

## Povzetek

S procesom približevanja Slovenije EU in liberalizacijo kapitalskih tokov ter vstopom v EMU se je povečala vpetost Slovenije v mednarodne finančne in denarne tokove. To je vplivalo na hitrejšo rast finančnih tokov v Sloveniji v zadnjih letih in postopno zmanjševanje zaostanka razvitosti slovenskega finančnega sektorja za povprečjem EU in EMU<sup>1</sup>. Kljub pospešenemu dohitevanju pa je zaostanek na tem področju še visok in tudi presega zaostanek, ki ga ima Slovenija po kazalcu gospodarske razvitosti (bruto domači proizvod na prebivalca po kupni moči), kjer je leta 2007 dosegla 89 % povprečja EU oziroma 81 % povprečja EMU.

Najpomembnejši segment slovenskega finančnega sektorja so banke, kjer v zadnjih letih prihaja do nekoliko hitrejšega napredka. Kljub temu Slovenija ravno pri kazalniku bilančne vsote bank v primerjavi z BDP beleži največji zaostanek, saj dosega le dobro tretjino povprečja EMU. Na drugih dveh segmentih (zavarovalništvo, trg kapitala) je relativni razvojni zaostanek manjši.

Obseg kreditov bank nebančnim sektorjem v primerjavi z BDP v Sloveniji je najnižji med državami EMU, leta 2007 je dosegal dve tretjini povprečja EMU. Pri tem je zaostanek pri deležu kreditov podjetjem in NFI relativno manjši kot pri deležu kreditov gospodinjstvom. Zadolževanje podjetij in NFI je bilo v zadnjih letih tudi bolj intenzivno kot zadolževanje gospodinjstev, tako da so prispevala 80 % celotnega neto zadolževanja domačih nebančnih sektorjev. K temu je prispevala tudi preusmeritev podjetij in NFI iz zadolževanja na tujih trgih k zadolževanju pri domačih bankah skladno s procesom konvergence obrestnih mer in izboljšanjem pogojev zadolževanja v Sloveniji po letu 2004. V razvitejših finančnih sistemih je pomemben del kreditne aktivnosti tudi zadolževanje gospodinjstev. V Sloveniji je zadolženost gospodinjstev, kljub razmeroma obsežnemu najemanju bančnih kreditov v zadnjih letih, relativno (glede na BDP) še vedno najnižja med vsemi državami članicami EMU. Zaostanek je relativno večji pri stanovanjskih kot pri potrošniških kreditih gospodinjstvom, čeprav prvi v zadnjih letih rastejo hitreje.

Visoka rast kreditov v zadnjih letih ni značilna le za Slovenijo, saj se je tudi v razvitih finančnih sistemih v obdobju konjunktore in nizkih obrestnih mer kreditna aktivnost bank precej okrepila. V Sloveniji pa je bila ta rast relativno višja kot v povprečju evrskih držav.

V Sloveniji so banke v procesu konvergence obrestnih mer na evropsko raven nekoliko hitreje zniževale pasivne obrestne mere, ki se že več kot leto in pol ohranjajo na nižji ravni od evropskega povprečja, nasprotno pa so aktivne obrestne višje od povprečja v EMU. Pri tem med aktivnimi obrestnimi merami do največjih razlik med Slovenijo in povprečjem EMU prihaja pri obrestnih merah za stanovanjske kredite prebivalstvu, razlike med obrestnimi merami za potrošniške kredite in kredite podjetjem pa so nekoliko nižje.

Prebivalstvo prilagaja strukturo svojih prihrankov spremembam obrestnih mer in večji ponudbi na trgu. Zniževanje pasivnih obrestnih mer je v zadnjih letih vplivalo na nižje stopnje rasti varčevanja prebivalstva v bankah. Ob večinoma ugodnih

<sup>1</sup> Po vstopu Slovenije v EMU je smiselno razvitost slovenskega finančnega sektorja primerjati s povprečjem evrskega območja; tu je zaostanek nekoliko večji kot v primerjavi s povprečjem EU. Na drugi strani Slovenija po razvitosti finančnega sektorja dosega relativno boljše rezultate od večine novih držav članic EU.

gibanjih na kapitalskih trgih doma in v tujini (do avgusta lani), večji domači in tuji ponudbi in intenzivnejšem trženju se je v zadnjih letih močno okrepilo varčevanje prebivalstva v vzajemnih skladih. Obseg sredstev v vzajemnih skladih je konec preteklega leta tako dosegal že skoraj četrtno vlog prebivalstva v bankah. Postopoma pridobivajo na pomenu tudi pokojninski skladi.

Nizke stopnje rasti bančnih depozitov in visoko povpraševanje po kreditih sta privedla do vse večjega zunanjega financiranja bank, večinoma najemanja dolgoročnih posojil v tujini. To je vplivalo tudi na spremembe v pasivi bilanc domačih bank, kjer se krepi delež tujih virov financiranja. Po izbruhu mednarodne finančne krize avgusta 2007 pa so banke v zaostrenih razmerah na medbančnem trgu povečale obseg kratkoročnega zadolževanja v tujini. Glede na to, da ta sredstva naprej v veliki meri posojajo na dolgi rok, to poslabšuje ročnostno usklajenost in s tem povečuje likvidnostno tveganje. Pospešeno zadolževanje v tujini je vplivalo na rast skupnega bruto zunanjega dolga, ki je konec leta 2007 dosegel 102,4 % BDP. Čeprav bruto zunanji dolg narašča relativno hitro v primerjavi z drugimi članicami EMU, je Slovenija med državami evrskega območja še vedno najmanj zadolžena.

Poleg večjega zadolževanja zlasti domačih bank v tujini se je z vstopom Slovenije v EU in EMU povečala tudi vpetost Slovenije v druge mednarodne finančne in kapitalske tokove. Povečala sta se obseg terjatev do tujine, predvsem naložbe v vrednostne papirje, neposredne investicije v tujino, komercialni krediti in bančna posojila, in tudi obseg obveznosti, kjer so se poleg najetih posojil povečale tudi vloge tujih bank, komercialni krediti, naložbe tujcev v vrednostne papirje in le v manjši meri neposredne tuje investicije. Pri tem je skupni obseg obveznosti naraščal hitreje od obsega terjatev, zato se je neto finančna pozicija iz presežka prevesila v primanjkljaj. Večino primanjkljaja predstavlja neto zunanji dolg, ki je konec leta 2007 v deležu BDP predstavljal 18,9 %. Primanjkljaj neto finančne pozicije pa je konec leta znašal 21,9 % BDP.

Vplivi finančne krize, ki se je začela avgusta 2007, se glede na vpetost in izpostavljenost finančnih sektorjev zunanjim šokom med državami kažejo v različnem obsegu. Dosedanje skupne izgube bank in ostalih finančnih institucij na svetovni ravni znašajo nekaj čez 300 milijard USD, MDS pa ocenjuje, da bodo skupne izgube presegle 900 milijard USD. Posledice bo glede na obseg krize poleg finančnega občutil tudi realni sektor gospodarstva, vendar se ti učinki med državami precej razlikujejo. Neposredni vpliv finančne krize, ki je prisoten v vseh državah, je povišanje obrestnih mer na medbančnih trgih zaradi zaostrovanja razmer na teh trgih ter manjšega zaupanja med bančnimi subjekti. Drugim neposrednim učinkom finančne krize pa so relativno manj izpostavljene države, med katere sodi tudi Slovenija, kjer so sodobni finančni instrumenti slabše razviti kot v ZDA in starejših članicah EU. Povečano tveganje, povezano s posledicami finančne krize, se v teh državah kaže predvsem v primeru tesnejših povezav z izpostavljenimi bankami v tujini. Pri tem samo odvisnost od tujega financiranja še ne pomeni nujno tudi večjih negativnih učinkov finančne krize, povečuje pa s tem povezana tveganja. V Sloveniji je zaostrovanje razmer na medbančnih trgih vplivalo predvsem na težjo dostopnost dolgoročnih tujih posojil, kar se kaže v krepitvi kratkoročnega zadolževanja v tujini.

## Uvod

V Sloveniji je finančni sektor v primerjavami z državami EU še relativno slabo razvit, do opaznejših razvojnih premikov prihaja šele v zadnjih letih, zlasti v bančnem sektorju, kjer se krepi kreditna aktivnost in povečuje vpetost v mednarodne denarne in kapitalske tokove. Glede na pomen razvitosti finančnega sektorja za delovanje celotnega gospodarstva takšni premiki povečujejo možnosti za hitrejšo gospodarsko rast (Jazbec in Masten, 2004, str. 95), pri čemer pa je ključnega pomena, da je ta razvoj kakovosten oziroma da se zaradi hitrejšega razvoja prekomerno ne povečajo tveganja, povezana z večjo izpostavljenostjo zunanjim šokom.

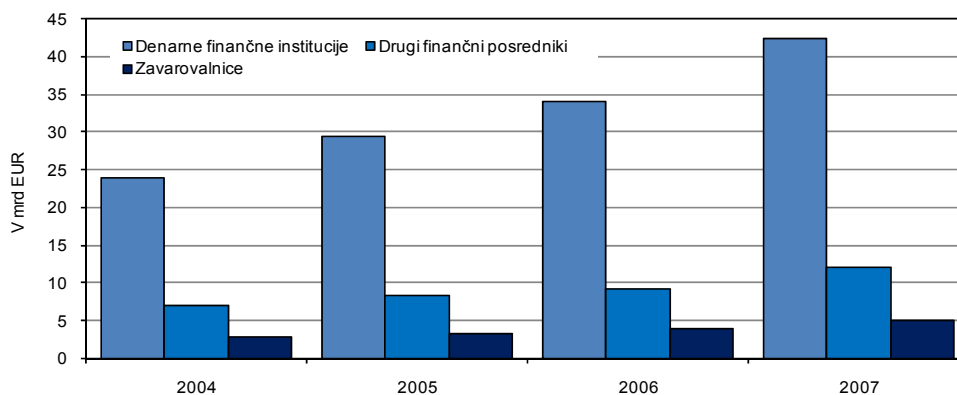
V analizi se osredotočamo predvsem na razvitost slovenskega bančnega sektorja in gibanja finančnih tokov doma in s tujino v zadnjih letih. Skozi analizo kreditne aktivnosti bank, varčevanja prebivalstva, zadolževanja v tujini in drugih kapitalskih tokov s tujino ugotavljamo poglobljene trende v zadnjih letih in njihov pomen za razvitost bančnega sektorja. V zadnjem poglavju predstavljamo še vplive mednarodne finančne krize, ki se je začela avgusta 2007, na finančni sektor v razvitih gospodarstvih in ocenjujemo morebitne posledice za slovenski finančni sektor in gospodarstvo.

## 1. Razvitost finančnega sektorja

### 1.1. Finančni sektor v Sloveniji in njegova razvitost v primerjavi z EMU

Največji delež znotraj finančnega sektorja v Sloveniji imajo banke; v zadnjih letih ni prišlo do bistvenih sprememb v strukturi, saj vsi segmenti rastejo približno enakomerno. V slovenskem finančnem sektorju imajo največji delež banke (okoli 60 % skupne bilančne vsote), sledijo jim drugi finančni posredniki, relativno pa je najnižji delež zavarovalnic. Struktura finančnega sektorja se v zadnjih letih ni bistveno spremenila, saj vsi sektorji glede na bilančno vsoto rastejo po podobnih stopnjah.

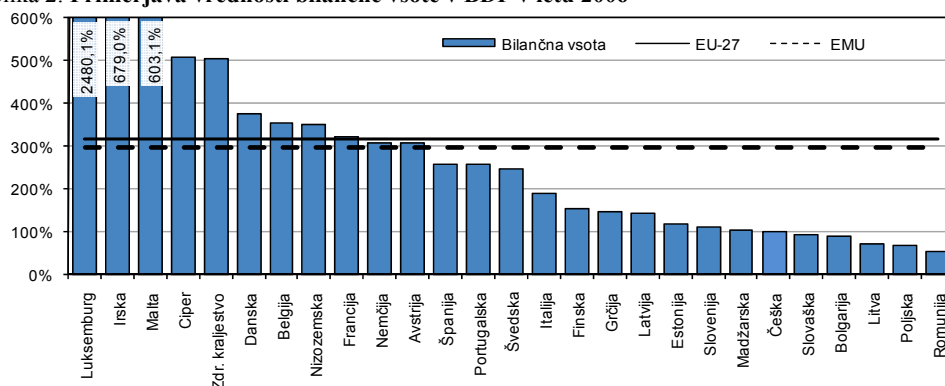
Slika 1: Obseg in rast bilančne vsote posameznih sektorjev v slovenskem finančnem sektorju



Viri: BS, AJPES

Kazalniki razvitosti slovenskega bančnega sektorja nakazujejo, da je zaostanek za povprečjem EMU še vedno precej visok in se le počasi zmanjšuje. Najpomembnejši segment slovenskega finančnega sektorja so banke, kjer pa prihaja do nekoliko hitrejšega napredka šele v zadnjih letih, ko so se zaradi vstopa v EMU občutno znižale obrestne mere, prav tako pa je bilo po letu 2004 in zlasti po letu 2007 bistveno omejeno tudi devizno tveganje, kar je močno okrepilo kreditno aktivnost bank in s tem tudi rast njihove bilančne vsote. Kljub temu Slovenija ravno pri kazalniku bilančne vsote bank v primerjavi z BDP beleži največji razvojni zaostanek, saj dosega le dobro tretjino povprečja EMU.

Slika 2: Primerjava vrednosti bilančne vsote v BDP v letu 2006

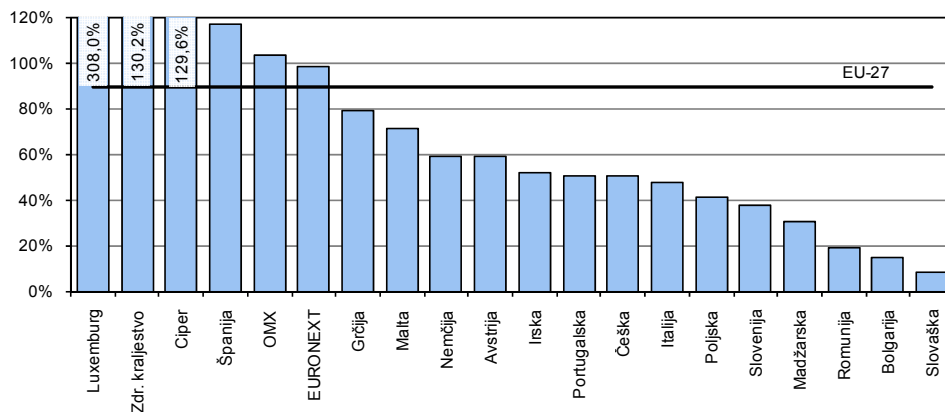


Viri: SURS, EUROSTAT, BS, ECB, LBo, Slovensko zavarovalno združenje, Sigma: World Insurance in 2006

Glede razvitosti finančnih storitev je Slovenija najbližje evropskemu povprečju na področju trga kapitala, na področju zavarovalništva pa je zaostanek nekoliko večji<sup>2</sup>. Tržna kapitalizacija delnic na Ljubljanski borzi se je v zadnjih dveh letih skoraj potrojila. Velik del rasti je posledica rasti vrednosti delnic, pomemben prispevek pa je imela tudi uvrstitev delnic nekaterih podjetij v državni lasti na borzo. Kazalnik tržne kapitalizacije delnic glede na BDP je tako konec leta 2007 dosegel že približno dve tretjini evropskega povprečja. Letos pa bi se zaradi večjega upada tržne kapitalizacije delnic v prvem četrtletju razlika lahko ponovno nekoliko okrepila. Nekoliko večji razvojni razkorak kot na kapitalskem trgu beležimo na področju zavarovalništva (približno 60 % povprečja EU), kjer se zaostanek v letu 2006 že drugo leto zapored ni zmanjšal. Postopoma se v korist razvitejših finančnih storitev (življenjska zavarovanja) izboljšuje le struktura zavarovalnih premij, vendar pa življenjska zavarovanja še vedno predstavljajo slabo tretjino vseh premij, oziroma približno polovico evropskega povprečja.

<sup>2</sup> Merjeno samo s tržno kapitalizacijo delnic v BDP. Zavedamo se, da gre za sintetičen kazalnik, ki nikakor ne more predstaviti celotne slike stanja finančnega sektorja, vendar se v mednarodnih primerjavah najpogosteje uporablja kot približek za merjenje razvitosti trga kapitala.

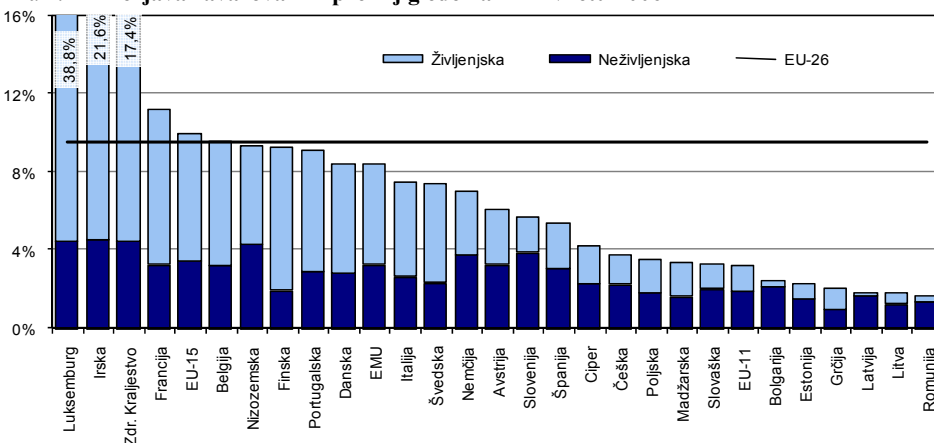
Slika 3: Primerjava vrednosti tržne kapitalizacije delnic glede na BDP v letu 2007



Viri: SURS, EUROSTAT, LBo

Opomba: Euronext: od 01/2001: Amsterdam-Bruselj-Pariz; od 02/2002: + Lizbona, OMX: nordijski in baltski trg

Slika 4: Primerjava zavarovalnih premij glede na BDP v letu 2006



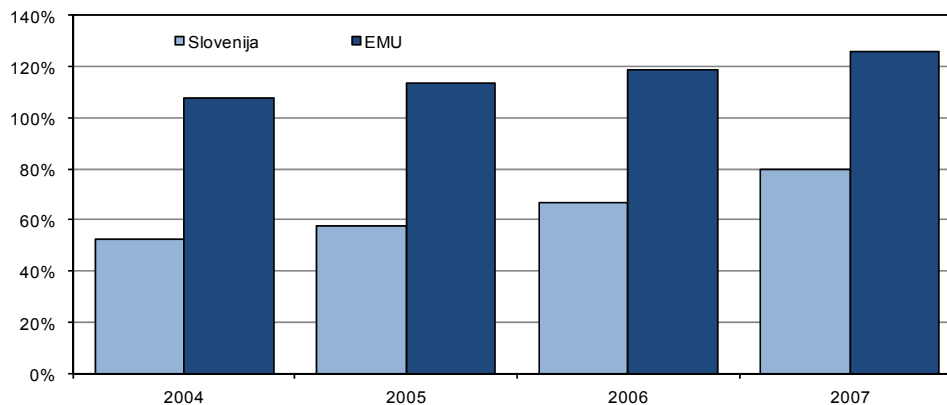
Viri: SURS, EUROSTAT, LBo, Slovensko zavarovalno združenje, Sigma: World Insurance in 2006

## 1.2. Primerjava slovenskega bančnega sektorja z bančnimi sektorji v EMU

*Primerjava razvitosti slovenskega bančnega sektorja z EMU kaže, da je naš bančni sektor relativno slabo razvit.* Delež bilančne vsote bančnega sektorja glede na BDP v Sloveniji dosega le tretjino povprečja EMU (glej poglavje 1.1). Obseg kreditov bank nebančnim sektorjem v primerjavi z BDP v Sloveniji je najnižji med državami EMU, leta 2007 pa je dosegal dve tretjini povprečja EMU, kar je sicer skoraj za polovico več kot v letu ob vstopu v EU (glej Slika 5). Pri tem je zaostanek pri deležu kreditov podjetjem in NFI relativno manjši kot pri kreditih gospodinjstvom.

**Zaostanek za povprečjem EMU pri deležu kreditov podjetjem in NFI je relativno majhen.** Pri deležu kreditov podjetjem in NFI v primerjavi z BDP le malenkostno (dobri 2 o. t.) zaostajamo za povprečjem EMU, ki je bilo v letu 2007 na ravni dobrih 60 %. Delež kreditov podjetjem v primerjavi z BDP (brez NFI) pa že presega povprečje EMU. Razlog za razmeroma velik pomen bančnih kreditov pri financiranju podjetniškega sektorja gre najbrž iskati v strukturi slovenskega finančnega sistema, ki je bančno zasnovan, oziroma v nezadostni razvitosti finančnega sektorja oz. plitvosti domačega finančnega trga. Druge možnosti za financiranje podjetij so namreč še precej omejene<sup>3</sup>. Tudi v nekaterih nam primerljivo razvitih državah članicah EU (Portugalska in Španija) podobni razlogi vplivajo na visoko odvisnost podjetij od bančnega sistema, delež kreditov podjetij v primerjavi z BDP v teh državah tudi precej presega slovensko raven.

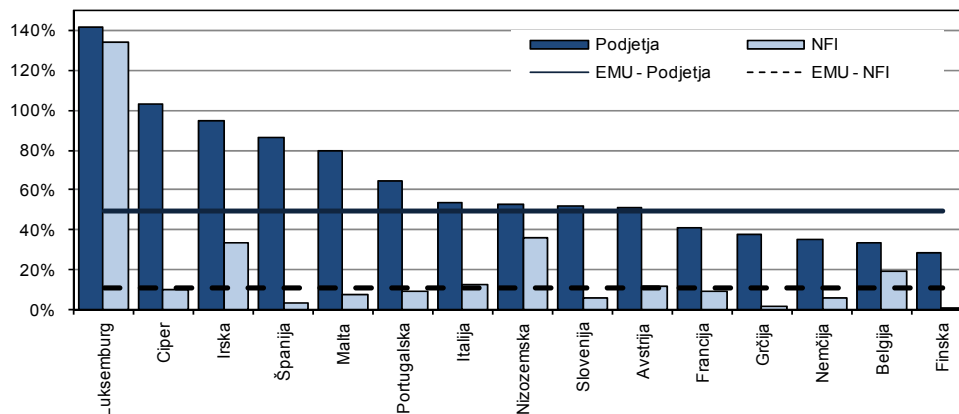
Slika 5: Primerjava deležev kreditov nebančnemu sektorju glede na BDP



Viri: BS, ECB, SURS, EUROSTAT; preračuni UMAR

<sup>3</sup> K večji vlogi preostalih segmentov finančnega trga bi lahko prispeval tudi prvi del privatizacije druge največje banke, ki je potekal preko javne ponudbe vrednostnih papirjev. Glede na velik interes vlagateljev so se za takšen način pridobivanja finančnih sredstev odločili še nekateri izmed možnih izdajateljev, vendar pa so v prvi polovici leta razmere na kapitalstkih trgih takšnemu načinu financiranja precej nenaklonjene. Eden izmed možnih virov financiranja so tudi skladi tveganega kapitala, a je dejavnost kljub sprejeti zakonski osnovi še vedno slabo razvita.

Slika 6: Primerjava deležev kreditov podjetij in NFI v BDP v letu 2007



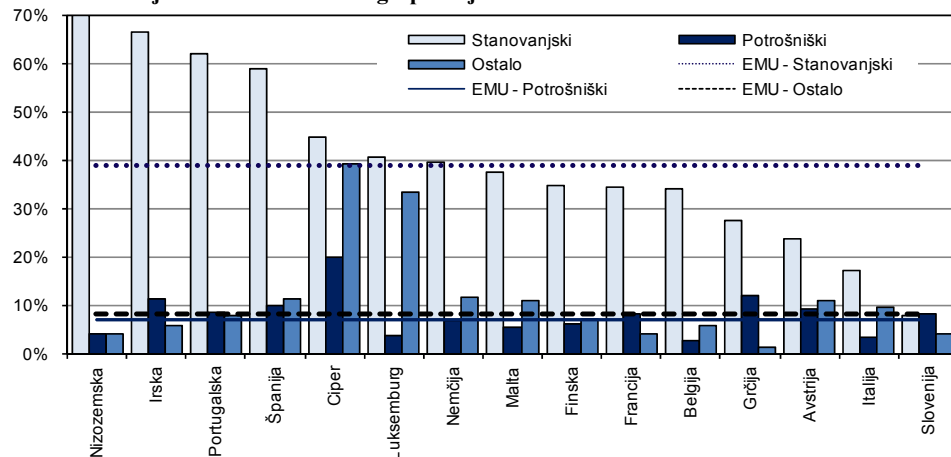
Viri: BS, ECB, SURS, EUROSTAT; preračuni UMAR

Zadolženost gospodinjstev je v Sloveniji še vedno relativno nizka, predvsem zaradi nizkega deleža stanovanjskih kreditov glede na BDP v primerjavi s povprečjem EMU. V razvitejših finančnih sistemih pomemben del kreditne aktivnosti predstavlja tudi zadolževanje gospodinjstev, v Sloveniji pa so ta, kljub razmeroma obsežnemu zadolževanju v zadnjih letih, relativno (glede na BDP) še vedno najmanj zadolžena med vsemi državami članicami EMU. Povprečna zadolženost gospodinjstev v EMU, merjena v deležu posojil v BDP, je leta 2006 znašala 54,3 %, v EU pa 44,8 %. Delež kreditov gospodinjstvom glede na BDP pa je v Sloveniji leta 2007 znašal 20,3 % BDP. Zaostanek je največji na področju stanovanjskih kreditov, saj njihov delež v primerjavi z BDP dosega le dobro petino povprečja EMU (glej Sliko 6). Skupni delež potrošniških in kreditov za ostale namene v BDP je bil leta 2007 v Sloveniji za petino nižji kot v EMU, kjer se je v zadnjih letih gibal na ravni okrog 15,7 %. Podrobnejša primerjava pokaže, da Slovenija presega povprečje EMU na področju potrošniških kreditov, ki se v zadnjih letih sicer krepijo precej počasneje od stanovanjskih. Delež kreditov gospodinjstev za ostale namene pa dosega le slabo polovico ravni EMU.

Obseg stanovanjskih kreditov v Sloveniji je sicer relativno nizek, vendar ti krediti v zadnjih letih beležijo najvišje stopnje rasti med krediti gospodinjstvom. Med razlogi za relativno majhen obseg stanovanjskih kreditov so skromna razvitost njihove ponudbe v preteklosti, razmeroma ugodni pogoji odkupa stanovanj v procesu privatizacije v prvi polovici devetdesetih let, zaradi česar tedaj ni prišlo do povečanega povpraševanja po teh kreditih, poleg tega pa tudi v razmeroma slabo razvitem inštitucionalnem okviru<sup>4</sup>, kjer šele v zadnjih letih prihaja do postopnih izboljšav, ki so tudi prispevale k hitrejši rasti tovrstnega financiranja v zadnjih letih. Poleg povečane konkurence ter posledično izboljšane ponudbe bank na tem področju je bil večji obseg najemanja stanovanjskih kreditov v zadnjih letih močno spodbujen tudi z nižjimi obrestnimi merami.

<sup>4</sup> Težave so bile z neažurno zemljiško knjigo, neurejenimi razmerami na področju izvršbe (predolgi sodni postopki) in hipotekarnega bančništva.

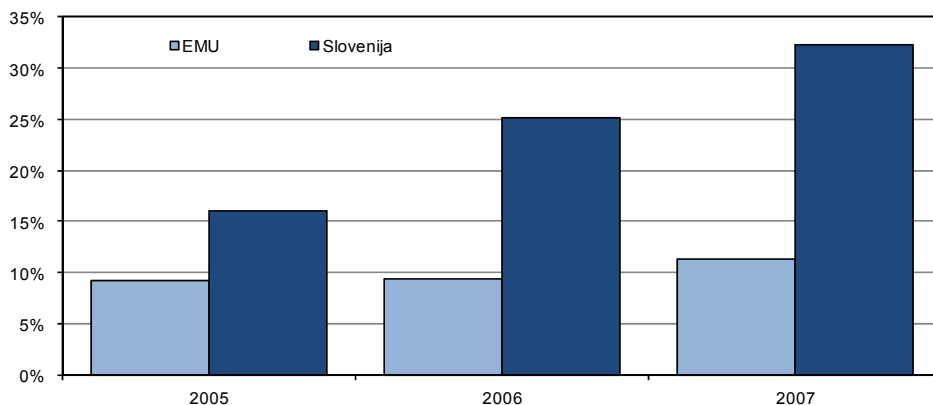
Slika 7: Primerjava deležev kreditov gospodinjstev v BDP za leto 2007



Viri: BS, ECB, SURS, EUROSTAT; preračuni UMAR

Podobno kot v Sloveniji se je tudi v razvitih finančnih sistemih v obdobju konjunktore in nizkih obrestnih mer kreditna aktivnost bank precej okrepila. V EMU se je v zadnjih treh letih skupni obseg kreditov v povprečju letno povečal za desetino, v Sloveniji pa je bila rast skoraj 25-odstotna, kar se je posledično odrazilo v nekoliko hitrejšem dohitevanju Slovenije povprečja EMU. Največji obseg predstavlja zadolževanje podjetniškega sektorja, ki je v tem obdobju beležilo višjo stopnjo rasti obsega kreditov kot gospodinjstva.

Slika 8: Primerjava medletnih stopenj rasti obsega kreditov nebančnim sektorjem



Viri: BS, ECB, SURS, EUROSTAT; preračuni UMAR

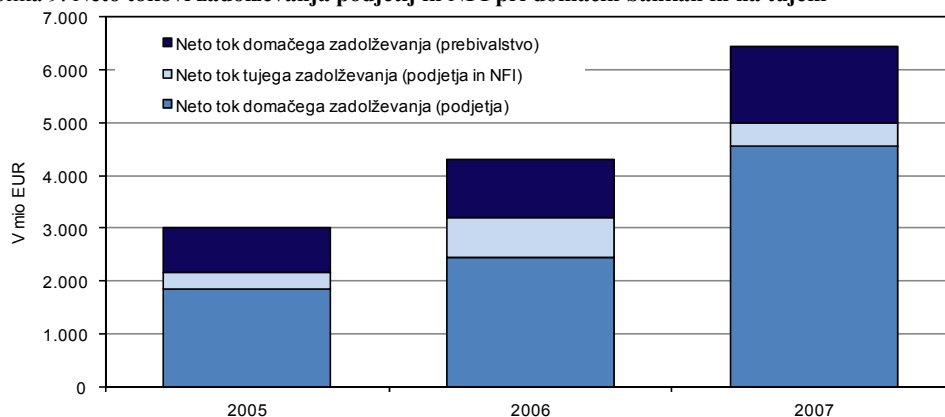


## 2. Analiza finančnih gibanj in tokov v bankah in vzajemnih skladih

### 2.1. Kreditna aktivnost domačih bank

*Po vstopu Slovenije v EU se je kreditna aktivnost domačih bank nepretrgano krepila. V prvem letu in pol po vstopu se je nadaljevalo upadanje obrestnih mer, ki se je pričelo že s procesom njihove konvergence proti evropskemu povprečju leta 2003. Krepilo se je zadolževanje prebivalstva, še bolj pa podjetja in NFI. Najvišje stopnje rasti je beležilo devizno zadolževanje, saj so bile obrestne mere za tovrstne kredite ugodnejše od obrestnih mer za kredite v domači valuti, obenem pa je Slovenija ob koncu prve polovice leta 2004 vstopila v sistem ERM II, kar je precej zmanjšalo devizno tveganje, saj so se takrat devizni krediti pretežno najemali v evrih. V začetku leta 2004 so devizni krediti predstavljali približno četrtnino vseh kreditov domačih bank nebančnim sektorjem, pred vstopom Slovenije v EMU pa je njihov delež narasel že na skoraj dve tretjini. Ker pa je bilo velik del najetih deviznih kreditov denominiranih v EUR, je ob vstopu v EMU njihov delež upadel na manj kot 5 % (večino predstavljajo krediti v CHF, manjši meri tudi v GBP in USD).*

Slika 9: Neto tokovi zadolževanja podjetij in NFI pri domačih bankah in na tujem

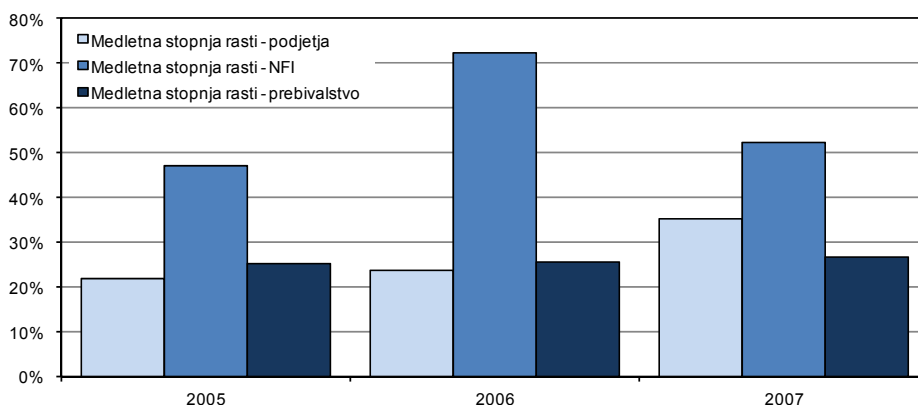


Vir: BS; preračuni UMAR

K okrepljeni rasti zadolževanja so največ prispevala podjetja in NFI, ki so predstavljala 80 % celotnega neto zadolževanja domačih nebančnih sektorjev. Podjetja in NFI so se zaradi konvergence obrestnih mer in izboljšanih pogojev zadolževanja zaradi nekoliko večje konkurence med bankami v Sloveniji po letu 2004 postopoma preusmerjala iz zadolževanja na tujih trgih k domačemu zadolževanju. Padajoče obrestne mere so tako dodatno spodbudile povpraševanje podjetij in NFI po kreditih, ki je v teh letih naraščalo tudi zaradi ugodnih konjunkturalnih razmer v mednarodnem okolju, ki so pozitivno vplivale na domačo gospodarsko aktivnost. Poleg tega je povpraševanje po kreditih dodatno okrepila tudi razmeroma visoka prevzemna aktivnost v zadnjih letih. Po podatkih Banke Slovenije so bile pri prevzemih precej aktivne predvsem nederivativne finančne

institucije, ki so zlasti v preteklem letu močno okrepile zadolževanje; rast bančnih kreditov tem institucijam je presegla 50 % (delež NFI znotraj kreditov podjetjem in NFI je konec leta 2007 predstavljal 10,1 %). Zlasti v letu 2007 pa so k rasti zadolževanja najverjetneje nekaj prispevale tudi nizke realne obrestne mere, ki so bile predvsem posledica relativno višje inflacije v Sloveniji v primerjavi povprečjem EMU.

Slika 10: Medletne stopnje rasti obsega kreditov nebančnim sektorjem pri domačih bankah

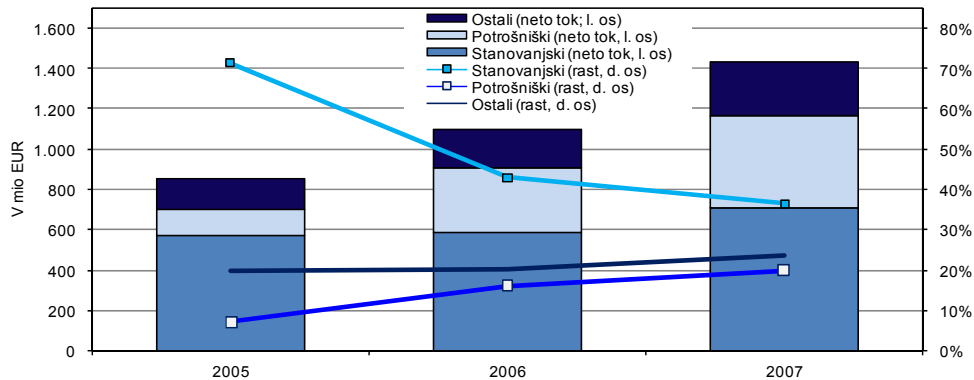


Vir: BS; preračuni UMAR

*Podobno kot podjetja so tudi gospodinjstva v tem obdobju precej okrepila svoj obseg zadolževanja.* Najbolj se je okrepilo zadolževanje prebivalstva za nakup stanovanj, saj so se tovrstni krediti v obdobju od leta 2005–2007 v povprečju na medletni ravni povečali za 50 %, njihovi neto tokovi pa so predstavljali približno polovico celotnega neto zadolževanja prebivalstva (glej Slika 10). Precej se je podaljšala tudi ročnost stanovanjskih kreditov, saj je pred tem delež kreditov z ročnostjo, daljšo od 15 let, dosegal manj kot tretjino vseh kreditov, v letu 2007 pa je že presegel 60 %. Prebivalstvo je pred uvedbo evra pretežno najemalo devizne kredite, po uvedbi evra, ki je postal domača valuta, se je njihov pomen zmanjšal, vendar je bil ta upad nižji kot pri podjetjih<sup>5</sup>. Banka Slovenije navaja, da je velik del deviznih kreditov denominiran v švicarskih frankih, saj je bilo izposojanje v tej valuti obrestno ugodneje kot v evrih. Hitro rast deviznih kreditov pa je dodatno spodbudilo tudi ugodno gibanje vrednosti švicarskega franka do evra v obdobju od leta 2006 do leta 2007. Delež neto tokov deviznih kreditov se je v začetku letošnjega leta precej okrepil, obenem pa je bilo gibanje vrednosti švicarskega franka do evra precej bolj spremenljivo kot v preteklih obdobjih, kar pomeni, da so gospodinjstva v tem delu zadolževanja bolj izpostavljena deviznemu tveganju.

<sup>5</sup> Pred prevzemom evra je bil delež deviznega zadolževanja prebivalstva na ravni okoli 80 %, nato pa je upadel na približno 30 %, podjetja in NFI pa so se prej praktično zadolževala samo v obliki deviznih kreditov, nato pa je njihov delež upadel na desetino.

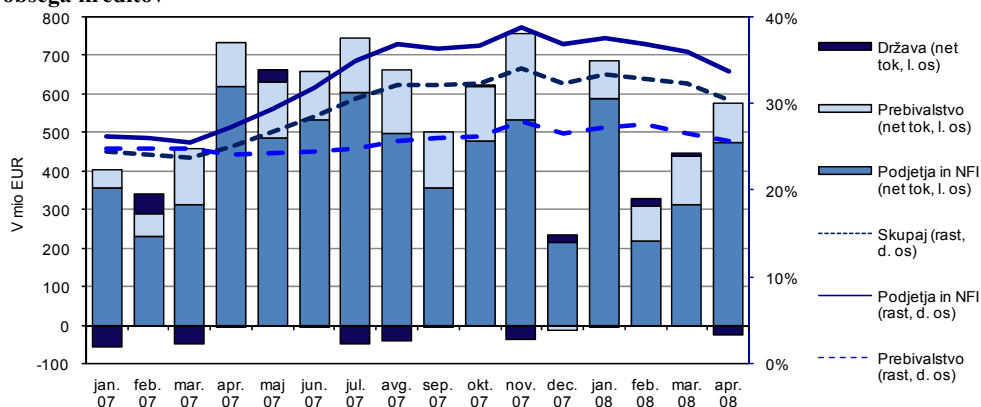
Slika 11: Neto tokovi zadolževanja prebivalstva in medletne nominalne stopnje rasti obsega kreditov



Vir: BS; preračuni UMAR

Po razmeroma visoki rasti v januarju 2008 se je kreditna aktivnost domačih bank v naslednjih treh mesecih precej umirila. Neto tokovi so bili v prvih štirih mesecih letos z 2.010,9 mio EUR le še za desetino višji kot v primerljivem obdobju lani, kar je precej počasnejša rast kot v preteklih letih. Razlogov za umirjanje rasti je več in so tako na strani povpraševanja kot tudi ponudbe. Na manjši obseg povpraševanja vplivajo predvsem višje obrestne mere, ki so posledica mednarodne finančne krize<sup>6</sup>. Na drugi strani pa se zaradi posledic mednarodne finančne krize banke soočajo tudi s precej omejeno ponudbo financiranja iz tujine (še posebno tiste, ki niso v lasti tujih bank), kar vpliva na njihovo ponudbo kreditov. Medletna stopnja rasti se je sicer v prvih štirih mesecih letos še naprej ohranjala na razmeroma visoki ravni, vendar pa se je v aprilu znižala že tretji mesec zapored in dosegla raven 30,4 %, kar je najmanj v zadnjih desetih mesecih.

Slika 12: Neto tokovi kreditov domačih bank nebančnim sektorjem in medletne stopnje rasti obsega kreditov



Vir: BS; preračuni UMAR

<sup>6</sup> Z njenim izbruhom je na denarnih finančnih trgih prišlo do poviševanja referenčnih obrestnih mer (3-mesečni EURIBOR je bil v maju za 0,6 o. t. višji kot pred izbruhom finančne krize; glej poglavje 6).

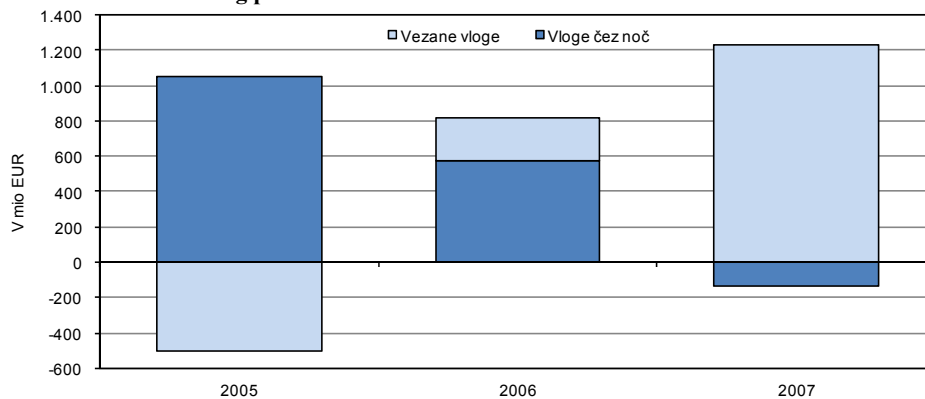
*Tudi v prvih štirih mesecih letos prevladuje zadolževanje podjetij in NFI.* Več kot tri četrtine neto zadolževanja nebančnega sektorja v tem obdobju odpade na podjetja in NFI, ki so se neto zadolžila za 1.590,7 mio EUR, kar je le slabih 5 % več kot v primerljivem obdobju lani. Dobro polovico tega je bilo kreditov za obratna sredstva, ki pa so za primerljivim obdobjem lani zaostali za dobro petino, kar bi lahko povezovali tudi s postopnim umirjanjem rasti proizvodne aktivnosti. Na drugi strani pa so se neto tokovi kreditov za investicije in ostale namene povečali za dobro tretjino. Visoka rast neto tokov kreditov za ostale namene (80 %) je najverjetneje v veliki meri povezana tudi s financiranjem prevzemnih aktivnosti podjetij. Pomen zadolževanja v tujini kot vira financiranja podjetij se še naprej zmanjšuje, saj so podjetja v treh mesecih letos neto najemala kredite v višini 89,8 mio EUR, kar je le dobro tretjino vrednosti iz istega obdobja lani. Poleg majhnih razlik med tujimi in domačimi obrestnimi merami je k tako velikemu upadu deloma prispevala tudi manjša dostopnost kreditov na tujih trgih.

Rast zadolževanja gospodinjstev se v prvih štirih mesecih letos umirja počasneje kot pri podjetjih in NFI, kar je predvsem posledica nadaljnjega obsežnega zadolževanja v obliki stanovanjskih kreditov. Prebivalstvo se je v prvih štirih mesecih letos neto zadolžilo za 417,0 mio EUR, kar je za 13,7 % več kot v primerljivem obdobju lani. Največji delež so predstavljali neto tokovi stanovanjskih kreditov, ki so v prvih štirih mesecih letos dosegli 285,2 mio EUR, kar je za polovico več kot v primerljivem obdobju lani. Na drugi strani pa so se neto tokovi potrošniških in ostalih kreditov v prvem četrtletju letos v primerjavi z istim obdobjem lani znižali za dobro četrtno. Nižja vrednost tovrstnega neto zadolževanja je najverjetneje posledica negativnih gibanj na kapitalskih trgih in s tem manjšega obsega zadolževanja gospodinjstev za nakup vrednostnih papirjev.

## 2.2. Varčevanje prebivalstva v bankah in vzajemnih skladih

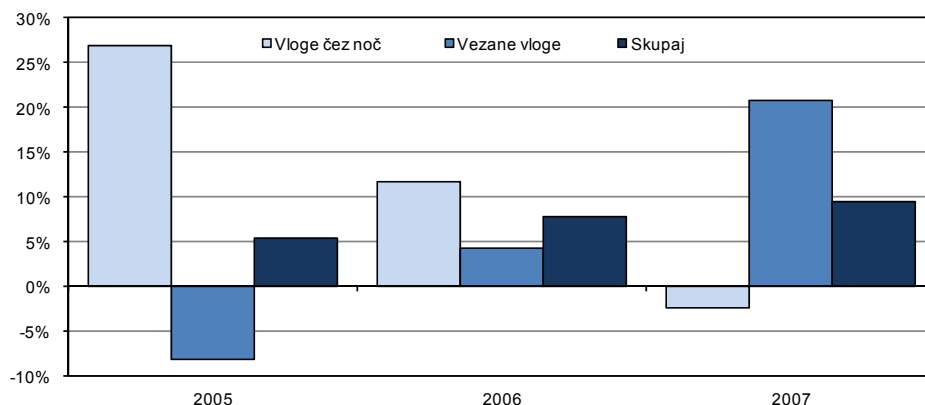
*Zniževanje obrestnih mer pa je na drugi strani vplivalo tudi na nižje stopnje rasti varčevanja prebivalstva v bankah.* V letu 2005 so se precej umirili neto prilivi vezanih vlog, medtem ko so neto prilivi likvidnejših vlog (vlog čez noč) med vlogami prebivalstva v bankah dobili pomembnejšo vlogo (glej Sliko 13). V letih 2006 in 2007 so se gibanja spremenila, saj so se pričeli krepiti vezani depoziti. Med njimi še posebno vloge na odpoklic, ki so bile tudi bolj obrestovane. Razlog za višje stopnje rasti bi lahko iskali v višji rasti neto plač in v postopnem dvigovanju pasivnih obrestnih mer. Rast neto plač je bila višja v skupinah z večjo nagnjenostjo k varčevanju in je posledica nižje progresije v novi dohodninski zakonodaji, ki je začela veljati z letom 2007. Dvigovanje obrestnih mer pa je bilo v prvi polovici leta 2007 posledica dvigovanja ključne obrestne mere ECB, pozneje pa so se pasivne obrestne mere poviševale tudi zaradi zaostrovanja razmer na medbančnih trgih kot posledica finančne krize, saj se je bankam dostop do tujih finančnih sredstev precej omejil.

Slika 13: Neto tokovi vlog prebivalstva v banke



Vir: BS; preračuni UMAR

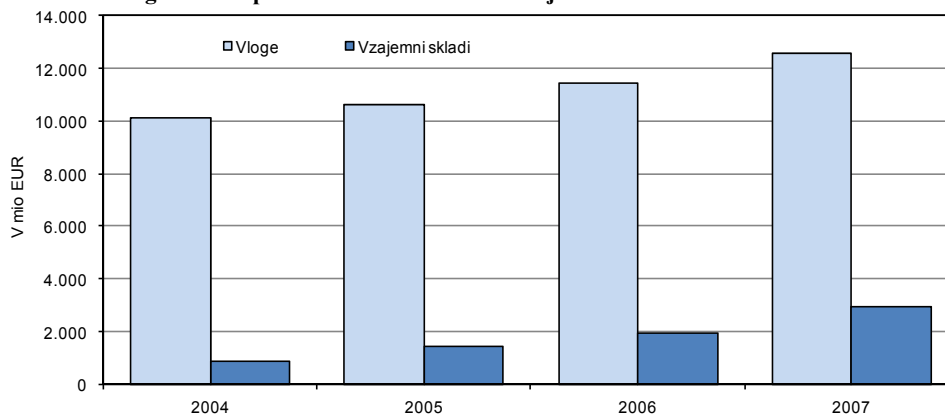
Slika 14: Medletne stopnje rasti vlog prebivalstva v bankah



Vir: BS; preračuni UMAR

Zniževanje obrestnih mer, večinoma ugodna gibanja na kapitalskih trgih doma in v tujini (do avgusta lani), večja domača in tuja ponudba in intenzivnejše trženje so v zadnjih letih okrepili varčevanje prebivalstva v vzajemnih skladih. Obseg sredstev v vzajemnih skladih domačih upravljavcev se je v obdobju 2004–2007 na medletni ravni v povprečju povišal za dve tretjini (glej Sliko 15). Medletna donosnost pa je pri posameznih vzajemnih skladih presegla 50-odstotno raven. Visoki donosi pa spodbudili vlagatelje za bolj tvegane naložbe v delniške sklade, saj se je njihov delež v tem obdobju več kot podvojil in so konec leta 2007 predstavljali skoraj dve tretjini sredstev v vzajemnih skladih domačih upravljavcev.

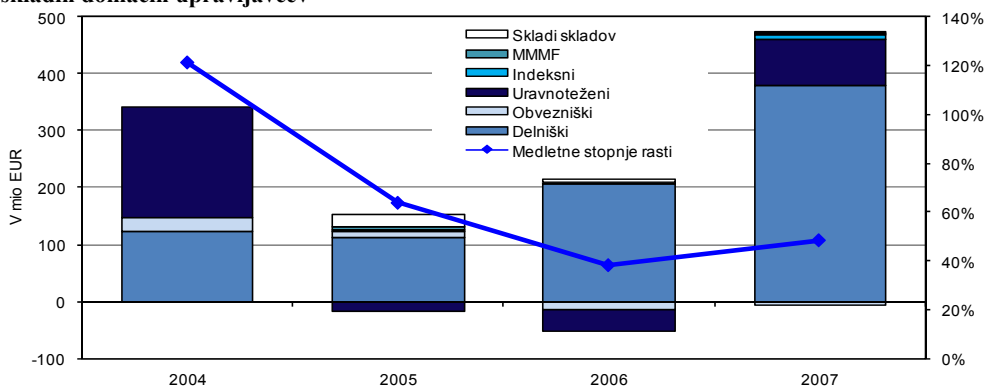
Slika 15: Obseg sredstev prebivalstva v bankah in vzajemnih skladih



Vir: ATVP; preračuni UMAR

*Obseg sredstev v vzajemnih skladih je konec preteklega leta dosegal že skoraj četrtno vlog prebivalstva v bankah.* Neto tokovi v vzajemne sklade pa so v povprečju dosegali slabih 30 % neto tokov vlog prebivalstva v banke. Kljub visoki rasti v zadnjih letih pa mednarodna primerjava kaže, da so vzajemni skladi še naprej manj pomembna oblika varčevanja kot v povprečju v EMU, kjer sredstva na prebivalca presegajo ravni 15.200 EUR<sup>7</sup>, v Sloveniji pa dosegajo le dobrih 1.200 EUR. Tudi primerjava z BDP pokaže, da je razlika občutna, saj je delež sredstev v vzajemnih skladih v Sloveniji leta 2006 znašal 6,5 % BDP, v EMU pa 57,2 % BDP<sup>8</sup>. Postopoma pa pridobivajo na pomenu tudi pokojninski skladi, obseg njihovih sredstev se je sicer v obdobju 2004–2007 povečal za 7,5-krat, a je konec leta s 439,1 mio EUR dosegal le 15 % sredstev vzajemnih skladih domačih upravljavcev.

Slika 16: Neto prilivi v vzajemne sklade in medletne stopnje rasti obsega sredstev v vzajemnih skladih domačih upravljavcev



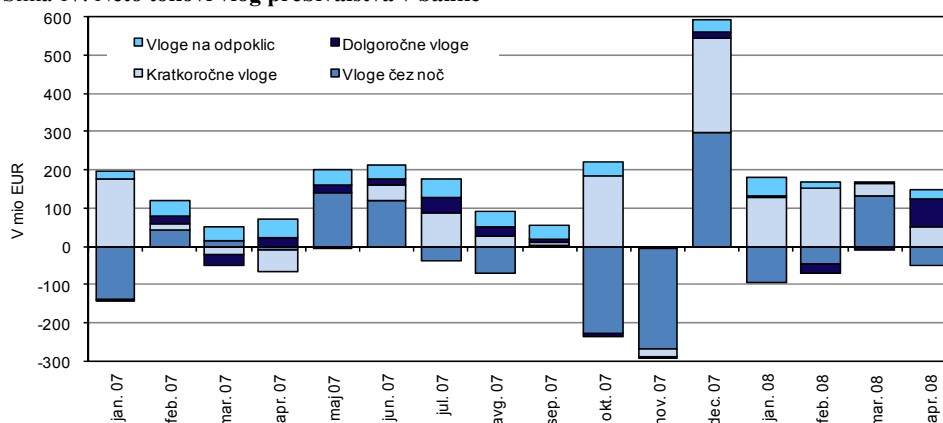
Vir: ATVP; preračuni UMAR  
Opomba: MMMF: skladi denarnega trga.

<sup>7</sup> Podatek je za leto 2006. Manjkajo podatki za Malto in Ciper, vključeni pa so podatki za Irsko in Luksemburg, ki precej odstopajo od povprečja. Povprečje brez teh dveh držav bi le rahlo preseglo raven 8.300 EUR.

<sup>8</sup> Glej opombo 7.

*V letošnjem letu prihranki prebivalstva ob zaostrovanju razmer na mednarodnih denarnih trgih ponovno pridobivajo večji pomen za financiranje kreditne aktivnosti bank. Rast varčevanja prebivalstva v bankah se je tako ob postopnem zviševanju obrestnih mer in najverjetneje tudi zaradi manjših naložb gospodinjstev na kapitalskih trgih še naprej krepila. Neto prilivi vlog gospodinjstev v banke so v štirih mesecih letos bili na ravni 437,6 mio EUR in so skoraj 2,5-krat presegle vrednost iz primerljivega obdobja lani. Višje stopnje rasti so beležile vezane vloge (predvsem kratkoročne in na odpoklic), medtem ko so bile vloge čez noč konec aprila za en odstotek nižje kot ob koncu preteklega leta.*

Slika 17: Neto tokovi vlog prebivalstva v banke

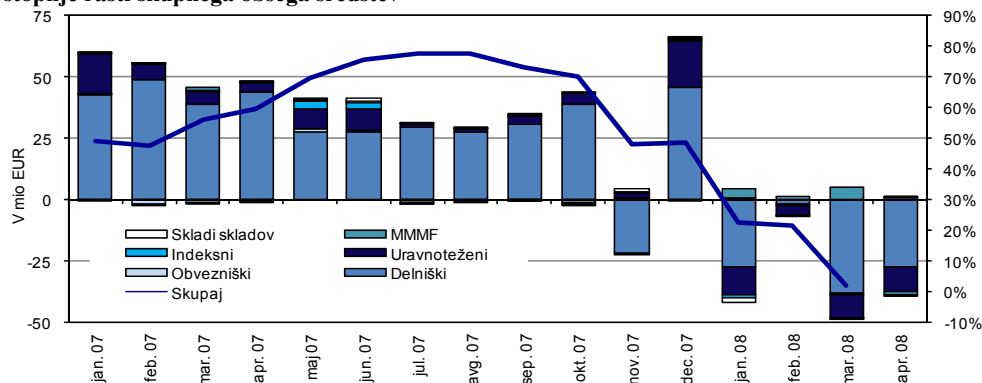


Vir podatkov: BS; preračuni UMAR

Po močni krepitvi v preteklem letu je obseg sredstev v vzajemnih skladih domačih upravljavcev v prvih štirih mesecih letos upadel za skoraj petino<sup>9</sup>. K takšnemu gibanju je največ prispevalo zniževanje vrednosti vrednostnih papirjev na večini kapitalskih trgih, slaba četrtnina upada pa je bila posledica neto odlivov sredstev iz vzajemnih skladov, ki so bili na ravni 123,3 mio EUR, medtem ko so v istem obdobju lani beležili neto prilive v višini 204,6 mio EUR. Najpomembnejši delež sredstev vzajemnih skladov še vedno predstavljajo delniški skladi, ki so imeli v upravljanju 64,5 % vseh sredstev, vendar pa se je njihov delež letos znižal za 1,6 strukturne točke.

<sup>9</sup> V aprilu je prvič v zadnjih desetih letih beležil upad tudi na medletni ravni.

Slika 18: Neto tokovi v posamezne vrste vzajemnih skladov domačih upravljalcev in medletne stopnje rasti skupnega obsega sredstev



Vir podatkov: ATVP; preračuni UMAR

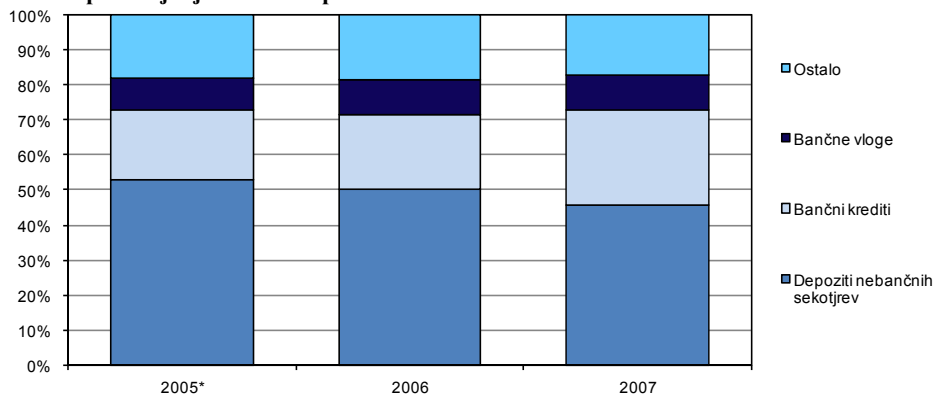
### 2.3. Spremembe v strukturi pasive v bilancah domačih bank

Nizke stopnje rasti bančnih depozitov na eni in visoko povpraševanje po kreditih na drugi strani so v preteklih letih privedli do okrepljenega zunanjega financiranja bank. Banke so pretežen del svoje kreditne aktivnosti financirale z zadolževanjem v tujini, ki se je krepilo iz leta v leto in je v letu 2007 že presegllo 3,3 mrd EUR (glej Sliko 19). Mednarodna finančna kriza, ki je izbruhnila avgusta 2007, pa je precej spremenila strukturo tega zadolževanja. Banke so se pred tem zadolževale v večjem obsegu in v obliki dolgoročnih kreditov, zaostrovanje razmer na medbančnem trgu pa jih je prisililo, da so se pogosteje zatekale h kratkoročnemu zadolževanju. Glede na to, da so ta sredstva naprej v veliki meri posojale na dolgi rok<sup>10</sup>, je to poslabšalo ročnostno usklajenost in povečalo likvidnostno tveganje. Pomemben vir financiranja so bile tudi vloge tujih bank, ki so se v zadnjih treh letih gibale na ravni okrog 1 mrd EUR. Glede na težje dostopne zunanje vire financiranja v letošnjem letu se banke za pridobivanje dodatnih sredstev zatekajo tudi k dokapitalizaciji, ki je sicer tudi posledica dejstva, da kapitalna ustreznost večine bank ni sledila visoki kreditni aktivnosti, prav tako dodatne kapitalske zahteve postavlja tudi uveljavljanje pravil Basel 2.

<sup>10</sup> Na osnovi podatkov iz finančnih računov ocenjujemo, da so banke v celotnih neto tokovih odobrile približno dve tretjini dolgoročnih kreditov.



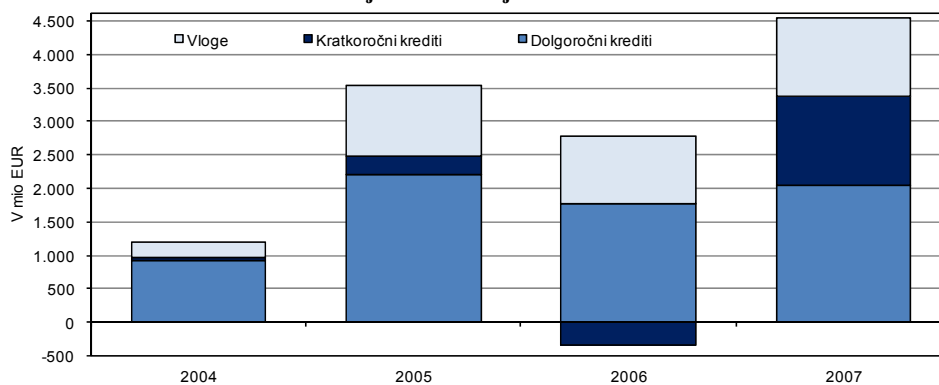
Slika 19: Spreminjanje strukture pasive bank



Vir podatkov: BS; preračuni UMAR

Opomba: \*Podatek je za januar 2006.

Slika 20: Struktura neto zadolževanja bank na tujem

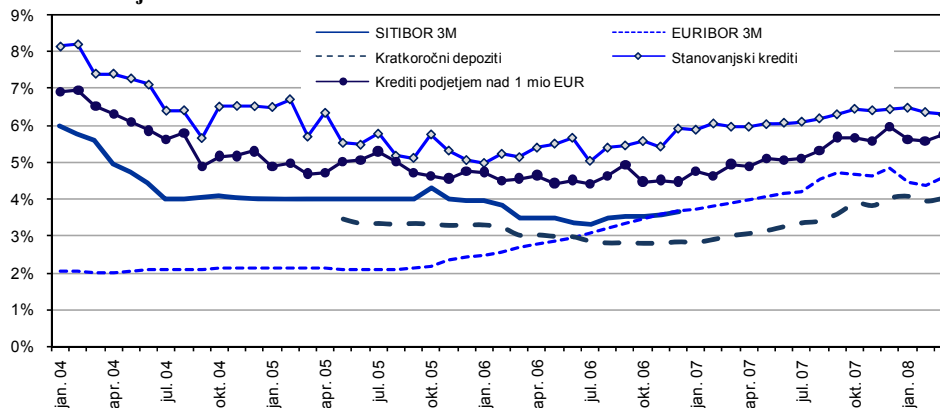


Vir podatkov: BS; preračuni UMAR

## 2.4. Gibanja obrestnih mer

Nižja inflacija in odprava indeksacije obrestnih mer sta v preteklih letih precej znižali raven obrestnih mer, ki so do konca leta 2006 konvergirale proti ravnemu v EMU. Ker je ECB dobro leto pred vstopom Slovenije v EMU pričela postopoma dvigovati osrednjo obrestno mero, je bila konvergenca nekoliko hitrejša. Po vstopu v EMU pa so se obrestne mere v Sloveniji ponovno pričele dvigovati, kar je bilo sprva posledica ukrepov restriktivne denarne politike ECB, ki je konec leta 2005 pričela s postopnim poviševanjem obrestnih mer, v drugi polovici leta 2007 pa so bili dvigi povezani z zaostrovanjem razmer na finančnih trgih zaradi izbruha mednarodne finančne krize.

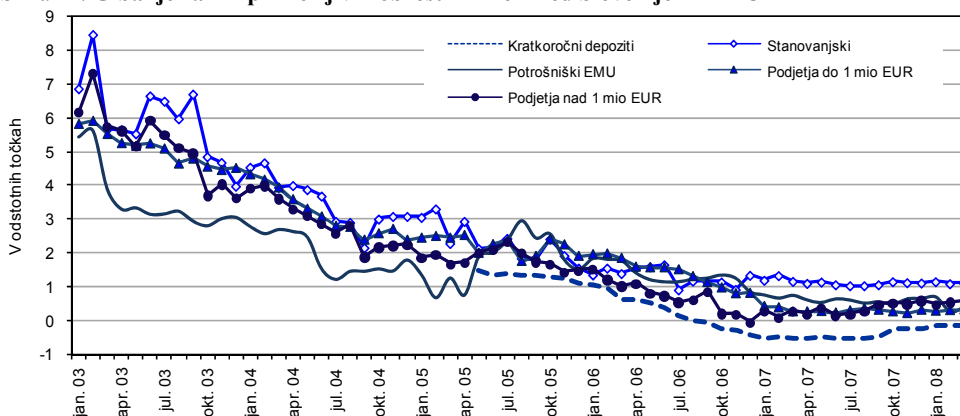
Slika 21: Gibanje nekaterih obrestnih mer



Vir podatkov: BS, www.euribor.org; preračuni UMAR

V Sloveniji so banke nekoliko hitreje zniževale pasivne obrestne mere, ki se že več kot leto in pol ohranjajo na nižji ravni od evropskega povprečja. Na drugi strani pa so aktivne obrestne višje od povprečja v EMU. Do največjih razlik med Slovenijo in EMU prihaja pri obrestnih merah za kredite prebivalstvu, ki je precej omejeno pri zadolževanju na tujem<sup>11</sup>. Pri stanovanjskih kreditih so obrestne mere kar za 1,2 o. t. višje od povprečja v EMU, medtem ko so razlike med obrestnimi merami za potrošniške kredite in kredite podjetjem nekoliko nižje. Večji razmik med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami predvsem kaže na še vedno nezadostno konkurenco na slovenskem bančnem trgu.

Slika 22: Gibanje razlik primerljivih obrestnih mer med Slovenijo in EMU



Vir podatkov: BS; preračuni UMAR

<sup>11</sup> Jezikovne ovire, obseg zadolževanja je v večini primerov premajhen, da bi bil smiseln najem finančnih svetovalcev, tuje banke so zaradi manjšega obsega razpoložljivih informacij previdnejše pri posojanju.

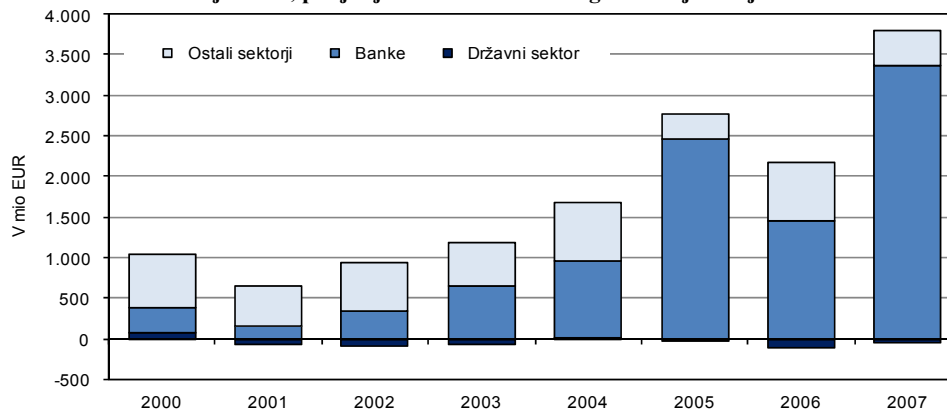
*Neto zadolževanje domačih bank na tujem se je v začetku leta nekoliko okrepilo, vendar še ostaja pod povprečno ravno iz preteklega leta.* Po januarskem neto odplačevanju kratkoročnih kreditov so ti v preostalih mesecih prvega četrletja v okviru bančnega zadolževanja na tujem ponovno pridobili na pomenu. Neto tokovi tujih kreditov skupaj (kratkoročnih in dolgoročnih) so bili v tem obdobju na ravni 561,6 mio EUR, v istem obdobju lani pa so banke tuje kredite celo neto odplačevale, in sicer v višini 208,3 mio EUR. Takrat so bile potrebe zaradi sproščanja finančnih sredstev iz naslova zapadanja blagajniških zapisov BS po tovrstnem financiranju manjše.

### 3. Finančni in kapitalski tokovi s tujino

#### 3.1. Zadolževanje v tujini

*Z vstopom Slovenije v EU in EMU se je povečala vpetost Slovenije v mednarodne finančne in kapitalske tokove.* Na povečan obseg finančnih in kapitalskih tokov s tujino, tako terjatev kot obveznosti, sta vplivala predvsem: 1. popolna liberalizacija kapitalskega in finančnega računa plačilne bilance v procesu priprav na vstop v EU; 2. prevzem evra leta 2007.

Slika 23: Zadolževanje bank, podjetij in DFO ter državnega sektorja v tujini

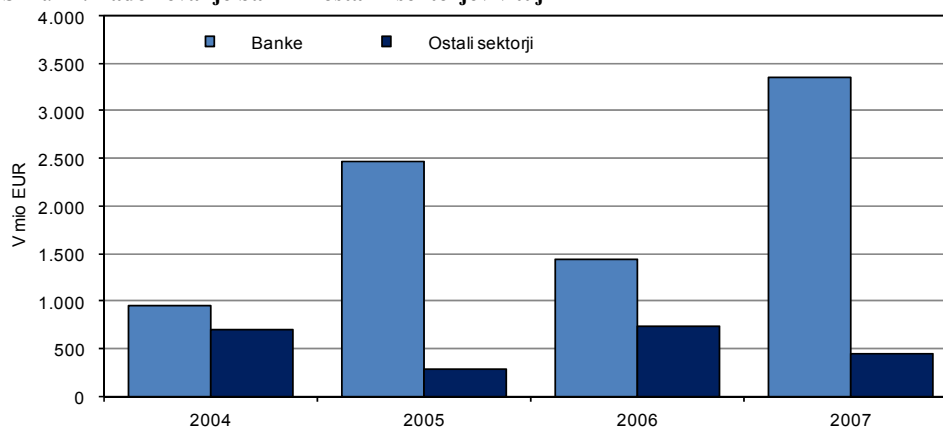


Vir: BS

*Zadolževanje v tujini se je začelo krepiti po letu 2003, v zadnjih štirih letih zlasti intenzivno narašča zadolževanje bank v tujini.* Večje zadolževanje bančnega sektorja sta v obdobju po letu 2003 spodbujali upočasnjena deprecijacija tolarja do evra ter konvergenca domačih in tujih obrestnih mer pred in po vstopu Slovenije v EU, ki je na eni strani vplivala na upočasnitev rasti vlog v domačih bankah, na drugi strani pa na povečano povpraševanje podjetij in gospodinjstev po kreditih. Ob nižji rasti domačih virov financiranja so domače poslovne banke zato začele povečevati obseg zadolževanja v tujini, še zlasti po letu 2004, in na ta način zagotavljale sredstva za povečano povpraševanje ostalih sektorjev (zlasti podjetij) po kreditih<sup>12</sup>. Dodatno sta na povečan obseg zadolževanja v tujini v letu 2007 vplivala tudi odprava tečajnih tveganj za zadolževanje v evrih po vstopu v EMU (zadolževanje v evrih predstavlja okoli 90 % zunanjega dolga) in nižje premije za tveganje, ki so povečale dostopnost tujih posojil. Neposredno zadolževanje podjetij v tujini se je po letu 2004 postopoma zmanjšalo in preusmerilo na zadolževanje pri domačih poslovnih bankah. V letu 2006 in začetku leta 2007 se je rast zadolževanja bančnega sektorja v tujini, katerega večino so predstavljala dolgoročna posojila, nekoliko upočasnila, saj so banke povečano domače povpraševanje po kreditih delno pokrile iz zapadlih blagajniških zapisov BS. Znotraj ostalega sektorja je na rast zadolževanja v tujini v letu 2006 precej vplival tudi večji obseg posojil, ki so jih v tujini najele DFO.

<sup>12</sup> Polega najemanja posojil v tujini so bile pomemben tuji vir financiranja v bilancah domačih bank tudi prejeta gotovina in vloge tujih bank (glej poglavje 2.1.3.).

Slika 24: Zadolževanje bank in ostalih sektorjev v tujini



Vir: BS

**Pospešeno zadolževanje v tujini je vplivalo na rast bruto zunanjskega dolga, ki je konec leta 2007 dosegel 102,4 % BDP.** Bruto zunanji dolg je konec leta 2007 znašal 34.358 mio EUR in je bil v primerjavi z decembrom 2006 višji za 10.324 mio EUR. K temu je s 5.197 mio. EUR ali 50,3 % prispevalo zadolževanje domačih poslovnih bank, katerega rast se je lani ponovno okrepila. Delež dolga poslovnih bank se od leta 2001 stalno povečuje in je konec leta 2007 predstavljal 47,2 % bruto zunanjskega dolga ter 48,3 % BDP (konec leta 2006 36,2 % BDP). Poleg neposrednega najemanja posojil bank in podjetij ter DFO v tujini je k povišanju bruto zunanjskega dolga v letu 2007 prispeval tudi dolg BS, ki je nastal z njenim vstopom v Evrosistem. Z vstopom v EMU so se terjatve iz naslova blagajniških zapisov in dolgoročnih depozitov, ki so jih imele poslovne banke do Banke Slovenije, znižale. Obveznosti BS iz tega naslova pa so se nadomestile s kratkoročnimi obveznostmi do Evrosistema, ki so se močno povečale zlasti v prvih petih mesecih 2007, ko so še zapadali TBZ (za 3.522,5 mio EUR). K povečanju bruto zunanjskega dolga so obveznosti BS do Evrosistema tako prispevale 34,6 %. Poleg tega je k rasti bruto zunanjskega dolga prispevala tudi izdaja dolgoročnih državnih evroobveznic, ki je v primeru naložb tujih vlagateljev prikazana kot bruto zunanji dolg državnega sektorja<sup>13</sup>.

**Državni sektor je v zadnjih letih neto odplačeval posojila, najeta v tujini in se zadolževal pretežno z izdajo dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev (evroobveznic).** Zaradi velikega zanimanja tujih vlagateljev je to vplivalo na rast bruto zunanjskega dolga državnega sektorja, zlasti v letu 2007. Zadolženost državnega sektorja se je povečala zaradi izdaje obveznice Slobond v vrednosti 1 mrd EUR in je konec leta 2007 znašala 3.026 mio EUR oz. slabo desetino skupnega bruto zunanjskega dolga.

**Povezane osebe<sup>14</sup> so se od vseh sektorjev zadolževale najmanj.** Povezane osebe so se od vseh sektorjev zadolževale najmanj vse do leta 2007, ko se je njihov

<sup>13</sup> Sredstva iz prodaje referenčnih obveznic RS so bila porabljena delno za financiranje izvrševanja državnega proračuna, delno pa za financiranje odkupov obstoječega (dražjega) dolga.

<sup>14</sup> Pravne osebe, kapitalsko povezane z nerezidenti, ki so lastniki 10 % ali več kapitala.

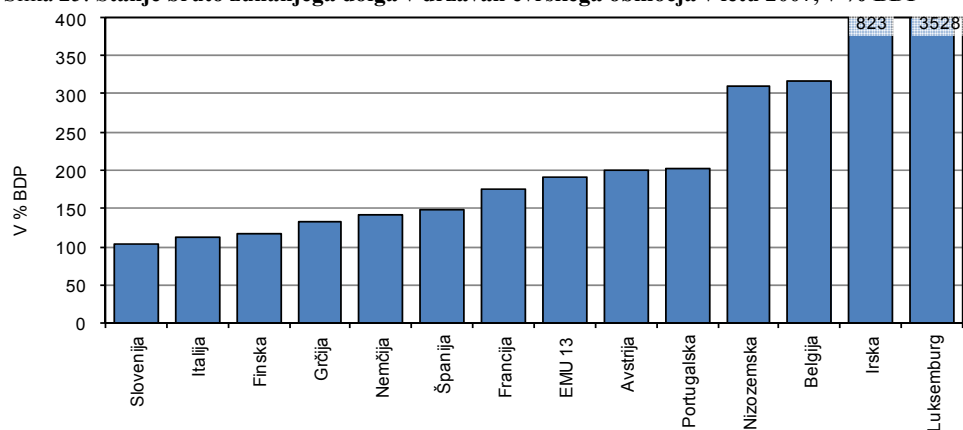
dolg nekoliko bolj povečal, kar pa je bilo večinoma posledica širšega zajema obveznosti neposrednih vlagateljev<sup>15</sup>, prej zajetih med obveznostmi podjetij v ostalem sektorju. Delež povezanih oseb v celotnem bruto zunanjem dolgu se je tako od vstopa Slovenije do leta 2007 zniževal. Leta 2007 pa se je v primerjavi z decembrom 2006 povečal za 2.859 mio. EUR (od tega za 2.035 mio EUR zaradi nove metodologije), na 3.977 mio. EUR oz. 11,9 % bruto zunanjega dolga. Bruto zunanji dolg ostalih sektorjev se je tako večinoma znižal (na 7.551 mio. EUR) zaradi omenjene prekvalifikacije dela posojil ostalih sektorjev (kjer prevladujejo podjetja) med posojila kapitalsko povezanih družb. V tem so se dolžniške obveznosti do neposrednih vlagateljev povečevale hitreje od dolžniških obveznosti do povezanih podjetij v tujini.

***Večina bruto zunanjega dolga je bila tudi v letu 2007 dolgoročni ter negarantirani zasebni dolg.*** Konec leta 2007 je, ob neupoštevanju obveznosti do povezanih oseb, za katere razvrstitev po ročnosti ni objavljena, dolgoročni dolg predstavljal 64,7 %, kratkoročni pa 35,3 % bruto zunanjega dolga. Omenjeno razmerje ročnosti glede na zapadlost dolga pomeni, da Slovenija do zdaj ni imela problemov z likvidnostjo in s solventnostjo. Konec leta 2006 je bilo to razmerje še nekoliko bolj v prid dolgoročnemu dolgu (77,3 % glede na 22,7 %), z letom 2007 pa je prišlo do povečanja kratkoročnega dolga, večinoma kot posledica omenjenih sprememb v instrumentariju denarne politike, pa tudi zaradi večjega kratkoročnega zadolževanja v tujini. Nastanek obveznosti BS do Evrosistema je bil lani tudi glavni dejavnik povečanja javnega in javno garantiranega dolga, ki je konec leta 2007 znašal 8.087 mio. EUR oz. 23,5 % bruto zunanjega dolga. Poroštva RS za zunanji dolg, ki sodijo med javnogarantirani dolg, so konec decembra 2007 znašala 2.555,7 mio. EUR, kar je za 597 mio. EUR več kot konec leta 2006.

***Slovenija je med državami evrskega območja najmanj zadolžena.*** Delež bruto zunanjega dolga je konec leta 2007 predstavljal 102,4 % BDP, kar je precej nižje od povprečja za evrsko območje v letu 2007 (191,8 % BDP). V obdobju 2003–2007, za katerega so na voljo podatki za evrsko območje, je bila nominalna rast zunanjega dolga v Sloveniji višja kot v povprečju evrskega območja (Slovenija 24,9 %, evrsko območje 14,2 %); pri tem se je hitreje kot v Sloveniji zunanji dolg povečeval le v Irski (za 28,7 %). Vendar pa se je ob približno dvakrat hitrejši rasti BDP v Sloveniji njegov delež glede na BDP povečal manj kot v EMU (z 52,2 % BDP na 102,4 %, v EMU s 129,0 % BDP na 191,8 %).

<sup>15</sup> Z novim sistemom poročanja se med neposredne naložbe poleg obveznosti, ki jih ima podjetje z neposrednim tujim lastnikom, vključujejo tudi obveznosti z vsemi nerezidentnimi podjetji, ki spadajo v njegovo skupino.

Slika 25: Stanje bruto zunanje dolga v državah evrskega območja v letu 2007, v % BDP



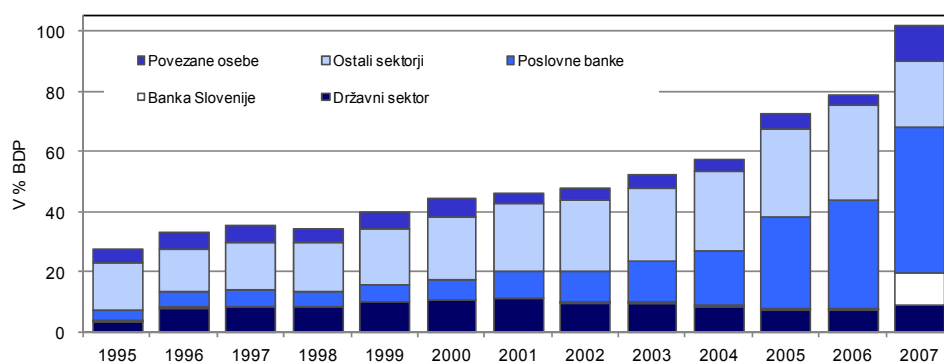
Vir: SURS, BS, World Bank, nacionalne centralne banke; preračuni UMAR

Tabela 1: Stanje bruto zunanje dolga Slovenije, v mio EUR

|                                  | 2000  | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   |
|----------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Skupaj bruto zunanji dolg</b> | 9.490 | 10.386 | 11.524 | 13.225 | 15.343 | 20.508 | 24.034 | 34.358 |
| Kratkoročni dolg                 | 2.283 | 2.213  | 2.327  | 2.475  | 2.659  | 4.543  | 5.206  | 10.673 |
| Javni in javno garantirani dolg  | 0     | 15     | 99     | 70     | 57     | 40     | 48     | 3.588  |
| Negarantirani zasebni dolg       | 2.283 | 2.198  | 2.227  | 2.405  | 2.603  | 4.503  | 5.158  | 7.086  |
| Dolgoročni dolg                  | 5.895 | 7.369  | 8.229  | 9.590  | 11.552 | 14.551 | 17.709 | 19.708 |
| Javni in javno garantirani dolg  | 2.883 | 3.095  | 3.142  | 3.461  | 3.689  | 3.771  | 4.275  | 4.499  |
| Negarantirani zasebni dolg       | 3.012 | 4.274  | 5.087  | 6.129  | 7.863  | 10.780 | 13.435 | 15.209 |
| Obveznosti do povezanih oseb     | 1.312 | 804    | 969    | 1.160  | 1.132  | 1.415  | 1.118  | 3.977  |
| Javni in javno garantirani dolg  | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Negarantirani zasebni dolg       | 1.312 | 804    | 969    | 1.160  | 1.132  | 1.415  | 1.118  | 3.977  |

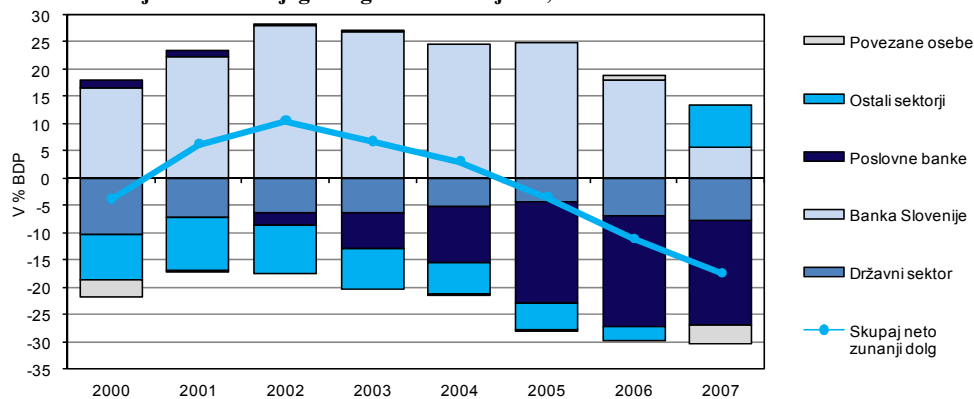
Vir: Bilten Banke Slovenije, april 2008

Slika 26: Struktura bruto zunanje dolga po sektorjih, v % BDP



Vir: Bilten Banke Slovenije, april 2008; preračuni UMAR

Slika 27: Stanje neto zunanjega dolga in neto terjatev, v % BDP



Vir: Bilten Banke Slovenije, april 2008; preračuni UMAR

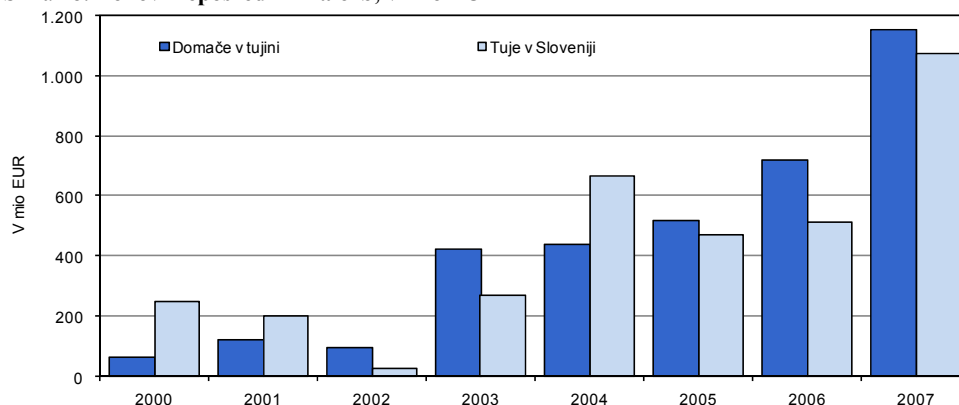
Opomba: Predznak (+) pomeni neto dolžniške terjatve do tujine, predznak (-) pomeni neto zunanji dolg.

Čprav se je v preteklih dveh letih precej okrepilo tudi financiranje tujine s posojili, je njegov obseg zaostajal za obsegom najetih posojil, zato se je povečal neto zunanji dolg. Pri financiranju tujine s posojili so domače poslovne banke, ki so teh posojil odobrile največ, pretežno financirale države na ozemlju nekdanje Jugoslavije, domača podjetja pa so usmerjala posojila posojilojemalcem v državah EU. Kljub hitrejšemu povečevanju dolžniških terjatev Slovenije do tujine v zadnjih letih se je neto dolžniška pozicija poslabševala, neto zunanji dolg je konec leta 2007 v deležu BDP tako predstavljal 18,9 % (11 % BDP konec leta 2006).

### 3.2. Drugi kapitalški tokovi

Med drugimi kapitalskimi tokovi so se v zadnjih letih izraziteje okrepile neposredne naložbe in naložbe v vrednostne papirje slovenskih vlagateljev v tujini, ki so presegle naložbe tujih vlagateljev v Slovenijo.

Slika 28: Tokovi neposrednih naložb, v mio EUR



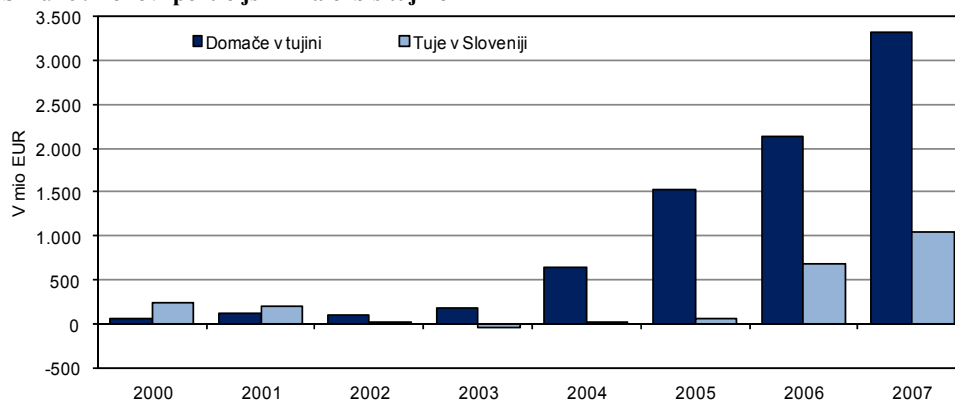
Vir: BS; preračuni UMAR



*V zadnjih treh letih so tokovi neposrednih naložb Slovenije v tujino presežale tokove tujih neposrednih naložb v Slovenijov* (glej Slika 29). Slovenska podjetja imajo večino neposrednih naložb v državah na ozemlju nekdanje Jugoslavije. Padajoči delež slovenskega blagovnega izvoza na to območje nakazuje, da Slovenija del prejšnjega izvoza nadomešča z lokalno proizvodnjo na teh trgih. Po razpoložljivih podatkih za obdobje 2003–2006 je imela Slovenija največ neposrednih naložb na Hrvaškem, in sicer kar 42,5 %. Sledijo Srbija in Črna gora, Nemčija, BiH, Poljska in Makedonija. Vrednost neposrednih naložb Slovenije v tujini je bila v povprečju sestavljena iz dveh tretjin lastniškega kapitala, tretjina so bile neto terjatve do tujih kapitalsko povezanih družb (razlika med terjatvami in obveznostmi med povezanimi družbami). Razmerje med lastniškim kapitalom in ostalim kapitalom se krepi in nakazuje dolgoročno zanimanje lastnikov pri financiranju svojih naložb v tujini.

*V Slovenijo so v obliki neposrednih tujih investicij največ investirale države EU.* Po razpoložljivih podatkih o neposrednih naložbah v Sloveniji po državah so v obdobju 2003–2006 naše najpomembnejše trgovinske partnerice v povprečju prispevale približno dve tretjini vseh neposrednih tujih naložb. Med slednjimi so bile najpomembnejše tuje vlagateljice Avstrija, Nemčija, Francija in Italija. Od držav članic EU, s katerimi so slovenski trgovinski tokovi skromni, je delež Nizozemske v povprečju predstavljal 5,1 % vrednosti celotnih vhodnih naložb. Od držav nečlanic EU pa je bila Švica največja vlagateljica v Slovenijo. V strukturi vrednosti tujih neposrednih naložb v Sloveniji je prevladoval lastniški kapital. Ob koncu leta 2006 je znašalo stanje lastniškega kapitala 5601,1 mio evrov. Čeprav tuji investitorji poleg kapitalskih vlaganj podpirajo tudi tekoče financiranje slovenskih podjetij s posojili in komercialnimi krediti, se je delež neto obveznosti do tujih vlagateljev v stanju celotnih tujih neposrednih naložb v preteklih dveh letih precej znižal (na 10,4 % oziroma 8,6 % v letu 2006; v letu 2003 pa je znašal 12,1 %). Večina vseh prilivov tujih neposrednih naložb je imela v zadnjih letih torej obliko lastniškega kapitala.

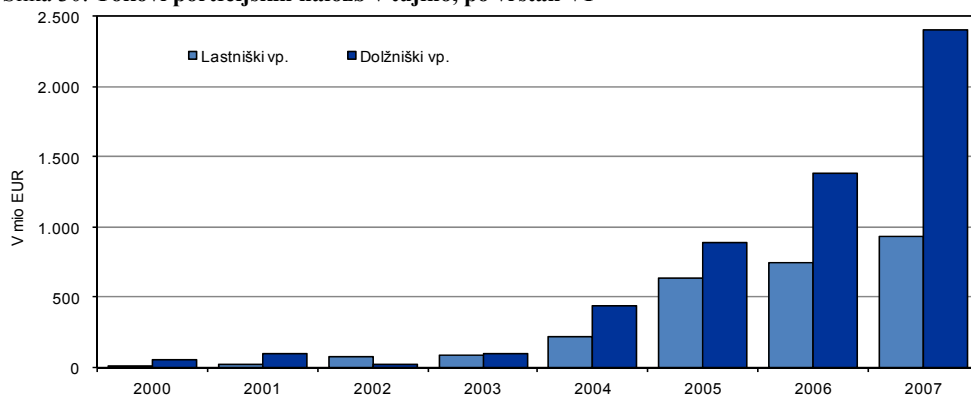
Slika 29: Tokovi portfeljskih naložb s tujino



Vir: BS

*Tudi pri naložbah v vrednostne papirje so naložbe slovenskih vlagateljev v tujino presegle naložbe tujih vlagateljev v Slovenijo.* Na strani terjatev so se zlasti krepile naložbe zasebnega sektorja v tuje lastniške vrednostne papirje. Zlasti opazen je bil porast v letu 2005 po odpravi omejitev za naložbe v tuje vrednostne papirje, ko so se povečale predvsem naložbe vzajemnih skladov, višje pa so bile tudi naložbe prebivalstva in zavarovalnic. Tudi v letu 2006 in 2007 so se naložbe v tuje vrednostne papirje povečevale, zaradi učinka osnove pa so se stopnje rasti nekoliko umirile. Sproščanje likvidnosti iz naslova zapadlih blagajniških zapisov BS pa je, večinoma v prvem četrtletju leta 2007, močno povečalo naložbe slovenskih poslovnih bank v tuje vrednostne papirje, predvsem v državne obveznice evrskega območja. Tako se se izrazito okrepile portfeljske naložbe slovenskih poslovnih bank v tuje obveznice in zadolžnice ter v instrumente denarnega trga. Na strani obveznosti iz naslova vrednostnih papirjev so se zlasti v preteklih dveh letih okrepile naložbe tujcev v državne vrednostne papirje RS.

Slika 30: Tokovi portfeljskih naložb v tujino, po vrstah VP

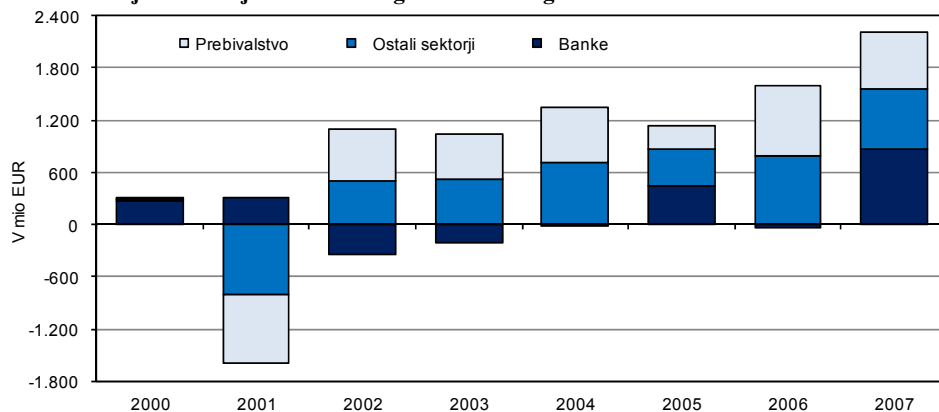


Vir: BS; preračuni UMAR

*Večino tokov iz naslova ostalih naložb sestavljajo gotovina in vloge.* Sektor prebivalstva ima pretežni del gotovine in vlog, kar predstavlja tisti del gotovine, ki je izven domačega bančnega sistema: 1. devize, shranjene doma, in 2, devize na računih v tujih bankah. Pred uvedbo evro gotovine je prebivalstvo precej deviz, ki jih je imelo doma, prineslo v banke, kjer so bile kasneje zamenjane z evrom. Od leta 2001 odlivi iz naslova gotovine in vlog prebivalstva ostajajo na relativno visoki ravni. Povečujejo se transferi nerezidentov svojim družinam in tudi nakupi rezidentov v tujini. Posledica lanske krepitve pa so bile tudi metodološke spremembe<sup>16</sup>.

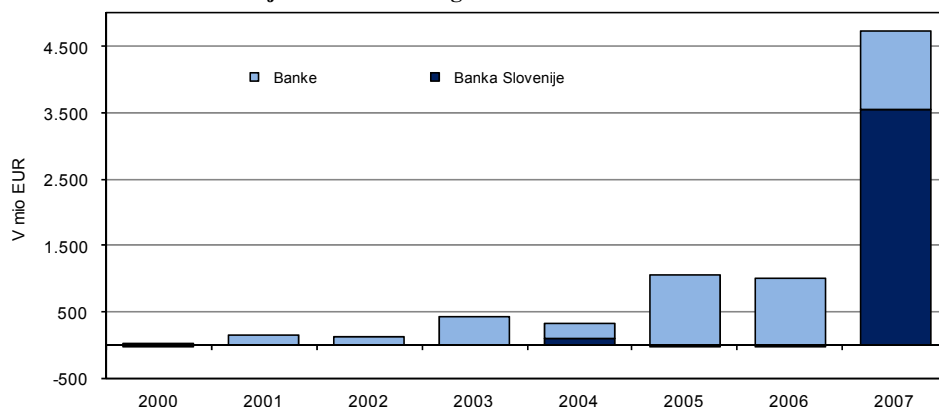
<sup>16</sup> BS je leta 2007 uvedla tudi novo metodologijo ocenjevanja gotovinskih transakcij z nerezidenti, kar je močno znižalo statistično napako. Po načelu dvojnega knjigovodstva so gotovina in vloge prebivalstva protivknjižba potovanjem in dohodkom od dela. Gotovina prebivalstva se ocenjuje kot vsota razlik med gotovinskimi prilivi in odlivi iz naslova turizma in dohodkov od dela.

Slika 31: Terjatve do tujine iz naslova gotovine in vlog



Vir: BS

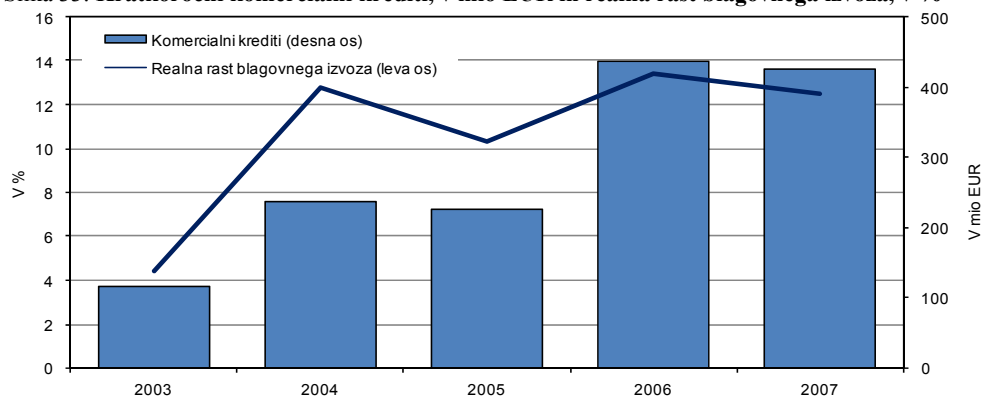
Slika 32: Obveznosti do tujine iz naslova vlog



Vir: BS

*Po vstopu Slovenije v EU so se okrepili tudi tokovi kratkoročnih komercialnih kreditov, kjer odlivi iz Slovenije presegajo prilive iz tujine.* Kratkoročni komercialni krediti so precej povezani z dinamiko in strukturo blagovnega izvoza. Več kot polovic terjatev iz naslova kratkoročnih komercialnih kreditov ima Slovenija do držav EU, s katerimi opravi približno dve tretjini vseh blagovnih tokov, tretjino pa do drugih evropskih držav.

Slika 33: **Kratkoročni komercialni krediti, v mio EUR in realna rast blagovnega izvoza, v %**



Vir: BS; preračuni UMAR

#### 4. Blagajniški zapisi BS in nastanek obveznosti BS do Evrosistema v letu 2007

*Pred vstopom v EMU je Banka Slovenije postopno prilagajala instrumente denarne politike veljavni ureditvi v evrskem območju.* Delovanje denarne politike BS od vstopa v mehanizem menjalnih tečajev ERM II pa do prevzema evra je bilo osredotočeno na stabiliziranje nominalnega tečaja tolarja do evra. Ker so bila odstopanja tržnih deviznih tečajev centralne paritete majhna, centralna banka ni tečajno intervenirala (razen prvi mesec po vstopu v ERM). Ker poslovne banke niso potrebovale dodatne likvidnosti, sta bila instrumenta za izdajanje primarnega denarja redkeje uporabljena (lombardno posojilo in začasni odkup vrednostnih papirjev). Večji del presežne likvidnosti je BS umikala s prodajo tolarskih blagajniških zapisov. Zaradi načrtovanega vstopa Slovenije v evrsko območje je tako BS postopoma prilagajala instrumente denarne politike instrumentom, ki jih ima ECB. Tolarske blagajniške zapise je nadomeščala z dolgoročnimi depoziti. Postopno je sprostila minimalno predpisano devizno likvidnost, ki so jo banke in hranilnice naložile v dolgoročnih tolarskih depozitih. Dokončno je BS odkupila devize od bank iz naslova sedemdnevnega swap posla. Zaradi omenjenih spremembe instrumentov monetarne in tečajne politike je bilo stanje tolarskih blagajniških zapisov ob koncu leta 2006 precej višje od stanja blagajniških zapisov v tujem denarju.

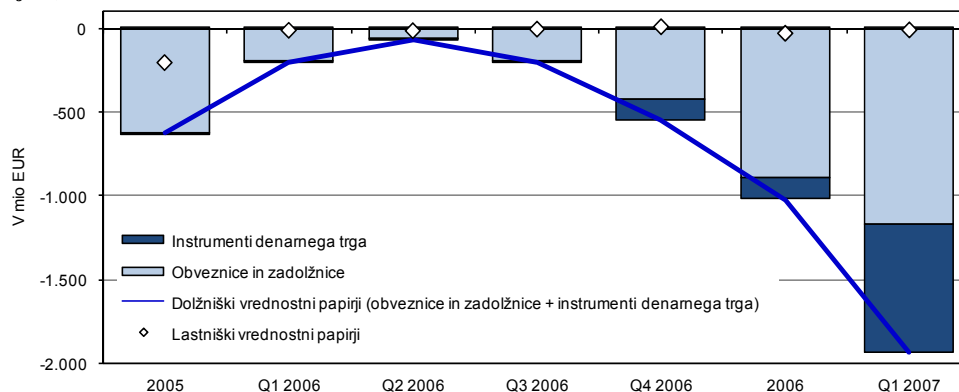
*Zagotavljanje stabilnega tečaja preko swap poslov pred vstopom v EMU je zahtevalo veliko vpetost poslovnih bank v operacije centralne banke, zaradi česar so poslovne banke relativno manj pozornosti namenjale razvoju drugih oblik poslovanja,* to pa je imelo negativen vpliv tako na razvoj finančnega sektorja kot tudi na gospodarsko rast (Jazbec in Masten, 2004, str. 95). V drugi polovici leta 2004 se je stanje swap poslov sicer pričelo zmanjševati, vendar je Banka Slovenije z namenom odložitve povečanja likvidnosti zaradi zapadlosti tolarskih blagajniških zapisov na obdobje po prevzemu evra bankam pričela ponujati dolgoročni depozit z obrestno mero, ki je bila za dve desetinki o. t. višja kot za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise, s tem pa je nadomestila približno dve tretjini zmanjšanja swap poslov. To pa je pomenilo nadaljevanje izrinjanja drugih naložbenih aktivnosti bank in zaviranje poglobljanja finančnega sektorja.

*Slovenija je s prevzemom evra postala tudi članica Evrosistema<sup>17</sup>, denarna politika pa je s tem postala predmet skupnega interesa.* Z vstopom v evrsko območje so se pogoji zadolževanja in naložb slovenskih bank pri evropski centralni banki izenačili s pogoji ostalih bank evrskega območja. Uporabljajo se instrumenti ECB, ki na pasivi svoje premoženjske bilance nima blagajniških zapisov. Stanje blagajniških zapisov BS in dolgoročnega depozita se je zato postopoma zniževalo, tako da so domače poslovne banke del kapitala preusmerjale v tuje vrednostne papirje, predvsem v državne obveznice evrskega območja. V prvem četrtletju leta 2007 so se tako izrazito okrepile portfeljske

<sup>17</sup> Evrosistem je od 1. januarja 1999 odgovoren za določanje in izvajanje skupne denarne politike evroobmočja. Sestavljajo ga ECB in centralne banke držav, ki imajo skupno valuto evro (zdaj 13). Glavni cilj ECB je ohranjanje cenovne stabilnosti. Poleg glavnega cilja obstajajo še drugi pomembni cilji, kakršni so: devizni tečaj, obrestna mera, nominalna rast BDP, denarni agregat M3 itd.

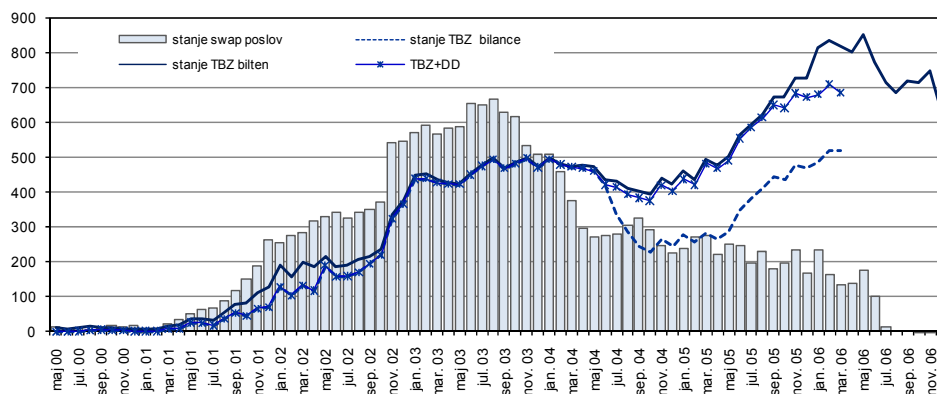
naložbe slovenskih poslovnih bank v tuje obveznice in zadolžnice (za 1.173,6 mio EUR) ter v instrumente denarnega trga (za 761,4 mio EUR).

**Slika 34: Portfeljske naložbe slovenskih poslovnih bank pred vstopom v evrsko območje in po njem, tokovi v mio EUR**



Vir: BS

**Slika 35: Stanje swap poslov in TBZ**



Vir: BS

*Manjša odvisnost bank od poslovanja s centralno banko po vstopu v EMU bo omogočila hitrejši razvoj bančnega sektorja.* Kljub postopnemu poglobljanju je bančni trg v Sloveniji še vedno plitek, saj je obseg bančne aktive v primerjavi z BDP še vedno pod ravniyo, ki bi po ocenah bil ravnovesen za našo gospodarsko razvitost (Jazbec in Masten, 2004, str. 93). To nakazuje, da banke verjetno še ne zagotavljajo vseh potrebnih storitev, ki bi podpirale hitrejšo gospodarsko rast, zato je poglobljanje bančnega in sploh finančnega sektorja pomemben razvojni izziv, ki bo tudi prispeval k višji gospodarski rasti.

## 5. Stanje mednarodnih naložb Slovenije ali neto finančna pozicija

*Neto finančna pozicija*<sup>18</sup> je po liberalizaciji kapitalsko-finančnega računa in vstopu Slovenije v EU prešla iz presežka v primanjkljaj. Potem ko je v letu 2002 izkazovala rahel presežek (0,1 % BDP), je v letu 2007 njen primanjkljaj znašal 21,9 % BDP. Pri terjatvah do tujine je bil v obdobju 2004–2007 opazen porast rezervnih imetij (do vstopa v EMU) neposrednih naložb v tujini in naložb v vrednostne papirje, medtem ko se je delež ostalih naložb zniževal. Pri obveznostih je delež bruto zunanega dolga ali nelastniških obveznosti v obdobju 2004–2007 predstavljal okoli štiri petine skupnih obveznosti do tujine, drugo petino pa so predstavljale lastniške obveznosti (lastniški kapital in reinvestirani dobički iz naslova neposrednih naložb tujcev v Sloveniji ter naložbe v lastniške vrednostne papirje). Celotno stanje mednarodnih naložb Slovenije je v povprečju izkazovalo neto dolžniško pozicijo, ki je bila za 2 mrd EUR večja od neto zunanega dolga.

Tabela 2: Stanje mednarodnih naložb Slovenije, v % BDP

|  | 2003        | 2004        | 2005         | 2006         | 2007         |
|--|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 Dolžniške terjatve                   | 59,0        | 60,6        | 69,3         | 67,9         | 83,7         |
| 2 Lastniške terjatve                   | 3,7         | 6,2         | 9,9          | 14,6         | 16,8         |
| <b>3 Skupne terjatve (1+2)</b>         | <b>62,6</b> | <b>66,8</b> | <b>79,2</b>  | <b>82,5</b>  | <b>100,4</b> |
| 4 Bruto zunanji dolg                   | 52,2        | 57,3        | 72,6         | 78,9         | 102,4        |
| 5 Lastniške obveznosti                 | 16,3        | 17,4        | 17,8         | 20,7         | 19,9         |
| <b>6 Skupne obveznosti (4+5)</b>       | <b>68,5</b> | <b>74,7</b> | <b>90,4</b>  | <b>99,7</b>  | <b>122,4</b> |
| 7 Neto zunanji dolg/terjatve (1–4)     | 6,8         | 3,3         | – 3,3        | – 11,0       | –18,8        |
| 8 Neto lastniški dolg/terjatve (2–5)   | – 12,6      | – 11,2      | – 7,9        | – 6,1        | –3,2         |
| <b>9 Neto finančna pozicija (7+8)*</b> | <b>–5,8</b> | <b>–7,9</b> | <b>–11,2</b> | <b>–17,1</b> | <b>–21,9</b> |

Vir: Bilten BS (2008)

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

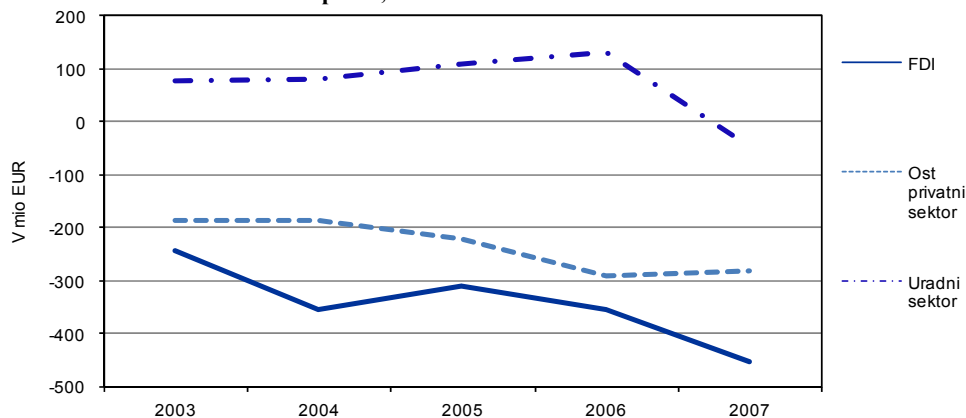
*Hitrejša rast obveznosti od terjatev je ob relativno nižjih donosih na terjatve vplivala na rast primanjkljaja v bilanci faktorskih dohodkov v tekočem računu plačilne bilance.* Ocenjujemo, da je bila v obdobju 2003–2007 implicitna nominalna stopnja donosa<sup>19</sup> na celotne terjatve Slovenije do tujine (2,6 %) v povprečju nižja od implicitne stopnje donosa na celotne obveznosti do tujine (4,7 %), kar je ob hitrejšem povečevanju obveznosti od terjatev vplivalo na rast neto odhodkov od kapitala v tekočem računu plačilne bilance. Pri obveznostih so namreč prevladovala najeta posojila v tujini, pri imetjih pa do konca leta 2006 devizne rezerve BS, sestavljene predvsem iz vlog in prvovrstnih obrestnih papirjev, ki že v osnovi prinašajo nižji donos. Lani so se ob prevzemu evra

<sup>18</sup> Stanje mednarodnih naložb ali neto finančna pozicija izkazuje stanje celotnih terjatev in obveznosti, ki jih ima Slovenija do tujine ob koncu vsakega leta, s strukturo, ki je enaka strukturi finančnega računa plačilne bilance. Poleg dolžniških instrumentov, ki so vključeni v bruto zunanje terjatve in bruto zunanji dolg, vključuje še terjatve in obveznosti iz lastniških razmerij. Spremembe v neto finančni poziciji med dvema zaporednima letoma so odraz transakcij v plačilni bilanci (saldo tekočega in kapitalnega računa ter neto napak in izpustitev) in kapitalskih dobičkov/izgub zaradi cenovnih, tečajnih ter drugih sprememb.

<sup>19</sup> Implicitna stopnja donosa je izračunana tako, da se tok prejetih in plačanih donosov od kapitala (obresti iz naslova lastniškega in dolžniškega kapitala) v tekočem letu primerja s stanjem celotnih terjatev in stanjem celotnih obveznosti predhodnega leta.

devizne rezerve BS prerazporedile na druge postavke finančnih terjatev, pri čemer pa je vrednost imetij BS ostala nespremenjena. Zaradi zapadanja blagajniških zapisov so se lani tudi močno povečale obveznosti BS do Evrosistema.

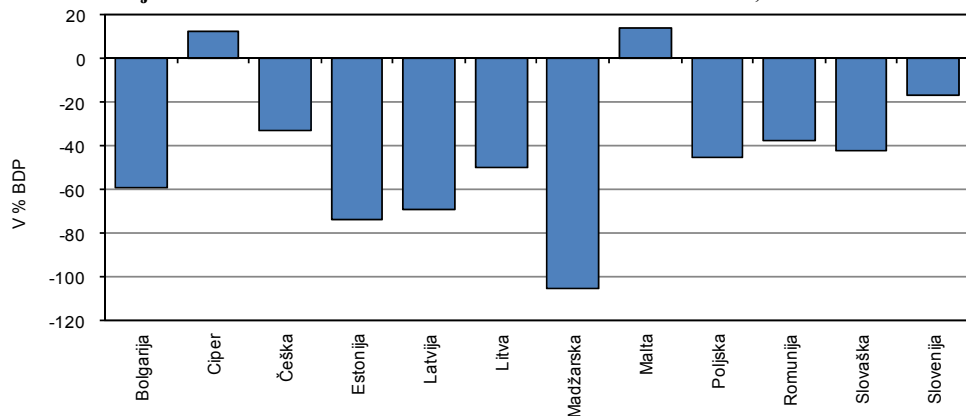
Slika 36: Saldo dohodkov od kapitala, v mio EUR



Vir: BS; preračuni UMAR

*Poleg višjih plačil neto obresti so se v okviru salda tekočega računa v preteklih letih povečali tudi neto plačani donosi tujini iz naslova lastniškega kapitala v okviru neposrednih naložb.* Pri tujih neposrednih naložbah v Sloveniji po letu 2005 izdatki od lastniškega kapitala presegajo dohodke iz tega naslova. Kapitalski dobički so bili bolj volatilni od plačanih donosov na obveznosti in prejetih donosov na terjatve do tujine. Pri tem posebej izstopa leto 2003, ko se je neto izguba iz naslova kapitalskega dobička na tuje neposredne naložbe precej povečala.

Slika 37: Stanje mednarodnih naložb v novih članicah EU konec leta 2006, v % BDP



Vir: SURS, BS, Eurostat; preračuni UMAR

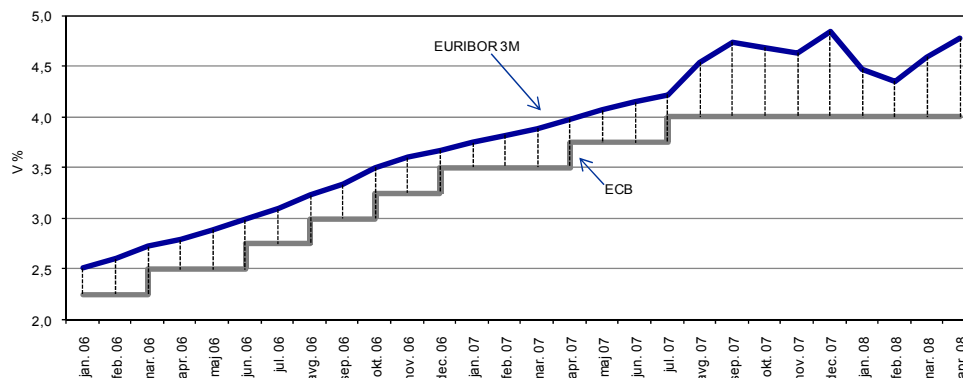


## 6. Finančna kriza na mednarodnih denarnih trgih v letu 2007 in ocena njenega vpliva na slovensko gospodarstvo

*Vplivi finančne krize se glede na njene razsežnosti prenašajo tudi na druge segmente gospodarstva, pri čemer pa so razlike med državami precejšnje.* Finančna kriza se je začela avgusta 2007 z zlomom trga drugorazrednih hipotek v ZDA. Zaradi narave razprševanja tveganja preko procesa sekurizacije, ki je potekalo v zadnjih letih, se je hitro razširila tudi na ostale dele sveta. Dosedanje izgube bank in ostalih finančnih institucij znašajo nekaj čez 300 milijard USD, medtem ko MDS ocenjuje, da bodo skupne izgube presegle 900 milijard USD. Posledice bo glede na obseg krize poleg finančnega občutil tudi realni sektor, vendar se ti učinki med državami precej razlikujejo, zlasti so neposredno manj izpostavljene države, med katere sodi tudi Slovenija, kjer so sodobni finančni instrumenti slabše razviti kot v ZDA in starejših članicah EU. Povečano tveganje v teh državah, povezano s posledicami finančne krize, se bo predvidoma pokazalo predvsem pri tesnejših povezavah z izpostavljenimi bankami v tujini.

*Najbolj očitni so neposredni vplivi finančne krize na zaostrovanje razmer na medbančnih trgih, kjer so obrestne mere, kot znak manjšega zaupanja med bančnimi subjekti, precej narasle.* Povprečna razlika med 3-mesečnim EURIBOR in ključno obrestno mero ECB od začetka finančne krize pa do maja 2008 znaša 0,64 o. t., medtem ko je v prvih sedmih mesecih leta 2007 znašala 0,26. ECB namreč že od junija lani ni spremenila obrestne mere, ki znaša 4,0 %, 3-mesečni EURIBOR pa je narasel s 4,2 % julija lani na 4,9 % maja letos.

Slika 38: Obrestne mere ECB in 3-mesečni EURIBOR

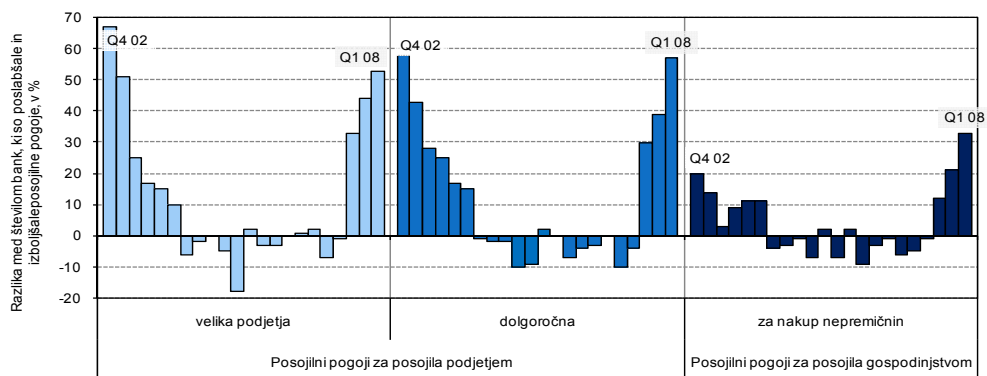


Vir: ECB

*Na zaostrovanje kaže tudi indikator monetarnih pogojev na evrskem območju.* ECFIN indikator monetarnih pogojev na evrskem območju, kjer gre za kombinacijo sprememb realnega deviznega tečaja in realnih kratkoročnih obrestnih mer, od avgusta lani strmo narašča, kar nakazuje bolj restriktivne monetarne pogoje. Sicer je v prvih dveh mesecih letos vrednost indikatorja prehodno padla, vendar se je marca in aprila ponovno krepko dvignila.

**Ključni kanal prenosa finančne krize na realno gospodarstvo poteka preko zaostrovanja posojilnih pogojev in manjše razpoložljivosti posojil.** Sodeč po rezultatih ECB raziskave o posojilnih pogojih<sup>20</sup>, so se posojilni pogoji na evrskem področju začeli zaostrovati že v tretjem četrtletju lani, od takrat dalje pa se to zaostrovanje le še stopnjuje. ECB ugotavlja, da so se posojilni pogoji bolj poslabšali za posojila podjetjem kot gospodinjstvom, in to bolj za velika podjetja kot pa majhna in srednja podjetja ter bolj za dolgoročna kot kratkoročna posojila.

Slika 39: Sprememba posojilnih pogojev med zadnjim četrtletjem 2002 in prvim četrtletjem 2008



Vir: ECB

**Zaostrovanje posojilnih pogojev za podjetja se stopnjuje od začetka finančne krize lani avgusta in se bo predvidoma nadaljevalo tudi v prihodnjih četrtletjih.** Med razlogi, zaradi katerih so banke na evrskem območju zaostriale posojilne pogoje za posojila podjetjem, prevladujejo poslabšana pričakovanja glede splošne gospodarske situacije in obetov za posamezne specifične sektorje ter dostopnost bank do financiranja na trgu. Zaostrovanje posojilnih pogojev pa se, sodeč po odgovorih bank, že odraža na manjšem povpraševanju zlasti velikih podjetij po dolgoročnih posojilih. Banke so v aprilski anketi<sup>21</sup> še vedno ocenjevale, da se bo zaostrovanje posojilnih pogojev predvsem za velika podjetja in dolgoročna posojila v naslednjih treh mesecih nadaljevalo in še stopnjevalo, povpraševanje po posojilih pa še naprej zmanjševalo.

**Visoka rast posojil podjetjem se, kljub poslabšanju posojilnih pogojev, nadaljuje.** Rast posojil podjetjem in NFI je bila lani višja kot v letu 2006, kar velja za evrsko območje in tudi nove članice, vključno s Slovenijo; letos se je povsod še rahlo okrepila. Lani je bila rast na ravni evrskega območja 13,9–odstotna, v Sloveniji pa 32,2–odstotna (3 o. t. več, kot je bila povprečna rast v novih članicah). Nadaljnja visoka rast posojil podjetjem po eni strani nakazuje, da podjetja načrtujejo investicije, kljub temu da se svetovna gospodarska rast ohlaja. Po drugi strani pa to lahko kaže, da so alternativni viri financiranja (strukturirani finančni inštrumenti) zaradi finančne krize manj dostopni, tako da podjetjem ne ostane drugega kot najemati posojila v bankah<sup>22</sup>.

<sup>20</sup> ECB Bank Lending Survey (oktober 2007, januar 2008, april 2008).

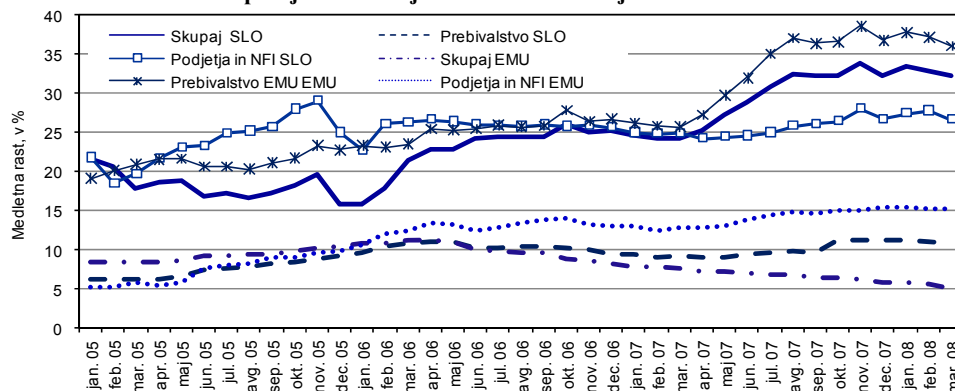
<sup>21</sup> ECB Bank Lending Survey (april 2008).

<sup>22</sup> Citigroup kot enega izmed možnih razlogov za nadaljnjo visoko rast kreditov ob poslabšanju posojilnih pogojev navaja tudi dejstvo, da so banke že pred začetkom finančne krize s podjetji sklenile dogovore o posojilih (ocenjena višina je 6.000 milijard USD), ki jih podjetja do pred nekaj mesecev še niso začela črpati.

*Podobno kot pri podjetjih so se posojilni pogoji v državah evrskega območja zaostri tudi za posojila gospodinjstvom, čeprav v relativno manjši meri.* Pri posojilih gospodinjstvom se posojilni pogoji bolj zaostrejo za posojila za nakup nepremičnin kot pa za potrošniška posojila. Med dejavniki, ki so vplivali na zaostritev posojilnih pogojev za prvi tip posojil, prevladujejo poslabšana pričakovanja glede splošnih gospodarskih razmer in glede obetov za nepremičninski trg, pri posojilih za potrošniške kredite pa poslabšana pričakovanja glede splošnih gospodarskih razmer in slabša kreditna sposobnost potrošnikov. Podobno kot pri podjetjih banke tudi pri posojilih gospodinjstvom pričakujejo še nadaljnje poslabšanje posojilnih pogojev in nižje povpraševanje po posojilih, oboje pa bolj izrazito pri posojilih za nakup nepremičnin kot pri potrošniških posojilih.

*Rast posojil gospodinjstvom na evrskem območju se predvsem zaradi višje ključne obrestne mere ECB umirja že od leta 2005.* Na evrskem območju se je rast posojil gospodinjstvom za nakup nepremičnin začela umirjati že pred začetkom finančne krize, predvsem zaradi postopnega dvigovanja ključne obrestne mere ECB od decembra 2005 naprej, pa tudi zaradi začetka umirjanja nepremičninskih trgov v nekaterih državah. Tako je bila rast posojil za nakup nepremičnin v evrskem območju leta 2006 12,3-odstotna, lani 8,3-odstotna, v prvih treh mesecih letos pa le še 6,4-odstotna. Nasprotno rast posojil za nakup nepremičnin v Sloveniji ostaja visoka in je skoraj petkrat višja kot v evrskem območju. Tudi pri potrošniških posojilih je slika precej podobna kot pri posojilih za nakup nepremičnin.

Slika 40: Medletna rast posojil v Sloveniji in evrskem območju



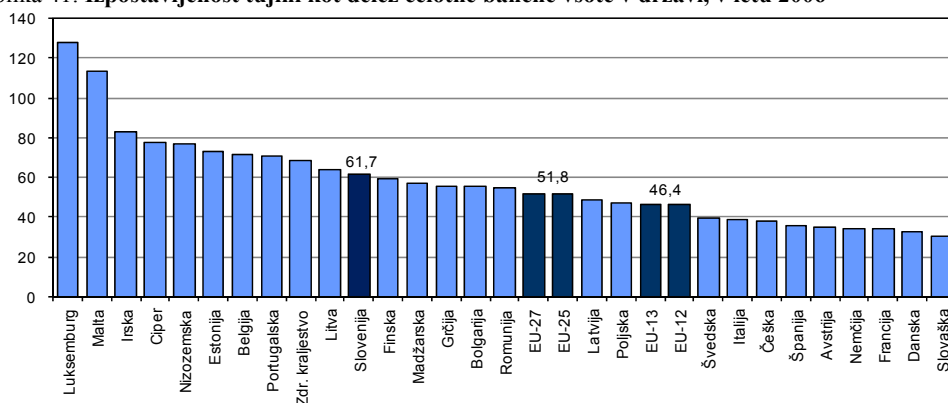
Vir: ECB

*Pri identificiranju morebitnih posledic finančne krize za stare in nove članice EU je treba upoštevati izpostavljenost njihovih finančnih sistemov tujini.* Pri visoki izpostavljenosti finančnih sistemov tujini (visok delež tujih virov in obveznosti v bilancah bank) se učinki finančne krize lahko prenašajo hitreje in intenzivneje. Ocena izpostavljenosti finančnih sistemov tujini na podlagi lokacijske bančne statistike *Bank of International Settlements*<sup>23</sup> kaže, da je bila po tem kazalcu Slovenija oz. njen finančni sistem leta 2006 bolj izpostavljen tujini kot v

<sup>23</sup> Banke, ki poročajo BIS so iz 40 držav, od teh so članice EU Avstrija, Belgija, Danska, Finska, Francija, Nemčija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Portugalska, Španija, Švedska in Združeno kraljestvo.

povprečju EMU in EU. Med novimi članicami pa so bile bolj izpostavljene tujini le Malta, Ciper, Estonija in Litva.

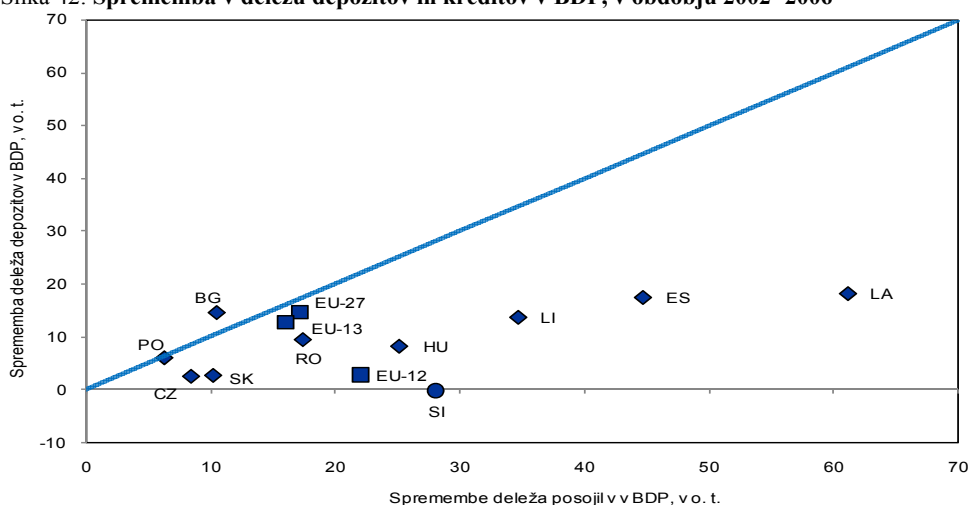
Slika 41: Izpostavljenost tujini kot delež celotne bančne vsote v državi, v letu 2006



Vir: ECB, BIS

*Banke v večini novih članic zadovoljujejo potrebe po financiranju preko najemanja posojil v tujini.* Odvisnost od tujega financiranja, ki še ne pomeni nujno tudi večjih učinkov finančne krize, povečuje pa s tem povezana tveganja, je mogoče oceniti tudi na podlagi primerjave rasti deleža posojil in depozitov v BDP. Hitrejša rast prvega signalizira naraščajoče potrebe po financiranju, ki ga banke z depoziti ne morejo v celoti zadovoljiti. Gre za proces, ki je značilen za države, ki so v procesu dohitevanja razvitih držav. Kot kaže Slika 42, je v večini novih članic, vključno s Slovenijo, med letoma 2002 in 2006 delež posojil v BDP rasel veliko hitreje od deleža depozitov v BDP, medtem ko je rast obeh deležev na ravni evrskega območja in tudi celotne EU veliko bolj uravnotežen.

Slika 42: Sprememba v deležu depozitov in kreditov v BDP, v obdobju 2002–2006



Vir: ECB, Eurostat

## 7. Sklepne ugotovitve

Slovenija zmanjšuje razvojni zaostanek finančnega sektorja za povprečjem evrskih držav. Čeprav je slovenski finančni sistem pretežno bančno zasnovan, je zaostanek največji prav v bančnem sektorju. Na področju bančnega kreditiranja podjetij in NFI ter potrošniških kreditov prebivalstvu je Slovenija relativno bližje povprečju držav evrskega območja kot na področju stanovanjskega kreditiranja prebivalstva, kljub visoki rasti stanovanjskih kreditov v zadnjih letih. Razlog za to gre iskati predvsem v nezadostni razvitosti finančnega sektorja oz. plitvosti domačega finančnega trga, saj so druge možnosti za financiranje podjetij precej omejene. Večji zaostanek na področju stanovanjskega kreditiranja prebivalstva pa je predvsem posledica v preteklosti manj razvitih bančnih produktov na tem področju, privatizacije stanovanj oziroma njenega financiranja v preteklosti in slabo razvitega institucionalnega okvira, kjer šele v zadnjih letih prihaja do postopnih izboljšav.

Padajoče obrestne mere so v zadnjih letih spodbudile povpraševanje podjetij in NFI po kreditih, ki je v teh letih naraščalo tudi zaradi ugodnih konjunktur in razmer v mednarodnem okolju in nekaterih strukturnih sprememb v gospodarstvu, ki so pozitivno vplivale na domačo gospodarsko aktivnost. Visoko povpraševanje po bančnih kreditih je v zadnjih letih tako povezano predvsem s potrebami domačega nebančnega sektorja (podjetja, NFI, prebivalstvo) po finančnih sredstvih za financiranje domačih naložb v opremo in stroje, infrastrukturo in gradnjo stanovanjskih ter drugih objektov, prav tako tudi drugih naložbenih aktivnosti doma in v tujini. S tega vidika je visoka rast bančnih kreditov potrebna za financiranje hitrejše gospodarske rasti in je sestavni del procesa dohitevanja razvitih gospodarstev.

S procesom integracije Slovenije v evropski finančni trg je ob pospešeni rasti kreditov domačih bank nebančnemu sektorju prišlo tudi do strukturnih sprememb v bančnih virih. Močno se je povečal pomen tujih virov, zlasti dolgoročnih posojil, najetih pri tujih bankah. To je na eni strani posledica večje dostopnosti teh virov zaradi nižjih obrestnih mer in manjšega deviznega tveganja po vstopu Slovenije v EU in EMU, na drugi strani pa ne dovolj visoke rasti prihrankov prebivalstva za financiranje hitro rastočih kreditov. Pomemben vir financiranja so tudi vloge tujih bank. Hkrati so nižje obrestne mere in večja vpetost slovenskega finančnega sektorja v mednarodne finančne in kapitalske tokove spodbudile tudi rast sredstev v vzajemnih skladih, ki postaja vedno pomembnejša oblika naložb sredstev prebivalstva izven bančnega sistema. Ob zaostrovanju razmer na mednarodnih denarnih trgih prihranki prebivalstva v bankah letos ponovno pridobivajo večji pomen za financiranje kreditne aktivnosti bank, njihova rast pa je spodbujena predvsem z višjimi obrestnimi merami in večjim tveganjem pri naložbah v vzajemne sklade.

Čeprav se konkurenca v slovenskem bančnem sektorju krepi, gibanja nekaterih tokov kažejo, da je ta še vedno nezadostna. Na področju bančnih obrestnih mer je tako razmik med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami relativno večji kot v povprečju držav evrskega območja, zlasti pri poslovanju s prebivalstvom. Ocenjujemo pa, da so k relativno nizki konkurenci deloma prispevale tudi razmere na domačem denarnem trgu pred vstopom v EMU, ko domače banke zaradi ugodnih možnosti naložb v instrumente denarne politike niso bile dovolj spodbujene k razvoju novih bančnih produktov.

Predvsem večje zadolževanje domačih bank v tujini je pospešilo tudi rast bruto zunanjskega dolga, ki pa ob sedanjosti višini z vidika solventnosti na makroekonomski ravni še ne predstavlja resnega makroekonomskega problema, saj gre pretežno za dolgoročni zunanji dolg zasebnega sektorja v evrih, kjer ni nevarnosti sprememb deviznega tečaja. Razmeroma visoka rast bruto zunanjskega dolga, ki pa je glede na BDP v primerjavi z razvitimi državami evrskega območja še relativno nizek, je predvsem posledica večje vpetosti v mednarodne finančne tokove in odraža proces konvergence razvitejšim finančnim in gospodarskim sistemom. Tveganje zaradi večjega zadolževanja v tujini za bančni sektor se je nekoliko povečalo v preteklem letu, ko se je v njihovih bilancah okreplil delež kratkoročnih tujih virov, med obveznostmi pa ni prišlo do podobnih sprememb v ročnosti strukturi, saj so novo odobrena posojila še vedno pretežno dolgoročna. Z makroekonomskega vidika pa je za stabilno finančno pozicijo do tujine pomembna predvsem višina neto dolga oziroma neto finančne pozicije, ki poleg najetih in danih posojil zajema tudi prilive in odlive drugih finančnih tokov. Čeprav je tu v zadnjih letih prišlo do poslabšanja, sta neto zunanji dolg oziroma primanjkljaj neto finančne pozicije v Sloveniji še vedno relativno nizka.

Slovenski bančni sektor je izpostavljen vplivom gibanj na mednarodnih denarnih trgih predvsem preko gibanja obrestnih mer, manj pa preko izvedenih finančnih instrumentov, ki so v Sloveniji še relativno slabo razviti. Posledice lanske finančne krize se v slovenskem finančnem sistemu kažejo predvsem v povišanih obrestnih merah in težji dostopnosti tujih posojil, kar bo vplivalo tudi na razpoložljivost posojil v domačih bankah in financiranje domače gospodarske aktivnosti. Glede na težje dostopne zunanje vire financiranja se banke za pridobivanje dodatnih sredstev zatekajo tudi k dokapitalizaciji, ki je sicer tudi posledica dejstva, da kapitalska ustreznost večine bank ni sledila visoki kreditni aktivnosti, prav tako dodatne kapitalske zahteve postavlja tudi uveljavljanje pravil Basel 2.

## Literatura in viri

*Bilten* (april 2008). Ljubljana: Banka Slovenije, 1991-. ISSN 1318-0762.

*EU Banking structures* (2007). Frankfurt am Main: ECB. ISSN 1830-1878.

*Eurostat news release. GDP per inhabitant in purchasing power standards* (179/2007). Luxembourg: Eurostat. Pridobljeno junija 2008 na <http://epp.eurostat.ec.eu.int/>.

Jazbec B., Masten I. (2004). Razvoj slovenskega bančno-finančnega sektorja z vidika vstopanja v EMU: pričakovani učinki na makroekonomsko stabilnost in gospodarsko rast. Razvojnoraziskovalna dejavnost ter inovacije, konkurenčnost in družbena odgovornost podjetij (str. 83-97). Ljubljana: časnik Finance.

*Letna poročila 1995–2006*. Ljubljana: Banka Slovenije.

*Letno statistično poročilo* (2008). Ljubljana: Ljubljanska borza.

Markič, J. (2007). *Dinamika zunanjega zadolževanja Slovenije*. Delovni zvezek št. 10. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.

*Statistični zavarovalniški bilten 2007* (2007). Ljubljana: Slovensko zavarovalno združenje.