenom bom najprej formalno preveril primerljivost makroekonomske situacije v Sloveniji s situacijo, kot je opisana v referenčni literaturi. Pri tem bo treba upoštevati, da je serije kreditnih agregatov, kot jih objavlja Banka Slovenije, potrebno prilagoditi za enkratne učinke, nastale zaradi zapiranja bank ter prenosa slabih kreditov na slabo banko. Prav tako bom ocenil učinek nadomeščanja bančnega kreditiranja z alternativnimi viri financiranja, kot so drugi finančni posredniki in trg obveznic.

Končni namen raziskave je, ob pogoju potrditve prve hipoteze, oceniti, na kakšen način podjetja zagotavljajo finančne vire za povečevanje prodaje in dodane vrednosti. Pri tem želim identificirati in ovrednotiti prispevek posameznih komponent denarnega toka (poslovanje, investiranje, financiranje) ter učinek selitve produkcijskih faktorjev v sektorje z manjšimi zahtevami za zunanje financiranje.

Pri tem si postavim naslednje hipoteze:

H1: Gospodarsko okrevanje Slovenije do vključno 2015 ustreza vzorcu brez kreditne rasti.

H2: Brez kreditno okrevanje v Sloveniji je možno pojasniti (a) s selitvijo proizvodnih faktorjev v sektorje z nižjimi zahtevami za zunanje financiranje, (b) s porastom nadomestnih virov financiranja, (c) z izboljšanim denarnim tokom iz poslovanja podjetij in (č) z zmanjšanjem investiranja in prodajo premoženja.

Magistrsko delo je razdeljeno na 8 poglavij. Prvo poglavje opiše makroekonomsko in delno mikroekonomsko tranzicijo Slovenije iz visoke konjunktore pred krizo, ki se je začela leta 2008, prek prvega kriznega dna s prehodno epizodo oživljanja gospodarske rasti, nato prek drugega dna krize v letih 2012/13 ter v obdobje brez kreditne rasti, ki je trajalo (vsaj) do začetka leta 2016. Povzete so karakteristike, ki so povezane z nastankom, oziroma vsaj

verjetnostjo nastanka, pojava brez kreditne rasti. Poglavje najprej na kratko povzema makroekonomska dinamika, nato ključna dogajanja v bančnem sistemu. Sledi pregled dinamike cen na trgu nepremičnin. Poglavje zaključuje pregled podjetniškega sektorja, vključno s pregledom ključne literature, povezane s pojavom brez kreditne rasti v primeru Slovenije.

Drugo poglavje podaja celovit pregled literature s področja brez kreditne rasti. Pregled je podan kronološko, po datumu objave dela, in nudi pregled razvoja te nišne veje ekonomskega raziskovanja, ki je zaradi svetovne gospodarske in finančne krize doživela razmeroma veliko pozornost. Drugi del pregleda literature se nanaša na metodologijo ekonometrične raziskave porabe denarnega toka iz poslovanja na nivoju podjetja, uporabljene v Ayyagar et al. (2011). Razvoj metodologije je bil sicer neodvisen od raziskav brez kreditne rasti, vendar jo je možno uporabiti tudi pri pojasnjevanju obnašanja podjetij, ki v agregatu pripelje do analiziranega pojava.

V tretjem poglavju dokazujem prvo hipotezo magistrske naloge, da dinamika gospodarske rasti in kreditov v Sloveniji ustreza definicijam brez kreditne rasti, ki se pojavljajo v raziskavah, navedenih v drugem poglavju. Pregledani in izračunani so pogoji po vseh glavnih metodologijah, upoštevaje različne časovne horizonte, frekvence podatkov, definicije kreditov itd.

Četrto poglavje analizira možne razlage vzrokov, ki so pripomogli k brez kreditni rasti. Najprej je izračunana tehnična prilagoditev podatkovnih serij, tako da bi bolje ponazorili ekonomsko vsebino (iz)posojanja denarja. Gre za prilagoditev za učinke prenosa slabih kreditov na DUTB ter prilagoditev za učinek kreditov do družb v stečaju, ki ne opravljajo več dejavnosti in zato tudi ne prispevajo h gospodarski aktivnosti. Nato je podan pregled alternativnih virov financiranja, ki bi podjetjem lahko omogočali rast ob istočasnem neto odplačevanju bančnih kreditov.

V petem poglavju je ocenjen učinek spremenjene sektorske strukture kreditiranja v korist dejavnosti z nižjimi zahtevami po zunanjem financiranju.

V šestem poglavju analiziram pojav brez kreditne rasti na nivoju podjetij. Kreditno dinamiko v Sloveniji so skoraj v celoti določali krediti podjetjem, ki so bila na drugi strani tudi generator gospodarske rasti. Koncept brez kreditne rasti je zato uporabljen tudi na nivoju podjetja. Za različne definicije financiranja sem ugotavljal prispevek podjetij, ki so povečevala obseg prodaje in dodano vrednost (ki je prispevek posameznega podjetja h gospodarski rasti). Ugotovitve kažejo na številčno razmeroma koncentriran pojav ter na prevladujoč pomen denarnega toka iz poslovanja pri pojasnjevanju virov za odplačevanje kreditov. V poglavju so podane tudi primerjave ugotovitev z ugotovitvami v referenčni literaturi.

Dodatna analiza obnašanja podjetij je predstavljena v sedmem poglavju, kjer je razvit ekonometrični model distribucije denarnega toka iz poslovanja na poplačilo kreditov, v denarni obliki zadržan del, investicije in druge namene. Elastičnost posameznega namena na impulz denarnega toka iz poslovanja nam lahko pojasni nekatere vzroke in mehanizme delovanja podjetij, ki imajo za posledico rast gospodarske aktivnosti ob istočasnem krčenju kreditov.

Osmo poglavje na poenostavljen način analizira razlike med podjetji z brez kreditno rastjo in ostalimi podjetji, pri čemer so razlike z vidika finančnih kazalnikov identificirane tako statično kot tudi dinamično.

V zaključku povzemam ugotovitve. Dodatno so opredeljene tudi nekatere implikacije, ki jih ugotovitve lahko nudijo nosilcem ekonomske politike pri načrtovanju ukrepov za omilitev vrzeli financiranja podjetij.

Poglavja lahko glede na pristop uvrstimo v tri sklope. Prvo in drugo poglavje podajata splošno ozadje problematike. Tretje in četrto poglavje temeljita na makroekonomskem, peto do osmo pa na mikroekonomskem pristopu.

1 MAKROEKONOMSKO OKOLJE IN BANČNI SISTEM V SLOVENIJI

Kot so ugotavljali že Calvo et al. (2006) in za njim tudi drugi avtorji, pojav brez kreditne rasti tipično sledi gospodarski in finančni krizi. Gre za krize, ki po resnosti presegajo recesije običajnih ekonomskih ciklov. Krize tipično izvirajo iz predhodnih balonov cen in/ali nevzdržnih kreditnih rasti oziroma kapitalskih prilivov. Pri analizi gospodarskega okrevanja je tudi v primeru Slovenije treba osvetliti makroekonomsko dinamiko v letih pred krizo.

1.1 Makroekonomsko okolje

Leta pred svetovno finančno in gospodarsko krizo so ekonomsko situacijo v Sloveniji zaznamovali vstopanje v EU in ERM 2 ter prevzem evra. Trajno znižanje nivoja obrestnih mer je zaradi zmanjšane premije za deželno tveganje prinesel že proces približevanja in vstop v EU. Še bolj pa je predkrizna leta zaznamovala ekspanzivna denarna politika, ki jo je Slovenija prevzela z vstopom v ERM 2 in nato s prevzemom evra. Istočasno je v celotnem Evroobmočju potekala konvergenca pribitkov za deželno tveganje in za kreditno tveganje posameznih suverenih izdajateljev. Velika ponudba posojilnih skladov nizkih cen in dolgih ročnosti je neposredno in zlasti prek bank poganjala kreditno rast, ki je v letu 2007 presegla 30 % letno. Podjetja so izposojena sredstva usmerjala v osnovno dejavnost, širitev

proizvodnje v tujini (zlasti v državah nekdanje Jugoslavije EU) ter v razne prevzemne aktivnosti in nepremičninske projekte (Prašnikar, Domadenik in Koman, 2015).

Fiskalna politika se je odzivala delno restriktivno s proračunom, ki je bil skoraj izravnal. Restriktivnost ni bila zadostna, upošteva ne vzdržnost visokih proračunskih prihodkov in visoko ekspanzivnost denarne politike. V širšem krogu države je bil prociklični tudi avtocestni program, ki je v času konjunkturalnega poganjal že tako pregreto gradbeništvo, približno z začetkom krize pa se je avtocestna gradnja ustavila, kar je v času krčenja drugih gradbenih investicij in padca cen nepremičnin dodatno prizadelo gradbeništvo in druge spremljajoče dejavnosti, zlasti transport.

Gospodarska rast (BDP) je v predkriznem obdobju pospeševala z 2,8 % v letu 2003 do 6,9 % v letu 2007. Povečeval se je tudi deficit tekočega računa plačilne bilance, na 5,3 % v letu 2008. Bruto tokovi kapitala so bili še večji, največji prek bank, ki so samo v letu 2007 povečale obveznosti iz naslova najetih posojil v višini 3,4 milijarde evrov oziroma 9,5 % BDP (Banka Slovenije, 2015c).

Ob avtonomnem padanju cen nepremičnin in gradbene aktivnosti se je domače investicijsko povpraševanje že trendno krčilo, ko je kriza konec leta 2008 in v letu 2009 prinesla velik padec tujega povpraševanja. Skupna rast BDP se je z 6,9 % v letu 2007 znižala na 3,3 % v letu 2008 in na -7,8 % v letu 2009. Rast se je nato obnovila in dosegla 1,2 % v letu 2010 in 0,6 % v letu 2011 (statistični portal SI_STAT). Glavni stabilizator je bila fiskalna politika prek avtonomnega odziva, prek interventnih programov na trgu dela (subvencije za ohranjanje delovnih mest) in drugih ukrepov.

Leta 2012 je bila gospodarska rast ponovno negativna, -2,7 % (statistični portal SI_STAT). Vzroki so bili številni in prepleteni, od krize evra in krčenja tujega povpraševanja do domačih političnih kriz in posledične negotovosti, visokih obrestnih mer in kreditnega krča. Celoletni nivo gospodarske aktivnosti je dosegel minimum v letu 2013, kljub temu pa je bila tekoča četrtletna dinamika pozitivna skoraj celo leto 2013. Dinamika rasti se je zlasti na podlagi rasti neto menjave s tujino do leta 2015 povečevala in stabilizirala. V letu 2015 je rast dobila nekaj podpore tudi v domačem povpraševanju. Dinamiko BDP prikazuje *Slika 8*.

Gledano celotno obdobje lahko ugotovimo, da sta oba dna gospodarske aktivnosti, leto 2009 in leti 2012/13, del iste krize. Med obema točkama dna je razmeroma majhna časovna oddaljenost, še pomembnejše pa je, da imata obe krizni epizodi iste vzroke. Posledice prvega obdobja krize so bile bistveno poslabšanje javnofinančnega ravnovesja in porast javnega dolga, slabšanje kreditnega portfelja bank, zadržanost domačih sektorjev glede trošenja. Te okoliščine so sprožile, oziroma so bile glavni vzrok, za ponovno krčenje aktivnosti v letu 2012. Navidezno neodvisna sta edino eksogena padca tujega povpraševanja, vendar gre za podobne vzročne povezave v nekaterih drugih evropskih državah (Grčija, Ciper, Portugalska),

kar je tudi v Evroobmočju kot celoti sprožilo krizo bančnih sistemov in valute ter ponovni padec ekonomske aktivnosti. Dejansko gre za krizo v obliki črke W.

V drugem četrtletju 2013 so tekoče stopnje rasti realnega BDP postale pozitivne. Kljub pozitivni rasti v vseh nadaljnjih četrtletjih je medletna stopnja postala pozitivna šele v zadnjem četrtletju. Celoletni BDP pa je bil zaradi razmeroma visoke aktivnosti v začetku leta 2012 celo za 1,1 % nižji kot v predhodnem letu. Podobna tekoča dinamika se je nadaljevala v letu 2014, vendar se je zaradi drugačnega učinka osnove kot v letu 2013 odrazila v pozitivnih medletnih stopnjah in pozitivni letni rasti v višini 3,0 %.

Komponente BDP, ki so največ pripomogle k rasti, so bile podobne v celotnem obdobju. Na proizvodni strani sta rast poganjali industrija (zlasti predelovalne dejavnosti) in gradbeništvo. Na strani izdatkov je prevladoval neto izvoz, ki je celo presegel dinamiko tujega povpraševanja¹. Visoke so bile tudi investicije, večinoma podprte s prilivi sredstev EU v gradnjo javne infrastrukture.

Leto 2015 se glede na predhodni leti razlikuje v ponovnem krčenju gradbeništva ter v (sicer šibkem) oživljanju storitev in domače zasebne potrošnje.

1.2 Cene nepremičnin

Nepremičnine so pomemben element v relaciji med gospodarsko rastjo in krediti. So posamično najpomembnejša oblika premoženja. Njihov vpliv na BDP je pri investicijah v nove nepremičnine neposreden, ko prek premoženjskega efekta vplivajo na agregatno povpraševanje, pa posreden. Pomembne so tudi na kreditnem trgu, in sicer kot eden od najpogostejših namenov kreditiranja ali kot najpomembnejša oblika zavarovanja. V brez kreditni rasti, ki je interakcija dinamike gospodarske aktivnosti in kreditov, zato lahko pričakujemo, da trg nepremičnin igra pomembno vlogo.

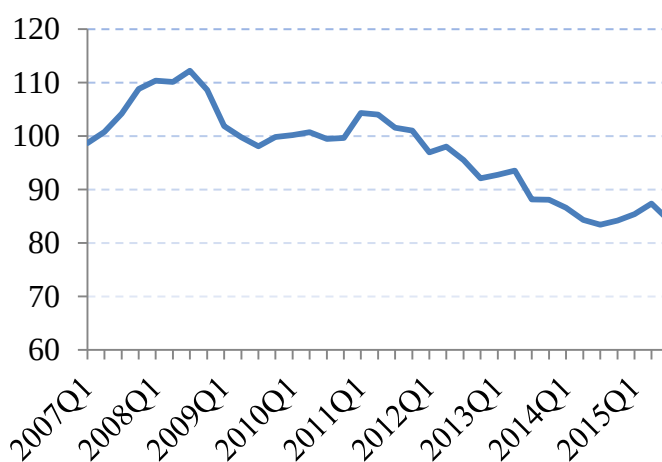
Trg nepremičnin je tipično močno segmentiran, pri čemer sta namen in geografska lokacija najpomembnejši razločevalni karakteristiki. Segmentacija je velika tudi v Sloveniji, vendar lahko v opazovanem obdobju kljub razlikam vidimo podobne vzorce, zlasti v dinamiki cen. Le-te so strmo naraščale v predkriznem obdobju, letne stopnje rasti cen stanovanjskih nepremičnin so presegle 25 % (glej: Slika 1). Cenovni obrat se je zgodil sredi leta 2008, t.j. pred začetkom svetovne finančne krize. Padec cen je v letu 2009 presegel 10 %, po vmesni pozitivni rasti v letu 2010 so se cene nato ponovno zniževale vse do leta 2015. Skupni padec cen med letoma 2008 in 2014 je znašal 23 % pri starih in 27 % pri novih stanovanjih. Še večje je bilo znižanje pri pisarniških prostorih, ki so se pocenili za 35 %. Zaradi nehomogenosti in majhnega števila transakcij ni na voljo zanesljivih podatkov za industrijske nepremičnine,

¹ Tržni deleži Slovenije na ciljnih trgih so se posledično povečali.

vendar posamične transakcije kažejo na še večji padec. Številne industrijske nepremičnine, ki se prodajajo v stečajnih postopkih ali postopkih dezinvestiranja poslovno nepotrebnega premoženja, ostajajo po več letih prodaje neprodane, dosežene prodajne cene pri redkih transakcijah pa tipično ne dosegajo polovice ocenjenih likvidacijskih oziroma četrtnine tržnih vrednosti.

Neposredni vpliv nepremičnin na kredite je največji na segmentu poslovnih nepremičnin. Le-te namreč podjetja tipično uporabljajo za zavarovanje kreditnih obveznosti do bank. Najpomembnejši tipi so pisarne, industrijske nepremičnine, hoteli ter trgovski, storitveni in gostinski lokali. Na vseh segmentih so se s krizo znižale cene in zmanjšali obsegi kupoprodaj. Največji vpliv na kredite izhaja iz trga industrijskih nepremičnin, kjer so se cene znižale tudi za več kot 75 %, številne nepremičnine pa tudi po več let ostajajo nezasedene. Več kot 50 odstotno znižanje števila transakcij in 60 odstotno znižanje cen (približno polovica tega znižanja je bila nevtralizirana z rastjo v letu 2010) sta zaznamovali tudi najbolj homogen segment poslovnih nepremičnin, to so pisarniški prostori (Banka Slovenije, 2015a).

*Slika 1: Indeks cen stanovanjskih nepremičnin
(povprečje 2010=100)*



Vir: podatkovni portal SI-STAT, 2015

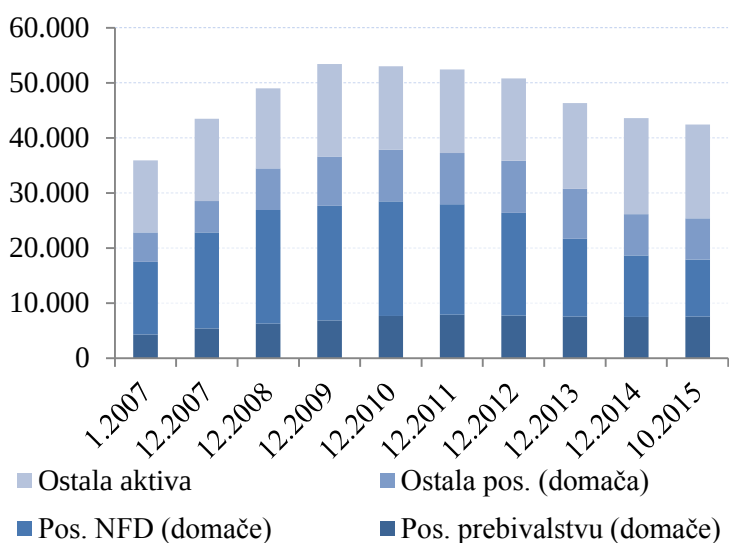
1.3 Bančni sistem v Sloveniji v letih od 2012 do 2014

Slovensko finančno posredništvo obvladujejo banke, ostali finančni posredniki in neposredni kapitalski trg so manj pomembni. Kratek pregled bančnega sistema, poslovanja bank in obrestnih mer so podani po podobdobjih, od predkriznega do samega obdobja brez kreditnega okrevanja po letu 2013.

V predkriznem obdobju do 2008 je visoko konjunkturo poganjal predvsem velik tok novih kreditov. Glavni tok financiranja je potekal iz mednarodnih grosističnih trgov, zlasti medbančnega in obvezniškega, v banke. Slednje so sredstva, ki so bila glede na predhodna obdobja bistveno cenejša, daljših ročnosti in razpoložljiva v velikih zneskih, usmerila predvsem v podjetja. Kreditna rast je bila visoka, v letu 2007 je dosegla 35 % (Banka Slovenije, 2015c). Visoko rast je poganjala tudi ostra konkurenca med bankami, zlasti zaradi agresivnega vstopanja tujih bank na slovenski trg. Kapitalska ustreznost bank je bila dobra, na višku konjunkturo leta 2007 je znašala približno 11 % (Banka Slovenije, 2015a). Banke so

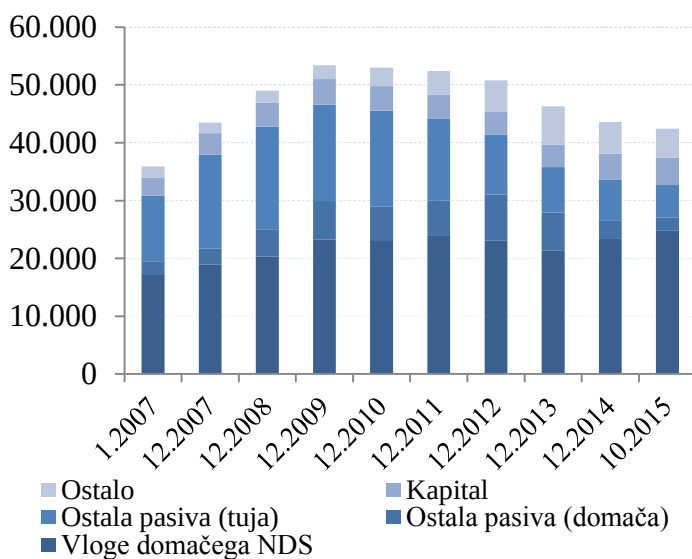
kapital uspešno povečevale z novimi vložki predvsem tujih lastnikov, z zadržanimi dobički ter z izdajami podrejenih in inovativnih kapitalskih instrumentov. Likvidnostna, obrestna, valutna in tržna tveganja so bila s politiko naravnega ščitenja ustrezno obvladovana. Problematično pa je bilo obvladovanje kreditnega tveganja, zlasti z vidika neobvladovanja hitre dinamike rasti ter koncentracije, tako panožne (gradbeništvo, finančni holdingi) kot z vidika izpostavljenosti do posameznih strank in skupin povezanih oseb. Ta problem je bil še večji zaradi netransparentnosti poslovnih povezav, nastalih z različnimi prevzemnimi koncentracijami.

Slika 2: Bilanca drugih monetarnih finančnih institucij; aktiva (mio EUR)



Vir: Bilten Banke Slovenije, november 2015, Tabeli 1.4 in 1.5

Slika 3: Bilanca drugih monetarnih finančnih institucij – pasiva (mio EUR)



Vir: Bilten Banke Slovenije, november 2015, Tabela 1.4

Naslednje obdobje so prva tri krizna leta, od 2009 do 2011. Bančni sistem je v tem obdobju vzdrževal bilančno vsoto in kredite na nivoju, ki je bil celo višji kot ob začetku krize. Omejitve delovanja bank so bile na strani virov, vendar sta intervencija države s poroštvom za zadolževanje bank in rast bilance SID banke zagotavljali bankam vire za agregatno stagnacijo kreditov. Na aktivni strani je pri vzdrževanju kreditov delovala tudi jamstvena shema za zadolževanje podjetij. Dejansko stanje na kreditnem trgu je bilo sicer zahtevnejše, kot kaže agregatna stagnacija. Posamezne banke, zlasti največja in nekatere manjše v tuji lasti, ki so se začele umikati s slovenskega trga, so že agresivno krčile odobravanje kreditov.

Primanjkljaj virov in selitev deponentov med bankami v lovu za višjimi obrestnimi merami sta povečevala likvidnostno tveganje bank. Dodatno se je stopnjevalo (in tudi realiziralo) tudi kreditno tveganje. Vzroki so bili večplastni:

- Avtonomne težave podjetij, vezane na šibko povpraševanje, tako doma kot v tujini;
- Propad nekaterih velikih podjetij z nevzdržnimi poslovnimi modeli. Ta podjetja so bila pogosto tudi obremenjena s prevzemnimi krediti, nepremičninskimi in drugimi nedonosnimi naložbami;
- Neobstoj delujočega primarnega trga lastniškega financiranja ter nepripravljenost oz. nezmožnost dokapitalizacij podjetij s strani obstoječih lastnikov;
- Agresivno omejevanje kreditov s strani nekaterih bank z namenom ščitenja kapitalske ustreznosti ali popolnega umikanja s slovenskega trga. Pri tem druge banke niso bile pripravljene prevzemati komitentov, ki so izgubili bančno podporo, zlasti če so bili finančno šibkejši;
- Verižni učinek prenosa težav kupcev ali drugih poslovnih partnerjev;
- Počasni in neučinkoviti postopki razdolževanja prezadolženih podjetij, tako zaradi omejitev na strani posamezne banke ali več bank kot tudi zaradi vsebinsko in postopkovno neustrezne zakonodaje, ki upnikom ni dajala normalnih vzvodov za prevzem nesolventnega dolžnika.

Povišano kreditno tveganje se je hitro odrazilo v rasti deleža nedonosnih posojil, rasti oslabitev, slabšanju poslovnega rezultata in padcu kapitalske ustreznosti.

Obdobje od leta 2012 do leta 2014 je bilo obdobje sistemske bančne krize. V razmerah padajoče gospodarske aktivnosti (v letu 2012), padajočih kreditov in bilančne vsote bank, naraščanja nedonosne aktive, izgub in težav s kapitalsko ustreznostjo je večina bank potrebovala podporo lastnikov ali države:

- vse banke, razen dveh, so vsaj v enem letu izkazale izgubo,
- vse banke, razen štirih, so bile v tem obdobju dokapitalizirane s strani lastnikov ali države, nekatere od teh so bile deležne tudi drugih ukrepov za sanacijo, kot je prenos slabih posojil na DUTB,
- nad dvema bankama, ki sta bili dokapitalizirani s strani države, se je začel postopek »kontrolirane likvidacije«.

Na kreditnem trgu so v tem obdobju prevladovala visoke obrestne mere in zaostreni drugi pogoji financiranja ter tudi skromno povpraševanje. Zanimivo je, da se je obrat gospodarske rasti zgodil ravno na vrhuncu bančne krize. Obdobje se je končalo po zaključku celovitega pregleda (angl. *comprehensive assesment*), ki je vseboval skrbni pregled kreditnega portfelja (angl. *asset quality review*) in stresne teste. Pregled je zajel tri banke (NLB, NKBM, SID banka), od katerih je bil pri dveh ugotovljen manjši primanjkljaj kapitala za pokrivanje stresnih scenarijev, ki sta ga banki v naslednjem letu lahko pokrili s prihranki kapitala ter z zadržanimi dobički iz poslovanja.

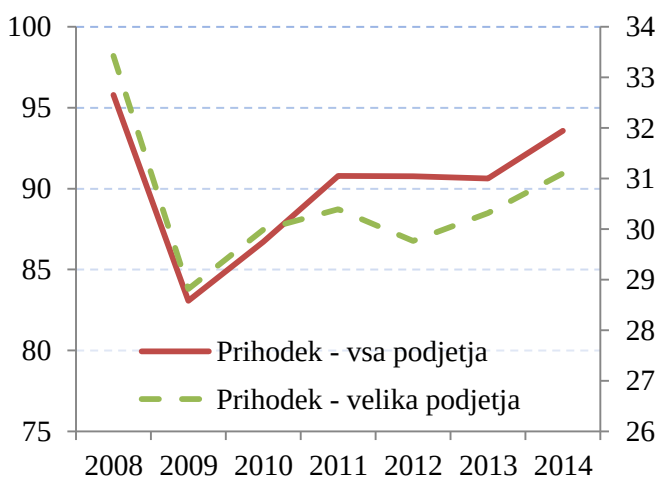
Po sanaciji bančnega sistema so se razmere na kreditnem trgu hitro umirile, vendar ob še vedno padajočem stanju kreditov. Obnovila se je medbančna konkurenca za komitente z boljšimi bonitetami, kar je vodilo v znižanje obrestnih mer ter tudi padec obrestnih marž bank. Glavni izziv za banke tako postaja tveganje dobičkonosnosti.

1.4 Krediti in poslovanje podjetij

Cikel hitre rasti in nato krčenja (angl. *boom bust cycle*) se je odražal tudi na poslovanju podjetij. Na splošno lahko rečemo, da so bila leta pred in po svetovni finančni in gospodarski krizi zelo dinamična, poleg intenzivnih količinskih nihanj ekonomskih agregatov so bile v tem obdobju izrazite tudi strukturne spremembe.

Gospodarske družbe (podjetja) so prevladujoča oblika opravljanja gospodarske dejavnosti v Sloveniji. Dodatno, ostale oblike (samostojni podjetniki, kmetje, zadrage, neprofitne organizacije) so heterogene in bistveno manj transparentne z vidika razpoložljivosti strukturiranih podatkov. Naloga se zato omejuje le na gospodarske družbe, ki jih je bilo v Sloveniji leta 2008

Slika 4: Prihodek gospodarskih družb, vseh (levo) in velikih (desno); mrd EUR



Vir: AJPES, podatki gospodarskih družb, 2015

153 tisoč, njihovo število pa je v naslednjih letih trendno naraščalo, in sicer na 186 tisoč konec leta 2014. Podjetja so v letu 2008 ustvarila za 96 milijard evrov prometa, od tega približno 1/3 velike družbe, ki v splošnem izkazujejo večjo volatilnost². Letno dinamiko prometa prikazuje *Slika 4*.

Model finančnega akceleratorja je tudi izhodišče raziskav Bole, Prašnikar in Trobec (2011, 2014). Raziskava ugotavlja sočasnost zniževanja cen premoženja in avtonomnega poslabšanja denarnega toka iz poslovanja zaradi svetovne krize. Banke so se na nove razmere odzvale z zaostrovanjem zahtev po zavarovanju, dvigom obrestnih mer in zniževanjem zneskov odobrenih kreditov (angl. *credit rationing*). Tako obnašanje so spodbujali tudi prociklični in napačno tempirani ukrepi bančnega nadzora, s katerimi so se bankam povečevale kapitalske zahteve in minimalne oslabitve ter zniževale vrednosti premoženja, vrednotenega po tržnih cenah. Delovanje bank je tako zaostrovalo primanjkljaj likvidnosti v podjetjih, pospeševalo razdolževanje ter povečevalo verjetnost poslabšanja denarnega toka iz poslovanja in insolventnosti.

Po (razširjenem) modelu finančnega akceleratorja³ se je nelikvidnost, generirana s krčenjem denarnih tokov in racioniranjem kreditov pri podjetjih brez prostih zavarovanj prek povečevanja poslovnih obveznosti, prenašala na dobavitelje. Ocenjeni parametri potrjujejo vpliv tako denarnega toka kot tudi višine finančnih obveznosti. Prenašanje nelikvidnosti bi banke tako lahko preprečile oziroma prekinile z dodatnim kreditiranjem tistih podjetij v dobaviteljskih verigah, ki so imela prosta zavarovanja ali so bila manj zadolžena glede na denarni tok iz poslovanja.

V obdobju od leta 2008 dalje se je intenzivno spreminjala tudi struktura slovenskih podjetij po dejavnosti. Te spremembe so z vidika naloge relevantne zaradi razlik v intenzivnosti zunanjega financiranja, pri čemer je dinamika kreditov lahko tako vzrok kot posledica sprememb strukture po dejavnosti. Največja absolutna sprememba v obdobju med letoma 2008 in 2014 je bila krčenje gradbeništva, kjer se je letni promet zmanjšal za 3,7 milijarde evrov oziroma za 43 %. Zmanjšale so se tudi predelovalne dejavnosti in trgovina. Manjša znižanja so opazna tudi v nekaterih drugih storitvenih dejavnostih, kar podpira hipotezo (obratnega) finančnega akceleratorja. Večji porast je opazen v dejavnosti energetike, kjer gre za učinke višjih cen energije, začetka delovanja TEŠ 6, povečanega trgovanja z elektriko itd.

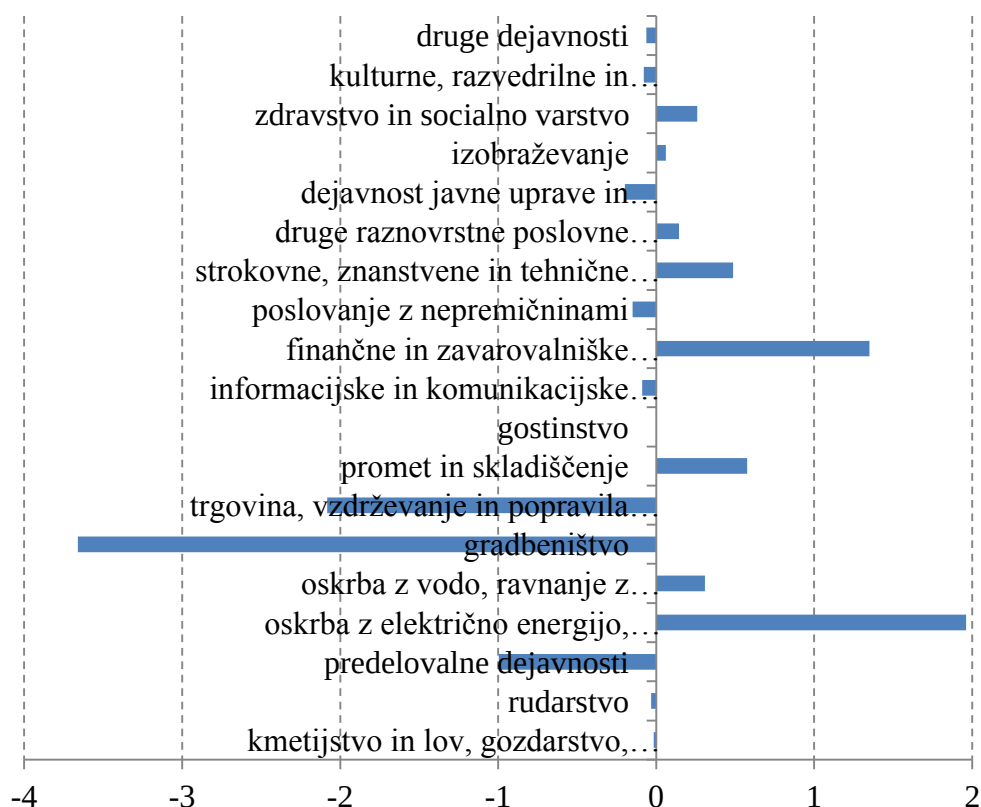
Na heterogenost likvidnostne situacije v podjetniškem sektorju so vplivale tudi razlike med bankami. Več bank se je v opazovanem obdobju soočalo s pomanjkanjem virov in/ali kapitala, kar so tipično poskušale reševati s krčenjem kreditov. Podobno obnašanje je bilo možno opaziti pri bankah, ki so se umikale s slovenskega trga. S tem so njihova podjetja

² Poleg sprememb prometa velikih podjetij na agregatno volatilnost vpliva tudi sprememba populacije (spremembe velikosti podjetja ter prenehanje opravljanja dejavnosti).

³ Ibid.

ostala brez storitev hišne banke, prehod k drugi banki pa je bil redko izvedljiv zaradi omejitev v celotnem bančnem sistemu ter nepoznavanja podjetja (odsotnost informacijskega kapitala, ki je bil nizek že zaradi krize) in strahu pred negativno selekcijo prehajanja. Pod večjim pritiskom so bila tudi podjetja, ki so poslovala z več bankami, od katerih pogosto nobena banka ni bila pripravljena prevzemati deležev ostalih⁴.

Slika 5: Razlike v skupnem prometu po dejavnostih med 2008 in 2014 (mrd EUR)



Vir: Statistični urad RS, portal SI-STAT, 2015

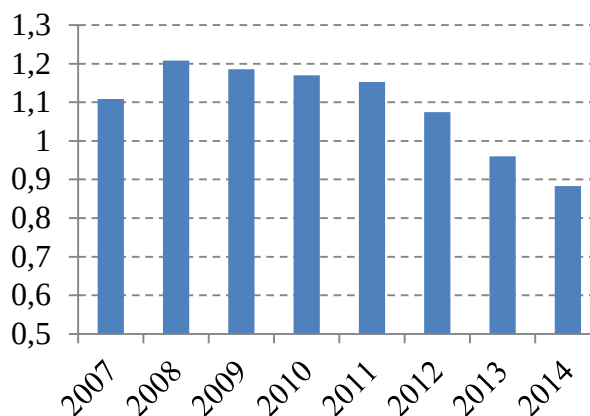
Pomembna okoliščina, ki je v opazovanem obdobju vplivala na kreditiranje podjetij, je tudi kreditna kvaliteta podjetij. Ta vpliva na velikost relevantnega (angl. *bankable*) povpraševanja po kreditih. Kreditna kvaliteta se ocenjuje po številnih atributih, med pomembnejšimi in najbolj omejujočimi je tudi zadolženost in pomanjkanje kapitala kot zrcalna slika. Ta vzrok slovenske banke tudi tipično navajajo kot glavni zadržek pri večjem financiranju. Skupna zadolženost slovenskih podjetij v razmerju do ustvarjenega BDP ne izstopa v mednarodnih primerjavah, oziroma je bila konec leta 2013 celo pod povprečjem evrskega območja (Banka Slovenije, 2015a). Nasprotna slika je pri finančnem vzvodu, t.j. razmerju med dolžniškim in lastniškim financiranjem. Konec leta 2014 je to razmerje, kljub trendnemu zniževanju, še vedno znašalo 1,23, kar je več kot v drugih evropskih državah. Nadalje s primerjavo neto

⁴ Poleg sprememb prometa velikih podjetij na agregatno volatilitost vpliva tudi sprememba populacije (spremembe velikosti podjetja ter prenehanje opravljanja dejavnosti).

finančnega dolga in EBITDA, ki ponazarjata sposobnost razdolževanja glede na trenutni denarni tok, Banka Slovenije ugotavlja koncentracijo (presežnega) finančnega dolga. Dobra polovica podjetij, ki so bila konec leta 2014 neto zadolžena, izkazuje omenjeno razmerje v visoki višini 5,2 (Banka Slovenije, 2015a).

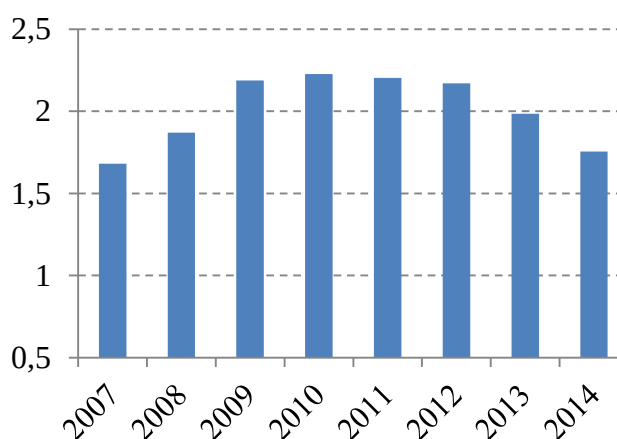
S problematiko presežnega dolga se je ukvarjal tudi Damjan (2014). Ugotovil je veliko prezadolženost slovenskih podjetij v skupni višini skoraj 10 milijard evrov. Nad arbitrarno določeno vzdržno mejo zadolženosti, merjeno s finančnim dolgom na EBITDA, v višini 4 je bila zadolžena polovica podjetij, pri čemer je bilo kar 80 % presežnega dolga koncentriranega v samo 300 podjetjih. Nadalje je ugotovil, da je prezadolženost z nastopom krize za podjetja postala ovira rasti in zaposlovanja, presenetljivo pa ni povečala verjetnosti stečaja⁵.

Slika 6: Povprečni finančni vzvod podjetij



Vir: AJPES, podatki gospodarskih družb, 2015

Slika 7: Neto finančni dolg/EBITDA



Vir: AJPES, podatki gospodarskih družb, 2015

2 PREGLED ZNANSTVENE LITERATURE O BREZKREDITNI GOSPODARSKI RASTI

Fenomen brez kreditne rasti je doživel večjo strokovno pozornost zaradi zadnje svetovne finančne in gospodarske krize. Po njenem izbruhu so številni avtorji uporabljali izsledke kot oporne točke za analizo stanja, napovedi prihodnjega razvoja gospodarstev in oblikovanja nasvetov za nosilce ekonomskih politik. Teme in pristopi po letu 2008 tako večinoma odražajo razvoj krize v razvitih ekonomijah. Zaradi narave problematike in njenega nišnega značaja je večino raziskav potekalo v sklopu mednarodnih finančnih inštitucij, kot so Mednarodni denarni sklad, Svetovna banka in Banka za mednarodne poravnave.

⁵ Glede na podjetja, ki niso bila prezadolžena. Za vsa podjetja pa se je povečala verjetnost stečaja glede na predhodno obdobje.

Koncept brez kreditne rasti so v sklopu analiziranja nenadnih zaustavitev priliva kapitala v države v razvoju (angl. *systemic sudden stop* ali tudi 3S) v ekonomsko literaturo uvedli Calvo, Izquierdo in Talvi (2006a, 2006b). Ugotovili so, da je v fazi okrevanja, ki sledi tako sproženi recesiji, nivo predkrizne ekonomske aktivnosti dosežen hitro (graf ekonomke aktivnosti ima obliko črke V), vendar z značilno šibko rastjo investicij ter s stagnacijo ali celo krčenjem kreditov in nadaljnjo stagnacijo kapitalskih prilivov. Oživljanje rasti brez, v skladu z uveljavljenimi teoretičnimi modeli, podpore nujne investicijske komponente so poimenovali »čudež feniksa«. Tak vzorec so pripisali finančnim faktorjem, ki podjetjem omogočajo obnavljanje kreditov za obratni kapital, ne pa dolgoročnih investicijskih kreditov. Likvidnost podjetja pridobijo z zamikom investicij, kar je (delno) možno zaradi sproščenih proizvodnih kapacitet, in s finančnim inženiringom zunaj bančnega sektorja. Rast brez kreditov se sicer pojavlja samo v primerih večjih recesij, medtem ko okrevanje po milejših recesijah tipično sovpada s ponovno rastjo kreditov. Dodatno so primerjali take epizode v razvijajočih se državah z veliko ameriško recesijo v 30-ih letih 20. stoletja in ugotavljali podobnost v osrednjem smislu oživljanja gospodarske rasti brez sočasne rasti kreditov, vendar ob drugačnih ostalih makroekonomskih spremenljivkah, zlasti dinamiki cen in realnih plač.

Pojav brez kreditne rasti je bil že pred letom 2006 kot postransko opažanje dokumentiran v nekaterih raziskavah liberalizacije finančnega sistema in kapitalskih tokov. Tornell in Westermann (2002) tako ugotavljata, da liberalizacija finančnih trgov in kapitalskih tokov privede do kreditnega balona, ki se praviloma s časom normalizira, v nekaterih primerih pa se nenadoma prekine z bančno in/ali valutno krizo. Rast kreditov v krizi postane negativna in taka ostane tudi po zaključku krizne recesije.

Do Calva et al. nasprotujočih zaključkov je prišel Huntley (2008). Ugotovil je, da ima gospodarska rast po nepričakovanih zaustavitvah kapitalskih prilivov bimodalno distribucijo z dvema segmentoma epizod (držav, primerov). Prvi segment sestavljajo epizode, ko gospodarska rast hitro oživi ob sočasni rasti kreditov in investicij. V drugem segmentu pa gre za primere, ko kreditne rasti res ni, vendar tudi ni rasti gospodarske aktivnosti. Ugotovitve Calva et al. zato pripiše (med drugim) agregiranju obeh segmentov z različnimi vzorci rasti.

Raziskava Claessens, Kose & Terrones (2008) se je osredotočila na delovanje finančnih trgov v času recesije. Na podlagi podatkov držav OECD so ugotovili, da tipična recesija traja dve leti in prinese 2-odstotno krčenje BDP. Rast kreditov se zniža v povprečju tri četrtletja pred recesijo in ostane pod predrecesijsko ravno vsaj še tri leta po začetku recesije. Nizko, oziroma v ekstremnem primeru negativno, rast kreditov po doseženem recesijskem dnu je tako možno videti kot inherenten pojav poslovnega cikla. Nadalje so avtorji (povprečne) recesije primerjali z obdobji kreditnih krčev ter padcev cen nepremičnin in vrednostnih papirjev. Ugotovili so, da obdobje kreditnih krčev in padcev cen premoženja trajajo dlje kot recesije, v obeh primerih pa se najbolj skrči investicijsko povpraševanje. V primeru da kreditni krč ali padec cen nepremičnin/vrednostnih papirjev sovpada z recesijo, kar se v

povprečju zgodi vsake 3–6 recesij, se le-ta poglobi za eno odstotno točko, v primeru sovpadanja s padcem cen nepremičnin pa tudi podaljša.

Kannan (2009) je omejil raziskovanje na recesije, povezane s finančnimi krizami. Z uporabo panožnih podatkov je ugotovil, da panoge z večjo odvisnostjo od zunanjega financiranja po recesiji, povezani s finančno krizo, rastejo relativno počasneje kot panoge z manjšo odvisnostjo. Podoben vzorec je ugotovil s primerjavo panog glede na prevladujočo velikost podjetij in glede na razpoložljivost opredmetenega premoženja, primernega za zavarovanje bančnih kreditov, in sicer je rast počasnejša v panogah z več majhnih podjetij in z manj zastavljivega premoženja. Iz ugotovitev je sklepal, da kreditni pogoji pomembno vplivajo na pokrizno oživljanje gospodarske rasti in da je omejitev kreditiranja ponudbena. Ugotavljal je tudi hitrost okrevanja in dokumentiral relativno počasnejše okrevanje v primerih predhodnih finančnih kriz.

Obrat v izhodiščih proučevanja povezave med krediti in gospodarsko rastjo so prikazali Biggs, Mayer in Pick (2009). Izhajali so iz dejstva, da je gospodarska rast spremenljivka toka (angl. *flow variable*), zato njena primerjava s spremenljivko stanja kreditov (angl. *stock variable*) ni zadostna, temveč je treba upoštevati tudi tok novo odobrenih kreditov oziroma, kot približek, spremembo rasti kreditov. Po njihovem modelu je tok kreditov povezan s potrošnim povpraševanjem, medtem ko je stanje v tesnejši relaciji s kapitalskimi dobrinami podjetij in z investicijami. Za oživitev gospodarske rasti v razmerah prostih proizvodnih kapacitet zato zadostuje, da se stanje kreditov preneha zmanjševati, s čimer se obnovi tok neinvesticijskega kreditiranja. Z obnovitvijo toka je tako možno pojasniti epizode rasti, ki so jih predhodni avtorji označili kot brez kreditne »čudeže feniksa«.

V skladu s svojimi mandati se je s pokrizno rastjo ukvarjal tudi Mednarodni denarni sklad. *World Economic Outlook* 2009 (Mednarodni denarni sklad, 2009) ugotavlja, da gospodarska rast, ki nastopi po recesiji povezani s finančno krizo, tipično ni podprta z rastjo kreditov. Slednji tipično presežejo nivo z dna krize šele sedem četrletij po oživitvi gospodarske rasti. Nadalje prispevek skuša ugotoviti, ali so vzroki za tak vzorec na strani povpraševanj ali ponudbe po kreditih. Za oceno učinkov ponudbenih faktorjev so uporabili panožne podatke kreditov in dodane vrednosti v obdobjih takoj po recesijah, povezanih s finančno krizo. Podatki so se nanašali na 21 razvitih držav v obdobju 1970–2004. Ugotovili so, *ceteris paribus*, počasnejšo rast dodane vrednosti v panogah z večjo odvisnostjo od zunanjega financiranja, v panogah, ki proizvajajo proizvode z višjo stopnjo menjalnosti oziroma z večjim deležem izvoza, in v panogah z višjim deležem opredmetenih osnovnih sredstev v skupnih sredstvih. Ugotovitve kažejo na vpliv ponudbenih faktorjev in posledično potrebo po hitri sanaciji bančnih sistemov, kar je še bolj nujno zaradi globalnega značaja krize, ki onemogoča oživljanje rasti na podlagi krepitve izvoznega povpraševanja.

Delo Dagher (2010) razlaga vzorec brez kreditne rasti z mikroekonomskim modelom, ocenjenim na podatkih 480 podjetij iz držav JV Azije. Ugotavlja, da podjetja po krizi

razmeroma hitro obnovijo predkrizni obseg prodaje, medtem ko njihova tržna cena in dolg podjetja dolgo ne dosežeta nivojev izpred krize. Vzorec je zlasti izrazit pri manjših podjetjih in podjetjih, ki so pred krizo imela večji finančni vzvod. Teoretični model, ki pojasni tak vzorec, temelji na trajnem znižanju (pričakovane) trendne rasti produktivnosti ter tržnih cen premoženja podjetij in faktorja (Tobin) Q . Posledično podjetje postane nezmožno pridobivanja dolžniškega in tudi lastniškega financiranja, kar zaradi izpada investicij dejansko privede do znižanja trenda produktivnosti.

Bijsterbosch in Dahlhaus (2011) sta usmerila raziskave v faktorje, ki vplivajo na verjetnost gospodarske rasti po krizi brez sočasne rasti kreditov. Uporabila sta letna podatke držav v vseh fazah razvoja za obdobje 1970–2009. Identificirala sta 211 faz rasti po recesiji, od katerih je bila približno četrtina brez kreditna. V teh primerih je bila rast za polovico nižja. Ugotovila sta podvojeno verjetnost izostanka rasti kreditov v primerih, ko je recesija sovpadla ali sledila bančni ali valutni krizi. Ostali faktorji, ki so povečali verjetnost rasti brez kreditov, so še odvisnost od kapitalskih prilivov pred krizo, visoko razmerje med dolgom in BDP ter veliko znižanje BDP v času krize oziroma recesije (angl. *bounce back effect*). Nadalje sta s pomočjo lastnega modela Probit za nekaj srednje in vzhodno evropskih držav, brez Slovenije, izračunala verjetnost, da bo rast po krizi v letih 2008–2009 brez kreditna. Najvišje verjetnosti sta izračunala za baltske države, najvišjo, 94 %, za Latvijo.

Do podobnih zaključkov so prišli Abiad, Dell’Ariccia & Li (2011). Uporabili so časovno nekaj daljše obdobje podatkov, namesto recesij opazovali obdobja velike negativne proizvodne vrzeli, uporabili delno drugačne definicije drugih podatkov ter identificirali 388 recesij, ki so se v 20 odstotkih iztekle v brez kreditno okrevanje z (v povprečju) tretjino šibkejšo rastjo kot okrevanja s sočasno rastjo kreditov. Verjetnost brez kreditnega okrevanja je večja v nizko in srednje razvitih državah in se podvoji v primerih kreditnega balona pred recesijo ter več kot podvoji, kadar je recesija povezana z bančno krizo. V primeru sovpadanja kreditnega balona pred recesijo in bančne krize je pokrizno okrevanje skoraj zagotovo brez kreditno. Valutna kriza ali kriza trga državnega dolga nimata pomembnega vpliva na obliko okrevanja.

V širšem kontekstu, po mnenju avtorjev, brez kreditna oblika gospodarske rasti odraža majhen prispevek investicij k okrevanju, kar pojasnjuje tudi nižjo produktivnost in nižji trend rasti. Nadalje so avtorji iskali potrditev teze, da je izostanek kreditov ponudbenega značaja, ter na podlagi panožnih podatkov ugotovili za 1,5 odstotne točke nižjo rast v panogah z visoko odvisnostjo od zunanjega financiranja. Upošteva, da je brez kreditno okrevanje počasnejše in da je omejitev kreditiranja na strani ponudbe, je v takem primeru naloga ekonomske politike, da s strukturnimi posegi izboljša sub-optimalne razmere na trgu kreditov oziroma v bančnem sistemu.

Coricelli in Roland (2011) sta raziskovala razlike v brez kreditnem okrevanju glede na definicijo rasti kreditov. Ugotovila sta, da okrevanje brez sočasne rasti stanja kreditov (tipa

Calvo) ni šibkejša kot z njihovo rastjo, medtem ko izpad novega toka oziroma pozitivne razlike prirastov (tipa Biggs) zniža hitrost okrevanja. Okrevanje brez kreditnega tipa po definiciji Calva je bilo 39 %, po definiciji Biggsa pa 55 %, v obeh primerih tipično v povezavi s krizo finančnega značaja.

Nadalje sta avtorja ugotovila razliko v hitrosti okrevanja glede na razvitost finančnega sistema, in sicer je brez kreditno okrevanje hitrejše v primerih držav, ki so imele bolj razvit finančni sistem. Iz tega sta sklepala, da igra pri okrevanju pomembno vlogo neidentificiran mehanizem, ki, na primer, zagotovi podjetju alternativne vire financiranja. Tretja ugotovitev raziskave je, da je rast dodane vrednosti hitrejša v panogah, pri katerih je relativna odvisnost od financiranja z dobavitelji (angl. *trade credit*) glede na financiranje pri bankah večja, vzorec pa je obraten na nivoju države.

Ayyagari, Demirguc-Kunt in Maksimovic (2011) so kombinirali makro- in mikroekonomski pogled na brez kreditno rast. Makroekonomski pristop so uporabili na devetih primerih nenadne ustavitve kapitalskih prilivov v 90-tih letih 20. stoletja in krizo v letih 2008–2009 v ZDA. Ob veliki heterogenosti ključnih spremenljivk so za šest primerov potrdili, za tri pa zavrnili hipotezo brez kreditne rasti po Calvu, medtem ko okrevanje v ZDA nima tega značaja.

Nadalje so analizirali brez kreditno okrevanje na agregatu javno kotiranih družb v posameznih državah JV Azije. Tipično je šlo za največje družbe z nadpovprečno bonitetno oceno, ki bi po predhodnih raziskavah morale imeti najmanj oviran dostop do kreditov. S primerjavo rasti skupne (na nivoju države) prodaje opazovanih podjetij in rasti njihovega kratkoročnega dolga so »čudež feniksa« ugotovili v štirih od devetih držav.

Tretji sklop zaključkov se nanaša na alternativne vire financiranja rasti prodaje. Ugotovili so, da je bilo podjetij z rastjo prodaje, vendar brez rasti kratkoročnih kreditov (tipa Calvo v ožjem pomenu), le 37 % vzorca 1326 podjetij z javno razpoložljivimi podatki. Z vključitvijo dolgoročnih kreditov, kapitalskih instrumentov in drugih aktivnosti financiranja se delež zmanjša na 30 %. Nadaljnja širitev virov financiranja na zadržanje dividend in investicij (zmanjšanje glede na predhodno leto) ter dezinvestiranje zmanjša delež »feniks podjetij« na 8 %, kar se zniža na zanemarljiva 2 %, če upoštevamo še izboljšanje denarnega toka iz poslovanja.

Za dodatno pojasnilo obnašanja podjetij po krizi so avtorji dodatno analizirali podatke denarnega toka in ugotovili, da podjetja s pozitivnim denarnim tokom iz poslovanja večji del presežka porabijo za zmanjšanje najetih kratkoročnih kreditov in za povečanje denarnega premoženja. Na drugi strani podjetja z negativnim denarnim tokom iz poslovanja lahko financirajo primanjkljaj z izdajo dodatnih delnic in dolgoročnim zadolževanjem. Skupni zaključek analize je, da podatki na sicer majhnem in pristranem vzorcu podjetij ne potrjujejo obstoja brez kreditne rasti.

Analitiki bančne skupine UniCredit so obdelali brez kreditno rast v sklopu analize bančnih sistemov Srednje in Vzhodne Evrope (UniCredit, 2012). Ugotovili so ujemanje njihovih modelskih napovedi kreditne aktivnosti z verjetnostjo pojava brez kreditne rasti v naslednjih treh letih, ki so jo izračunali z enostavnim modelom Probit. Verjetnost je bila najvišja v baltskih državah (Latvija 95 %), Ukrajini in Sloveniji (40 %). Analiza se opredeljuje tudi do vzrokov za negativno rast kreditov. Večji vpliv naj bi imeli faktorji povpraševanja, zlasti v državah z najvišjo verjetnostjo, v državah z bančno krizo, kamor so šteli tudi Slovenijo, pa pomembno vlogo igra tudi ponudbena stran.

Bech, Gambacorta in Kharroubi (2012) so raziskovali vlogo denarne politike v recesijah, povezanih s finančnimi krizami. Ekspanzivna denarna politika je praviloma v obdobju večje recesije koristna, vendar do mej, ko povzroča nova neravnovesja. V primerih, ko je recesija povezana s finančno krizo, je koristnost ekspanzivne politike še prej negotova. Taka politika namreč upočasnjuje proces razdolževanja, ki je po njihovih ugotovitvah povezan s hitrejšo gospodarsko rastjo v obdobju okrevanja.

Evropska centralna banka v okviru redne analize denarnih agregatov spremlja tudi statistiko kreditov. V Mesečnem biltenu 2/2012 (ECB, 2012) je namenila posebno pozornost kreditom v Evroobmočju v času krize. Tekočo dinamiko je primerjala z recesijami v državah OECD po letu 1960 in ugotovila veliko podobnost z recesijami, povezanimi z bančnimi krizami. V povprečju takih recesij obrat denarnega agregata transakcijskega denarja M1 predhaja obrat ekonomske aktivnosti, širši denar M2 sovпада, agregat domačih kreditov pa sledi obratu aktivnosti z zamikom enega leta. Takim recesijam torej v povprečju sledi vsaj krajše brez kreditno okrevanje.

Koristi zmanjšanja finančnega vzvoda sta podobno kot Bech et al. (2012) ugotovila tudi Takáts in Upper (2013). Ugotavljata, da rast kreditov v prvih dveh letih po dnu krize, povezane s kreditnim balonom, nima vpliva na višino gospodarske rasti. Izostanek rasti kreditov v kasnejših letih začne zavirati rast, vendar je učinek majhen, bistveno manjši kot učinek višje zunanje konkurenčnosti, ki tipično izhaja iz šibkejše valute. Avtorja razlagata tako statistično neodvisnost s pomočjo delitve kreditov na dobre, ki povečujejo gospodarsko rast, in slabe, ki rast zavirajo. Stagnacija kreditov, ki izhaja iz krčenja slabega dela, tako sprošča kapacitete za rast dobrih kreditov, v neto učinku pa dobimo brez kreditno gospodarsko rast.

Kot primer enega od razmeroma številnih virov s področja ekonomskih ciklov lahko navedemo delo Juselius in Drehmann (2014), ki raziskavo in zaključke izrecno navezuje na brez kreditno rast. V nasprotju z Beggs et al., kjer je osrednji element modela tok novih kreditov, sta avtorja v ospredje postavila obveznost dolžnikov, da bankam vračajo najete kredite. Gre za dinamiko, poimenovano po Hymanu Minskem (angl. *the Minsky Cycle*), kjer dinamiko cikla začenja (v modelu nepojasnjeno) povečanje cen premoženja, ki požene rast kreditov in poveča proizvodnjo. Višje cene zastavljivega premoženja omogočijo nadaljnje

večanje kreditov, vendar je le-to hitrejše kot rast dohodka, razpoložljivega za servisiranje dolga. Na točki preloma se krediti ustavijo in cene premoženja začnejo padati. Krediti se krčijo zaradi rednega servisiranja dolga z dodatno prisilo padanja cen zastavljivega premoženja. BDP se krči do točke, ko se breme servisiranja dolga vrne na vzdržni nivo in ponovno začne rasti. Ker je okrevanje cen premoženja počasnejše, dinamika kreditov ostane nizka ali celo negativna, tako da je rezultat (sicer nizka) brez kreditne rasti. Raziskava ponuja dodatne indikatorje povečane verjetnosti brez kreditne rasti, in sicer hitrost (glede na BDP) in strukturo (glede na zmožnost kreditov, da povečujejo vzdržno gospodarsko rast) rasti kreditov pred krizo.

Brez kreditno rast v povezavi z zniževanjem presežnega dolga in finančnega vzvoda so raziskovali tudi Chen, Kim, Otte, Wiseman in Zdzenicka (2015). Ugotavljajo, da večje in hitrejše znižanje dolga nefinančnega sektorja na srednji rok omogoči hitrejšo gospodarsko rast. Znižanje finančnega vzvoda (dolg/BDP) za 10 odstotnih točk poveča gospodarsko rast v naslednjih petih letih za 2 odstotni točki. Vendar je pomembna tudi hitrost prilagoditve. Vsako leto zmanjševanja finančnega vzvoda namreč zniža nadaljnjo letno gospodarsko rast za 0,12 odstotne točke.

Dodatno okoliščino, ki poveča verjetnost nastanka brez kreditne rasti, sta identificirala Balfoussia in Malliaropulos (2015). Ugotovila sta povezavo takega okrevanja z nizkimi in padajočimi potrebami po zunanjem financiranju, merjenimi s saldom plačilne bilance. Podjetja imajo v takih razmerah oblikovane likvidnostne rezerve v obliki finančnih naložb, tako da lahko v razmerah oživljanja povpraševanja financirajo investicije s tekočimi presežki in z likvidacijo finančnih naložb.

Podobno kot Ayyagari et al. (2011) so hipotezo obstoja brez kreditne rasti na mikro nivoju s podatki 2075 evropskih podjetij, od tega 18 slovenskih, v obdobju 2005–2011 zavrnili tudi Dimelis, Giotopoulos in Louri (2015). Rast prodaje brez dodatnih kreditov po krizi izkazuje segment hitro rastočih majhnih podjetij, ki dobi alternativne finančne vire neposredno na trgu. Rast večine podjetij, z vidika njihovega števila, pa je odvisna od bančnih kreditov. Rast je zato šibkejša v državah s slabše delujočim bančnim sistemom, kar je opredeljeno z deležem bank v domači lasti, s koncentracijo bančnega sistema, deželnim tveganjem in finančno stabilnostjo. Kreditni krč se tipično tudi ni dotaknil srednjih in velikih podjetij.

Druga struja raziskav, katerih metodologija je uporabljena v tej nalogi, se ukvarja z vzorci obnašanja podjetij glede na obstoj različno strogih omejitev pri pridobivanju zunanjega financiranja. Začetek struje izhaja iz Fazzari, Hubbard in Petersen (1988). Ti avtorji so ugotavljali, da podjetja, ki imajo omejen dostop do zunanjega financiranja, slednjega nadomeščajo z notranjimi viri, ki so glede na zunanje relativno cenejši. Ker notranji viri niso stabilni, podjetja več investirajo takrat, ko jim to dopušča denarni tok iz poslovanja. Empirično so ugotovili, da bonitetno slabša podjetja, ki so opredeljena kot tista, ki so zadržala večino dobička, izkazujejo večjo občutljivost investicij na denarni tok iz poslovanja.

Kaplan in Zingales (1997) sta preverjala te ugotovitve in prišla do drugačnih, celo nasprotujočih si zaključkov. Občutljivost investicij na denarni tok naj ne bi bila zanesljiv pokazatelj omejitev pri zunanjem financiranju, zagotovo pa relacija med njima ni monotono naraščajoča. Empirično sta ugotovila nasprotni vzorec kot Fazzari et al. (1988), t. j. da podjetja, ki so manj omejena pri pridobivanju zunanjih virov, izkazujejo višjo odzivnost investicij na denarni tok iz poslovanja. Navajata potencialne razloge: (a) napake pri merjenju faktorja Q, ki je tipično vključen v regresijo, (b) vpliv osamljenih izjemnih primerov (angl. *outliers*) z velikim vplivom na oceno parametrov in (c) vpliv segmenta najslabših podjetij, ki so prisiljena ves denarni tok porabiti za poplačilo dolgov in zato izkazujejo ničelno oz. zelo nizko občutljivost, kar je hkrati lastnost najboljših podjetij.

Dasgupta, Noe in Wang (2008) so prav tako raziskovali razlike v obnašanju podjetij z in brez omejitev pri zunanjem financiranju. Oblikovali so model z več enačbami, ki upošteva knjigovodsko enakost denarnih tokov podjetja in opazovali razlike v odzivu na impulz denarnega toka iz poslovanja na kratek in dolgi rok (treh let). Na kratek rok vsa podjetja večino denarnega toka porabijo za odplačilo dolga ali ga obdržijo v denarni obliki. Razlika med segmentoma podjetij nastane v drugem obdobju, ko podjetja brez omejitev pri financiranju porabijo akumuliran denarni presežek, dodatno povečajo zadolžitev ter investirajo, medtem ko podjetja z omejitvami financiranja zadolžitve ne povečujejo. Posledično ta podjetja na dolgi rok investirajo manj, in sicer 60 % denarnega toka iz poslovanja, medtem ko podjetja brez omejitev investirajo 80 % denarnega toka iz poslovanja.

Podoben dinamični model z več enačbami in odloženimi spremenljivkami so (neodvisno) razvili Gatchev, Pulvino in Tarhan (2010). Z upoštevanjem, da podjetja simultano sprejemajo odločitve o financiranju in investiranju, ter z vključitvijo odloženih spremenljivk je povezava med denarnim tokom in investicijami skoraj izginila, v nasprotju z regresijo z eno spremenljivko v skladu z metodologijo Fazzari, et al. (1988) na istih podatkih.

Odzivnost postavk financiranja in investiranja na denarni tok iz poslovanja so za privatna, zaprta norveška podjetja raziskovali Ostergaard, Sasson in Sørensen (2011). Norveška podjetja se tradicionalno financirajo pri hišnih bankah in so zaradi tesne povezanosti občutljiva na šoke, ki prihajajo s strani ponudbe financiranja. Raziskava temelji na delitvi podjetij na segment z nizkim in segment z visokim stanjem denarnih sredstev ter ugotavljanju občutljivosti na denarni tok iz poslovanja za vsak segment posebej. Ugotovili so, da podjetja z malo denarja impulze denarnega toka nevtralizirajo predvsem s pomočjo bančnega dolga, podjetja z višjim stanjem denarja pa z njegovim spreminjanjem. Različen je tudi odziv na spremembo ponudbe, ponazorjen z oslabitvami, ki jih hišna banka oblikuje za portfelj kreditov zunaj sektorja opazovanega podjetja; višje oslabitve signalizirajo težave banke, ki zato omeji in podraži ponudbo kreditov. Podjetja z nizkim stanjem denarja se ob zmanjšani ponudbi denarja na variabilnost denarnega toka iz poslovanja začnejo odzivati s

spreminjanjem investicij (porast občutljivosti investicij na denarni tok iz poslovanja), medtem ko pri podjetjih z visokim stanjem denarja ni sprememb v obnašanju.

Eno od mnogih raziskav finančne krize z začetkom leta 2008 (v nadaljevanu: kriza 2008) so opravili Drobetz, Haller, Meier in Tarhan (2014). Raziskava se je osredotočila na odziv postavk financiranja in investiranja na denarni tok iz poslovanja, in sicer z vidika razlik med krizo 2008, predhodnimi krizami in nekriznimi obdobji. Ugotovili so, da velika večina ameriških podjetij v nekriznih obdobjih in tudi v predhodnih krizah ni bila resneje omejena pri dostopu do financiranja investicij. Nasprotno pa je kriza 2008 močno vplivala na investicijske odločitve. Nadalje so v krizah ugotovili razlike v odzivu finančno šibkih in finančno močnih podjetij na negativni šok denarnega toka iz poslovanja. Razlika je bila zlasti velika v krizi 2008, ko so finančno šibka podjetja zmanjšala investicije v osnovna sredstva za 55 % znižanja denarnega toka iz poslovanja, finančno močna podjetja pa le za 4 %. V tej krizi so se celo finančno močna podjetja soočala z omejitvami financiranja, zlasti dolgih ročnosti, kar so kompenzirala z zadolževanjem na kratek rok in s črpanjem likvidnostnih rezerv.

3 UGOTAVLJANJE BREZKREDITNE RASTI V PRIMERU SLOVENIJE

Različni avtorji so uporabljali različne pristope za identifikacijo brez kreditne rasti, v odvisnosti do tolerance statističnih napak tipa I in II, ambiciji za obdelavo čim bolj sočasnih podatkov, heterogenosti nabora analiziranih držav itd. V pregledani literaturi se pristopi razlikujejo glede na naslednje glavne lastnosti:

- Način določitve začetka obdobja gospodarskega okrevanja. Uporabljena sta dva pristopa, in sicer se okrevanje začne (a) v obdobju, ki sledi lokalnemu minimumu realnega BDP, ali (b) v obdobju, ki sledi najnižji ciklični komponenti ekonomske aktivnosti, tipično ugotovljeni kot razlika med dejanskim realnim BDP in njegovim trendom, izračunanim s HP filtrom.
- Kriterij določitve opazovanega obdobja. V Calvo et al. (2006b) je uporabljeno spremenljivo obdobje, v katerem realni BDP doseže predkrizni nivo. Večina drugih raziskav določa fiksno opazovano obdobje od 2 do 3 let.
- Frekvenca podatkov. Večina raziskav uporablja letne podatke, ki so v standardizirani obliki na voljo za več držav. Nekatere novejšje raziskave, npr. Sugawara (2013), uporabljajo četrtletne podatke, ki so standardni pri proučevanju gospodarskih ciklov, saj omogočajo natančnejšo določitev obratov rasti BDP in manjše zamike pri proučevanju najnovejših podatkov.

- Definicija kreditov. Večina raziskav uporablja kredite, ki so jih domače banke odobrile privatnemu sektorju v državi. Raziskave brez kreditne rasti na nivoju posameznih podjetij (mikroekonomske) seveda dodajajo tudi druge vire financiranja.

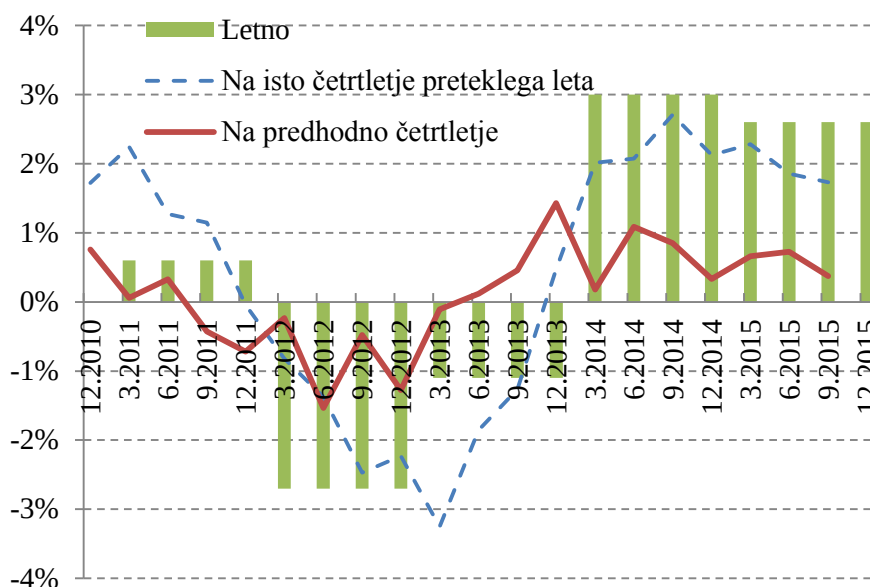
V Tabeli 1 navajam pristope pri identifikaciji epizod brez kreditnih rasti, uporabljene v pregledani literaturi. Pri tem je posamezni pristop naveden samo pri prvi raziskavi, glede na datum objave. Razlike v naboru analiziranih držav ali obdobjih opazovanj niso zadostne za opredelitev samostojnega pristopa, prav tako ne manjše razlike pri pripravi podatkov, kot na primer uporaba CPI namesto BDP deflatorja. Poleg navedbe vira pregled vsebuje tudi osnovno definicijo uporabljenih podatkov, skupaj s kriterijem, ki mora biti izpolnjen, da je gospodarsko okrevanje obravnavano kot brez kreditno.

V pregledu je navedena tudi raziskava Biggs et al, 2009, ki konceptualno sicer odstopa od ostalih pristopov pri proučevanju brez kreditnega okrevanja in tudi po mnenju drugih avtorjev (npr. Coricelli in Roland, 2011) v osnovi naslavlja drugačen pojav. Vendar je njihov pristop z opazovanjem tokov kreditov (namesto stanj kot pri ostalih raziskavah) relevanten z vidika identifikacije mehanizma rasti na mikro ravni, kar je predmet naloge v nadaljevanju. Povečanje bruto tokov novih kreditov ob istočasni stagnaciji ali celo krčenju stanja namreč kaže na gospodarsko rast brez večjih dodatnih investicij, ki temelji na boljšem izkoriščenju proizvodnih kapacitet. Na nivoju finančnih izkazov tipičnega podjetja bi se tako okrevanje kazalo v izboljšanem denarnem toku iz poslovanja, medtem ko je denarni tok iz financiranja negativen, tok iz investiranja pa izravnal ali rahlo negativen (nujne investicije v vzdrževanje).

V nadaljevanju poglavja so na kratko opisani posamezni pristopi, ki so nato uporabljeni na podatkih za Slovenijo. Pri Bijsterbosch et al., (2009), kjer je uporabljenih več pristopov, je ločeno opisan in apliciran vsak pristop. Skupno je predstavljenih devet načinov ugotavljanja, ali dinamika BDP in kreditov v Sloveniji sledita vzorcu brez kreditne rasti. Iz že navedenih razlogov večje natančnosti in manjšega časovnega zamika so vsi pristopi uporabljeni na četrtnih podatkih, upošteva enake kriterije glede dolžine obdobja okrevanja, torej namesto 2–3 let 8–12 četrtnih let. V tekstovnem delu pa so opisani tudi rezultati, ki bi bili dobljeni z uporabo letnih podatkov.

V splošnem so kriteriji z uporabo letnih podatkov strožji od istih kriterijev na četrtnih. Ta razlika v primeru opazovane recesije v letih 2012–2013 v Sloveniji znaša slabo leto. Razlika izhaja iz daljšega obdobja dna recesije in s tem kasnejšega začetka prvega obdobja okrevanja. Dno ekonomske aktivnosti, merjene s četrtnimi podatki za realni BDP s prilagoditvijo sezone in koledarja, je prvo četrtno leto 2013. Tako merjen BDP je bil v vsakem četrtnem letu od takrat dalje višji kot v predhodnem, upošteva podatke, razpoložljive do zaključka naloge januarja 2016. Ob uporabi letnih podatkov je bilo zaradi počasnejšega okrevanja v letu 2013, kot je bilo krčenje v letu 2012, dno ekonomske aktivnosti doseženo šele v letu 2013. Tako ugotovljen začetek okrevanja v letu 2014 zaradi napake merjenja za dejanskim začetkom zaostaja skoraj za leto (Slika 8).

Slika 8: Stopnje rasti realnega BDP



V nadaljevanju tretjega poglavja uporabljam naslednje podatkovne serije:

- Bruto domači proizvod: Vir podatkov o BDP je podatkovni portal Statističnega urada RS (2015). Uporabljeni so letni in četrtni podatki po stalnih cenah iz leta 2010. Četrtni podatki so prilagojeni za sezono in število delovnih dni.
- Ciklična komponenta BDP je izračunana kot razlika med dejanskim BDP in trendom, izračunanim s HP filtrom s parametrom 100 (letna frekvenca) oziroma 1600 (četrtna frekvenca).
- Podatkovna serija kreditov je dobljena iz Biltena in podatkovnega portala Banke Slovenije (2015c). Uporabljena je serija kreditov, danih domačim nedenarnim sektorjem, razen države (Tabela 1.4 in Tabela 1.2). Serija vključuje nominalne vrednosti izpostavljenosti, brez obračunanih ali razmejenih obresti, zaračunanih stroškov in popravkov vrednosti (bruto princip glavnice), deflacirane z BDP deflatorjem.
- Serija kreditov je prilagojena za učinke prenosov kreditov na Družbo za upravljanje terjatev bank.

Tabela 1: Pregled uporabljenih pristopov pri identifikaciji brez kreditne rasti

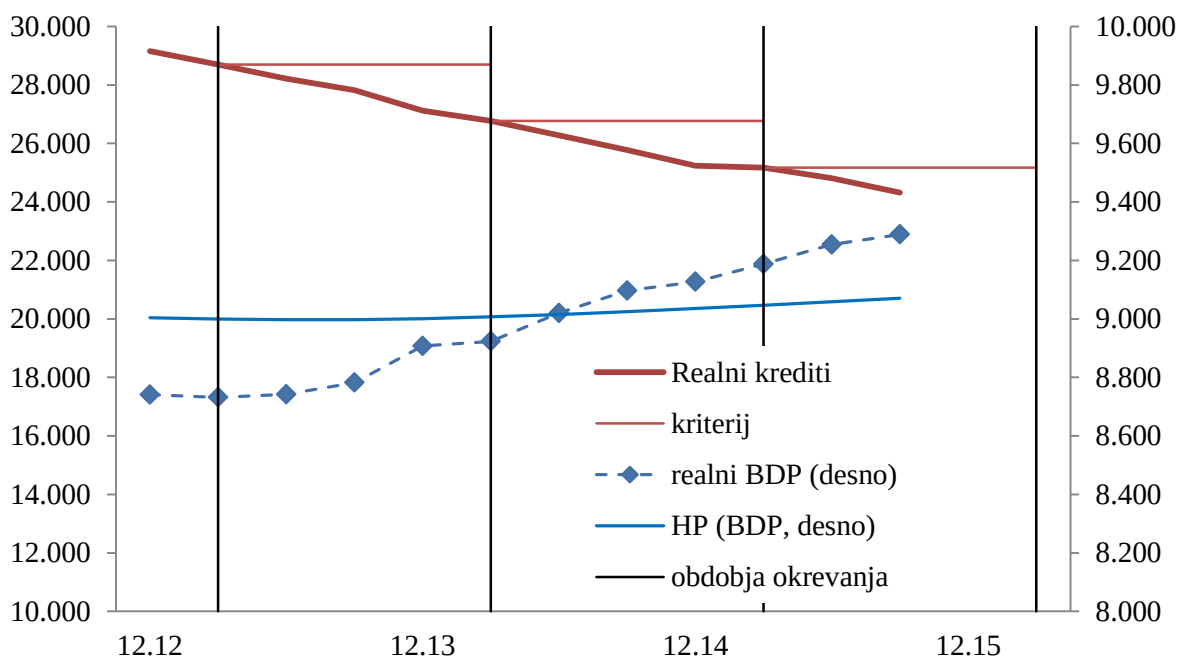
Vir	Vzorec	Definicija BDP	Definicija kreditov	Obdobje
Bijsterbosch et al., 2009	- Vzorec 86 srednje in manj razvitih držav. - Obdobje 1970–2009.	- Letni podatki. - Za identifikacijo začetka okrevanja je uporabljen HP filter. Ciklična komponenta realnega BDP manjši kot -1 standardni odklon. Izhodišče okrevanja je leto z najnižjo ciklično komponento.	- Krediti domačih bank privatnemu sektorju, deflacirani z BDP deflatorjem. - Stopnje rasti v vsakem posameznem letu okrevanja, povprečje letnih stopenj rasti in kumulativna rast.	Obdobje 2 in 3 let.
Calvo et al., 2006b	- Vzorec držav v razvoju (angl. <i>emerging</i>). - Obdobje 1980–2004.	- Letni podatki. - Realni BDP. - Izhodišče okrevanja je lokalni minimum.	- Krediti domačih bank privatnemu sektorju. - Primerjava razmerja med krediti in BDP v obdobju najnižjega BDP in ob polnem okrevanju.	Dokler realni BDP ne doseže predkriznega nivoja.
Sugawara et al., 2013	- 65 različno razvitih držav. - Obdobje 1965–2011.	- Četrtni podatki. - Logaritem realnega BDP. - Izhodišče okrevanja je lokalni minimum.	- Krediti domačih bank privatnemu sektorju, deflacirani z BDP ali CPI deflatorjem. - Povprečna medletna stopnja rasti.	Četrtni podatki, 8 četrtnih let.
Memo: Biggs et al., 2009	- Vzorec držav v razvoju (<i>emerging</i>) in velika ameriška kriza. - Obdobje 1980–2004.	- Kot v Calvo et al. (2009) (implicitno).	- Razlika stanj kreditov. - Krediti (implicitno), definirano kot v Calvo et al. (2009).	Obdobje ni formalno opredeljeno.

3.1 Brezkreditna rast po Bijsterbosch et al. (2009)

Bijsterbosch et al. (2009) so ugotavljali brezkreditno rast z uporabo treh različnih definicij padanja kreditov in dveh različnih obdobj (dve leti oziroma tri leta; skupaj šest načinov). Pri vseh načinih so uporabljeni realni krediti, deflacionirani z deflatorjem BDP. Vsem načinom je skupen tudi kriterij gospodarske rasti, in sicer se mora realni BDP v opazovanem obdobju kumulativno povečati. Opazovano obdobje se začne v izhodišču, ki je četrtoletje z najnižjo ciklično komponento BDP, t.j. prvo četrtoletje 2013.

Prva dva načina ugotavljanja brezkreditne rasti zahtevata zaporedno zniževanje realnih kreditov ločeno v vsakem letu opazovanega obdobja dveh oziroma treh let (8 oziroma 12 četrtoletij). Kot nam kaže *Slika 9*, je kriterij brezkreditne rasti po prvem načinu že dosežen. Realni krediti so se namreč v prvih dveh letih neprekinjeno zniževali. Zniževanje se nadaljuje tudi v prvih treh četrtoletjih tretjega leta, tako da je doseganje kriterija tudi po drugem načinu, glede na že akumuliran padec, skoraj zanesljivo.

Slika 9: Brezkreditna rast po Bijsterbosch et al. (2009); Realni krediti (levo) in realni BDP (desno) – prvi in drugi način

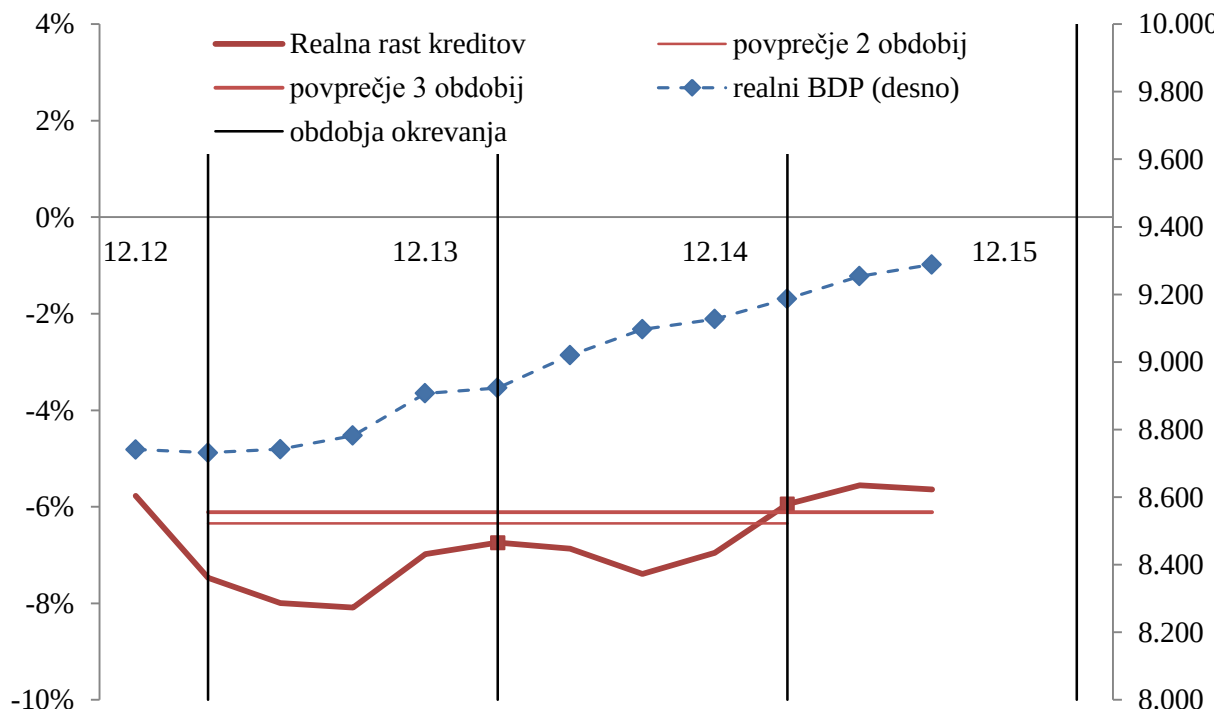


Prav tako bi bil prvi kriterij brezkreditne rasti že izpolnjen v primeru uporabe letnih podatkov. Rast realnega BDP in padanje realnih kreditov sta bila namreč zabeležena tudi v koledarskih letih 2014 in 2015. Ocena izpolnjevanja drugega kriterija, ki vključuje tudi leto 2016, pa še ni možna.

Naslednja dva načina sta podobna, le da namesto absolutnih sprememb stanja realnih kreditov upoštevata stopnje rasti, in sicer kot povprečje dveh oziroma treh let, ki sledijo

izhodišču (*Slika 10*). Gre za milejši kriterij, ki v posameznem letu dopušča tudi pozitivno rast realnih kreditov. Kriterij BDP je definiran enako kot pri prvih dveh načinih.

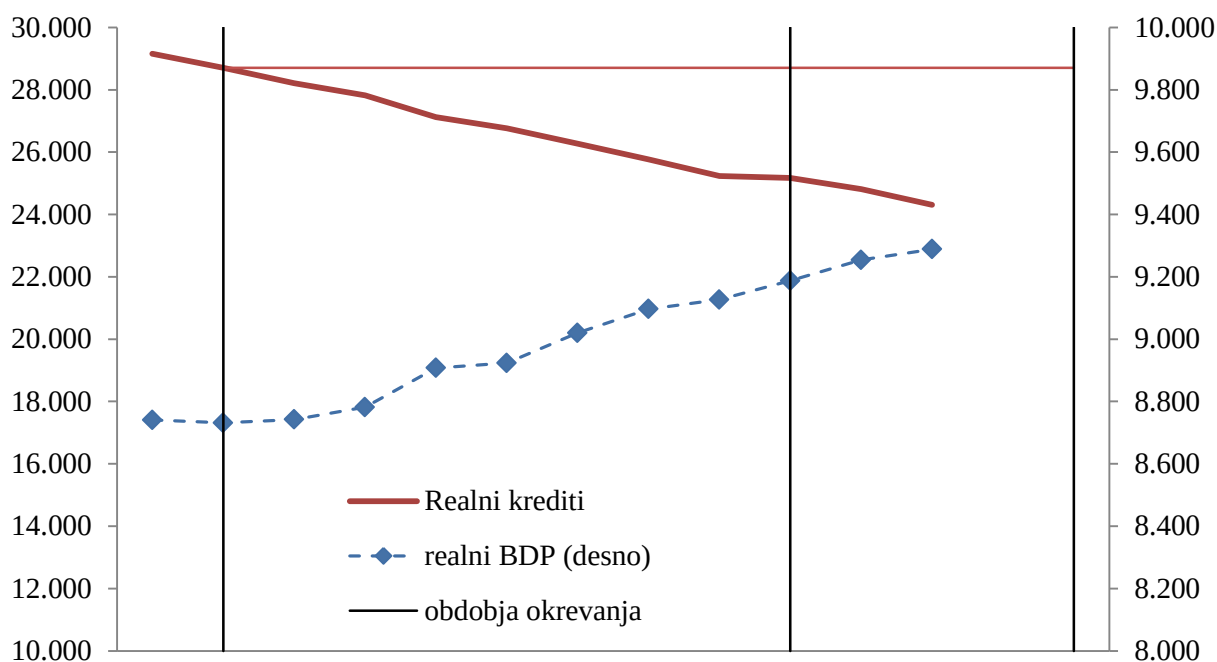
Slika 10: Brezkreditna rast po Bijesterbosch et al. (2009); Rast realnih kreditov (levo) in realni BDP (desno) – tretji in četrti način



Kriterij je izpolnjen pri dvoletnem opazovanem obdobju, v katerem je povprečna stopnja rasti realnih kreditov znašala -6,3 %, medtem ko za triletno obdobje manjka eno četrletje. Glede na dvoletno povprečje in dinamiko v tretjem letu bo kriterij nedvomno izpolnjen tudi pri triletnem obdobju. Prav tako je možno zaključiti, da bi bili kriteriji izpolnjeni tudi ob uporabi letnih podatkov, tako pri dvoletnem kot tudi pri triletnem obdobju, kjer morebitna pozitivna rast v letu 2016 ne more nevtralizirati padanja v letih 2014 in 2015.

Peti in šesti način (*Slika 11*) sta še manj stroga, saj zahtevata le kumulativno padanje realnih kreditov v celotnem opazovanem obdobju. Glede na že akumulirano negativno rast do novembra 2015 v višini -15 % lahko zaključimo, da so kriteriji brez kreditne rasti po petem načinu (obdobje dveh let) že doseženi, po šestem pa bodo nedvomno doseženi po prvem četrletju 2016. Prav tako bi bili že doseženi kriteriji po petem načinu ob uporabi letnih podatkov. Pri šestem načinu je robni pogoj, da morebitna pozitivna rast realnih kreditov v letu 2016 ne nevtralizira dosedanjega 15-odstotnega krčenja. Zaradi nižje osnove to pomeni, da bi morali realni krediti v letu 2016 rasti z malo verjetno stopnjo 18 %.

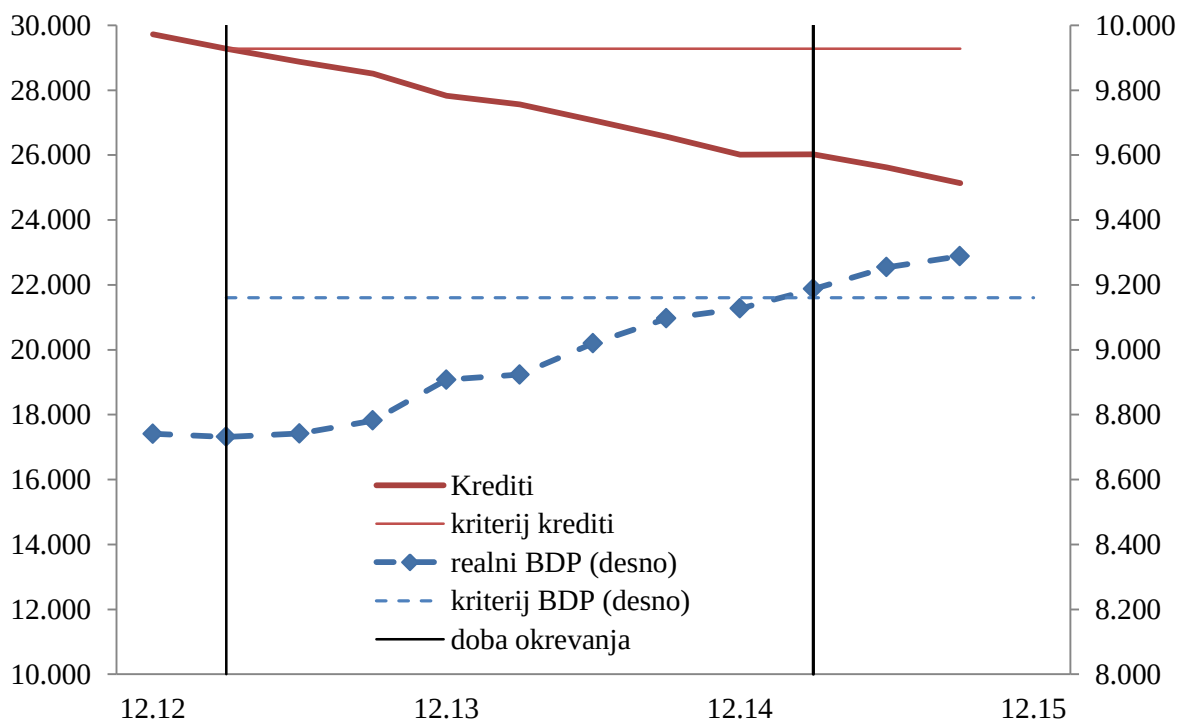
Slika 11: Brezkreditna rast po Bijesterbosch et al. (2009); Realni krediti (levo) in realni BDP (desno) – peti in šesti način



3.2 Brezkreditna rast po Calvu et al. (2006)

Avtorji Calvo et al. (2006a in 2006b) so brezkreditno gospodarsko rast definirali v spremenljivo dolgem obdobju. Izhodiščna točka je četrletje z najnižjim realnim BDP (ki je

Slika 12: Brezkreditna rast po Calvo et al.; Nominalni krediti (levo) in realni BDP (desno)

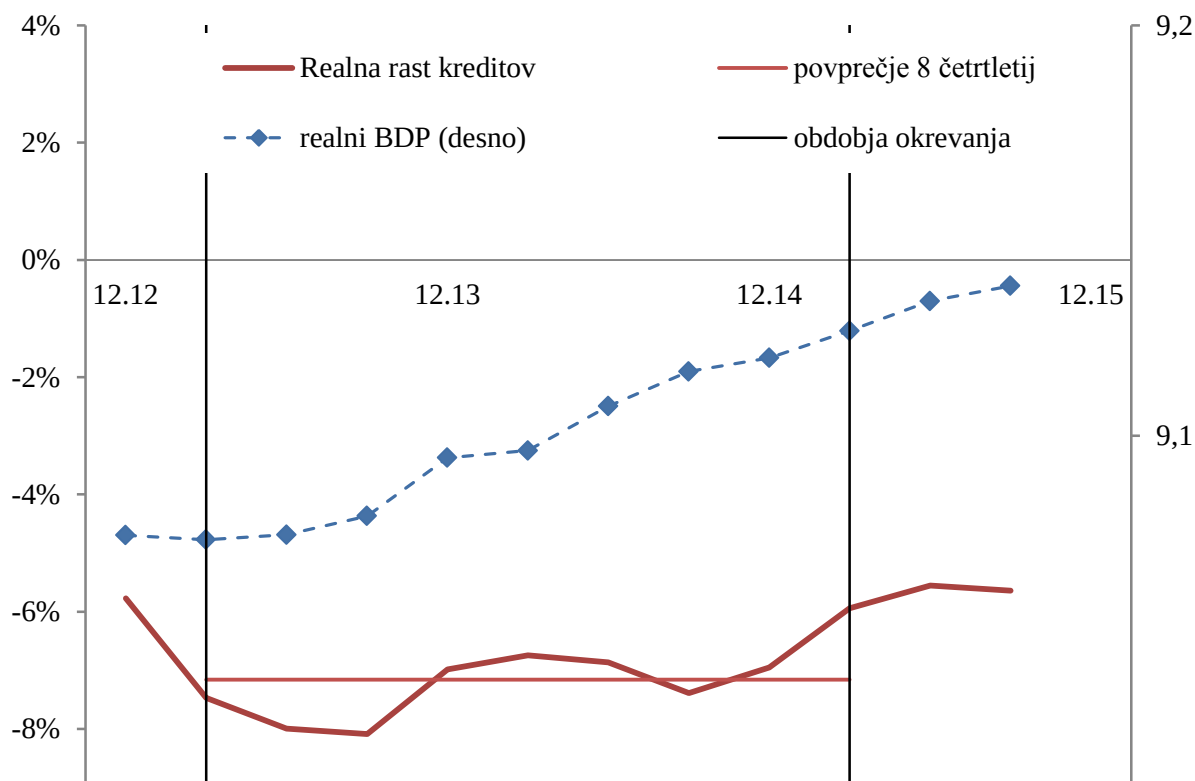


isto kot četrtoletje z najnižjo ciklično komponento), t.j. drugo četrtoletje 2013. Obdobje rasti nato traja do četrtoletja, v katerem realni BDP doseže predkrizni nivo. Glede na preveliko časovno oddaljenost predkriznega vrha v letu 2008, je skladno z metodologijo kot relevanten predkrizni vrh upoštevano drugo četrtoletje 2011. Ta nivo je bil presežen že v drugem četrtoletju 2015. V skladu z zahtevanim kriterijem so se v tem obdobju nominalni krediti zmanjšali, tako da rast lahko označimo za brez kreditno. Prav tako bi bil kriterij dosežen ob uporabi letnih podatkov. Upošteva prve ocene rasti BDP za leto 2015 je realni BDP že presegel nivo iz leta 2011.

3.3 Brezkreditna rast po Sugawara et al. (2013)

Avtorji Sugawara et al. (2013) so iz podobnih razlogov, kot so navedeni na začetku tega poglavja (večja natančnost podatkov, manjši časovni zamiki), na večjem vzorcu proučevanih držav uporabljali četrtoletne podatke. Brezkreditno rast so identificirali v primerih, ko povprečna medletna rast realnih kreditov v osmih četrtoletjih po izhodišču ni presegla ničelne vrednosti. Gospodarsko rast so ugotavljali z logaritmom četrtoletnega realnega BDP. Izhodišče je definirano kot lokalni minimum, obdobja okrevanja pa ne sme prekiniti nova recesija. Vsi navedeni kriteriji so v primeru Slovenije že doseženi. Izpolnjeni bi že bili tudi kriteriji, če bi jih prevedli na letno frekvenco.

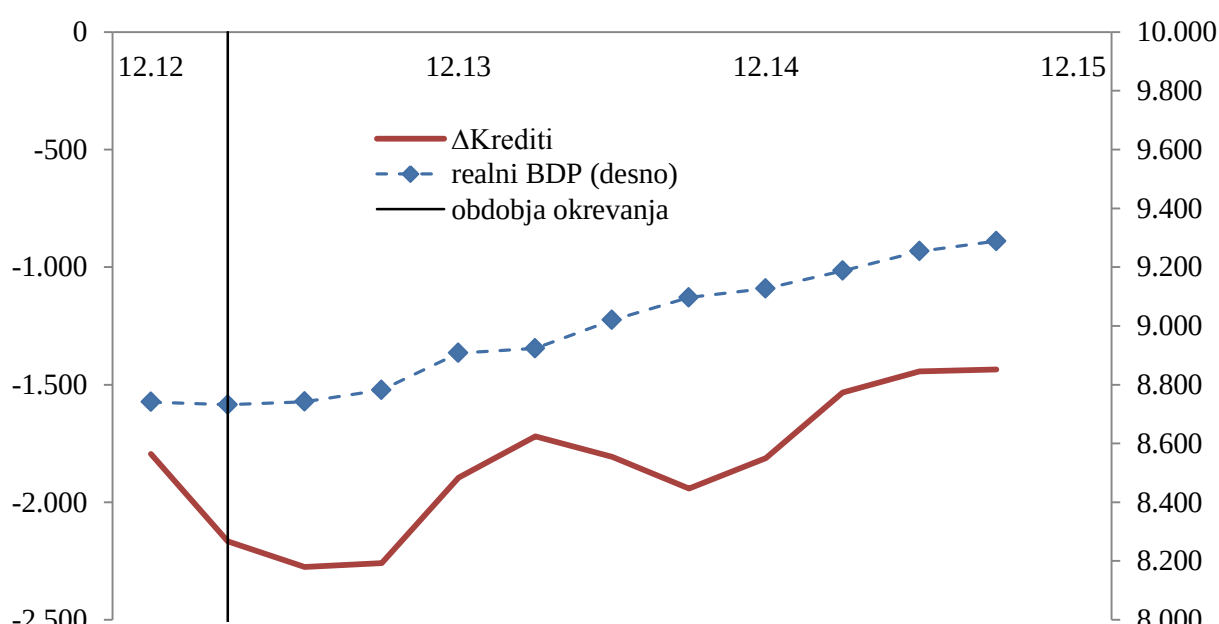
Slika 13: Brezkreditna rast po Sugawara et al.; Realni krediti (levo) in logaritem realnega BDP (desno)



3.4 Brezkreditna rast po Biggs et al. (2009)

Raziskava Biggs et al. (2009) se problema brezkreditne rasti loteva na konceptualno teoretični način in ne podaja natančnih kriterijev in navodil za empirično testiranje kriterijev. Smiselna uporaba pristopa iz Calvo et al. (2006a), na katero so avtorji replicirali svoje ugotovitve, z nadomestitvijo stanja realnih kreditov z njegovo letno spremembo, dobimo vzorec, ki jo prikazuje *Slika 14*. Vzorec kaže sovpadanje dinamike realnega BDP in dinamike sprememb kreditov. Ker se dinamika krčenja trendno zmanjšuje glede na obdobje recesije, lahko sklepamo, da gospodarsko okrevanje v Sloveniji po letu 2013 ni bilo brezkreditno v smislu Biggs et al. (2009).

Slika 14: Brezkreditna rast po Biggs et al. (2009); Medletna sprememba kreditov (levo) in realni BDP (desno)



Neposredna interpretacija dinamike sprememb kreditov v kontekstu referenčne študije je, da je bila rast omogočena s povečanim tokom novih kreditov za obratni kapital. Podatki bank o novo odobrenih kratkoročnih in dolgoročnih kreditih, ki jih zbira Banka Slovenije, so v nasprotju z mehanizmom, opisanim v citirani študiji. Dejansko se skupni znesek odobrenih kreditov trendno zmanjšuje od konca leta 2010 dalje, znotraj agregata pa se zmanjšuje tudi delež kratkoročnih kreditov. Obrat v znesku novo odobrenih kreditov se kaže šele od konca leta 2014 dalje in v celoti izhaja iz segmenta dolgoročnih kreditov. Dejanske relacije med stanjem in zneski odobrenih kreditov ter gospodarsko aktivnostjo so dodatno zamegljene s številnimi prestrukturiranj, odpisi, konverzijami v kapital podjetij, splošnim podaljševanjem ročnosti kreditov zaradi večje previdnosti podjetij itd.

3.5 Hipoteza obstoja brez kreditne rasti v primeru Slovenije

Skupno lahko obstoj fenomena brez kreditne rasti potrdimo v 63 % izračunov (5 od 8). Ostalih kriterijev zaradi premajhne časovne oddaljenosti dna krize še ni možno ovrednotiti, po nobenem kriteriju pa hipoteze brez kreditne rasti ni možno zavrniti.

Pri kriterijih, ki jih trenutno še ni možno ovrednotiti, lahko ocenimo verjetnost, da bodo izpolnjeni v prihodnosti. Vse kriterije bo možno presoјati v letu 2016, po objavi podatkov o kreditih in BDP za prvo četrtletje 2015. Upoštevaјe ocene gospodarske rasti v letu 2015 ter napovedi BDP in deflatorja ter dinamike kreditov, kot jo je objavil IMF⁶, lahko ocenimo, da bodo izpolnjeni tudi preostali trije kriteriji, predvidoma z visokim preseganjem. Verjetnost izpolnitve pri dveh od treh še ne izpolnjenih kriterijih bi bila visoka tudi v primeru uporabe letnih podatkov. Izpolnjevanje je bolj negotovo le pri prvem kriteriju po Bijsterbosch et al., (2009), ki je najstrožji, saj zahteva krčenje kreditov tudi v letu 2016.

Upoštevaјe, da so kriteriji brez kreditne rasti za Slovenijo izpolnjeni po večini pristopov in da lahko z visoko verjetnostjo ocenimo, da bodo izpolnjeni tudi kriteriji po ostalih pristopih, lahko zaključimo, da je prva hipoteza naloge potrjena.

4 ANALIZA VIROV FINANCIRANJA

Z namenom osredotočenja na drugi cilj naloge, t.j. pojasnitev mehanizmov, ki omogočajo brez kreditno rast v Sloveniji, se naloga v nadaljevanju omeji na eno metodo kvantifikacije take rasti. Uporabljen je drugi pristop po Bijsterbosch et al., 2009, ki je enostaven, vsebinsko soroden začetni raziskavi tega področja in sodi med najpogostejše uporabljene metode. Relevantne lastnosti opazovanega obdobja po tem pristopu opišemo:

- Najnižja točka gospodarske aktivnosti je prvo četrtletje 2013, nato sledi obdobje okrevanja. Opazovano obdobje traja dve leti. V nekaterih primerih so dodatno analizirani tudi podatki do septembra 2015.
- V opazovanem obdobju je kumulativna realna gospodarska rast znašala 5,2 % (prilagojeno za sezono in število delovnih dni), po tekočih cenah pa 6,6 %. Z vključitvijo obdobja do septembra 2015 realna rast znaša 6,4 %, nominalna pa 7,8 %.
- Kumulativno krčenje opazovanega (osnovnega) kreditnega agregata je v opazovanem obdobju realno znašalo 12,3 %, nominalno pa 11,1%. Z vključitvijo obdobja do septembra 2015 realno krčenje znaša 15,3 %, nominalno pa 14,2 %.

⁶ Glej: International Monetary Fund (2015).

- Skupni razmik med rastjo realnega BDP in krčenjem realnih kreditov tako znaša 17,5 % oz. 21,7 % (do septembra 2015), v nominalnih kategorijah pa 17,7 % oz. 21,9 % (do septembra 2015).

Pojasnjevanje faktorjev, ki omogočajo brez kreditno rast, temelji na razlikah in njihovih vzrokih, med dejansko dinamiko opazovanih agregatov in referenčnim scenarijem, po katerem BDP in krediti rastejo po enaki stopnji rasti. Gre seveda za poenostavitev, ki zanemara morebitno ciklično naravo razmerja in druge vzroke, na primer trend in supercikel povečevanja finančnega vzvoda, strukturne spremembe, katerih posledice ne bodo zajete v analizi... Glede na omejitve analize na eno državo, ki je imela v opazovanem obdobju zelo nizke rasti cen, so v nadaljevanju uporabljene enostavnejše in intuitivno lažje razumljive nominalne kategorije opazovanih spremenljivk.

Nabor pojasnjevalnih faktorjev ne temelji na posebni teoriji, temveč gre delno za popravke podatkov, delno pa za faktorje, ki izhajajo iz osnovnih principov financiranja gospodarstva ali posameznih podjetij. Faktorje lahko razdelimo na tri skupine:

- Tehnični popravki podatkovne serije kreditov, tako da bo le-ta boljše ponazarjala bančne vire financiranja podjetij, ki ustvarjajo dodano vrednost oz. BDP. Prva taka prilagoditev, t.j. korekcija podatkovne serije kreditov za učinek prenosa na DUTB, je bila glede na velik učinek in obstoj razkritja v publikacijah Banke Slovenije, upoštevana že pri preverjanju kriterijev brez kreditne rasti.
- Drugi viri zunanjega dolžniškega financiranja podjetij, kot so izdajanje vrednostnih papirjev, finančni najem (leasing), določene vrste prodaje terjatev (regresni faktoring) in zadolževanje pri tujih bankah, ki ni zajeto v kreditni statistiki Banke Slovenije.
- Notranji viri financiranja, ki vključujejo preostale postavke denarnega toka iz financiranja ter izida denarnega toka iz poslovanja in investiranja.

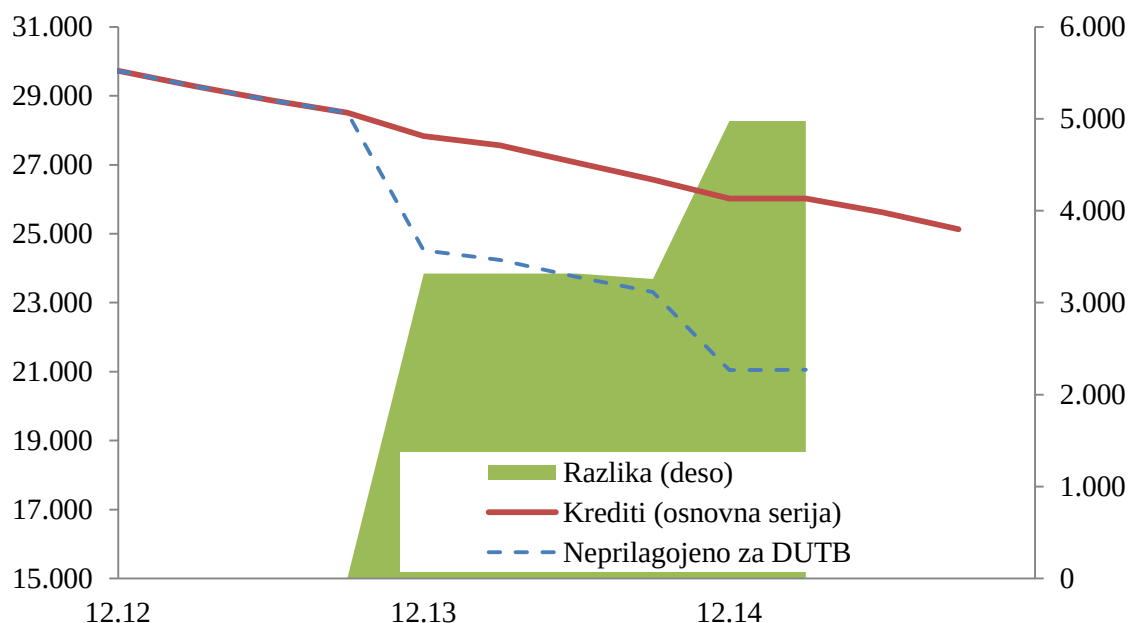
Kreditne agregate kot uradno statistiko od bank zbira in ureja Banka Slovenije. Podatki izhajajo iz bilančnih postavk, ki jih banke v svojih bilancah prikazujejo v skladu z mednarodnimi računovodskimi standardi. Ti standardi urejajo načine pripoznavanja in odprave pripoznanj, izkazovanja terjatev za obresti in načine vključevanja opravnin, oblikovanja in odpravo oslabitev itd. Njihov namen je čim bolj ustrezen prikaz ekonomske vrednosti posamezne postavke z vidika banke. Na drugi strani je namen naloge pojasniti makroekonomsko relacijo med krediti in agregatno gospodarsko aktivnostjo v danih zunanjih okoliščinah. Izkazani bilančni podatki bank zato niso najbolj ustrezni in jih je treba prilagoditi.

4.1 Predhodne prilagoditve

Prilagoditev za učinke prenosa na DUTB je bila izvedena že v fazi priprave podatkov za preverjanje prve hipoteze. V sklopu korekcije prenosa na DUTB je (vir: DUTB, 2015):

- Povečano stanje kreditov za bruto znesek prenosov z NLB in NKBM v zadnjem četrletju 2013 in z Abanke in Banke Celje v zadnjem četrletju 2014. Skupno je stanje povečano za 4.872 milijonov evrov.
- Povečano stanje za znesek premoženja, ki ga je DUTB odkupil od Probanke in Factor banke, v skupni višini 163,4 milijona evrov.
- Zmanjšano za prilive, ki jih je DUTB v letu 2014 realiziral iz »posojilnega portfelja«, v višini 59,3 milijona evrov.

Slika 15: Primerjava kreditov po osnovni definiciji in brez prilagoditev za prenose na DUTB



Druga predhodna prilagoditev je implicitna in izhaja iz izbora kreditne podatkovne serije. Enako kot v prejšnjem poglavju je uporabljena uradna statistika, ki jo v Biltenu in na statističnem podatkovnem portalu objavlja Banka Slovenije (2015c). Na drugi strani večina raziskav tega področja uporablja vir IFS (tipično postavka »22d – *Claims on Private Sector*«), ki ga upravlja IMF. Glavna razlika izhaja iz oslabitev, in sicer serije Banke Slovenije vsebujejo bruto, IFS pa neto zneske. Bruto znesek je vsebinsko seveda pravilnejši, ker izhaja iz priliva, ki ga je kreditjemalec prejel od banke in ga lahko uporabi za financiranje potrošnje, proizvodnje ali investicij, medtem ko neto znesek dodatno vsebuje

prilagoditve za znižano neto sedanjo vrednost, ki tipično izhaja iz zmanjšane verjetnosti poplačila kredita ali naknadnega znižanja obrestne mere, odpisa dolga ali drugega koncesijskega ukrepa.

Podatkovna serija kreditov, prilagojenih za učinke prenosa na DUTB, je v nadaljevanju poimenovana **osnovna serija**.

Brez izvedbe prilagoditev bi bilo stanje kreditov konec leta 2014 nižje za 4.976 milijonov evrov, nominalni padec kreditov v 2013Q1 –2015Q1 pa bi znašal 28,1 % (namesto 11,1 %, razlika 17 o.t.).

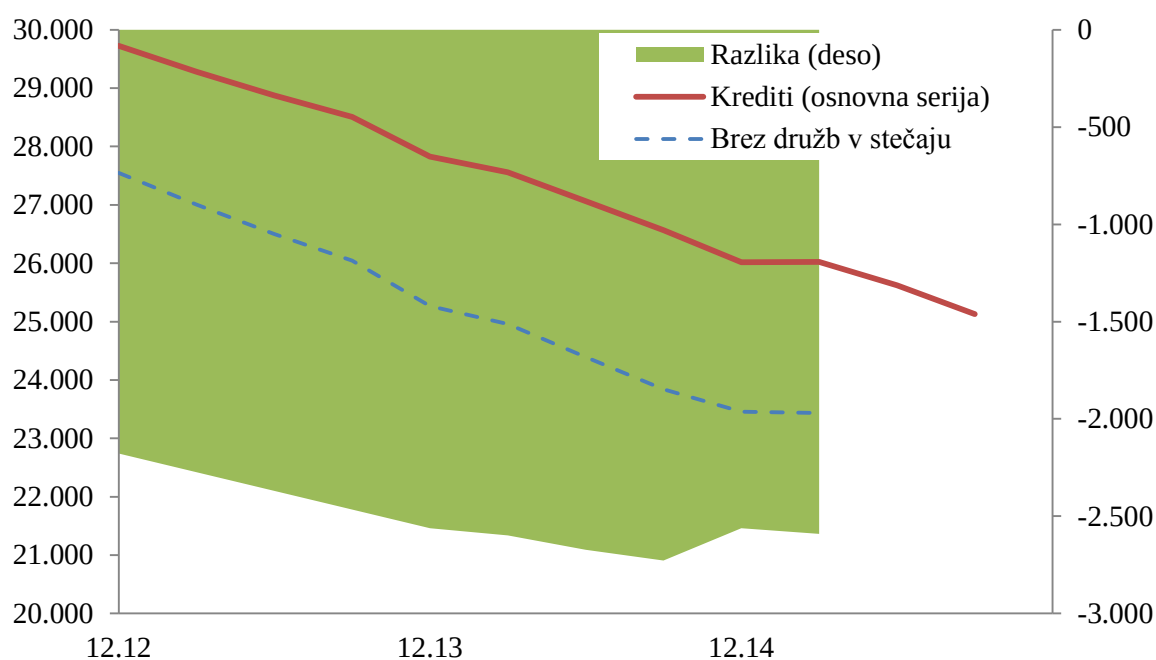
4.2 Prilagoditev za terjatve do družb v stečaju

Krediti do družb v stečaju nimajo dodane vrednosti pri pojasnjevanju relacije med gospodarsko aktivnostjo in krediti. Podjetja v stečaju tipično ne opravljajo več dejavnosti, razen v redkih primerih, po pogojih, opredeljenih v insolvenčnem zakonu (Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju, Ur.l. RS, št. 13/14 – uradno prečiščeno besedilo in 10/15 – popravek; v nadaljevanju ZFPPIPP). Po zakonu lahko stečajni upravitelj za obdobje do enega leta nadaljuje z dejavnostjo, ob pogoju, da vsaj ohranja premoženje družbe in s tem ne zmanjšuje poplačila upnikov. Nadaljevanje dejavnosti v stečaju je smiselno v primeru, ko je pričakovati prodajo premoženja in dejavnosti investitorju, ki bo nadaljeval istovrstno dejavnost, in bi prekinitev proizvodnje zmanjšala vrednost premoženja. Zaradi strogih proceduralnih in vsebinskih pogojev je v praksi tako delovanje izjema in je v tem poglavju zanemareno.

Stanje kreditov do družb v stečaju je visoko zaradi številnih stečajev v zadnjih letih, dolgotrajnih stečajnih postopkov in velike koncentracije stečajev v najbolj zadolženih sektorjih, kot je gradbeništvo. Ti krediti tipično ostajajo v bilancah bank do zaključka stečajnega postopka, ko se dokončno odpisejo. V vmesnem času banka v skladu z mednarodnimi računovodskimi standardi uravnava knjigovodsko vrednost poplačila – iz splošne stečajne mase in iz zavarovanj – s pomočjo oslabitev, ki znižujejo neto vrednost kredita, ne vplivajo pa na bruto vrednost, upoštevano v kreditnem agregatu.

Kreditni do družb v stečaju niso razpoložljivi v obliki podatkovne serije, temveč so upoštevani podatki, ki jih Banka Slovenije objavlja v Poročilu o finančni stabilnosti (Banka Slovenije, 2015a) in v Poročilu o stabilnosti slovenskega bančnega sistema (Banka Slovenije, 2014). Dodatno so odšteti krediti do družb v stečaju, ki so bili preneseni na DUTB (DUTB, 2015). Morebitni stečaji, ki so se začeli po prenosu, niso javno razkriti in zato niso upoštevani. Iz vsebinskih razlogov prav tako niso upoštevani krediti fizičnim osebam, ki so v postopkih osebnega stečaja. Podatki za vmesna četrletna obdobja so ocenjena z linearno interpolacijo. Za 2015Q1 so upoštevani podatki 2014Q4.

Slika 16: Primerjava kreditov po osnovni definiciji in brez kreditov do družb v stečaju



Skupni delež kreditov do družb v stečaju v korigiranem kreditnem agregatu z upoštevanjem DUTB je približno 10-odstoten in se je do konca leta 2014 povečeval zaradi naraščanja stečajev in krčenja kreditov do delujočih družb. Stanje je konec leta 2014 znašalo 2.562 milijonov evrov. Vpliv na dinamiko je manjši zaradi razmeroma visokega stanja na začetku obdobja. Z izvzetjem kreditov do družb v stečaju iz kreditnega agregata je dinamika krčenja kreditov v obdobju 2013–2014 višja za 2,1 odstotne točke in znaša 13,2 %. Popravek serije z izvzetjem kreditov do družb v stečaju tako še poveča razkorak med krediti in gospodarsko rastjo.

4.3 Prilagoditev za alternativne vire financiranja

Naslednja faza pojasnjevanja razkoraka med rastjo gospodarske aktivnosti in kreditov je identifikacija in vrednotenje alternativnih virov zunanjega dolžniškega financiranja. Gre za kredite, zagotovljene s strani bank, ki niso vključene v predhodno opazovane kreditne agregate, to so tuje banke in mednarodne finančne institucije, za kapitalni trg ter za posojila tujih podjetij in drugih posojilodajalcev. Zaradi možnosti večkratnega upoštevanja istih virov v primerih, ko podjetje najame finančni vir in ga posodi naprej, bodo nekatere oblike zunanjega financiranja obravnavane tudi s tega vidika.

4.3.1. Tuja posojila

Podatkovni vir posojilnih tokov prek meje je plačilnobilančna statistika Banke Slovenije. Osnovni vir, t.j. stanje bruto zunanjega dolga (tabela 3.9.), sicer za namene te naloge ni

primeren, ker prerazvršča del posojilnih tokov med povezanimi podjetji z deleži nad 10 % med neposredne tuje investicije, kar ima znatne posledice zlasti v zadnjih dveh letih. Zato so uporabljeni izvedeni podatki (grafični in tekstovni) iz Poročila o finančni stabilnosti (Banka Slovenije, 2015). Glede na cilj naloge in razpoložljivost podatkov so upoštevani samo krediti sektorja podjetij, zanemaren pa je sektor prebivalstva. Slednji se glede na majhno razliko med domačimi in tujimi obrestnimi merami na tem segmentu ter glede na regulatorni okvir (predpisi s področja preprečevanja pranja denarja, zahteve za ustanovitev podružnic v primeru čezmejnega kreditiranja) v večjem obsegu neposredno ne zadolžuje (več) v tujini.

Stanje tujih kreditov v zadnjem obdobju raste, pri čemer rast glede na posojilodajalca izvira iz segmentov mednarodnih finančnih inštitucij in podjetij (zlasti lastnikov oz. povezanih podjetij), medtem ko krediti bank približno stagnirajo. Delež tujih kreditov v seštevku tujega in domačega bančnega kreditiranja na koncu opazovanega obdobja znaša že 16,7 % in se je v zadnjih dveh letih povečal skoraj za 3,0 odstotne točke. Krčenje kreditiranja, prilagojenega za prilagoditve iz prejšnjih poglavji in z dodanimi tujimi krediti, v opazovanem obdobju znaša - 8,1 %, kar je 3,0 odstotne točke manj kot brez tujih kreditov.

4.3.2. Dolžniški vrednostni papirji

Naslednja oblika dolga, s katerim lahko podjetja financirajo svojo dejavnost, so vrednostni papirji. Neposredno financiranje na trgu sicer ni tipično ne za evropska, še manj pa za slovenska podjetja. Ta so, razen redkih izjem, brez zunanje bonitetne ocene in brez zgodovine prisotnosti na trgu vrednostnih papirjev, zato večji razmah izdaj ni možen, zlasti ne na daljših ročnostih ali zunaj lokalnega trga.

Podjetja izdajajo kratkoročne komercialne zapise in dolgoročne obveznice. Izdaja je lahko lokalna, po slovenskem pravnem redu, tipično z vpisom v register KDD in kotacijo na ljubljanski borzi, ali mednarodna, po tujem pravu, lokaciji vpisa in trgovanja. Informacije o posameznih izdajah so sicer praviloma dostopne javno, vendar v nestandardiziranih formatih in samo za bruto tok novih izdaj. Glede na razmeroma majhne zneske je v nalogi uporabljen poenostavljen pristop z uporabo podatkov o izdajah, ki jih zbira Banka Slovenije (Banka Slovenije, 2015a). Metoda vsebuje veliko poenostavitev, ki pa lahko predstavljajo le manjši delež že tako nizke aktivnosti podjetij na tem trgu. Iz toka izdaj so zgrajena stanja:

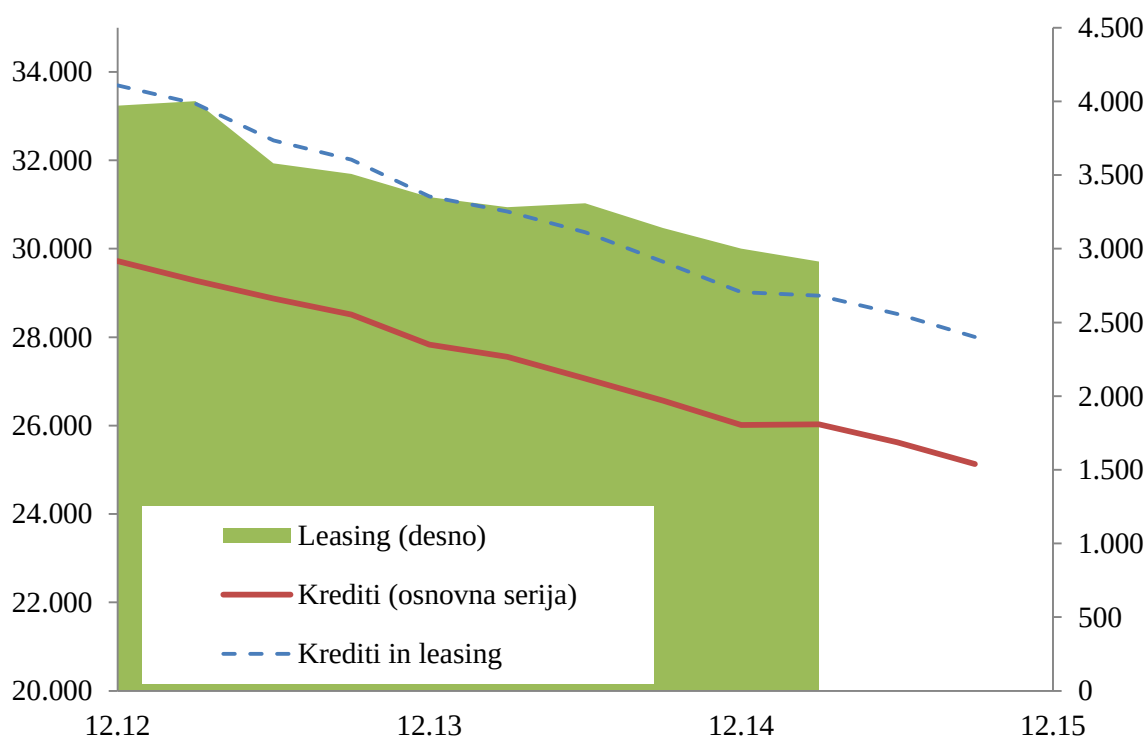
- v stanju konec leta so upoštevani komercialni zapisi v celotnem znesku izdaj v tistem letu,
- upoštevan je celoten znesek izdaj obveznic od leta 2012 do tekočega leta,
- vmesna četrletja so linearno interpolirana.

Tako ugotovljeno stanje izdanih vrednostnih papirjev podjetij je konec leta 2014 znašalo 432 milijonov evrov. To stanje je upoštevano tudi v 2015Q1. Prirast v letih 2013–2014 je znašal 272 milijonov evrov, daleč največji prispevek ima obveznica, ki jo je Petrol izdal leta 2014 v višini 230 milijonov evrov. Delež vrednostnih papirjev v seštevku domačega bančnega kreditiranja (vključno z DUTB) in vrednostnih papirjev znaša konec leta 2014 1,6 % in se je v zadnjih dveh letih povečal za 1,0 odstotne točke. Krčenje kreditiranja se z upoštevanjem dolžniških vrednostnih papirjev zmanjša za 0,9 odstotne točke.

4.3.3. Zakup (leasing)

Pomemben način financiranja podjetij in delno tudi prebivalstva je leasing oz. zakup. Na ta način se tipično financirajo investicije, zato lahko, glede na njihov padec, pričakujemo tudi znižanje stanja leasing poslov v odstotkih, ki so višji kot pri kreditih. Dejavnost zakupa opravljajo leasing podjetja ter tudi nekatere banke. Zakup se pojavlja v dveh oblikah, operativni in finančni, ki se razlikujeta glede pravne in finančne izvedbe, vendar zaradi podobnosti ekonomskega motiva upoštevamo obe vrsti.

Slika 17: Primerjava kreditov po osnovni definiciji in z upoštevanjem zakupa



Banka Slovenije zbira podatke o dejavnosti leasing družb in jih tudi objavlja v Biltnu (Banka Slovenije, 2015c, Tabela 1.9.2). Zneski financiranja so pomembni: konec leta 2014 je stanje znašalo 3,0 milijarde evrov. V obdobju 2013Q1–2015Q1 se je stanje operativnega in finančnega zakupa znižalo za 1.089 milijonov evrov oziroma za 27,2 %, delež v vsoti

kreditov in leasinga pa z 12,0 % na 10,3 %. Krčenje kreditiranja, prilagojenega za posle zakupa, znaša v opazovanem obdobju -13,0 %, kar je 1,9 odstotne točke več kot brez zakupa.

4.3.4. Faktoring

Odkup terjatev ali faktoring je v svetu pogosta oblika financiranja obratnega kapitala podjetij. Njegova prilagodljivost in možnost dodatnega zavarovanja kreditodajalca z regresom do odstopnika sta se izkazala zlasti v času krize, ko se je obseg bančnega financiranja krčil.

Dejavnost faktoringa v Sloveniji ni posebej regulirana. Statistično se dejavnost uvršča v posebno kategorijo drugega denarnega posredništva, šifra 64.990. To dejavnost ima kot glavno registriranih 51 pravnih oseb, vendar slovenski trg faktoringa obvladujejo štiri večje inštitucije, pri katerih stanje odkupljenih terjatev presega 10 milijonov evrov⁷. Posebna statistika obsegov odkupov ne obstaja, za namen naloge so bili uporabljeni bilančni podatki največjih štirih družb, in sicer postavki kratkoročnih in dolgoročnih poslovnih terjatev⁸. Podatki za vmesna četrtletja so pridobljeni z linearno interpolacijo.

Stanje odkupljenih sredstev se znižuje s podobno dinamiko kot stanje leasinga, in sicer s 109 milijonov evrov konec leta 2012 na 89 milijonov evrov konec leta 2014 oziroma za 18,4 %. Delež v vsoti kreditov in faktoringa se je v tem obdobju znižal z 0,4 % na 0,3 %. Krčenje kreditiranja, prilagojenega za dejavnost faktoringa, znaša v navedenem obdobju -12,5 %, kar je 0,1 odstotne točke več kot brez te prilagoditve.

4.3.5. Ostali finančni posredniki

Poleg finančnih posrednikov, za katere je že ocenjen obseg posredovanja, in neposrednega trga vrednostnih papirjev v finančnem sistemu delujejo tudi druge inštitucije, ki lahko financirajo gospodarsko aktivnost. Pregledane so bile tudi ostale inštitucije širšega finančnega sektorja S.12, ki izpolnjujejo naslednje pogoje:

- kreditodajalec je oseba zunaj že pregledane množice posojilodajalcev,
- kreditodajalec ne spada v sektor države (vključno z Banko Slovenije) in ni del infrastrukture finančnega sistema (KDD, Borza),
- stanje posojenih sredstev domačemu privatnemu sektorju (brez bank ter leasing in faktoring družb) presega arbitrarno postavljeno mejo pomembnosti v višini 100 milijonov

⁷ Prvi faktor, Afaktor, S-Factoring in Prva finančna agencija.

⁸ AOP27 in AOP48. Kljub temu da gre za finančno dejavnost, se osnovne naložbe faktoring družb ne izkazujejo kot finančne, temveč prevlada narava odkupljenih terjatev, ki je poslovna.

evrov, gledano kot stanje in kot sprememba neto posojanja (dana posojila – najeta posojila).

Pregledani so bili tudi vzajemni skladi, ki sicer niso pravne osebe, vendar lahko njihova naložbena politika v manjšem delu dopušča tudi kreditiranje. Pri tem so bili uporabljeni različni podatkovni viri (bilančni podatki Ajpesa, letna poročila posameznih družb, poročilo AZN, spletna stran ATVP), ki skupaj z zadostno verjetnostjo zagotavljajo, da je upoštevana večina finančnega posredovanja.

Zavarovalnice investirajo zbrano premijo, kapital in druge vire v različne naložbe. Pri tem morajo, tako pri kritnem premoženju in skladih kot pri ostalih naložbah, upoštevati naložbene omejitve iz zakona o zavarovalništvu in njegovih izvedbenih predpisih. Natančna statistika posojilne aktivnosti ni javno dostopna, iz parcialnih virov pa izhaja, da se zavarovalnice, pozavarovalnice in pokojninske družbe redko odločajo za neposredno posojanje. Poročilo Agencije za zavarovalni nadzor za leto 2013 (AZN, 2014) navaja skupni znesek posojil iz kritnega premoženja in kritnih skladov v višini 80 milijonov evrov, s tem da je 90 % odobrenih v tujino (ibid., stran 47) in da agregat izkazuje trend padanja. Isti vir navaja posojilne naložbe pozavarovalnic, brez razbitja na tuje in domače, v višini 14,5 milijonov evrov (ibid., stran 44). Sliko potrjujejo tudi podatki posameznih zavarovalnic, razpoložljivi tudi za leto 2014. Največji zavarovalnici Triglav in Adriatic navajata skupne naložbe v posojila v višini 28,9 (Triglav, 2014) in 31,8 milijonov evrov (Adriatic, 2014), brez razbitja na tuja in domača posojila. Iz navedenega lahko sklepamo, da domača posojila zavarovalnic, pozavarovalnic in pokojninskih družb ne dosegajo arbitrarno določene meje 100 milijonov evrov in tako ne predstavljajo pomembne postavke pri proučevanju skupnega domačega financiranja.

Potencialni dajalci kreditov so tudi **vzajemni skladi**, ki tipično sicer investirajo v vrednostne papirje, vendar bi v okviru ozkih zakonskih omejitev in naložbene politike lahko tudi posojali denar. Nadzorni organ, t.j. Agencija za trg vrednostnih papirjev, na spletni strani objavlja osnovno strukturo naložb vsakega tipa skladov, vendar so posojila prikazana skupaj z bančnimi vlogami. Osnovna statistika na dan 31. 12. 2014 je naslednja (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2015):

- **vzajemni skladi:** 2.150,7 milijona evrov naložb, od tega 56,8 milijona evrov posojil in vlog,
- **vzajemni pokojninski skladi:** 948,2 milijona evrov naložb, od tega 202,5 milijona evrov posojil in vlog.

Za oceno zneskov posojil sem pregledal naložbe pokojninskih skladov največjega upravljavca, t.j. Modre zavarovalnice. Med naložbami največjega vzajemnega pokojninskega

sklada (ZVPSJU) je kar 145,8 milijona evrov posojil in vlog, od tega samo 11,1 milijona evrov posojil (Modra zavarovalnica, 2014a). Drugi sklad, KVPS, ima 36,5 milijona evrov vlog in 2,0 milijona evrov posojil (Modra zavarovalnica, 2014b). Iz tega je razvidno, da imajo skladi večji del teh naložb v bančnih vlogah in da, tudi če bi bil celotni nepregledani del teh naložb v posojilih, njihova skupna vsota ne bi dosegla 100 milijonov evrov.

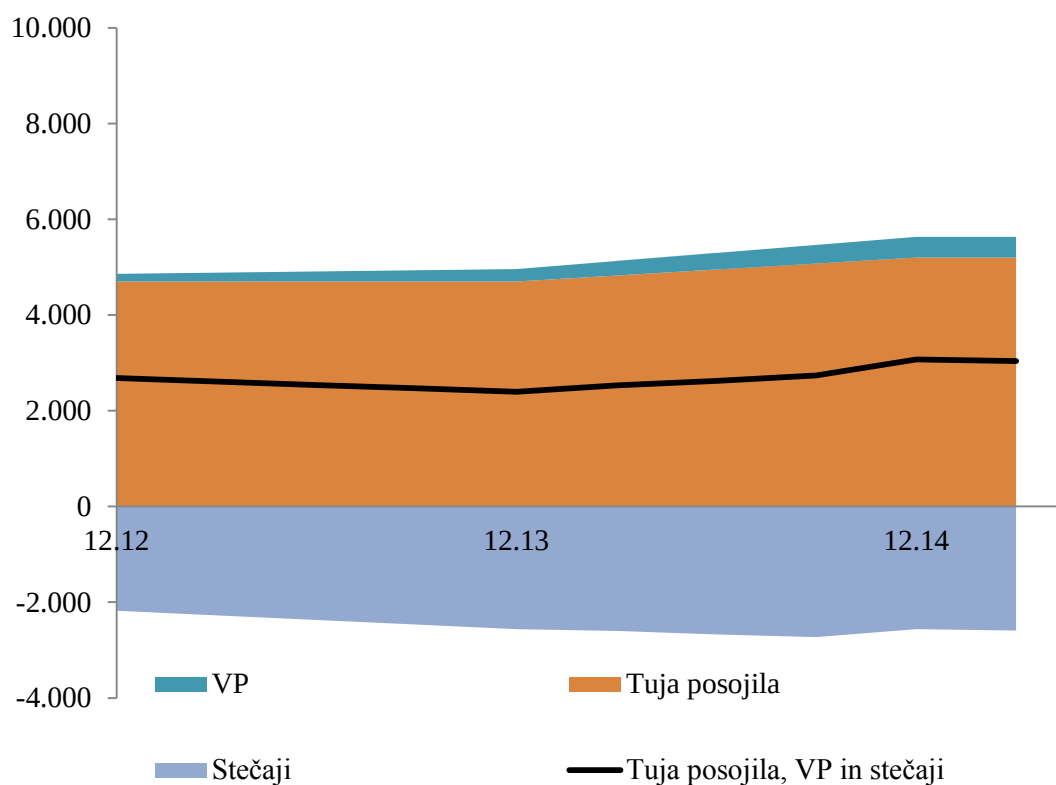
4.3.6. Skupni učinek alternativnega financiranja

Skupni učinek prilagoditev je narejen po treh metodah. Prva, delna prilagoditev upošteva samo tuje kreditiranje in vrednostne papirje. Gre za prilagoditev, ki upošteva običajne alternativne oblike financiranja podjetniškega in drugih nefinančnih sektorjev in jo navaja tudi različna uporabljena literatura. Druga prilagoditev od prve odšteje tudi kredite do podjetij v stečaju. Taka prilagoditev se v pregledani literaturi ne pojavlja, vendar je smiselna pri proučevanju relacije med krediti in BDP. Dodatni argumenti so razmeroma visoko stanje teh kreditov in njihova avtonomna dinamika, ki je odvisna predvsem od institucionalnih dejavnikov, kot so stečajni postopki, računovodska politika bank itd.

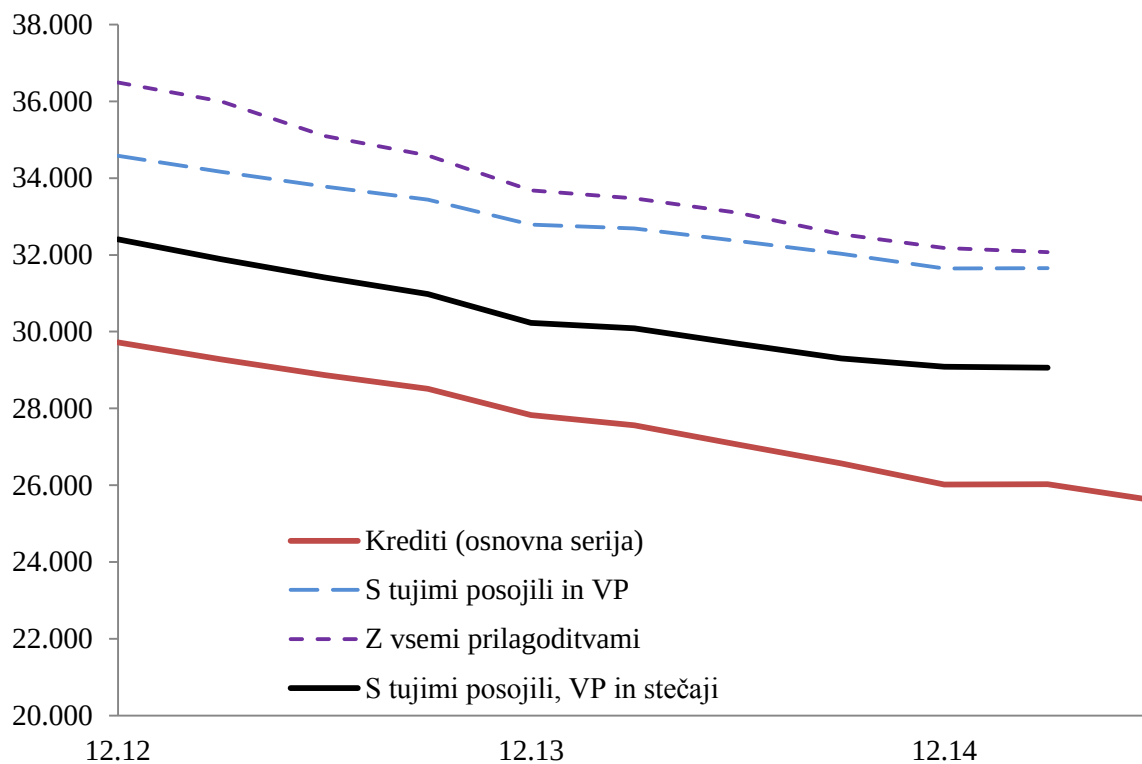
Tretja dodatna prilagoditev, t.j. za leasing in faktoring, je samo evidenčna. Dodatno prištevanje teh naložb ni upravičeno, ker se večina dejavnosti financira iz že upoštevanih kreditov bank in tujine. Po drugi strani je sicer možno argumentirati, da bi taka prilagoditev upoštevala tudi naložbe iz kapitalskih virov ter »nekreditne« naložbe, kot so sekundarna likvidnost, osnovna sredstva za prodajo iz prekinjenih leasing pogodb itd. V nadaljevanju naloge tako uporabljam časovno serijo z drugo prilagoditvijo.

Tako prilagojena serija se od osnovne razlikuje predvsem po nivoju, medtem ko v dinamiki ni večje razlike. Prilagojeni krediti so bili v začetku leta 2015 za 3,0 milijarde evrov višji kot po osnovni definiciji, kar je približno 12 %. Krčenje prilagojenega kreditiranja v opazovanem obdobju znaša -8,9 %, kar je 2,3 odstotne točke manj kot pri osnovni podatkovni seriji. Alternativni viri financiranja tako pojasnijo približno eno osmino (2,3 o.t. od 17,7 o.t.) zaostanka rasti nominalnih kreditov za nominalno rastjo gospodarske aktivnosti.

Slika 18: Prikaz učinkov prilagoditev za alternativne vire financiranja



Slika 19: Prikaz popravljenih serij kreditov



5 OCENA UČINKOV SPREMENJENE SEKTORSKE STRUKTURE KREDITOV

Nekatere raziskave, izvedene na podatkih posameznih industrijskih panog, so ugotavljale, da je pojav brez kreditne rasti delno omogočen s selitvijo produkcijskih faktorjev v panoge z nižjimi potrebami po zunanjem financiranju. Tipično se raziskave nanašajo le na proizvodno dejavnosti (angl. *manufacturing*) in upoštevajo standardno odvisnost od zunanjega financiranja, pridobljeno iz podatkov za ameriška podjetja. Ugotovitve potrjujejo, da v primerih okrevanj po krizah, povezanih s težavam z bančnim sistemom, hitreje okrevajo podjetja z manjšimi zahtevami za zunanje financiranje.

Oceno učinkov spremenjene sestave financiranja sem v primeru Slovenije, namesto s primerjavo stopenj rasti po dejavnostih z različno standardno odvisnostjo od zunanjega financiranja, izvedel s poenostavljeno tehnično metodo, opisano v nadaljevanju. Razlogi:

- vprašljiva primerljivost slovenskih podjetij z ameriškimi, glede na bistveno manjšo velikost, drugačno poslovno okolje z nižjo mobilnostjo produkcijskih faktorjev, razlik v razvitosti alternativnih načinov financiranja itd.,
- želja po vključitvi širšega nabora dejavnosti, poleg proizvodnih tudi storitve, gradbeništvo itd.,
- enostavnejša izvedba analize.

Ugotavljanje učinkov sem izvedel na zaključnih bilančnih podatkih slovenskih podjetij s primerjavo strukture finančnih (dolžniških) virov med letoma 2012 in 2014. Podjetja so klasificirana glede na glavno dejavnost⁹, v šifrantu Ajpesa označeno s pet mestno numerično šifro. Upoštevani so podatki za gospodarske družbe, ki oddajajo finančne podatke na Ajpes po kontnem načrtu za gospodarske družbe¹⁰ (AJPES, 2015). Za iz 583 različnih dejavnosti je izračunana obveznost iz kreditov/posojil po dveh definicijah: (a) vključujoč samo obveznosti do bank¹¹ ter (b) z dodatno upoštevanimi obveznostmi do drugih oseb v skupini in drugih kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti¹². Prva definicija se delno ujema z osnovno definicijo kreditnega agregata iz prejšnjega poglavja brez kreditov družbam v stečaju, z dodanimi krediti tujih bank (t.j. del tujih kreditov) in ob nepopolnem zajemu dolžnikov (z

⁹ Na dan 2. 7. 2015. Morebitne kasnejše spremembe glavnih dejavnosti niso upoštevane.

¹⁰ T.j. brez bank in zavarovalnic.

¹¹ AOP078 in AOP089.

¹² AOP076 in AOP087.

vidika sektorjev niso upoštevani prebivalstvo in neprofitne organizacije, z vidika pravne oblike dolžnikov pa zadruga, zavodi, društva, samostojni podjetniki). Širša definicija je znatno širša od obdelanih kreditnih agregatov, saj vključuje tudi medpodjetniško posojanje, tako znotraj skupin kot zunaj. Vključitev medpodjetniškega posojanja upošteva vse vire, vendar zanemarja dvojno štetje v primerih, ko si podjetje izposodi denar in ga hkrati tudi posoja naprej.

Dejavnosti z največjimi spremembami kreditov oz. financiranja so:

- Viri dejavnosti finančnega zakupa so se v dveh letih znižali za 2,0 milijardi evrov, večinoma zaradi krčenja te dejavnosti v družbah iz tujih bančnih skupin (Hypo/Heta, Raiffeisen leasing);
- V dejavnosti trgovine na debelo s kovinskimi proizvodi, instalacijskim materialom in napravami za ogrevanje so se bančni krediti znižali za 248 milijonov evrov, skupaj z obveznostmi do družb v skupini in ostalimi finančnimi obveznostmi pa za 392 milijonov evrov. Večina učinka izhaja iz stečaja Merkurja;
- V dejavnosti trgovine na drobno z lastnimi motornimi gorivi so se bančni krediti znižali za 226 milijonov evrov, večinoma na račun povečanja ostalih virov (Petrol, poplačilo bančnih kreditov z obveznicami);
- Poplačila obveznosti do bank v neto višini nad 100 milijonov evrovso zabeležena še v dejavnostih gradnje stanovanjskih in nestanovanjskih stavb (-211 milijonov evrov), trgovanje z električno energijo (-177 milijonov evrov), telekomunikacijske dejavnosti po vodih (-128 milijonov evrov), trgovanje z lastnimi nepremičninami (-116 milijonov evrov), proizvodnja piva (-110 milijonov evrov) in druge inženirske dejavnosti in tehnično svetovanje (-109 milijonov evrov);
- Med dejavnosti, ki so povečale finančno zadolženost, izstopa proizvodnja električne energije v termoelektrarnah (bančni krediti +507, skupaj finančne obveznosti +374 milijonov evrov; učinek TEŠ-a);
- Nad 100 milijonov evropovečanja je zabeleženo tudi v dejavnosti oddajanja in obratovanja lastnih ali najetih nepremičnin (kreditni +271, skupaj +153 milijonov evrov). Večina prirasta je na podjetjih, ustanovljenih v letih 2013 in 2014.

Celostno oceno učinkov spremenjene strukture kreditov sem izvedel z metodo dekompozicije rasti na učinke obsega (angl. *scale*), sestave glede na dejavnost kreditojemalcev (angl. *composition*) in na spremembo tehnike oz. intenzivnosti uporabe kreditov v posamezni dejavnosti za ustvarjanje enote dodane vrednosti (angl. *technique*, skupaj: metoda SCT).

Metodologija obravnava kredite kot vhodno količino, s pomočjo katere podjetja generirajo dodano vrednost¹³. Le-ta predstavlja del BDP, opazovano oz. merjeno s proizvodne strani. Metodologija je sicer uveljavljena pri okoljskih študijah, na primer Vilas-Ghiso in Liverman (2006) jo uporabljajo za dekompozicijo učinkov pri uporabi zemlje in drugih vhodnih sestavin pri proizvodnji hrane.

Posamični učinki SCT na spremembo kreditov so po metodologiji ocenjeni s tremi enačbami, tako da je njihov skupni učinek enak dejanski spremembi kreditov v letih 2013–2014. Uporabljene so oznake DV_{j0} za dodano vrednost dejavnosti j v letu 2012 in K_{j0} za kredite gospodarskih družb iz dejavnosti j konec tega leta. Nadalje DV_{jt} in K_{jt} označujeta dodano vrednost in kredite v dejavnosti j v letu oz. konec leta 2014. DV_0 in DV_t ter K_0 in K_t označujejo skupno (za vse dejavnosti) dodano vrednost in kredite v letih oz. konec leta 2012 in 2014. Zaradi numeričnih in vsebinskih omejitev so izpuščene dejavnosti z ničelno dodano vrednostjo v letu 2012 in dejavnosti, ki v letih 2012 ali 2014 niso vsebovale nobenega podjetja. Podjetja so tako razvrščena po 583 dejavnostih, največja dejavnost po številu podjetij je drugo podjetniško in poslovno svetovanje (šifra 70.220), po začetnem znesku kreditov dejavnost finančnega zakupa (šifra 64.910) in po dodani vrednosti proizvodnja farmacevtskih preparatov (šifra 21.200).

Učinek spremenjenega obsega S_t pove, koliko bi se med letoma 2012 in 2014 povečali krediti zaradi rasti BDP oz. dodane vrednosti, ob nespremenjeni intenzivnosti uporabe kreditov in strukturi, t.j. kot leta 2012. Glede na pozitivne izhodiščne vrednosti kreditov in dodane vrednosti ter pozitivno rast dodane vrednosti je učinek obsega pozitiven, v nasprotju z dejanskim krčenjem kreditov. Učinek je izračunan po naslednji enačbi:

$$S_t = \frac{K_0}{DV_0} DV_t - K_0 \quad (1)$$

Učinek spremenjene sestave C_t upošteva, da je uporaba kreditov v posamezni dejavnosti različno intenzivna in da premik ustvarjanja dodane vrednosti med panogami ob dani panožni intenzivnosti spremeni skupno potrebo po kreditih. Teorija predvideva, da bi se ob zaostrenih pogojih kreditiranja produkcijski faktorji, vključno s krediti, selili v dejavnosti z nižjimi potrebami po financiranju, tako da je pričakovan negativen predznak komponente C_t , ki bi tako pojasnila del dejanskega krčenja kreditov. V izračunu ni zajet učinek sestave znotraj posamezne dejavnosti, t.j. premiki ustvarjanja dodane vrednosti med različno zadolženimi podjetji iste dejavnosti. Ta učinek zmanjšuje relativno zadolženost (glede na dodano vrednost) celotne panoge in je upoštevan pri učinku intenzivnosti.

$$C_t = \sum_j \left(\frac{K_{j0}}{DV_{j0}} \right) \left(\frac{DV_{jt}}{DV_t} \right) DV_t - \sum_j \left(\frac{K_{j0}}{DV_{j0}} \right) \left(\frac{DV_{j0}}{DV_0} \right) DV_t \quad (2)$$

¹³ Definicije dodane vrednosti so obdelane v nadaljevanju naloge.

Učinek tehnike oz. intenzivnosti uporabe kreditov T_t meri realizirano spremembo kreditov, ki izhaja iz razdolževanja gospodarskih družb v posamezni dejavnosti, ob predpostavki enake sestave in obsega ustvarjene dodane vrednosti. Pričakovani rezultat ima negativen predznak – boljši denarni tok iz poslovanja, krčenje investicij in druge postavke denarnega toka iz investiranja znižujejo pritisk na denarni tok iz financiranja in znotraj njega tudi kreditiranje.

$$T_t = \sum_j \left(\frac{K_{jt}}{DV_{jt}} \right) DV_{jt} - \sum_j \left(\frac{K_{j0}}{DV_{j0}} \right) DV_{jt} \quad (3)$$

Izračun dekompozicije sem naredil po obeh definicijah kreditov, kot je opisano na začetku tega podpoglavja. Dodana vrednost je izračunana kot razlika med kosmatim donosom iz poslovanja (AOP126) ter vsoto stroškov blaga, materiala in storitev (AOP128) in drugih poslovnih odhodkov (AOP148). Iz izračuna so poleg bank in zavarovalnic, zaradi drugačnega načina računanja njihove dodane vrednosti in zaradi razmeroma majhnega doprinosa k BDP, izpuščene tudi ostale dejavnosti finančnega posredništva (vse šifre 64.) ter dejavnosti 97 – dejavnost gospodinjstev, 98 – raznovrstna proizvodnja gospodinjstev za lastno rabo in 99 – dejavnost eksteritorialnih organizacij in teles.

Tabela 2: Rezultati dekompozicije (mio EUR)

Razlika dodane vrednosti 2014 - 2012		1.040
	Bančni krediti	Finančne obveznosti
Razlika krediti	-3.138	-3.512
Učinek obsega	1.257	1.942
Učinek sestave	-234	-1.265
Učinek tehnike/intenzivnosti	-4.160	-4.188

Vsi rezultati imajo pričakovan predznak. Učinek obsega je pozitiven, in sicer bi se samo zaradi njega krediti povečali za enak odstotek, kot je porasla dodana vrednost upoštevanih podjetij (6,4 %). Negativna učinka sestave in tehnike tako poleg krčenja kreditov nevtralizirata tudi učinek obsega. Največji del krčenja pojasni učinek zmanjševanja kreditne intenzivnosti, relativne zadolženosti glede na ustvarjeno dodano vrednost. Učinek sestave je pri ožji definiciji dolžniškega financiranja z bančnimi krediti majhen, medtem ko pri širši definiciji pojasni približno tretjino dejanskega krčenja finančne zadolžitve. Razlika med učinkoma sestave po obeh definicijah lahko izhaja iz pojava, da banke ne bi sledile podjetjem, ki povečujejo dodano vrednost, tako kot ostali posojilodajalci, in/ali da se ostali

posojilodajalci hitreje umikajo iz dejavnosti, ki krčijo dodano vrednost. Podrobnejša analiza pokaže, da razlika večinoma izhaja iz:

- Velike dodatne zadolžitve pri bankah s strani podjetij iz dveh nepremičninskih dejavnosti z razmeroma nizko dodano vrednostjo. Predvidoma gre za transakcije, povezane z razreševanjem slabih naložb, pri katerih so banke prenašale nepremičninski portfelj, ki je vsaj delno izhajal iz drugih dejavnosti, na posebna, s krediti financirana podjetja;
- Prenos na banke in povečanje zadolžitev v dejavnosti termoelektrarn, ob istočasnem statističnem krčenju relativne dodane vrednosti.

Z vidika teme naloge lahko zaključimo, da učinek spremenjene sestave dodane vrednosti glede na dejavnost lahko pojasni del razhajanja dinamike kreditov in gospodarske aktivnosti. Ocenjeni učinek je 234 milijonov evrov, kar je 0,8 % kreditov po osnovni definiciji agregata konec leta 2012. Večji je učinek, do 2,0 milijardi evrov, pri širši definiciji zadolževanja, kar poleg naštetih posebnosti nakazuje tudi na pomembno vlogo medpodjetniškega financiranja (ponavadi s strani lastnikov) pri zagotavljanju virov novo ustanovljenim podjetjem in dejavnostim v vzponu.

6 ANALIZA NA NIVOJU PODJETIJ

V tem poglavju poskušam osvetliti fenomen brez kreditne rasti z analizo podatkov na nivoju posameznih podjetij. Takšen mikroekonomski pristop se pojavlja v več pregledanih študijah. Ayyagar et al. (2011) so raziskavo še razširili in primerjali rezultate med makro- in mikroekonomskim pristopom. Ugotovili so, da od devetih primerov brez kreditne rasti po makro pristopu le štirje izkazujejo tak vzorec tudi na mikro nivoju. Prednost mikroekonomskega pristopa je, da nudi vpogled v vzvode, ki omogočajo takšno gospodarsko okrevanje. Ti vzvodi se namreč tudi pri makro pristopu nanašajo na podjetniški sektor ali celo na njegov podsegment (npr. izvozna podjetja, kapitalsko intenzivnejše dejavnosti ...).

V nasprotju s pregledano mikroekonomsko literaturo o brez kreditni rasti, kjer so avtorji tipično razpolagali samo s podatki za podsegment javnih družb, nam podatki za Slovenijo omogočajo celovit vpogled v sektor podjetij. S tem se izognemo potencialni napaki nereprezentativnega vzorčenja ter zmanjšamo možnost ugotovitev, ki niso skladne z makro pristopom.

6.1 Skupna statistika prodaje in dodane vrednosti

Večina mikroekonomskih pristopov ugotavlja rast na podlagi obsega prodaje, zato so za primerjavo z referenčno literaturo prikazani rezultati tudi za ta pristop. Pri analizi so uporabljeni isti podatki kot v predhodnem poglavju (AJ PES, 2015). V bazi bilanc slovenskih

podjetij uporabimo AOP110. Prodaja je vsota prodaj podjetij, ki so poslovala v letu in oddala finančne podatke na Ajpes:

$$P = \sum_{\text{podjetja}} \text{AOP110} \quad (4)$$

AOP110 – Čisti prihodki od prodaje

Alternativno je kot mera rasti uporabljena tudi dodana vrednost. Izračunati jo je možno na različne načine. Glede na namen primerjave z makroekonomsko spremenljivko BDP jo definiramo kot proizvodnjo v tekočih cenah, zmanjšano za vmesno potrošnjo. Pri tem je proizvodnja enaka vrednosti dokončanih proizvodov in opravljenih storitev v letu in vključuje proizvodnjo za trg in proizvodnjo za lastno končno porabo. V proizvodnji je zajeto tudi neto povečanje vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje. Vmesna potrošnja vključuje proizvode in storitve, ki jih podjetje nabavi, da proizvede druge proizvode in storitve. Vključeni so proizvodi z življenjsko dobo do enega leta ter storitve popravil in vzdrževanja, ki ne povečujejo vrednosti ali življenjske dobe osnovnih sredstev. Zapišemo:

$$DV = \sum_{\text{podjetja}} DV_{\text{podjetja}} \quad (5)$$

$$DV_{\text{podjetja}} = \text{AOP110} + \text{AOP121} - \text{AOP122} + \text{AOP123} + \text{AOP124} + \text{AOP125} - \text{AOP128} - \text{AOP148} \quad (6)$$

AOP110 – Čisti prihodki od prodaje

AOP121 – Povečanje vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje

AOP122 – Zmanjšanje vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje

AOP123 – Usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve

AOP124 – Subvencije, dotacije, regresi, kompenzacije in drugi prihodki, ki so povezani s poslovnimi učinki

AOP125 – Drugi poslovni prihodki

AOP128 – Stroški blaga, materiala in storitev

AOP148 – Drugi poslovni odhodki

Analizirana je celotna množica slovenskih podjetij/gospodarskih družb, ki so bila aktivna v (celem) letu točke dna gospodarske aktivnosti konec leta 2012 ter nato celotno opazovano obdobje okrevanja do vključno leta 2014. Izpuščena so podjetja dejavnosti 64, 65, 97, 98 in 99. Te pogoje izpolnjuje 51.699 podjetij. Za vsako od njih je izračunana agregatna rast v obdobju 2013–2014, pri čemer je mera rasti vsota medletnih prirastov čistih prihodkov iz prodaje in dodane vrednosti.

Rast prodaje in dodane vrednosti sta izračunana kot:

$$\Delta P = \Delta P_{2013} + \Delta P_{2014} = (P_{2013} - P_{2012}) + (P_{2014} - P_{2013}) \quad (7)$$

$$\Delta DV = (DV_{2013} - DV_{2012}) + (DV_{2014} - DV_{2013}) \quad (8)$$

Osnovna statistika po obeh načinih merjenja rasti je naslednja:

Tabela 3: Skupna statistika podjetij z vidika rasti

	Št. podjetij	Skupna rast (mio EUR)	Št. podjetij z rastjo	Delež podjetij z rastjo v %
P – čisti prihodki od prodaje	51.699	2.069	23.908	46,2
DV – dodana vrednost	51.699	1.156	28.140	54,4

Dvoletna rast prodaje (vseh podjetij) znaša 2,1 milijarde evrov oziroma 2,9 % prodaje v letu 2012, dodane vrednosti pa 1,2 milijarde evrov oziroma 7,4 % dodane vrednosti leta 2012. Rast sloni na približno polovici podjetij, ki so v povprečju večja, kot je povprečje celotne populacije. Največje odstopanje od celotnega povprečja je prav pri podjetjih, ki so uspela povečati tako prihodke kot tudi dodano vrednost.

Tabela 4: Povprečno velikost podjetij glede na rasti prihodkov/dodane vrednosti

	Število	Bilančna vsota (mio EUR)	Prihodki (mio EUR)	Dodana vredn. (mio EUR)	Št. zapos.
Vsa podjetja	51.699	1,6	1,4	0,3	7,8
$\Delta P > 0$	23.908	1,9	1,5	0,4	9,1
$\Delta DV > 0$	28.140	1,7	1,5	0,3	8,1
$\Delta P > 0$ in $\Delta DV > 0$	19.418	1,9	1,6	0,4	9,2

Zanimiv je tudi velik razkorak med rastjo prihodkov (2,9 %) in dodane vrednosti (7,4 %). Rast dodane vrednosti je očitno bolj kot na rasti prodaje temeljila na obvladovanju stroškov. Nadaljnja analiza pokaže, da so podjetja dodano vrednost povečevala s kontrolo stroškov blaga, materiala in storitev, ki izkazujejo dvoletno rast le v višini 1,3 %, medtem ko se je kosmati donos iz poslovanja povečal za 2,7 %. Med omenjenimi stroški je zlasti nizka dinamika nabavne vrednosti blaga in materiala (-1,1 %) ter stroški materiala, energije ipd. (0,8 %), medtem ko so stroški storitev skoraj sledili rasti dodane vrednosti (6,5 %).

V nadaljevanju sem razdelil podjetja glede na rast, merjeno s prihodki in dodano vrednostjo, in glede na rast kreditov, oboje v obdobju dveh let od konca leta 2012 do konca leta 2014. Krediti vključujejo finančni dolg do bank $FDb = AOP078 + AOP089$, ki se je v

opazovanem obdobju pri uravnoteženem naboru vključenih podjetij znižal za 10,9 %. Prikazan je delež podjetij glede na njihovo število ter tehtano s prometom oz. dodano vrednostjo v letu 2012. Prvi stolpec rezultatov ($Rast > 0$, $\Delta FDb \leq 0$) navaja deleže podjetij, ki izkazujejo brez kreditno rast.

Tabela 5: Statistika brez kreditne rasti na nivoju podjetji (v %)

Mera rasti in utež		Rast > 0 , $\Delta FDb \leq 0$	Rast > 0 , $\Delta FDb > 0$	Rast ≤ 0 , $\Delta FDb \leq 0$	Rast ≤ 0 , $\Delta FDb > 0$
Prihodki	Število	39,5	6,8	48,4	5,4
	Uteženo	42,5	9,2	42,7	5,7
Dodana vrednost	Število	46,9	7,6	41,0	4,6
	Uteženo	45,3	11,3	36,8	6,6

Glavne ugotovitve:

- variacije načina merjenja rasti nimajo večjega vpliva na rezultate – v vseh variacijah večina podjetij, med 82,1 % in 87,8 %, beleži krčenje kreditov,
- fenomen brez kreditne rasti je možno ugotoviti pri 39,5 % do 46,9 % podjetij, katerih učinek pa je prevladal v skupni dinamiki rasti in kreditov,
- delež podjetij z brez kreditno rastjo je v Sloveniji od 40 % do 47 %, kar je več kot ugotovijo Ayyagar et al. (2011, str. 50 – 51; najmanj Malezija 24 %, največ Tajski 42 %).

Sklepno ugotovimo, da so se krediti krčili pri večini podjetij, medtem ko je rast poganjala samo približno polovica. Presečna množica podjetij z brez kreditno rastjo so »čudeži feniksa«, na mikro ravni je manjša od polovice celotne populacije podjetij.

6.2 Analiza celotnih tokov financiranja

Drugi del naloge se osredotoča na raziskavo virov financiranja, ki so podjetjem oziroma segmentu podjetij omogočila brez kreditno rast. Za odgovor na to vprašanje bi potrebovali celovite podatke o denarnih tokovih podjetij, ki pa v strukturirani obliki niso na voljo. Ocena denarnih tokov je zato narejena iz podatkov izkaza finančnega položaja in poslovnega izida, ki jih podjetja posredujejo AJ PES-u. Tako kot v prejšnjem poglavju so izpuščena podjetja iz dejavnosti 64, 65 in 97-99.

Analiza virov financiranja temelji na postopnem vključevanju postavk denarnega toka v razširjen agregat »kreditov« oz. finančnih virov. Na vsakem koraku širitve sem preveril

število podjetij, ki izkazujejo brez kreditno rast, ter izračunal krčenje ali rast finančnih virov, upošteva vedno širšo definicijo agregata. Zaradi računovodske enakosti celotnega denarnega toka s spremembo denarja in denarnih ustreznikov mora po razširitvi agregata financiranja na vse postavke denarnega toka skupna sprememba agregata financiranja znašati ravno toliko kot sprememba denarja in njegovih ustreznikov. Z upoštevanjem spremembe denarja in ustreznikov kot zadnjega od virov financiranja sta zato skupna sprememba financiranja in delež podjetij z brez kreditno rastjo po definiciji enaka nič.

Prvi sklop podatkovnih poizvedb se nanaša na postavke denarnega toka iz financiranja:

$$\mathbf{DTF = \Delta KRFD b + \Delta DRFD b + \Delta FDo + \Delta KAP} \quad (9)$$

$\Delta KRFD b$: sprememba kratkoročnega dolga do bank, *AOP089*.

$\Delta DRFD b$: sprememba dolgoročnega dolga do bank, *AOP078*.

ΔFDo : sprememba finančnega dolga do družb v skupini (kratkoročni *AOP077* in dolgoročni *AOP079*) in do ostalih (kratkoročni *AOP088* in dolgoročni *AOP090*),

ΔKAP : sprememba kapitala (*AOP056*), zmanjšano za izgubo/dobiček tekočega leta (*AOP187 – AOP186*), in spremembo dolgoročnih rezervacij (*AOP072*).

Denarni tok je izračunan za opazovano obdobje okrevanja v letih 2013 in 2014. Ker so podatki izkaza poslovnega izida letni (npr. *AOP186*), njihova vrednost pa se v naslednjem letu prišteva k določenim postavkam izkaza finančnega položaja, je dvoletni tok izračunan kot vsota tokov posameznega leta.

V vsakem koraku so v tabelarični obliki prikazani število podjetij in znesek rasti oz. krčenja. Prva vrstica vsebuje podatke za celotno opazovano populacijo podjetij. Sledi izračun za podmnožico podjetij, ki so bila aktivna celotno dvoletno obdobje. Tretja vrstica vsebuje izračun za podjetja, aktivna v celotnem dvoletnem obdobju, ki izkazujejo brez kreditno rast v smislu prihodkov od prodaje. Izračun po alternativni definiciji rasti z dodano vrednostjo je prikazan v zadnji vrstici.

6.2.1. Kratkoročni krediti bank

Najožji segment financiranja so kratkoročni krediti bank. S krčenjem kratkoročnih kreditov so Calvo et al. (2006a, 2006b) pojasnjevali fenomen brez kreditne rasti. Proste kapacitete naj bi podjetjem omogočile povečevanje proizvodnje kljub zmanjšanju

investicij, sproščen denarni tok iz investiranja pa naj bi uporabila za financiranje obratnega kapitala in kratkoročno razdolževanje do bank.

Krčenje kratkoročnih kreditov bank vsem podjetjem je v letih 2013–2014 znašalo 2,8 milijarde evrov, pri čemer so upoštevana tudi podjetja, ki zaradi kasnejše ustanovitve ali stečaja¹⁴ niso delovala celotno obdobje. Ta podjetja so prispevala približno tretjino

Tabela 6: Število podjetij in rast kratkoročnih kreditov bank

	Število	Skupna rast (mio EUR)
Vsa podjetja	67.425	-2.768,8
Podjetja 2012 - 2014	51.702	-1.849,7
Podjetja $\Delta P > 0$, $\Delta \text{kredit} < 0$	20.674	-1.391,7
Podjetja $\Delta DV > 0$, $\Delta \text{kredit} < 0$	24.514	-1.607,7

krčenja, kar je več, kot znaša njihov delež glede na skupno število podjetij, delujočih v tem obdobju (23 %), in več kot njihov delež v obsegu prodaje (3 %). Znotraj množice podjetij, ki so delovala celotno opazovano obdobje, se je večinoma (75 – 87 %) nanašalo na podjetja z brez kreditno rastjo, kljub temu da so v manjšini, tako po številu kot po deležu v prodaji ali dodani vrednosti (40 – 47 %). Takšen vzorec nakazuje (a) na omejevanje ponudbe na strani bank, ki mu je lahko sledil le boljši segment podjetij, (b) na prestrukturiranje dolga v daljše ročnosti, ki je bil intenzivnejši pri boljših podjetjih, ali (c) na krčenje povpraševanja s strani boljših podjetij, ki so likvidnost lahko vzdrževala s presežki iz poslovanja in zadržanega investiranja. Dodatni vpogled v dinamiko razdolževanja bo razviden iz širšega agregata dolga.

6.2.2. Dolgoročni krediti bank

Širša definicija kreditov, ki je najbližja makroekonomskemu agregatu bančnih kreditov, vključuje tudi dolgoročne kredite bank. Vzorec po segmentih podjetij je podoben kot pri kratkoročnih kreditih. 37 % krčenja izhaja iz podjetij, ki niso delovala celotno opazovano obdobje rasti. Znotraj podjetij, ki so delovala celotno obdobje, pa lahko celotno dodatno krčenje pripišemo podjetjem z brez kreditno rastjo, ki jih je po številu skoraj enako kot pri ožje opredeljenih kreditih. Tak vzorec je v nasprotju s hipotezo, da bi bila boljša podjetja uspešnejša pri zamenjavi kratkoročnih kreditov v dolgoročna kot pa slabša. Dejansko se vzorec prestrukturiranja dolga delno kaže pri poslovno manj uspešnih podjetjih, medtem ko so podjetja z brez kreditno rastjo zniževala tako kratkoročne kot tudi dolgoročne kredite.

¹⁴ Podjetja za leto, v katerem je začel stečajni postopek, ne oddajajo več finančnih podatkov, zato tipično niso več upoštevana že v zadnjem nepopolnem letu delovanja.

Deleža podjetij z brez kreditno rastjo sta ostala skoraj nespremenjena, pri 39 % z definicijo rasti na podlagi prometa in 47 % na podlagi dodane vrednosti.

Tabela 7: Število podjetij in rast celotnih kreditov bank

Opazovan nabor podjetij	Število	Dod. učinek (mio EUR)	Skupna rast (mio EUR)
Vsa podjetja	67.425	-368,7	-3.137,6
Podjetja 2012 – 2014	51.702	-81,2	-1.930,9
Podjetja $\Delta P > 0$, $\Delta \text{kredit} < 0$	20.400	-653,0	-2.044,7
Podjetja $\Delta DV > 0$, $\Delta \text{kredit} < 0$	24.231	-716,8	-2.324,5

6.2.3. Ostali finančni dolg

V naslednji iteraciji so vključeni tudi ostali finančni dolžniški viri: posojila domačih in tujih povezanih družb, razen bank, ter druga dolgoročna in kratkoročna medpodjetniška posojila. V denarni tok iz financiranja so vključena samo stanja virov (niso zmanjšana za odobrena posojila).

Tabela 8: Število podjetij in rast celotnih dolžniških finančnih virov

	Število	Dod. učinek (mio EUR)	Skupna rast (mio EUR)
Vsa podjetja	67.425	368,7	-2.768,8
Podjetja 2012 - 2014	51.702	205,9	-1.725,0
Podjetja $\Delta P > 0$, $\Delta \text{kredit}/\text{viri} < 0$	15.618	-136,8	-2.181,4
Podjetja $\Delta DV > 0$, $\Delta \text{kredit}/\text{viri} < 0$	18.720	-391,5	-2.716,0

Glede na zmanjšano krčenje izposojanja, v primerjavi s predhodnim korakom, je medpodjetniško izposojanje v dvehletnem obdobju 2013–2014 poraslo. Skupni prirast znaša 368,7 milijona evrov, od tega je 205,9 milijona evrov pri podjetjih, ki so delovala celotno obdobje, razliko pa lahko pripišemo zlasti novo ustanovljenim podjetjem. Za približno četrtno podjetij z rastjo in ob krčenju bančnih kreditov se ob širitvi virov z medpodjetniškim posojanjem izkaže, da so bančne kredite vsaj nadomestili z nebančnimi. Pri preostalih treh četrtinah krčenje ostaja tudi po vključitvi nebančnih virov. Če zanemarimo učinek spremenjene sestave, je razdolževanje do nebančnih posojilodajalcev v razmerah izboljšane gospodarskega okolja posredni dokaz, da je vsaj pri tem segmentu podjetij razdolževanje poganjalo tudi krčenje povpraševanja po kreditih, ne pa samo ponudba bank.

Deleža podjetij z (razširjeno) brez kreditno rastjo sta se zmanjšala na 30 oz. 36 %.

6.2.4. Lastniško financiranje

V zadnjem segmentu analize vpliva postavk financiranja so dodani še lastniški viri. Ocena denarnega toka iz kapitala je narejena na podlagi razlik stanja kapitala in dolgoročnih rezervacij v izkazu finančnega položaja, s tem da je odstranjen učinek dobička oz. izgube tekočega leta. Glavni učinek v smeri pozitivnega toka tako izhaja iz dokapitalizacij, v smer negativnega toka pa iz izplačil dividend in drugih zmanjšanj kapitala.

Tabela 9: Število podjetij in rast celotnih finančnih virov

	Število	Dod. učinek (mio EUR)	Skupna rast (mio EUR)
Vsa podjetja	67.425	299,3	-2.469,5
Podjetja 2012 – 2014	51.702	-994,9	-2.719,9
Podjetja $\Delta P > 0$, $\Delta \text{kredit}/\text{viri} < 0$	14.187	-969,3	-3.150,7
Podjetja $\Delta DV > 0$, $\Delta \text{kredit}/\text{viri} < 0$	16.949	-955,6	-3.671,6

S transakcijami povečanja in zmanjšanja kapitala so lastniki povečali kapital vseh podjetij za 299 milijonov evrov, kar je znižalo krčenje skupnih finančnih virov na 2,5 milijarde evrov. Kapital se je povečal za 1,3 milijarde evrov pri novo ustanovljenih in drugih podjetjih, ki niso poslovala celotno obdobje. Brez upoštevanja povečanj kapitala iz dobičkov tekočega leta so ostala podjetja kapital neto zmanjšala, skupaj za skoraj eno milijardo evrov. Skoraj vsa neto izplačila so na podjetjih, ki so rasla ob krčenju zunanjih virov financiranja.

Deleža podjetij z (razširjeno) brezkreditno rastjo sta se zmanjšala na 27 in 33 %.

6.2.5. Denarni tok iz investiranja

Drugi sklop poizvedb dodaja denarni tok iz investiranja. Podjetja investirajo v opredmetena in neopredmetena osnovna sredstva, v naložbene nepremičnine ter v finančne naložbe. Denarni tok je ocenjen iz postavk izkaza finančnega položaja, prilagojeno za učinke prevrednotenja. Z namenom poenostavitve je denarni tok razdeljen na samo dve kategoriji: (a) učinke finančnih naložb, ki praviloma niso neposredno povezani z dejavnostjo¹⁵ in jih podjetje lahko proda, in (b) učinke opredmetenih in neopredmetenih osnovnih sredstev, ki jih podjetje potrebuje za izvajanje lastne dejavnosti. Zaradi podobnosti v fizični obliki ter zaradi konsistentne

¹⁵ V finančne naložbe so vključeni tudi deleži v odvisnih družbah, ki jih podjetja pogosto smatrajo za neposredno povezane z osnovno dejavnostjo.

obravnavе učinkov prevrednotenja sem kljub deklarirane neodvisnosti od poslovanja v drugo kategorijo uvrstil tudi naložbene nepremičnine.

$$DTI = \Delta FinNal + \Delta OS \quad (10)$$

$\Delta FinNal$: sprememba finančnih naložb, ki vključujejo kratkoročne (*AOP019*) in dolgoročne (*AOP040*) finančne naložbe, prilagojene za učinke oslabitev in odpisov finančnih naložb (*AOP168*). Povečanje naložbe v nasprotju s povečanjem dolga pomeni negativni denarni tok.

ΔOS : sprememba opredmetenih (*AOP003*) in neopredmetenih osnovnih sredstev (*AOP010*) ter naložbenih nepremičnin (*AOP040*). V prilagoditvi za učinke vrednotenja sta upoštevani amortizacija (*AOP145*) in prevrednotevalni odhodki od neopredmetenih in opredmetenih osnovnih sredstev (*AOP146*).

Tabela 10: Število podjetij, rast finančnih virov povečano za učinke finančnih naložb

	Število	Dod. učinek (mio EUR)	Skupna rast (mio EUR)
Vsa podjetja	67.425	270,1	-2.199,4
Podjetja 2012 – 2014	51.702	-377,4	-3.097,3
Podjetja $\Delta P > 0$, $\Delta krediti/viri < 0$	14.192	-403,4	-3.554,1
Podjetja $\Delta DV > 0$, $\Delta krediti/viri < 0$	16.682	-321,2	-3.992,8

Podjetja so z nakupi in prodajami finančnih naložb pridobila neto 270 milijonov evrov likvidnosti. Prevlada učinek podjetij, ki niso poslovala celotno obdobje, medtem ko so podjetja z brezkreditno rastjo neto investirala (321 oz. 403 milijonov evrov). Učinek ostalih podjetij, ki so poslovala celotno obdobje, je skoraj nevtralen. Delež podjetij z (razširjeno) brezkreditno rastjo se skoraj ni spremenil.

Znatno večji je učinek neto investiranja v osnovna sredstva. Podjetja so v dveh letih v opredmetena in neopredmetena osnovna sredstva investirala preko 8 milijard evrov, od tega 7 milijard evrov podjetja, ki so poslovala celotno obdobje. Delež podjetij, ki izkazujejo brezkreditno rast, v denarnem toku iz investiranja še vedno presega njihov delež glede na število, prodajo ali dodano vrednost. Ta podjetja so tako investicijsko nadpovprečno aktivna, tako da hipoteza vračanja kreditov s sredstvi iz zadržanega investiranja ne drži, oz. drži manj kot za ostale segmente podjetij.

Deleža podjetij z (razširjeno) brezkreditno rastjo sta se ponovno povečala, na 52 in 53 %.

Tabela 11: Število podjetij ter denarni tokovi iz financiranja in investiranja

	Število	Dod. učinek (mio EUR)	Skupna rast (mio EUR)
Vsa podjetja	67.425	-8.073,6	-10.273,0
Podjetja 2012 - 2014	51.702	-6.996,7	-10.093,9
Podjetja $\Delta P > 0$, $\Delta \text{kredit}/\text{viri} < 0$	18.027	-3.651,3	-7.205,4
Podjetja $\Delta DV > 0$, $\Delta \text{kredit}/\text{viri} < 0$	20.710	-3.739,2	-7.732,0

6.2.6. Denarni tok iz poslovanja

Zadnji sklop denarnih tokov so tokovi iz poslovanja. Vključujejo predvsem učinke plačane prodaje, zmanjšano za plačila nabavljenega blaga, storitev, dela, davkov, prispevkov itd. Denarni tok iz poslovanja, skupaj s tokom iz financiranja in investiranja, pojasni razliko med začetnim in končnim stanjem denarnih sredstev in ustreznikov. Formalni zapis:

$$DT = \Delta \text{Denar} \quad (11)$$

$$DT = DTF + DTI + DTP \quad (12)$$

kjer DT označuje denarni tok, Denar pa vsoto denarja in denarnih ustreznikov ($AOP052$). DTP označuje denarni tok iz poslovanja in je izračunan iz dobička/izgube, prilagojenega za prevrednotenja in davke ter za spremembe terjatev, zalog, obveznosti in časovnih razmejitev:

$$DTP = \text{Dobiček} + \text{Prevrednotenja} - \text{Davki} - \Delta P\text{TerjZal} + \Delta P\text{Obv} + \Delta \check{C}\text{Raz} \quad (13)$$

Dobiček: bruto dobiček ali izguba, $AOP182 - AOP183$.

Prevrednotenja: so vsota amortizacije ($AOP145$), prevrednotevalni odhodki iz osnovnih sredstev ($AOP146$), iz obratnih sredstev ($AOP147$) in iz finančnih naložb ($AOP168$).

Davki: vsebujejo davek od dobička ($AOP184$), odložene davke ($AOP185$) ter spremembo stanja odloženih terjatev ($\Delta AOP031$) in obveznosti ($\Delta AOP084$) za odložene davke.

$P\text{TerjZal}$: vključujejo kratkoročne ($AOP048$) in dolgoročne ($AOP027$) poslovne terjatve ter sredstva za prodajo ($AOP033$) in zaloge ($AOP034$).

$P\text{Obv}$: vključujejo kratkoročne ($AOP091$) in dolgoročne ($AOP080$) poslovne obveznosti ter obveznosti za odtujitev ($AOP086$).

ČRaz: vsebuje spremembo pasivnih časovnih razmejitev (AOP095) zmanjšano za spremembo aktivnih časovnih razmejitev (AOP053)¹⁶.

Podjetja, ki so poslovala celotno opazovano obdobje, so ustvarila 11,0 milijard evrov oz. 98 % denarnega toka iz poslovanja vseh slovenskih podjetij. Kljub manjšinskemu deležu so večino (62 oz. 67 %) denarnega toka ustvarila podjetja z brez kreditno rastjo. Delež podjetij z brez kreditno rastjo, upošteva skupni (negativni) denarni tok kot vir financiranja, se je zmanjšal na 17 oz. 23 %.

Tabela 12: Število podjetij ter skupni denarni tokovi

	Število	Dod. učinek (mio EUR)	Skupna rast (mio EUR)
Vsa podjetja	67.425	11.215,1	942,1
Podjetja 2012 – 2014	51.702	10.992,5	898,6
Podjetja $\Delta P > 0$, $\Delta \text{kredit}/\text{viri} < 0$	8.700	6.857,0	-348,4
Podjetja $\Delta DV > 0$, $\Delta \text{kredit}/\text{viri} < 0$	11.894	7.360,1	-371,9

6.2.7. Denar in denarni ustrezniki

Učinek skupnega denarnega toka se odraža v spremembi denarja in ustreznikov. Vidimo, da so podjetja z brez kreditno rastjo v skupnem črpala denarna sredstva, medtem ko so ostala podjetja povečevala likvidnostne rezerve. Tak vzorec kaže na večjo previdnost podjetij brez rasti poslovanja, medtem ko so podjetja z rastjo denarna sredstva črpala za investicije in druge namene. Upošteva skupni denarni tok ter spremembo denarja in ustreznikov pojasni financiranje vseh podjetij.

Tabela 13: Število podjetij ter učinek denarja in njegovih ustreznikov

	Število	Dod. učinek (mio EUR)	Skupna rast (mio EUR)
Vsa podjetja	67.425	-942,1	0,0
Podjetja 2012 – 2014	51.702	-898,6	0,0
Podjetja $\Delta P > 0$, $\Delta \text{kredit}/\text{viri} < 0$	51.702	348,4	0,0
Podjetja $\Delta DV > 0$, $\Delta \text{kredit}/\text{viri} < 0$	51.702	371,9	0,0

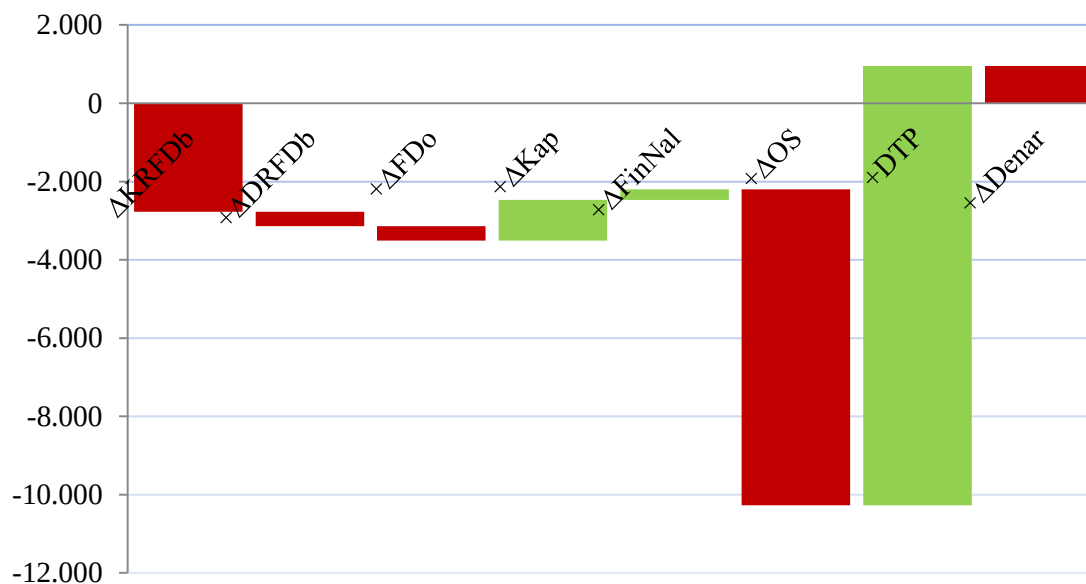
6.2.8. Skupni pregled učinkov

Celotna dinamika ustvarjanja in porabe denarnega toka po vseh skupinah podjetij je predstavljena v naslednjih štirih grafikonih. Vsem (pod)skupinam podjetij je skupno, da v celotnem denarnem toku prevladujejo vplivi toka iz poslovanja in investiranja. V finančnem

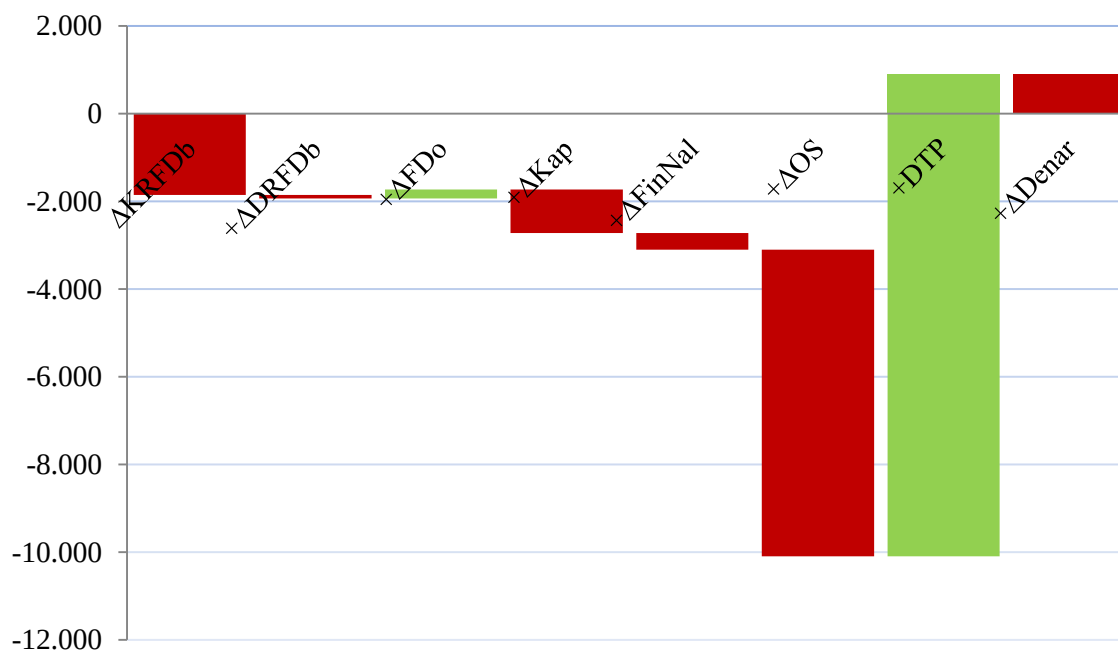
¹⁶ T.j. $\Delta AOP095 - \Delta AOP053$.

delu je najpomembnejša postavka kratkoročnih kreditov, ki so se skrčili za 2,8 milijarde evrov, nadpovprečno pri podjetjih z brez kreditno rastjo. Podjetja, ki so delovala celotno opazovano obdobje, zlasti pa podjetja z brez kreditno rastjo, neto tudi niso povečevala kapitala. Podjetja z brez kreditno rastjo so se razdolževala tudi na medpodjetniškem trgu.

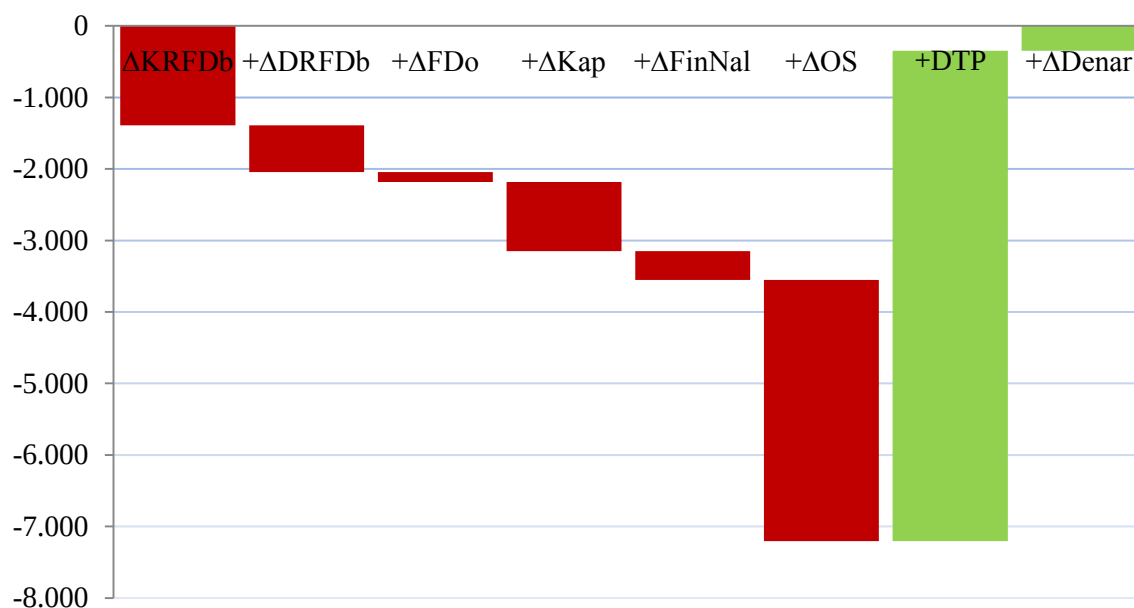
Slika 20: Dinamika generiranja denarnih tokov - vsa podjetja



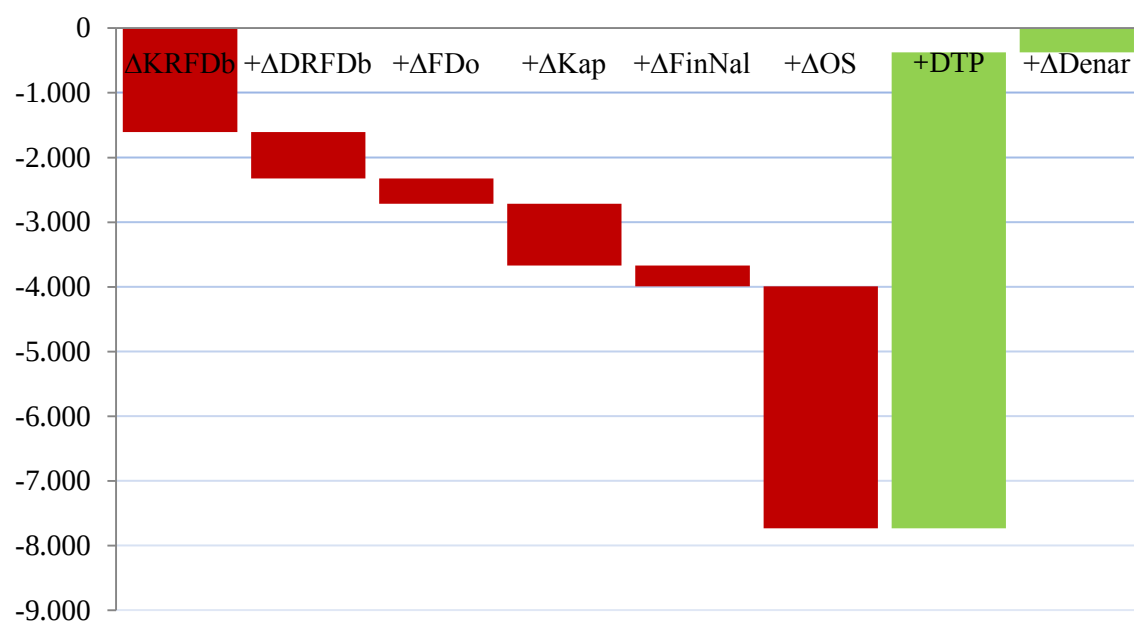
Slika 21: Dinamika generiranja denarnih tokov – podjetja aktivna v 2012 – 2014



Slika 22: Dinamika generiranja denarnih tokov – podjetja z brez kreditno rastjo, merjeno z rastjo prodaje



Slika 23: Dinamika generiranja denarnih tokov – podjetja z brez kreditno rastjo, merjeno z rastjo dodane vrednosti



V skupnem lahko zaključimo, da so podjetja z brez kreditno rastjo, v nasprotju z ostalimi skupinami podjetij, krčila tudi vse ostale vire financiranja ter investirala v osnovna sredstva v nadpovprečnem deležu skupnih investicij. Brez kreditno rast tako lahko v celoti pojasnimo z izboljšanjem poslovanja. Te odlične gospodarske dosežke generira skupina približno 10.000

podjetij. Zanimivo bi bilo poiskati lastnosti in okoliščine teh podjetij, ki so omogočile tako rast, vendar to presega cilje naloge.

Za dodatno osvetlitev dinamike poslovanja, investiranja in kapitalskih transakcij sem primerjal kategorije denarnega toka v opazovanem obdobju z enako dolgim predhodnim obdobjem 2011–2012. Investiranje in izplačevanje dividend je za podjetje običajno, tako da bi podjetja del denarnega toka lahko prihranila že z znižanjem investiranja in izplačevanja dividend. Primerjava je izvedena na uravnoteženem vzorcu podjetij, ki so bila aktivna celotno obdobje 2011–2014. Rezultati ne spreminjajo že navedenih ugotovitev. Ta podjetja so v obdobju okrevanja, glede na obdobje 2011–2012, povečala investicije v osnovna sredstva za 1,3 milijarde evrov in povečala izplačila dividend in drugih oblik zmanjšanja kapitala za 0,8 milijarde evrov. V obdobju brez kreditnega okrevanja so za 0,8 milijarde evrov zmanjšala le neto nove investicije v finančne naložbe.

Skupno lahko zaključimo, da krčenje kreditov v času gospodarske rasti po letu 2013 večinoma izhaja iz krčenja kratkoročnih obveznosti do bank. Večji negativni denarni tok izhaja tudi iz investicij v osnovna sredstva. Ostale postavke denarnih tokov so prav tako negativne, razen samega denarnega toka iz poslovanja, ki je nevtraliziral vse ostale postavke in podjetjem celo omogočil povečanje stanja denarnih sredstev.

Z združitvijo ugotovitev četrtega, petega in šestega poglavja lahko potrdimo tudi drugo hipotezo naloge. Krčenje kreditov, ki se dogaja v času gospodarske rasti po letu 2013, je možno pojasniti predvsem s prenosi slabih kreditov na DUTB in z izboljšanjem denarnega toka iz poslovanja. Ostali učinki, kot sta spremenjena struktura gospodarske aktivnosti in uporaba alternativnih virov dolžniškega financiranja, so manjši. Vrzel financiranja pa so celo povečevali tokovi lastniškega (ne)financiranja in naraščajoč obseg investiranja.

7 MODEL DENARNIH TOKOV

Ugotovitve predhodnih poglavij nedvoumno kažejo, da je denarni tok iz poslovanja najpomembnejša kategorija finančnih tokov slovenskih podjetij in s tem tudi najpomembnejši generator spreminjanja bilanc stanja. Soodvisnosti toka iz poslovanja in dinamike razdolževanja podjetja zato ne moremo obiti in jo v nadaljevanju analiziram tudi ekonometrično. Starejše ekonometrične študije s tega področja tipično modelirajo obnašanje podjetij z vidika ene odvisne spremenljivke, tipično investicije, dividende ali prevzemne aktivnosti. Taki modeli temeljijo na regresiji opazovane spremenljivke na zamaknjeno odvisno spremenljivko, denarni tok ter druge relevantne neodvisne spremenljivke. Med citiranimi študijami je tak pristop uporabljen v Fazzari et al. (1988) ter Kaplan in Zingales (1997).

Modeli z eno odvisno spremenljivko zanemarjajo soodvisnost investicij, financiranja, izplačevanja dividend ter drugih aktivnosti generiranja in porabe denarja. Odločitve podjetij glede porabe denarja so v vsakem obdobju omejene s knjigovodsko enakostjo virov in porabe denarja, tako da sprememba ene spremenljivke zahteva spremembo druge oziroma več drugih s skupnim enakim učinkom in nasprotnim predznakom. Obnašanje podjetij je zato ustrezneje modelirati s sistemom več enačb in odvisnih spremenljivk.

Pri modeliranju finančnih odločitev slovenskih podjetij v opazovanem obdobju gospodarskega okrevanja 2013–2014 sem uporabil pristop iz Ayyagar et al. (2011), ki izhaja iz predhodnih študij Dasgupta et al. (2008) in Gatchev et al. (2010). Model ocenjuje odziv odvisnih spremenljivk, ki ponazarjajo možno porabo denarja, na dodaten denarni tok iz poslovanja in na kontrolne spremenljivke. Podjetje lahko porabi prosti denar iz poslovanja za investicije, poplačilo dolgov, izplačilo lastnikom v obliki dividend ali nakupov lastnih delnic, oziroma obdrži denar v likvidni obliki, pri čemer mora biti seštevke porabe enak (z nasprotnim predznakom) toku iz poslovanja. Pri tem odziv posameznih odvisnih spremenljivk ni nujno nasprotne smeri kot denarni tok iz poslovanja. Na primer, dodatni denarni tok iz poslovanja lahko spodbudi podjetje k dodatni zadolžitvi, ki omogoča financiranje celotne investicije. V tem primeru je odziv denarnega toka iz financiranja pozitiven, odziv toka iz investiranja pa nasprotnosmeren, v višini, ki presega velikost samega presežka iz poslovanja.

Kot je bilo že opisano v prejšnjih poglavjih, podatki za slovenska podjetja ne vsebujejo izkazov denarnih tokov in jih je zato potrebno rekonstruirati iz postavk izkaza finančnega položaja in izkaza poslovnega izida. Tak pristop ne omogoča identifikacije vseh relevantnih spremenljivk. Na primer dividende, nakupi lastnih delnic/deležev, izdaja novega kapitala in druge transakcije s kapitalom so razvidne le v skupni spremembi stanja kapitala. Podobno je z nakupi/prodajami osnovnih in drugih sredstev podjetij.

Model sestavlja pet enačb:

$$\Delta Denar_{i,t} = a_{1,i} + b_1 \cdot DTP_{i,t} + c_1 \cdot X_{i,t} + e_{1,i,t} \quad (14)$$

$$InvOS_{i,t} = a_{2,i} + b_2 \cdot DTP_{i,t} + c_2 \cdot X_{i,t} + e_{2,i,t} \quad (15)$$

$$FinNal_{i,t} = a_{3,i} + b_3 \cdot DTP_{i,t} + c_3 \cdot X_{i,t} + e_{3,i,t} \quad (16)$$

$$-DFin_{i,t} = a_{4,i} + b_4 \cdot DTP_{i,t} + c_4 \cdot X_{i,t} + e_{4,i,t} \quad (17)$$

$$-\Delta KAP_{i,t} = a_{5,i} + b_5 \cdot DTP_{i,t} + c_5 \cdot X_{i,t} + e_{5,i,t} \quad (18)$$

Odvisne spremenljivke predstavljajo porabo denarnega toka: $\Delta Denar$ je zadržanje denarja, $InvOS$ so neto transakcije z osnovnimi sredstvi, brez amortizacije in drugih prevrednotenij¹⁷, $FinNal$ neto transakcije z ostalimi/finančnimi naložbami, $-DFin$ je neto transakcijsko zmanjšanje finančnega dolga, $-\Delta KAP$ pa porabo denarja za dividende in druga neto

¹⁷ Ocenjeno kot sprememba knjigovodske vrednosti osnovnih sredstev, popravljene za odpise.

zmanjšanja kapitala. Neodvisna spremenljivka *DTP* je denarni tok iz poslovanja. *X* ponazarja kontrolni spremenljivki: logaritem velikosti bilančne vsote $\ln(BV)$ in Tobin *Q*.

Faktor *Q* kot mera investicijskih priložnosti podjetja je v odsotnosti podatkov o tržni vrednosti kapitala ocenjen s pomočjo knjigovodskih podatkov. Ocenjen je kot: $Q = 1 + \frac{KAP_{tržni} - KAP_{knjigovodski}}{BV}$, pri čemer je tržna vrednost kapitala izračunana kot $5 * EBITDA$, zmanjšano za finančni dolg. Ocena ima razmeroma šibko teoretično podlago in v glavnem temelji na ekspertnih ocenah oziroma opažanjih tržnih cen pri prevzemnih transakcijah javno kotirajočih in nekaterih drugih družb v času krize. Tako izračunana spremenljivka *Q* ($\gg Q$) sicer izkazuje korelacijo z *DTP*, kar je sicer njegova inherentna lastnost tudi pri neposredno dostopnih podatkih o tržnih cenah delnic, opažena tudi v drugih študijah. Vendar, upošteva algoritem izločanja ekstremnih vrednosti, ki je opisan v nadaljevanju in je izločil ekstremne vrednosti vseh spremenljivk v sistemu in s tem zmanjšal vpliv osamelcev, upošteva odsotnost alternativ, razen izpustitve spremenljivke, ter razmeroma dobre rezultate modela je *Q* ostal vključen v model, in sicer z zamikom enega leta (*Q_L*).

Vse spremenljivke tokov so relativizirane na velikost bilančne vsote ter nato izražene kot razlika do povprečij, s čimer je nevtraliziran fiksni učinek neodvisne in odvisnih spremenljivk. Nadalje so iz obdelave izpuščena podjetja, ki niso imela v vseh letih vsaj 50.000 evrov prometa in bilančne vsote. V skladu z metodologijo iz Ayyagar et al. (2011) so izpuščena tudi podjetja z ekstremnimi vrednostmi neodvisne in vseh odvisnih spremenljivk. Ekstremna vrednost predstavlja 1 % najvišjih in najnižjih vrednosti. Z izločitvijo je preprečen nesorazmerni vpliv podjetij z nenavadnimi vrednostmi posameznih bilančnih postavk¹⁸. Preostali vzorec je vseboval 14.675 podjetij.

Upošteva enakost prilivov in odlivov denarnega toka z upoštevanjem spremembe stanja denarja, velja $DTP = \Delta Denar + InvOS + FinNal - DFin - \Delta KAP$. Enakost pomeni, da se celotni *DTP* locira na eno ali več postavk prilivov, odlivov ali $\Delta Denar$, torej velja $\sum b_i = 1$. Nasprotno kontrolni spremenljivki ne pojasnjujeta celotnega denarnega toka oz. enakosti prilivov in odlivov, temveč le izvajata redistribucijo *DTP* med različnimi nameni. Redistribucija ima posledično ničelno vsoto, zato velja $\sum c_i = 0$.

Ekonometrični model petih enačb je enostaven v smislu povezav med neodvisno in odvisnimi ter kontrolnima spremenljivkama. Vse enačbe imajo isto neodvisno in isti kontrolni spremenljivki, odvisna spremenljivka ene enačbe se ne pojavlja kot pojasnjevalna v drugi enačbi. Tak sistem bi bilo možno oceniti tako, da se posamično oceni vsako enačbo, na primer po metodi najmanjših kvadratov (OLS). Vendar tak pristop ne bi zagotovil

¹⁸ Tipični primeri ekstremnih vrednosti so podjetja v postopkih zapiranja, pri katerih so opazovani letni tokovi lahko tudi nekaj tisočkrat večji, kot znaša bilančna vsota konec leta.

upoštevanja knjigovodskih enakosti tokov – ocene parametrov bi v splošnem odstopale od enakosti $\sum b_i = 1$ in $\sum c_i = 0$. Zato je uporabljena metoda SUR (angl. *Seemingly Unrelated Regression*), ki dodatno nudi možnost uveljavitve omejitev parametrov in zagotovi sočasnost vseh ocen parametrov sistema.

Glede na cilj naloge, ki se nanaša na fenomen brez kreditne rasti, in upošteva možnost, da se je obnašanje podjetij v opazovanem obdobju 2011–2014 spreminjalo, sem parametre ocenjeval ločeno po letih. Tak način je izveden z uvedbo slepih spremenljivk *DT_1*, *DT_2* in *DT_3*, ki po vrsti zavzamejo vrednosti 1 v letih 2011 in 2012, 2013 in 2014. V modelu sem nato nadomestil spremenljivko DTP z njenim produktom s temi slepimi spremenljivkami, ki so poimenovane *DTP_1*, *DTP_2* in *DTP_3*. Dodatno sta vključeni dve slepi spremenljivki za leti 2013 in 2014, ki omogočata različne vrednosti konstantnih členov po letih.

Tabela 14 prikazuje rezultate ocene odziva celotnega nabora izbranih podjetij na impulz dodatnega evra iz denarnega toka iz poslovanja. Vsaka enačba je predstavljena v posameznem stolpcu, pri čemer je v naslovu stolpca navedena odvisna spremenljivka. Večina ocenjenih koeficientov je visoko statistično značilnih, vsi so tudi pričakovanega predznaka in velikostnega razreda. Nižjo značilnost imajo le nekateri koeficienti slepih spremenljivk za leti 2013 in 2014. Rezultati so tudi robustni; vključitev ali izključitev posamezne spremenljivke nima nesorazmernega vpliva na ostale koeficiente. Svojevrsten test robustnosti je tudi omejevanje vrednosti koeficientov v skladu z modelom SUR. Koeficienti, ocenjeni v prvem koraku brez omejitev, se ne razlikujejo pomembneje od končnih ocen po omejevanju.

Tabela 14: Zbirni rezultati modela elastičnosti na denarni tok za vsa zasebna podjetja

	Denar	Osn. sredstva	Ostale inv.	Finančni dolg	Ostalo fin.
konstanta	0,009***	0,001	-0,003***	-0,0046**	-0,0021**
DTP_1	0,282***	0,209***	0,134***	0,325***	0,050***
DTP_2	0,309***	0,203***	0,139***	0,304***	0,045***
DTP_3	0,303***	0,219***	0,139***	0,287***	0,052***
dt_2	0,005***	-0,009**	-0,002***	0,010***	-0,005***
dt_3	0,009***	-0,008***	-0,003***	0,006***	-0,003***
velikost	-0,001***	-0,001***	0,000	0,001***	0,0004**
q	-0,007***	0,009***	0,005***	-0,008***	0,002***

Opomba: ***, ** in * označujejo statistično značilnost pri 1%, 5% in 10%.

Legenda: DTP_1 do 3 so denarni tokovi iz poslovanja v letih 2011/12, 2013 in 2014

dt_2 in dt_3 sta slepi spremenljivki za leti 2013 in 2014

q označuje Tobinov Q

Osrednji opazovani koeficienti so DTP_1, DTP_2 in DTP_3, ki v vsaki enačbi ponazarjajo spremembo odvisne spremenljivke na impulz enote (evra) denarnega toka iz poslovanja. DTP_1 prikazuje odziv v letih 2011/12, DTP_2 v letu 2013 in DTP_3 v letu 2014. Vse spremenljivke so predznačene tako, da pozitivna vrednost koeficienta pomeni tok v nasprotni smeri toka iz poslovanja, zato mora biti vsota koeficientov po vseh porabah denarja (stolpcih) enaka ena. V primeru posamično najvišjega koeficienta so podjetja v letih 2011/12 od dodatnega evra denarnega toka iz poslovanja 32,5 centa namenila za poplačilo finančnih dolgov, 28,2 centa so obdržala v denarni obliki, približno 5 pa porabila za plačilo obresti, dividend in drugih namenov financiranja. Skupno finančni tokovi, upoštevaje tudi spremembo denarja, visoko prevladujejo nad investicijsko porabo, kamor je bilo usmerjeno 34,3 centa, od tega 20,9 centa v osnovna sredstva, ostalo v finančne in druge naložbe.

Koeficienti denarnega toka so podobni v vseh letih (glej: Slika 24). Največja medletna razlika je pri porabi denarja za poplačilo finančnih dolgov, za kar so podjetja v letih 2011/12 porabila 32,5 centa dodatnega evra, v letu 2014 pa 28,7 centa. Majhne spremembe po letih so skladne tudi z nizkimi vrednostmi slepih spremenljivk dt_2 in dt_3 , ki označujeta leti 2013 in 2014.

Spremenljivka logaritma bilančne vsote (*velikost*) delno spreminja namen porabe denarja. Večja

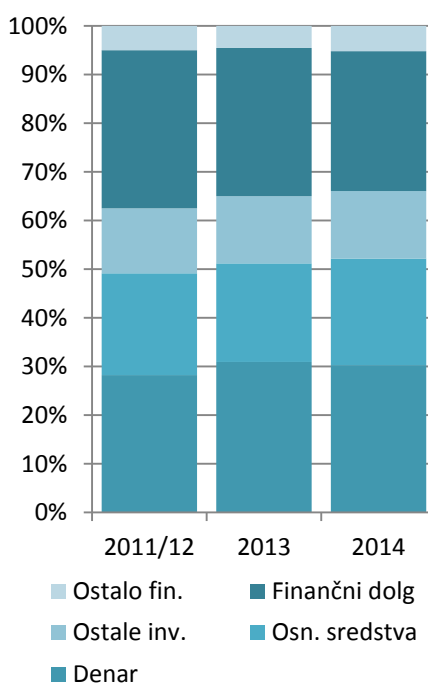
podjetja so v povprečju porabila nekaj več dodatnega denarja za poplačilo finančnih dolgov in ustrezno manj za investicije in rezerve. Enoodstotno povečanje bilančne vsote podjetja poveča poplačilo dolgov za 0,1 odstotne točke bilančne vsote.

Pričakovan predznak in visoko statistično značilnost ima, kljub poenostavljeni oceni njenih vrednosti, tudi spremenljivka Q_L . Podjetja z bolj donosnimi investicijskimi možnostmi (višjim Q) manj denarja porabijo za poplačilo dolgov (koeficient -0,008), manj ga tudi obdržijo na računu (-0,007), povečajo pa investicije v osnovna sredstva (0,009) in druge investicije (0,005).

7.1 Rezultati modela glede na denarni tok iz poslovanja

V skladu z metodologijo iz Ayyagar et al. (2011) sem tudi ločeno ocenil občutljivosti za vsa podjetja in leta, ko je bil ustvarjen denarni tok iz poslovanja pozitiven (Tabela 15), in

Slika 24: Uporaba dodatnega denarnega toka iz poslovanja po letih



podjetja v letih, ko je bil negativen (*Tabela 16*). Ločeno ocenjevanje omogoča primerjavo s predhodno navedeno študijo, ki je ocenjevala model za množico ameriških podjetij v obdobju 2007–2011 in za množico podjetij iz držav in obdobj (različnih) z brez kreditno rastjo.

Tabela 15: Rezultati elastičnosti na pozitivni denarni tok

	Denar	Osn. sredstva	Ostale inv.	Finančni dolg	Ostalo fin.
konstanta	0,013***	-0,011***	-0,007***	0,011***	-0,006***
DTP_1	0,291***	0,291***	0,149***	0,218***	0,051***
DTP_2	0,315***	0,294***	0,135***	0,209***	0,047***
DTP_3	0,318***	0,284***	0,134***	0,211***	0,052***
dt_2	0,006***	-0,010***	-0,001	0,010***	-0,005***
dt_3	0,009***	-0,008***	-0,002***	0,005***	-0,004***
velikost	-0,002***	0,000	0,001***	0,001*	0,001***
q	-0,003***	0,010***	0,004***	-0,014***	0,003***

Opomba: ***, ** in * označujejo statistično značilnost pri 1%, 5% in 10%.

Legenda: DTP_1 do 3 so denarni tokovi iz poslovanja v letih 2011/12, 2013 in 2014

dt_2 in dt_3 sta slepi spremenljivki za leti 2013 in 2014

q označuje Tobinov Q

Ocenjeni koeficienti za vzorec $DTP > 0$ so podobni kot za celotni vzorec slovenskih podjetij, kar je pričakovano glede na dejstvo, da večina podjetij v večini let ustvarja pozitivni denarni tok iz poslovanja (40.994 od 58.700 podjetij/let). Glavna razlika do ugotovitev citirane študije za segment ameriških podjetij (ibid., str. 55) je, da so le-ta skoraj celotni dodatni denarni tok iz poslovanja zadržala v denarni obliki ali ga porabila za ostale investicije (brez osnovnih sredstev). V nasprotju s slovenskimi podjetji ni bilo pobude za vračanje kreditov ne na strani bank ne podjetij.

Vzorec podjetij iz držav z brez kreditno (ibid., str. 52) rastjo izkazuje višjo podobnost s Slovenijo, vendar so še vedno usmerjala več denarja v likvidnostne rezerve ter manj v osnovna sredstva in odplačevanje dolgov. Pomembnejša pa je razlika v časovni dinamiki. Ta podjetja so v drugem letu po krizi skoraj prenehala odplačevati dolgove (padec ustreznega koeficienta z 0,277 na 0,056) ter dodatni denar usmerila v osnovna sredstva (porast koeficienta z 0,095 na 0,260). Nasprotno so slovenska podjetja v letu dna gospodarske aktivnosti uporabljala več mejnega denarnega toka za investicije, vendar so enak delež ohranila tudi v letih rasti. Višji nivo koeficienta nakazuje na obstoj večjih omejitev pri financiranju podjetij, kot so bile prisotne v drugih državah z brez kreditno rastjo, pri čemer ne pojasni, ali omejitve izhajajo s strani ponudbe (bank) ali povpraševanja (podjetij). Stabilnost mejnega investiranja pa lahko kaže tudi na proste proizvodne kapacitete, na pomanjkanje zaupanja, da gre za trajno izboljšanje razmer, na avtonomno povečanje skupnega denarnega toka iz poslovanja podjetij, kar bi omogočilo povečanje skupnih investicij ob nespremenjeni mejni nagnjenosti k investiranju.

Ločena ocena modela na vzorcu negativnega denarnega toka je smiselna zaradi pričakovane nesimetričnosti odziva. Podjetja lahko krijejo primanjkljaj iz poslovanja s pozitivnim tokom iz investiranja (prodaja osnovnih sredstev ali drugih naložb) ali iz financiranja (povečanje kreditov ali kapitala). Primerjalno, glede na vzorec s pozitivnim denarnim tokom, lahko pričakujemo nižje vrednosti koeficientov porabe likvidnih rezerv, kar je posledica omejenosti s stanjem rezerv, nižji koeficient pri osnovnih sredstvih, kot posledica njihove nelikvidnosti, ter višje financiranje z dodatnim zadolževanjem in kapitalom, kar je pričakovana rezidualna postavka. Dejanski rezultati so skladni s pričakovanji, razen v delu kapitala oz. ostalega financiranja.

Tabela 16: Rezultati elastičnosti na negativni denarni tok

	Denar	Osn. sredstva	Ostale inv.	Finančni dolg	Ostalo fin.
konstanta	-0,009*	-0,015	-0,001*	0,016*	0,010***
DTP_1	0,243***	0,080***	0,143***	0,491***	0,044***
DTP_2	0,258***	0,084***	0,146***	0,468***	0,045***
DTP_3	0,218***	0,111***	0,180***	0,422***	0,070***
dt_2	-0,006	-0,003**	-0,003	0,010***	0,002*
dt_3	-0,001***	-0,004**	-0,003*	0,010	-0,002
velikost	0,005***	0,002	-0,001***	-0,004	-0,002***
q	-0,028***	0,005***	0,009***	0,014***	0,001

Opomba: ***, ** in * označujejo statistično značilnost pri 1%, 5% in 10%.

Legenda: DTP_1 do 3 so denarni tokovi iz poslovanja v letih 2011/12, 2013 in 2014

dt_2 in dt_3 sta slepi spremenljivki za leti 2013 in 2014

q označuje Tobinov Q

Pri interpretaciji rezultatov za ta vzorec je treba upoštevati, da je predznak koeficienta z vidika smeri toka obraten kot pri vzorcu s pozitivnim denarnim tokom. Pozitivna vrednost, npr. za finančni dolg v letih 2011–2012 v višini 0,491 pomeni, da so podjetja skoraj polovico negativnega denarnega toka iz poslovanja financirala z dodatnim zadolževanjem, skoraj četrtno z zmanjševanjem denarnih imetij, 14 % z zmanjševanjem naložb brez osnovnih sredstev, ostalo pa z zmanjšanjem osnovnih sredstev in drugim financiranjem.

S primerjavo rezultatov z Ayyagar et al. (2011, stran 52 – 55) lahko ugotovimo naslednje glavne razlike:

- ameriška podjetja so več kot celotni primanjkljaj iz poslovanja pokrila z izdajo novih delnic, medtem ko je ta vir pri slovenskih podjetjih ni bil uporabljen,
- v nasprotju s slovenskimi podjetji, ki so primanjkljaj iz poslovanja pokrivala tudi z zmanjševanjem likvidnostnih rezerv, so jih ameriška podjetja tudi ob negativnem izidu iz poslovanja znatno povečevala,

- dodatna likvidnost, pridobljena z izdajo delnic in zadolžitvijo, je ameriškim podjetjem omogočila pozitivno investiranje v osnovna sredstva, medtem ko so slovenska podjetja v takih primerih osnovna sredstva prodajala.

Ponovno je vzorec obnašanj slovenskih podjetij bolj kot ameriškim podoben podjetjem iz drugih držav z brezkreditno rastjo:

- ta podjetja so v času krize v še večji meri kot slovenska financirala primanjkljaj iz poslovanja z najemanjem kreditov, kar pa so v nasprotju s slovenskimi po izhodu opustila in povečala črpanje likvidnostnih rezerv,
- dodatne razlike so še v pozitivnem investiranju v osnovna sredstva ter bistveno večjemu prispevku lastnikov (v letu krize 26 %) pri pokrivanju primanjkljaja iz poslovanja.

7.2 Rezultati modela glede na zadolžitev podjetij

V skladu z dodatnim namenom proučevanja povezave med denarnim tokom iz poslovanja in investicijami – t.j. ugotavljanju restrikcij pri zunanjem financiranju podjetij – sem model uporabil tudi kot poskus testa dodatne hipoteze, da je negativna rast kreditov posledica ponudbenih omejitev na strani bank. Morebitna uspešna identifikacija restrikcij nudi nosilec ekonomske politike možnost, da z ustrezno intervencijo restrikcije odpravijo ali vsaj omilijo ter s tem omogočijo dodatne investicije in gospodarsko rast, tako dejansko kot potencialno.

Po povzeti literaturi – npr. Fazzari et al. (1988), Kaplan & Zingales (1997), Dasgupta et al. (2008), Gatchev et al. (2010), Ostergaard et al. (2011) in Drobetz et al. (2014) – restrikcije izhajajo iz nepravilnosti trga, zlasti iz nesimetričnosti informacij in nepravilne izbire, ki so odvisne zlasti od bonitete podjetja. Restrikcije podjetjem onemogočajo, da bi najela zunanje finančne vire za financiranje investicij, ki bi bile z vidika neto sedanje vrednosti smiselne. Podjetja zato lahko financirajo investicije le v okviru lastnih sredstev. Volatilnost lastnih sredstev se zato odraža v volatilnosti investicij, elastičnost investicij na denarni tok iz poslovanja pa se poveča. Na drugi strani dobra podjetja pri financiranju niso omejena, investicije so neodvisne od kratkoročnih nihanj uspešnosti poslovanja, elastičnost pa je ničelna oz. zelo nizka.

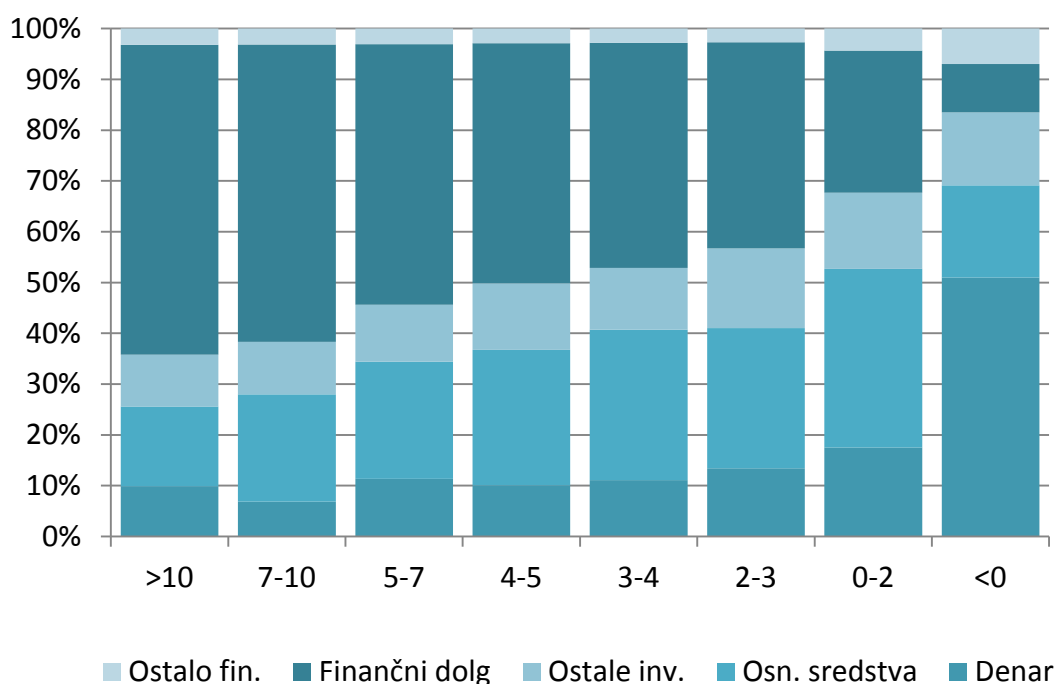
Za namen naloge, ki obdeluje podatke množice podjetij, za katere ni na voljo kvalitativnih podatkov, sem kot približek bonitete uporabil razmerje NFD/EBITDA. Razlogi:

- alternativna merila, ki sem jih zasledil v drugih raziskavah, npr. višina dividend, starost/velikost, so bolj groba, manj univerzalna ali niso na voljo,

- izbran kazalnik dobro odraža trenutno sposobnost podjetja, da generira denarni tok za vračanje dolgov, kar je v trenutnih razmerah ključno pri presoji v bančnem kreditnem procesu,
- relevantnost kazalnika odraža tudi obnašanje prevzemnikov v primerih prevzemov, zlasti v kriznem času.

Rezultate modela je treba interpretirati previdno. Poleg šibke teoretične podlage¹⁹ in drugih razlogov, navedenih v pregledu literatur, je treba poudariti, da so podjetja v krizi zniževala nivo zadolžitve tudi iz lastnih motivov. Gre predvsem za posledico pritiskov s strani kupcev in dobaviteljev, ki so povečali poudarek tveganjem insolventnosti poslovnih partnerjev²⁰. V takih razmerah podjetja večji del denarnega toka (kot bi sicer) uporabijo za zniževanje zadolžitve, ki ni izsiljeno s strani ponudbe financiranja. Posledično je občutljivost investicij na denarni tok iz poslovanja nižja, kot bi bila sicer, kar vodi do prenizkih ocen restrikcij.

Slika 25: Odzivi na impulz denarnega toka iz poslovanja glede na zadolženost merjeno z NFD/EBITDA



Podjetja sem razdelil v segmente glede na zadolženost. Prevlada finančnih postavk denarnega toka je, tako kot na agregatnih podatkih, očitna na vsakem segmentu. Delež denarnega toka, ki ga podjetja namenijo za razdolževanje, se povečuje glede na nivo zadolžitve, sicer v

¹⁹ Kritika Kaplan & Zingales (1997).

²⁰ Pritisk s strani bank se odraza v restrikcijah, ki jih model identificira.

manjšem obsegu pa se istočasno znižuje delež, ki ga podjetja zadržijo v denarni obliki. Iz vzorca delno izstopa, oziroma ga potencira, le segment podjetij z negativnim neto dolgom, t.j. pri katerih stanje denarja in denarnih ustreznikov na bilančni datum presega stanje finančnih obveznosti. V tem segmentu so nekatera podjetja brez finančnega dolga, nekatera pa sicer ohranjajo bruto dolg, ki predvidoma izhaja iz poslovnih potreb uravnavanja kratkoročne likvidnosti, vendar je ta dolg manjši od likvidnih rezerv. Ta podjetja skoraj nimajo možnosti zniževanja finančnega dolga, zato večino denarja zadržijo. Najvišja od vseh segmentov, vendar še vedno nizka, je odzivnost ostalega financiranja. Odzivnost investicij je prav tako nizka.

V segmentu neto upnikov gre v splošnem za podjetja, ki zaradi lastnih poslovnih odločitev oziroma poslovnega modela ne najemajo kreditov. Kot referenca je zato primernejši segment podjetij z NFD/EBITDA med 0 in 2. Ta podjetja lahko poplačajo finančne dolgove prej kot v dveh letih (poenostavljeno) in v splošnem ni razlogov, da jih banke ali drugi financerji ne bi bili pripravljeni kreditirati. V povprečju²¹ so ta podjetja porabila 28 % dodatnega denarnega toka iz poslovanja za zmanjšanje finančnih dolgov, 18 % pa so obdržala na računu. Investicijam je bilo namenjeno 50 %, od tega v osnovna sredstva 35 o.t..

Segmente bolj zadolženih podjetij lahko z vidika denarnega toka, namenjenega investiranju, razdelimo v dve skupini. Prva skupina podjetij z zadolženostjo 2 do 5-krat EBITDA je za investicije v osnovna sredstva namenila 27 % do 30 % (vs. 35 %), medtem ko so bile investicije podjetij z NFD/EBITDA > 5 manjše in so znašale do 23 %. Razlike pri ostalih investicijah so manjše.

Iz prikaza so izločena podjetja z negativnim EBITDA, med katerimi prevladujejo podjetja z negativnim denarnim tokom iz poslovanja ($DTP < 0$), ki v splošnem izkazujejo drugačne vzorce odzivov.

V splošnem lahko povzamemo, da analiza odzivov na impulz denarnega toka iz poslovanja ne podpira hipoteze obstoja omejevanja kreditiranja, vsaj ne omejevanja, ki bi bilo pogojeno s sistematičnim izogibanjem solventnih podjetij z nekaj slabšo boniteto. Odzivnost investicij kot mera restrikcij se namreč s povečevanjem zadolženosti monotonno znižuje, kar je v nasprotju s hipotezo. Fazzari et al. (1988) so namreč predvidevali, da podjetje z omejenim dostopom do financiranja in dobrimi investicijskimi priložnostmi v primeru izboljšanja denarnega toka iz poslovanja, slednjega porabi za investicije. Odzivnost investicij je zato pri teh podjetjih višja kot pri najboljših podjetjih, ki lahko investirajo neodvisno od njihovega denarnega toka iz poslovanja.

²¹ Povprečje vsebuje tri podobdobja: krizno, t.j. povprečje let 2011 in 2012, ter leti 2013 in 2014.

Nižja odzivnost pri vseh nivojih zadolženosti glede na referenčno skupino kaže na splošno tendenco razdolževanja podjetij in na pomanjkanje investicijskih priložnosti. Uporabljena metodologija pa ne more izključiti restrikcij financiranja pri podjetjih, ki so v opazovanem obdobju prenehala poslovati, oziroma sta se njihov promet ali bilančna vsota vsaj v enem letu znižala pod 50.000 evrov, in so izpadla iz opazovanega vzorca. Prav tako metodologija ne naslavlja restrikcij pri refinanciranju drugih bank ter pri financiranju primanjkljaja, ki izhaja iz osnovne dejavnosti. Vendar glede na nedvoumno zavrnitev hipoteze restrikcij pri financiranju investicij ni verjetno, da bi banke bistveno drugače obravnavale potrebe podjetij iz drugih naslovov, upošteva primerljiv nivo solventnosti.

7.3 Primerjava odziva podjetij z brezkreditno rastjo in ostalih podjetij

Dodatni vidik brezkreditne rasti na mikro nivoju lahko dobimo s primerjavo odzivov podjetij, ki so ustvarila brezkreditno rast, z ostalimi podjetji. Primerjava je narejena ločeno za epizode (podjetje/leto) s pozitivnim in epizode z negativnim denarnim tokom iz poslovanja.

Rezultati primerjave za slovenska podjetja kažejo na znatne razlike v obnašanju podjetij posameznih segmentov, razlika je tako pri odzivu na pozitivni (*Slika 26*) kot na negativni (*Slika 27*) denarni tok iz poslovanja. Pri odzivu na pozitivne impulze razlika nastane z začetkom agregatne rasti v 2013 in se povečuje. Podjetja z brezkreditno rastjo so v teh letih krčila delež denarnega toka namenjenega investicijam ter prihranjeni denar usmerila v zmanjšanje finančnih obveznosti. Nasprotno so ostala podjetja celotno opazovano obdobje ohranila skoraj nespremenjeno alokacijo denarnega toka iz poslovanja.

Slika 26: Uporaba pozitivnega denarnega toka iz poslovanja za feniks (levo) in ostala podjetja (desno)



Razlike v odzivu so v epizodah negativnega denarnega toka iz poslovanja še večje. V letih krize so se podjetja, ki so po letu 2013 povečevala dodano vrednost ob krčenju kreditov, pri financiranju primanjkljaja iz poslovanja bolj zanašala na banke in manj črpala likvidne rezerve. Od leta 2013 dalje pa so ta podjetja vedno manj financirala primanjkljaj pri bankah, kar so nadomeščala s prodajo premoženja, s črpanjem likvidnih rezerv, uspešnejša pa so bila tudi pri pridobivanju lastniških virov.

Slika 27: Financiranje negativnega denarnega toka iz poslovanja za feniks (levo) in ostala podjetja (desno)



Podobno primerjavo so naredili tudi Ayyagar et al. (2011, stran 59 – 60) in ugotovili, da pri ameriških podjetjih ni bilo večjih razlik med podjetji z brez kreditno rastjo in ostalimi podjetji. Manjše razlike so bile pri dostopanju do trga (lastniškega) kapitala, in sicer so podjetja z brez kreditno rastjo več dostopala do tega trga, tako v primeru pozitivnega kot negativnega denarnega toka iz poslovanja. Ta podjetja so v primeru pozitivnega toka iz poslovanja pred in med krizo (ne pa po krizi) več denarnega toka obdržala v denarni obliki. Velika razlika v odzivu, glede na slovenska podjetja, izhaja predvsem iz dobro delujočega delniškega trga ter pripravljenosti in zmožnosti lastnikov, da ob negativnem šoku podjetja podprejo z dodatnim kapitalom.

V skupnem razlika v odzivu na impulz denarnega toka iz poslovanja ne potrjuje hipoteze, da bi podjetja z brez kreditno rastjo krčila kredite zaradi restriktivnejše obravnave s strani bank. To kaže nižja elastičnost investicij na pozitivni impulz ter povečevanje odplačevanja kreditov (oziroma zmanjšanje črpanja v primeru negativnega denarnega toka) v letu 2014, ko so (naj bi) zunanje omejitve financiranja začele popuščati.

8 ZNAČILNOSTI PODJETIJ Z BREZKREDITNO RASTJO

Podjetja z brez kreditno rastjo so zanimiv fenomen s skupnim učinkom, ki ni zanemarljiv, oziroma agregatno celo prevlada nad učinki ostalih treh možnih kombinacij predznakov rasti kreditov in dodane vrednosti. Prikaz v *Tabela 17* in grafih *Slika 29* in *Slika 28* kaže, da je porast dodane vrednosti pri podjetjih te skupine prevladala nad učinkom ostalih treh skupin, prav tako je prevladalo krčenje finančnega dolga pri podjetjih z brez kreditno rastjo. Ta skupina je tudi najštevilčnejša.

Tabela 17: Skupna statistika podjetij glede na rast dodane vrednosti in finančnega dolga

Kategorija	Št. podjetij	DV 2012	Fin. dolg 2012	ΔDV (12-14)	ΔFD (12-14)
$\Delta DV < 0, \Delta FD > 0$	4.439	1.630	2.273	-450	994
$\Delta DV < 0, \Delta FD < 0$	12.541	4.047	6.308	-1.087	-1.686
$\Delta DV > 0, \Delta FD > 0$	5.738	2.311	2.344	789	1.141
$\Delta DV > 0, \Delta FD < 0$	13.092	5.360	11.035	1.414	-2.294
35.810	13.348	21.960	666	-1.845	

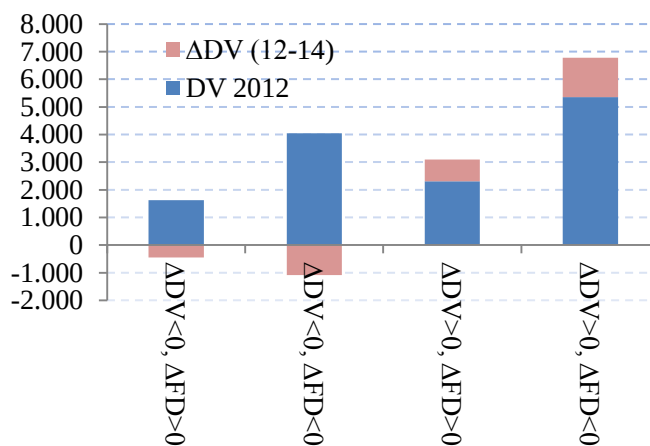
Legenda: ΔDV je sprememba dodane vrednosti, ΔFD pa sprememba finančnega dolga

V statistični obdelavi podjetij v tem poglavju je upoštevan nekaj širši nabor podjetij kot v predhodnih. Ponovno so vključena podjetja z 1 % ekstremnih vrednosti spremenljivk, ki so bila v ekonometričnem modelu izločena.

Bolj kot skupni učinek, ki je bil na drug način že ovrednoten v prejšnjih poglavjih, je zanimivo vprašanje, zakaj so nekatera podjetja uspela istočasno rasti in se razdolževati, zlasti če upoštevamo množičnost pojava. Nadalje, razdolževanja in rasti niso podpirali lastniki z novimi kapitalskimi vložki, vsaj ne v večjem obsegu. Ugotovitve poglavja 7 pa kažejo, da je bilo razdolževanje ob rasti povpraševanja in realizacije vsaj delno prostovoljno in ne izsiljeno s strani bank.

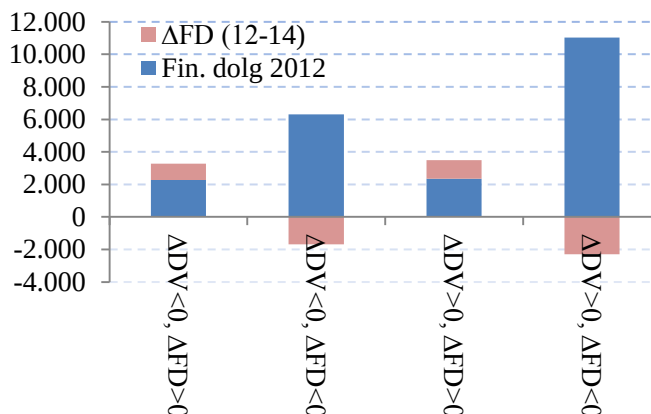
Slika 28: Realizacija dodane vrednosti v 2012 in sprememba po skupinah

V prvem koraku ugotavljanja skupnih lastnosti podjetij z brez kreditno rastjo sem preveril osnovno statistiko teh podjetij v primerjavi z ostalimi, in sicer s primerjavo povprečnih vrednosti osnovnih postavk izkaza finančnega položaja in poslovnega izida ter s primerjavo vsaj enega finančnega kazalnika iz vsake od skupin finančnih kazalnikov, s katerimi se običajno analizira poslovanje podjetij:



- Finančno posredniški položaj; uporabljen je kazalnik neto terjatev v deležu bilančne vsote, pri čemer so neto terjatve izračunane kot razlika med lastnimi viri (kapital in rezervacije) ter osnovnimi sredstvi, zalogami in sredstvi za prodajo.

Slika 29: Realizacija finančnega dolga v 2012 in sprememba po skupinah



- Obratni kapital; uporabljen je kazalnik neto obratnega kapitala v prihodkih iz prodaje, pri čemer je neto obratni kapital izračunan kot razlika med dolgoročnimi viri (kapital in dolgoročne obveznosti) ter dolgoročnimi sredstvi.

- Finančna moč, kot razmerje med kapitalom ter dolgoročnimi sredstvi in zalogami.
- Finančno ravnotežje, ponazorjeno s pospešenim koeficientom, ki je izračunano kot razmerje med kratkoročnimi sredstvi (brez zalog in sredstev za prodajo) in kratkoročnimi obveznostmi.
- Profitabilnost in učinkovitost poslovanja, ponazorjeni z razmerji: (a) dobička oziroma izgube in prihodkov od prodaje (profitna marža), (b) dobička oz. izgube in kapitala (ROE) ter s (c) dobička iz poslovanja in prihodkov od prodaje (donosnost tekočega poslovanja).
- Upravljanje s sredstvi je predstavljeno s kazalniki dni vezave zalog, poslovnih terjatev in obveznosti ter z deleži kratkoročnih poslovnih terjatev in obveznosti v bilančni vsoti podjetja.
- Zadolženost je prikazana s prilagojenim kazalnikom $NFD/EBITDA^{22}$ ter z deležem stroškov financiranja v prihodkih od prodaje.

Poleg standardnih kazalnikov je izračunanih tudi nekaj kazalnikov, ki bi glede na gospodarske okoliščine v Sloveniji lahko pojasnili razliko v rasti in razdolževanju. Povprečne vrednosti osnovnih agregatov in kazalnikov so prikazane v prilogi. Prikazane so vrednosti v

²² Zaradi omejevanja vpliva posameznega podjetja na povprečno vrednost sem vrednosti, ki absolutno presegajo 20, omejil na 20 oziroma -20 (če je podjetje neto finančni upnik). Vrednost 20 je dodeljena tudi vsem podjetjem, pri katerih je $EBITDA < 0$, ne glede na višino neto dolga.

letih 2012 in 2014 ter izračunane razlike med kategorijama podjetij, razlika med letoma za vsako kategorijo ter razlika med dinamiko obeh kategorij.

Razlika v vrednostih postavk in kazalnikov v letu 2012 med podjetji, ki so v naslednjih dveh letih rasla brez kreditno, in ostalimi podjetji ne dajejo nedvoumnega odgovora o dejanskih inherentnih vzrokih razlik. Najbolj očitna je razlika v velikosti. »Feniks podjetja« so imela v povprečju 1,4 milijona evrov (53 %) višjo bilančno vsoto in 1,1 milijona evrov (43 %) več prihodkov od prodaje. Pri tem so bila bolj zadolžena, tako absolutno kot tudi relativno glede na bilančno vsoto in promet. Na podpovprečno boniteto kažejo tudi nižji kazalniki profitabilnosti in učinkovitosti poslovanja (ROE, profitna marža, donos tekočega poslovanja, EBITDA marža). V smer nižjega tveganja pa kažejo nižji delež kratkoročnega dolga, nižji delež stroškov financiranja dolga v prihodkih od prodaje, hitrejši obrat zalog in počasnejše plačevanje poslovnih obveznosti. Sistemska razlika v deležu kratkoročnega dolga in stroškov financiranja nakazuje na vlogo bank oziroma odnosov med banko in podjetjem v verjetnosti nastanka brez kreditne rasti. Prav tako je možno izpostaviti višjo rast prometa že v letu 2012, glede na leto 2011, kar nakazuje, da je bila rast v letih 2012–2014 le nadaljevanje rasti, ki se je začela že pred obdobjem agregatne rasti in razdolževanja.

Z namenom testiranja hipoteze, da je bila brez kreditna rast posledica učinka odboja prodaje in bilančne vsote po padcu s predkriznega nivoja leta 2008, sem preveril tudi povprečno rast prodaje in bilančne vsote med letoma 2008 in 2012 po obeh skupinah podjetij. Obe skupini sta v tem obdobju povečali bilančno vsoto, »feniks podjetja« za 4,8 %, ostala za 3,7 %, ter krčila obseg prodaje, »feniks podjetja« za 2,3 %, ostala za 3,4 %. Učinek odboja torej obstaja, vendar je bil predhodni padec manjši pri podjetjih, ki so nato rasla brez kreditno.

Primerjava dinamike kazalnikov za obe skupini podjetij nam nudi dodatne namige glede posebnosti podjetij, ki so rasla brez kreditov. Glede na način oblikovanja skupin, ki ex-ante upošteva bodoči razvoj podjetij, bo skupina z brez kreditno rastjo po definiciji izkazovala boljše rezultate. V razliki dinamike tako lahko iščemo le vzvode, ki so nekatera podjetja pripeljala do boljših finančnih rezultatov. Dodatno lahko sklepamo, da so podjetja z dodatnimi finančnimi resursi, ki so izhajali iz izboljšanega denarnega toka iz poslovanja, najprej odpravljala omejitve, ki so jih smatrala za najbolj restriktivne.

V prvi skupini kazalnikov izstopa, da so podjetja z brez kreditno rastjo znatno znižala delež nabavnih stroškov blaga, materiala in energije v prihodkih (Priloga, vrstici 35 in 36), medtem ko sta pri drugi skupini podjetij ta dva kazalnika stagnirala. Razlika kaže na vpliv zunanjih okoliščin, t.j. zniževanja cen surovin in energije, kar je prva skupina podjetij izkoristila v večjem obsegu. Potrjuje se tudi pričakovanje hitrejše rasti proizvodov in storitev, vezanih na izvoz. Začetni delež domače prodaje je bil pri obeh skupinah podjetij skoraj enak, do leta 2014 se je v prvi skupini znižal za 1,2 o.t., v drugi skupini pa le 0,6 %. Tako razlika v dinamiki deležev nabavnih stroškov kot izvoza kaže na vpliv dejavnosti podjetja na

verjetnost brez kreditne rasti. Med pomembnejšimi dejavnostmi z večjim deležem podjetij z brez kreditno rastjo izstopajo farmacija, telekomunikacije, proizvodnja električnih naprav in motornih vozil ter arhitekturno in tehnično projektiranje. Nasprotno je bil pojav brez kreditne rasti redek v dejavnostih skladiščenja in spremljajočih prometnih dejavnostih.

Med kazalniki, ki niso eksogeni, je razlika v dinamiki obeh skupin največja pri strukturi finančnega dolga. Podjetja z brez kreditno rastjo so se razdolževala na segmentih kratkoročnega dolga in celotnega dolga do bank. Ustrezna deleža obeh agregatov v bilančni vsoti sta se v opazovanem obdobju znižala s 37,5 % na 29,8 % (kratkoročni krediti, vrstica 13) oziroma s 33,0 % na 26,6 % (glej prilogo, vrstica 12).

Zanimiva je tudi dinamika poslovnih terjatev in obveznosti, njunih povprečnih plačilnih rokov ter hitrosti obračanja zalog. Podjetja z brez kreditno rastjo so pri vseh naštetih postavkah zmanjšala povprečno število dni v obratu, medtem ko so jih ostala podjetja povečala. Največja je razlika pri poslovnih terjatvah, pri katerih so bili plačilni roki v letu 2012 skoraj enaki pri obeh skupinah podjetij (98 oz. 99 dni, vrstica 31), nato pa so se pri prvi skupini skrajšali, v drugi pa podaljšali za 10 dni. Pospešek unovčevanja terjatev pri prvi skupini približno ustreza povečanju prometa. Brez prilagoditve plačilnih rokov bi ta podjetja morala iskati dodatno financiranje obratnega kapitala, oziroma bi morala zmanjšati dinamiko razdolževanja. Upošteva se običajno poslovno prakso, po kateri neposredno ali prek rabatov dosežena prodajna cena narašča z dolžino plačilnega roka, lahko sklepamo, da je bilo krajšanje plačilnih rokov pogojeno z omejitvami tipično cenejšega financiranja s strani bank.

V skupnem nam primerjava podjetij z brez kreditno rastjo in ostalih podjetij ne daje jasnega pojasnila vzrokov in mehanizmov tega pojava. Očitno gre za kombinacijo notranjih (z vidika podjetja) in zunanjih okoliščin, vključno z uspešnostjo urejanja odnosov z dobavitelji, kupci in bankami.

SKLEP

Fenomen brez kreditne gospodarske rasti je v zadnjih letih doživel nepričakovano veliko pozornost svetovne strokovne javnosti. Pojav, ki je bil pred krizo opažen le v redkih primerih v razmeroma ozkem segmentu držav v razvoju, je z razmahom svetovne finančne in gospodarske krize pokazal, da nudi dodaten vpogled v dinamiko kreditov in gospodarske rasti v obdobju ponovnega oživljanja aktivnosti. Novejše raziskave so pokazale, da pojav ni omejen na države v razvoju in da niti ni redek, zlasti v razmerah po večjih krizah. Tipično je povezan z določenimi okoliščinami, ki so bile skoraj brez izjeme prisotne tudi v Sloveniji. Gre za predkrizni kreditni, borzni in nepremičninski balon ter velik priliv kapitala v državo, čemur je v krizi sledil velik padec BDP, obrat kapitalskih tokov in bančna kriza, povezana s slabimi krediti. Vpliv je imel tudi obrat tekočega računa plačilne bilance od leta 2009 dalje,

ki je v času oživitve zunanjega povpraševanja že odražal presežek domačega varčevanja nad investicijami. Z vidika statističnega izračuna verjetnosti nastanka pojava brez kreditne rasti in upošteva gospodarske okoliščine pojav brez kreditne rasti ni bil nepričakovan, oziroma je bil skoraj samoumeven.

Formalno dokazovanje pojava brez kreditne rasti v Sloveniji po letu 2013 z uporabo kriterijev, ki se pojavljajo v referenčni literaturi, vrne pričakovane rezultate. Po vseh definicijah gospodarska rast ustreza kriterijem brez kreditne rasti. Izjeme so le nekateri kriteriji, ki še niso doseženi zaradi objektivnih okoliščin, ker izvirajo iz še vedno prekratkega obdobja okrevanja in prenizke kumulativne rasti, ki še ne zagotavlja nivoja gospodarske aktivnosti, doseženega pred krizo.

Upošteva tipično dvoletno obdobje opazovanja je (negativna) rast kreditov zaostajala za rastjo BDP kumulativno 17,7 odstotnih točk. Zaostanek bi bil še večji, če kreditov ne bi prilagodili za učinek prenosov nekaterih slabih kreditov na DUTB. Druge prilagoditve serije kreditov delujejo v obe smeri. Izločitev kreditov do družb v stečaju, ki ne opravljajo več gospodarske dejavnosti, zniža tako stanje kot tudi dinamiko kreditov. V nasprotno smer delujejo nekateri alternativni viri financiranja, med njimi ima največji učinek zadolževanje podjetij v tujini ter izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev. Ostali finančni posredniki niso igrali pomembnejše vloge. Skupna prilagoditev kreditov za navedene učinke zniža zaostanek kreditov za 2,3 na 15,4 odstotne točke. Komaj opazen je tudi učinek spremembe strukture ustvarjanja dodane vrednosti v korist dejavnostim z nižjo zadolžitvijo. Učinek bi sicer bil večji, če pozitivnih premikov ne bi nevtralizirale visoko zadolžene dejavnosti termoelektrarn in upravljanja nepremičnin, ki so jih banke pridobile z unovčevanjem zavarovanj za slabe kredite.

Glede na to, da na dinamiko kreditov in BDP najbolj vpliva sektor podjetij, sem fenomen brez kreditne rasti analiziral tudi na nivoju posameznih podjetij. Ugotovil sem, da je agregatno brez kreditno rast generirala slaba polovica podjetij, ki so ob krčenju kreditov povečevala promet in dodano vrednost. Dekompozicija denarnih tokov pokaže, da so se podjetja največ razdolževala z zmanjševanjem kratkoročnih kreditov bank, vir za razdolževanje pa je naraščajoče pozitiven denarni tok iz poslovanja. Vse ostale postavke denarnega toka so negativne, tako da so podjetja kljub razdolževanju do bank še vedno neto investirala v osnovna sredstva (celo v povečanem obsegu) in finančne naložbe, neto izplačevala lastnike, se razdolževala tudi do drugih podjetij in povečevala stanje denarja na računu.

Prednostno porabo pozitivnega denarnega toka iz poslovanja za zmanjševanje finančnih obveznosti potrjuje tudi uporabljen ekonometrični model. Podjetja, z izjemo neto nezadolženih, so največji del dodatnega denarnega toka iz poslovanja porabila za razdolževanje. Očitno slovenska podjetja nihaje izida iz poslovanja uravnavajo prek črpanja

in vračanja obveznosti do bank, kar jih je v razmerah težav v bančnem sistemu močno izpostavilo tveganjem nelikvidnosti. V nasprotju z ameriškimi podjetji je vloga lastnikov minimalna, prav tako je manjši pomen finančnih naložb in likvidnostnih rezerv. Presenetljivo nizka je tudi elastičnost investicij v osnovna sredstva. Podjetja dodatni denar razmeroma redko porabijo za investicije v osnovno dejavnost, ki jih očitno v želenem obsegu lahko izvajajo razmeroma neodvisno od tekočih prilivov iz poslovanja.

Dodaten vpogled v sposobnost nekaterih podjetij, da se razdolžujejo ob istočasnem povečevanju aktivnosti, sem dobil tudi z njihovo primerjavo s populacijo ostalih podjetij. Primerjava je bila narejena s pomočjo standardnih finančnih kazalnikov, tako njihovih začetnih vrednosti kot dinamike. Rezultati nakazujejo na kombinacijo zunanjih in notranjih vzrokov, na primer višji delež in ugodnejša dinamika nabavnih cen blaga, materiala in energije, velikost in izvozna usmerjenost, dinamika rasti pred letom 2013, struktura dolga itd. Razpoložljivi podatki pa žal ne omogočajo ocene vpliva upravljanja in lastništva.

Brezkreditna rast v Sloveniji je bila pričakovana, kar pa ne pomeni, da je optimalna. Tako okrevanje ima namreč tipično nižje stopnje rasti. Podoben zaključek lahko podamo tudi z vidika procesa zniževanja finančnega vzvoda podjetij, ki sicer omogoča višjo rast v prihodnosti, vendar proces razdolževanja ne sme trajati predolgo. V odsotnosti novega bančnega financiranja namreč na daljši rok oportunitetni strošek nižje rasti prevlada nad koristmi razdolževanja. Ekonomska politika države mora zato z ukrepi omogočiti nadaljnjo normalizacijo trga kreditov ter poskušati izboljšati delovanje trga alternativnih oblik financiranja, zlasti lastniškega.

LITERATURA IN VIRI

1. Abiad, A., Dell’Ariccia, G. & Li, B., (2011). Creditless Recoveries. IMF Working Paper, 11/58, Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/pubs/ft/mg/2011/1158.pdf>
2. Adriatic Slovenica, d.d. (2014). Adriatic Slovenica in Skupina Adriatic Slovenica – konsolidirano letno poročilo za 2014. Koper: Adriatic Slovenica d.d.
3. Agencija za zavarovalni nadzor (2013). *Poročilo Agencije za zavarovalni nadzor za leto 2013*. Ljubljana: Agencija za zavarovalni nadzor.
4. Agencija za trg vrednostnih papirjev (2015). Podatkovno ogledalo, najdeno 22. junija 2015 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=56>. Agencija za trg vrednostnih papirjev.
5. AJPES (2015). Finančni podatki slovenskih gospodarskih družb. Ljubljana: Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve.
6. Ayyagari, M., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2011). Do Phoenix Miracles Exist? Firm-Level Evidence from Financial Crises. The World Bank Policy Research Working Paper, 5799. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-5799>
7. Balfoussia, H., & Malliaropoulos, D. (2015). Credit-less recoveries: the role of investment-savings imbalances. Bank of Greece Working paper, 200. Najdeno 31. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper2015200.pdf>
8. Banka Slovenije (2014). *Stabilnost slovenskega bančnega sistema*. Ljubljana: Banka Slovenije.
9. Banka Slovenije (2015a). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
10. Banka Slovenije (2015b). *Poslovanje bank v tekočem letu, gibanja na kapitalskem trgu in obrestne mere* (različne številke). Ljubljana: Banka Slovenije.
11. Banke Slovenije (2015c). *Bilten Banke Slovenije*, oktober 2015. Ljubljana: Banka Slovenije.
12. Denar in monetarne finančne institucije. (b.l.) V *Statistika/Podatkovne serije Banke Slovenije*. Najdeno 15. novembra 2015 na spletnem naslovu http://www.bsi.si/pxweb/dialog/Database/slo/serije/01_denar_banke/01_denar_banke.asp
13. Bech, M. L., Gambacorta, L., & Kharroubi, E. (2012). Monetary policy in a downturn: Are financial crises special? BIS working papers, 388. Najdeno 14. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/work388.pdf>
14. Biggs, M., Mayer, T., & Pick, A. (2009). Credit and Economic Recovery. De Nederlandsche Bank Working Paper, 218/2009. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.dnb.nl/binaries/Working%20paper%2018tcm46-220409.pdf>.
15. Bijsterbosch, M., & Dahlhaus, T. (2011). Determinants of Credit-less Recovery. The European Central Bank, Working Paper Series, 1358. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1358.pdf>

16. Bole, V., Prašnikar, J., & Trobec, D. (2011). Crisis and Contagion: Banks and the Real Sector. *The Slovenian Economy: Stranded in Recovery* (zbornik), 51-47.
17. Bole, V., Prašnikar, J., & Trobec, D. (2014). Policy measures in the deleveraging process: A macroprudential evaluation. *Journal of Policy Modeling*, 36(2), 410-432.
18. Calvo, G. A., Izquierdo, A., & Talvi, E. (2006a). The Economics of Sudden Stops in Emerging Economies: Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu http://www.researchgate.net/publication/4981186_Sudden_Stops_and_Phoenix_Miracles_in_Emerging_Markets
19. Calvo, G. A., Izquierdo, A., & Talvi, E. (2006b). Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering Without Credit from Systemic Financial Crises. Inter-american Development Bank Working Paper, 570. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-570.pdf>
20. Cecchetti, S. G., Mohanty, M. S., & Zampolli, F. (2011). The Real Effects of Debt. BIS working papers, 352. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/work352.pdf>
21. Chen, S., Kim, M., Otte, M., Wiseman, K., & Zdzienicka, A. (2015). Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts. IMF Working Paper, 15/35, Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1535.pdf>
22. Claessens, S., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2009). What Happens During Recessions, Crunches and Busts? IMF Working Paper, 08/274. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <https://www.irmf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08274.pdf>
23. Claessens, S., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2009). A recovery Without credit: Possible, but... VOX CEPR's Policy Portal. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/creditless-recoveries-what-do-we-know>
24. Coricelli, F., & Roland, I. (2011). How do Credit Conditions Shape Economic Recoveries? CEPR Discussion Paper 8325. Centre for Economic Policy Research.
25. Dagher, J. C. (2010). Sudden Stops, Output Drops, and Credit Collapses. IMF Working Paper, 10/176. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10176.pdf>
26. Damjan, J. P. (2014). Corporate financial soundness and its impact on firm performance: Implication on corporate debt restructuring in Slovenia. European Bank for Reconstruction and Development, Working Paper No. 168. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.ebrd.com/documents/comms-and-bis/corporate-financial-soundness-and-its-impact-on-firm-performance-implications-for-corporate-debt-restructuring-in-slovenia.pdf>
27. Darvas, Z. (2013). Can Europe Recover Without Credit? Bruegel Policy Contributions 2013/3. Najdeno 12. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/770-can-europe-recover-without-credit>

28. Dasgupta, S., Noe, T. H., & Wang, Z. (2011). Where did all the dollars go? The effect of cash flow shocks on capital and asset structure. *Journal Of Financial and Quantitative Analysis*, 46(5), 1259-1294.
29. Dimelis, S., Giotopoulos, I., & Louri, H. (2015). Can Firms Grow Without Credit? Evidence from the Euro Area, 2005-2011: A Quantile Panel Analysis. Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, GreeSE Paper No. 89. Najdeno 14. aprila 2015 na spletnem naslovu <http://www.lse.ac.uk/europeanInstitute/research/hellenicObservatory/CMS%20pdf/Publications/GreeSE/GreeSE-No-89.pdf>
30. Drobetz, W., Haller, R., Meier, I., & Tarhan, V. (2014). Cash flow sensitivities during financial crises. Hamburg Financial Research Center Working Paper No 6. Najdeno 14. aprila 2015 na spletnem naslovu http://www.corporate-finance-hamburg.de/fileadmin/user_upload/2_Ungeschuetzt/Forschung/Arbeitspapiere/HFRC_Working_Paper_Series_No6.pdf
31. DUTB (2015). Kratko poslovno poročilo Družbe za upravljanje terjatev bank, d.d. za leto 2014. Ljubljana: Družba za upravljanje terjatev bank.
32. ECB (2012). The European Central Bank, Monthly Bulletin February 2012. Najdeno 12. aprila 2015 na spletnem naslovu https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb_201202en_pp69-85en.pdf
33. Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing Constraints and Corporate Investments. *Brookings Papers on Economic Activity*, 19, 141 – 206.
34. Gatchev, V. A., Pulvino, T., & Tarhan, V. (2010). The Interdependent and Intertemporal Nature of Financial Decisions: An Application to Cash Flow Sensitivities. *Journal of Finance* 65(2), 725-763.
35. Huntley, J. (2008). Phoenix Falling: Recovering from Sudden Stops in Emerging Markets. Northwestern University. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.cireqrnontreal.com/wp-content/uploads/2009/10/09-10huntley.pdf>
36. IMF (2009). Is Credit a Vital Ingredient for recovery? Evidence from Industry-Level Data. V *World Economic Outlook 2009* (str. 115-117). Washington D.C.: International Monetary Fund.
37. IMF (2015). Republic of Slovenia, 2014 Article IV Consultation. Washington D.C.: International Monetary Fund.
38. Juselius, M., & Drehmann, M. (2014). Growthless Credit Booms and Creditless Recoveries (preliminary draft). Bank for International Settlement. Najdeno 29. marca 2015 na spletnem naslovu http://www.bis.org/events/conf140909/juselius_drehmann_paper.pdf
39. Kannan, P. (2010). Credit conditions and recoveries from recessions associated with financial crises. IMF Working Paper, 10/83. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1083.pdf>
40. Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do Investment – Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints. *The Quarterly Journal of Economics*, 115, 169 – 215.

41. Laeven, L. A., & Valencia, F. (2008). The Real Effects of Financial Sector Interventions During Crises. IMF Working Paper, 11/45. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <https://www.irmf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1145.pdf>
42. *Debt and Deleveraging: Uneven progress on the path to growth*. McKinsey. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/uneven_progress_on_the_path_to_growth
43. Meriküll, J. (2012). Households Borrowing During a Creditless Recovery. Eesti Pank Working Paper 2/2012. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.eestipank.ee/en/publication/working-papers/2012/22012-jaanika-merikull-households-borrowing-during-creditless-recovery>
44. Modra zavarovalnica (2014a). Letno poročilo Zaprtega vzajemnega pokojninskega sklada za javne uslužbence za leto 2014. Ljubljana: Modra zavarovalnica.
45. Modra zavarovalnica (2014b). Letno poročilo Kapitalskega vzajemnega pokojninskega sklada za leto 2014. Ljubljana: Modra zavarovalnica.
46. Ostergaard, C., Sasson, A., & Sørensen, B. E. (2011). The marginal value of cash, cash flow sensitivities, and bank-finance shocks in nonlisted firms. CEPR Discussion Paper 8278. Centre for Economic Policy Research.
47. Prašnikar, J., Domadenik, P., & Koman, M. (2015). Skrivnost državne lastnine v Sloveniji. Ekonomska fakulteta v Ljubljani. Najdeno 1. decembra 2015 na http://webv3ef.ef.uni-lj.si/_documents/wp/Skrivnost_drzavne_lastnine_v_Sloveniji.pdf
48. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 88(3), pp. 559-586.
49. SI-STAT (b.l.). Podatkovni portal Statističnega urada Republike Slovenije. Najdeno 31.12. 2015 na spletnem naslovu <http://pxweb.stat.si/pxweb/Database/Ekonomsko/Ekonomsko.asp>
50. Sugawara, N., & Zalduendo, J. (2013). Credit-less Recoveries. Neither a Rare nor an Insurmountable Challenge. The World Bank Policy Research Paper, 6459. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-6459>
51. Takáts, E., & Upper, C. (2013). Credit and Growth after Financial Crises. BIS working papers, 416. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/work416.pdf>
52. Tornell, A., & Westermann, F. (2002). Boom-Bust Cycles in Middle Income Countries: Facts and Explanation. NBER Working Paper, No. 9219. Najdeno 5. aprila 2015 na spletnem naslovu <https://www.nber.org/papers/w9219.pdf>
53. UniCredit. (2012). CEE Banking Outlook – Banking in CEE: The New “Normal”. UniCredit CEE Strategic Analysis, January 2012. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu http://www.unicreditbulbank.bg/weblayout/groups/bulbankwebsite/documents/bbproductdocument/cee_banking_outlook_2012.pdf
54. Vilas-Ghiso, S. J., & Liverman, D. M., (2006). Scale, Technique and Composition Effects in the Mexican Agricultural Sector: The Influence of NAFTA and the

- Institutional Environment. University of Oxford Environmental Change Institute Research paper 05. Najdeno 2. julija 2015 na spletnem naslovu <http://www3.cec.org/islandora/en/item/2258-scale-technique-and-composition-effect-in-mexican-gricultural-sector-influence-en.pdf>
55. Wood, R. (2014). Eurozone: Creditless Recovery. The Berenberg Bank Macro News. Najdeno 14. aprila 2015 na spletnem naslovu <https://www.berenberg.de/en/macro-news-creditless-recovery.html>
56. Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju, *Uradni list RS* št. 13/14 – uradno prečiščeno besedilo in 10/15 – popravek.
57. Zarazaga, C. E. J. M. (2006). The Role of Total Factor Productivity in “Phoenix Miracles”: Insights from an Emerging Market Crisis. Federal Reserve Bank of Dallas Research Department Working Paper, 0605. Najdeno 22. marca 2015 na spletnem naslovu <http://dallasfed.org/assets/documents/research/papers/2006/0605.pdf>
58. Zavarovalnica Triglav (2014). Letno poročilo Skupine Triglav 2014. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav.

PRILOGA

Tabela: Primerjava postavk izkazov in kazalnikov med podjetji z brez kreditno rastjo in ostalimi podjetji

Postavka izkazov ali kazalnik	2012			2014			Rast 2012-2014		
	Feniks	Ne-feniks	Razlika	Feniks	Ne-feniks	Razlika	Feniks	Ne-feniks	Razlika rasti
1 Bilančna vsota	4.137	2.699	1.438	4.080	2.675	1.405	-1,4%	-0,9%	-0,5 o.t.
2 Denar in ustrezniki	116	100	17	184	117	67	58,3%	17,5%	40,8 o.t.
3 Investicije v OS	196	137	59	130	142	-12	-33,8%	3,4%	-37,2 o.t.
4 Dodana vrednost	713	606	107	892	556	336	25,1%	-8,3%	33,4 o.t.
5 EBITDA	279	247	32	401	202	198	43,6%	-18,0%	61,6 o.t.
6 EBITDA marža	8,8%	12,3%	-3,5 o.t.	15,8%	8,9%	6,9 o.t.	7,0 o.t.	-3,4 o.t.	10,4 o.t.
7 EBITDA/bilančna vsota	9,1%	11,2%	-2,1 o.t.	14,8%	7,2%	7,6 o.t.	5,7 o.t.	-4,0 o.t.	9,7 o.t.
8 Finančni dolg	1.450	787	664	1.151	819	332	-20,6%	4,1%	-24,7 o.t.
9 Neto finančni dolg	1.334	687	647	967	702	265	-27,5%	2,1%	-29,6 o.t.
10 Finančni dolg do bank	1.093	494	600	852	472	380	-22,1%	-4,4%	-17,7 o.t.
11 Finančni dolg/bilančna vsota	26,4%	24,9%	1,4 o.t.	18,2%	26,8%	-8,6 o.t.	-8,1 o.t.	1,9 o.t.	-10,0 o.t.
12 Delež finančnega dolga do bank	33,0%	34,3%	-1,2 o.t.	26,6%	33,2%	-6,6 o.t.	-6,5 o.t.	-1,1 o.t.	-5,4 o.t.
13 Delež kratkoročnega finančnega dolga	37,5%	40,8%	-3,3 o.t.	29,8%	42,8%	-12,9 o.t.	-7,7 o.t.	1,9 o.t.	-9,6 o.t.
14 Neto finančni dolg/EBITDA	4,7	4,0	0,6	1,4	5,1	-3,7	-3,3	1,1	-4,3
15 Kapital	1.826	1.233	592	2.031	1.218	813	11,3%	-1,2%	12,5 o.t.
16 Kapital/bilančna vsota	37,7%	37,9%	-0,3 o.t.	44,3%	37,9%	6,4 o.t.	6,6 o.t.	-0,1 o.t.	6,7 o.t.
17 Kratkoročne poslovne terjatve/bilančna vsota	31,0%	31,2%	-0,2 o.t.	30,4%	29,7%	0,8 o.t.	-0,6 o.t.	-1,6 o.t.	1,0 o.t.
18 Kratkoročne posl. obveznosti/bilančna vsota	31,6%	32,4%	-0,8 o.t.	32,6%	31,2%	1,5 o.t.	1,0 o.t.	-1,2 o.t.	2,3 o.t.
19 Prihodki iz prodaje	3.634	2.533	1.101	3.922	2.397	1.524	7,9%	-5,4%	13,3 o.t.

se nadaljuje

nadaljevanje

Postavka izkazov ali kazalnik	2012			2014			Rast 2012-2014		
	Feniks	Ne-feniks	Razlika	Feniks	Ne-feniks	Razlika	Feniks	Ne-feniks	Razlika rasti
20 ΔPrihodki iz prodaje(glede na predhodnje leto)	130	41	89	165	-12	177	26,6%	-130,2%	156,7 o.t.
21 Delež domačega prometa	84,5%	86,6%	-2,1 o.t.	83,3%	86,0%	-2,7 o.t.	-1,2 o.t.	-0,6 o.t.	-0,6 o.t.
22 Presežek neto obr. kapitala/Bilančna vsota	34,0%	33,0%	1,0 o.t.	36,6%	35,2%	1,4 o.t.	2,6 o.t.	2,1 o.t.	0,4 o.t.
23 Neto obratni kapital/Prihodki od prodaje	9,9%	13,8%	-3,9 o.t.	14,7%	14,8%	-0,1 o.t.	4,8 o.t.	1,0 o.t.	3,8 o.t.
24 Dolgoročno fin. dolgoročnih sredstev in zalog	5,4	5,6	-0,3	6,5	6,0	0,5	1,1	0,4	0,7
25 Pospešeni koeficient	2,2%	2,5%	-0,4 o.t.	2,7%	3,7%	-1,1 o.t.	0,5 o.t.	1,2 o.t.	-0,7 o.t.
26 Profitna marža (%)	1,8%	2,6%	-0,9 o.t.	4,0%	-2,6%	6,6 o.t.	2,2 o.t.	-5,3 o.t.	7,5 o.t.
27 Donosnost tekočega poslovanja	1,9%	5,0%	-3,1 o.t.	7,6%	-0,1%	7,8 o.t.	5,7 o.t.	-5,1 o.t.	10,8 o.t.
28 EBITDA v prihodkih iz prodaje	8,8%	12,3%	-3,5 o.t.	15,8%	8,9%	6,9 o.t.	7,0 o.t.	-3,4 o.t.	10,4 o.t.
29 ROE	3,3%	4,4%	-1,1 o.t.	7,5%	1,4%	6,1 o.t.	4,2 o.t.	-3,0 o.t.	7,2 o.t.
30 Dnevi vezave zalog	39	46	-6	36	50	-14	-3,3	4,2	-7,5
31 Dnevi vezave kratkoročnih poslovnih terjatev	98	99	-1	88	109	-21	-9,2	10,7	-19,9
32 Dnevi vezave kratk. poslovnih obveznosti	107	114	-8	104	120	-16	-3,1	5,6	-8,7
33 Delež stroškov financ. v prihodkih od prodaje	2,1%	2,6%	-0,5 o.t.	1,9%	3,1%	-1,2 o.t.	-0,2 o.t.	0,5 o.t.	-0,7 o.t.
34 Proste nepremičnine(Nep.-FD)/Bilančna vsota	-7,3%	-6,1%	0,0 o.t.	0,3%	-7,0%	7,4 o.t.	7,6 o.t.	-0,9 o.t.	8,5 o.t.
35 Nabavna vrednost blaga in materiala/Prihodki	20,3%	20,5%	-0,2 o.t.	19,6%	20,9%	-1,3 o.t.	-0,8 o.t.	0,4 o.t.	-1,2 o.t.
36 Stroški energije/Prihodki	3,6%	3,5%	0,1 o.t.	3,1%	3,5%	-0,4 o.t.	-0,5 o.t.	0,0 o.t.	-0,5 o.t.