

BANKA

SLOVENIJE
**POROČILO
O FINANČNI
STABILNOSTI**

JUNIJ 2005

Izdajatelj:

BANKA SLOVENIJE

Slovenska 35

1505 Ljubljana

Tel.: 01 47 19 000

Fax.: 01 25 15 516

Poročilo o finančni stabilnosti temelji na podatkih in informacijah do marca 2005.

Uredil: mag. Tomaž Košak

Avtorji analitičnega dela poročila: dr. Matejka Kavčič, Ana Gorišek, Franc Remšak,
Tatjana Šuler

ISSN 1581-9752 (tiskana izdaja)

ISSN 1581-9760 (spletna izdaja)

Pregled vsebine

SKLEPNE UGOTOVITVE	7
POVZETEK.....	9
I. MAKROEKONOMSKO OKOLJE	13
1 GOSPODARSKA GIBANJA IN MEDNARODNE RAZMERE	13
1.1 Mednarodno okolje	13
1.2 Inflacijska gibanja in gospodarska aktivnost v Sloveniji.....	14
1.3 Plačilna bilanca	15
II. NEFINANČNE INSTITUCIJE.....	20
2 SEKTOR PREBIVALSTVA	20
2.1 Potrošnja prebivalstva	20
2.2 Nacionalna stanovanjska varčevalna shema	20
2.3 Zadolževanje prebivalstva pri bankah	26
2.4 Oblike finančnega premoženja in neto zadolženost prebivalstva pri bankah.....	28
3 SEKTOR PODJETIJ	31
3.1 Financiranje podjetij pri domačih bankah in neto zadolženost podjetij.....	31
3.2 Primerjava obrestnih mer financiranja podjetij doma in v tujini.....	32
3.3 Struktura sredstev in obveznosti podjetij	38
3.4 Finančni vzvod podjetij	40
3.5 Pozicija podjetij do tujine	42
3.6 Indikatorji tveganja sprememb deviznega tečaja za podjetja	44
III. FINANČNE INSTITUCIJE	46
4 SLOVENSKI FINANČNI SISTEM	46
4.1 Struktura slovenskega finančnega sistema.....	46
4.2 Kapitalsko povezovanje bank z drugimi finančnimi institucijami	49
4.3 Lastniška struktura finančnega sektorja	50
4.4 Domači finančni trgi.....	55
5 BANČNI SEKTOR	64
5.1 Banke in hranilnice	64
5.2 Spreminjanje strukture bilance stanja	66
5.3 Donosnost in kazalci uspešnosti poslovanja.....	72
5.4 Kreditno tveganje	77
5.5 Solventnost bank	93
5.6 Likvidnostno tveganje.....	99
5.7 Tečajno tveganje	102
5.8 Obrestno tveganje.....	107
5.9 Institucionalne spremembe	110
6 NEDENARNE FINANČNE INSTITUCIJE.....	112
6.1 Zavarovalnice.....	112
6.2 Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje	120
6.3 Investicijski skladi	123
6.4 Lizinška podjetja	135

Strokovni prispevki s področja finančne stabilnosti:

- B. Jašovič: Vloga centralne banke pri zagotavljanju finančne stabilnosti
- M. Kavčič, T. Košak, F. Remšak, T. Šuler: Makro stres testi za slovenski bančni sistem
- M. Čok, M. Košak: Obdavčenje obresti po novi davčni zakonodaji
- S. Mastnak: Merjenje podcenjenosti delnic v Sloveniji

SKLEPNE UGOTOVITVE

Za empirične potrebe je finančna stabilnost opredeljena kot stanje, v katerem komponente finančnega sistema, kakor so finančni trgi, finančne institucije in infrastruktura, delujejo brez sistemskih motenj in v katerem vsaka komponenta finančnega sistema zagotavlja kar največ prožnega odzivanja na morebitne šoke. Namen Poročila o finančni stabilnosti je na podlagi razpoložljivih podatkov oceniti robustnost finančnega sistema in še zlasti bančnega sektorja oziroma opozoriti na morebiten pojav sistemskih tveganj, ki bi prizadela več finančnih institucij in s tem ovirala izvajanje finančnega posredništva.

Z vstopom Slovenije v EU sta se intenzivirala mednarodna prepletenost slovenskega finančnega sistema s tujimi finančnimi institucijami in prepletenost znotraj finančnega sektorja doma med različnimi institucijami. Večja mednarodna in medsektorska prepletenost vplivata na redistribucijo tveganj med finančnimi institucijami in pojavljanje novih sistemskih tveganj. K omenjenemu velja dodati, da se v okoliščinah, ko se Slovenija približuje prevzemu evra, močno intenzivirajo mednarodni finančni tokovi, ki vplivajo na nekatere strukturne spremembe našega finančnega sistema, na katere opozarjamo v nadaljevanju. Nekatera od omenjenih tveganj bodo postala s približevanjem in vstopom v evroobmočje stalno prisotna. Zaradi zagotavljanja finančne stabilnosti jih bo treba nenehno spremljati in se nanje tudi ustrezno odzvati.

Zunanji dejavniki tveganj v finančnem sistemu

Med zunanjimi dejavniki spreminjanja tveganj v slovenskem finančnem sistemu izpostavljamo naraščanje zadolževanja domačih institucij v tujini. S hitrim naraščanjem zadolževanja bančnega sektorja v tujini se povečuje relativna občutljivost slovenskih bank za dogajanje na evropskem finančnem trgu, zlasti na tistih finančnih trgih držav članic EU, na katerih delujejo največje banke upnice. Tudi zadolženost nedenarnih finančnih institucij v tujini je večja kakor pri domačih bankah, zlasti to velja za lizinska podjetja, nekoliko manj pa tudi za zavarovalniški sektor. Potencialno ekonomsko neravnotežje v tujini in drugi ekonomski razlogi, ki bi povzročili dvig tujih obrestnih mer, bi se relativno hitro odrazili v višjih stroških financiranja slovenskih finančnih institucij.

Hkrati ob zadolževanju domačih subjektov v tujini je opazen tudi izrazit trend naraščanja investiranja domačih institucij v tujini. Zaradi hitrega naraščanja naložb finančnega sektorja v tuje vrednostne papirje, ki je ob koncu leta 2004 preseglo 103-odstotno stopnjo rasti, se hitro povečuje občutljivost slovenskih nedenarnih finančnih institucij za gibanja borznih indeksov na tujih kapitalskih trgih. Kljub hitri rasti ob koncu leta 2004 v nobenem od pomembnejših segmentov finančnega sektorja delež tujih vrednostnih papirjev v premoženjski bilanci ni presegel ene petine. Portfelj tujih vrednostnih papirjev je lani ohranil značilnost relativno ugodne razpršenosti po različnih evropskih nacionalnih kapitalskih trgih. Od sredine leta 2004 se zaradi iskanja višjih donosov slovenskih investorjev hitro povečujejo relativno bolj tvegane naložbe v lastniške vrednostne papirje na območju nekdanje Jugoslavije. Delež teh naložb je v prvih mesecih letošnjega leta že dosegel 27% vseh naložb rezidentov v tuje delnice.

Domači dejavniki tveganj v finančnem sistemu

Poleg zunanjih dejavnikov spreminjanja tveganj v slovenskem finančnem sistemu je treba izpostaviti še ključne domače dejavnike.

Kreditno tveganje v bankah: vstop Slovenije v EU in pozneje še v ERM2 je vplival na ugodno ocenjevanje gospodarskih gibanj in posledično na zmanjševanje kreditnega tveganja v bankah. Nominalna konvergenca obrestnih mer, ki je bila najintenzivnejša v letu 2003 in v prvi polovici leta 2004, je ob naraščajoči gospodarski rasti vplivala na visoko rast bančnih posojil sektorju podjetij in še posebno

sektorju prebivalstva v preteklem letu. Kljub hitri kreditni rasti banke ocenjujejo kreditno tveganje optimistično, kar se odraža v zniževanju deleža slabih posojil v bančnem portfelju in zmanjševanju oblikovanih posebnih rezervacij. Optimizem pri ocenjevanju kreditnega tveganja je v preteklem letu izhajal iz ugodnih gospodarskih gibanj in povečane konkurence na trgu bančnih posojil. Ob poslabšanju gospodarskih razmer bi se banke soočile s povečanjem zamud pri odplačevanju posojil in povečanjem deleža slabih posojil v svojem portfelju. V zadnjem letu prisotno rahlo zniževanje premij za tveganja v strukturi posojilnih obrestnih mer, ki jih banke zaračunavajo svojim komitentom, ne bi dovoljevalo povečanja posebnih rezervacij brez poslabšanja poslovnih rezultatov bank.

Tveganje sprememb deviznega tečaja: glede na valutno strukturo najhitreje naraščajo devizna posojila, vendar je bankam uspelo obvladovati oziroma znižati tečajna tveganja z zmanjšanjem dolge odprte devizne pozicije deloma z najemanjem deviznih virov v tujini in deloma z dokončno prodajo začasno prodanih deviz Banki Slovenije. Vendar se tečajna tveganja v obliki kratke devizne pozicije povečujejo v sektorju podjetij, ki bi se ob neugodnih gospodarskih gibanjih in morebitni večji depreciaciji tečaja tolarja odrazila v povečanju kreditnega tveganja v bankah.

Obrestno tveganje: med bančnimi tveganji postaja vedno bolj izrazito obrestno tveganje, ki je posledica povečevanja deleža dolgoročnih posojil s spremenljivo obrestno mero, ob hkratnem zmanjševanju deleža dolgoročnih vlog v bilancah bank. Opisani proces je privedel do naraščanja razlike med povprečnim obdobjem prilagajanja aktivnih obrestnih mer in povprečnim obdobjem prilagajanja pasivnih obrestnih mer, zato so banke v preteklem letu povečale svojo izpostavljenost tveganju zvišanja obrestnih mer.

Solventnost bank: kljub hitri kreditni rasti so banke ohranile solventnost na ustrezni ravni, saj so z dokapitalizacijami, izdajanjem podrejenega dolga in izdajanjem hibridnih instrumentov konec leta 2004 zvišale svojo kapitalsko ustreznost.

Medsektorska prepletenost: zaradi zniževanja obrestnih mer v bankah je v preteklem letu prihajalo do prerazporejanja prihrankov v alternativne oblike varčevanja. Zlasti so se povečala sredstva vzajemnih skladov, vplačane premije za življenjsko zavarovanje in vplačane premije za dodatno pokojninsko zavarovanje. Da bi banke ublažile vpliv hitrega zniževanja neto obrestne marže na uspešnost svojega poslovanja, so postale aktivnejše tudi na drugih finančnih področjih. Banke so prek lastniških naložb v družbah za upravljanje investicijskih skladov ob koncu leta 2004 obvladovale že 40% vseh sredstev investicijskih skladov. Pomembne kapitalske naložbe so imele banke tudi v lizinskih podjetjih, in sicer so ta podjetja v večinski bančni lasti opravila lani 23% vseh lizinskih poslov. Povečalo se je tudi število bank z dovoljenjem Banke Slovenije za posedovanje pri prodaji zavarovalnih polic in investicijskih kuponov vzajemnih skladov. Ob naraščanju poslovne povezanosti med pravnimi osebami iz različnih segmentov finančnega sektorja se odpira tudi možnost prenašanja tveganj med različnimi finančnimi subjekti. Hkrati se povečuje nevarnost »okužbe« finančnih subjektov pri realizaciji tveganj, zato narašča potreba po konsolidiranem spremljanju povezanih subjektov.

* * *

Na podlagi podatkov do marca 2005 ocenjujemo, da bančni sektor ostaja relativno stabilen, vendar se ob povečevanju obrestnega tveganja, zmanjševanju sekundarne likvidnosti in ob relativno optimističnem ocenjevanju kreditnega tveganja občutljivost bank za potencialno neugodna gospodarska gibanja ali nepredvidene ekonomske šoke povečuje.

POVZETEK

Dobiček bančnega sektorja se je v letu 2004 še izraziteje povečal kakor v letu 2003 glede na leto 2002, in sicer realno za 13,3%, kar je vplivalo na izboljšanje donosnosti poslovanja bank. Razlog je v visoki 18,7-odstotni rasti neobrestnih prihodkov. Močno so se povišali zlasti neto prihodki iz finančnih poslov, ki so jih banke lahko realizirale predvsem zaradi naraščajočih tečajev na kapitalnem trgu v prvi polovici leta 2004. Neto neobrestni prihodki bank, ki so lani celo presegli 40% bruto dohodka, so v primerjavi z neto obrestnimi prihodki manj predvidljivi, še zlasti, ko govorimo o neto prihodkih iz finančnih poslov, in bolj odvisni od razmer na trgu. S tem postaja poslovni rezultat bank bolj variabilen.

Neto obrestni prihodki so se lani znižali zaradi vztrajnega zniževanja neto obrestne marže. Ta se je v enem letu znižala za 0,4 odstotne točke, na 2,8%. Nominalna konvergenca obrestnih mer, ki je bila najbolj intenzivna v prvi polovici leta, se je odražala v relativno hitrejšem zniževanju posojilnih obrestnih mer kot obrestnih mer za bančne vloge, saj se je razmik med izračunanimi pasivnimi in aktivnimi bančnimi obrestnimi merami znižal za 0,3 odstotne točke. Relativno hitro zniževanje obrestnih mer za bančne vloge se je zaustavilo šele v drugi polovici leta 2004, ko so nekatere obrestne mere postale ex post realno negativne, kar je še vedno dolgoročno grožnja ohranjanju stabilnih virov financiranja bank. V bankah se je to zrcnilo v nadaljevanju skromnih 7,0-odstotnih stopenj rasti vlog nebančnega sektorja. K nezaželenemu procesu skrajševanja ročnosti vlog so dodatno prispevale tudi banke same z določitvijo padajoče krivulje časovne strukture pasivnih obrestnih mer v prvih mesecih 2004. Posledično se je zmanjšal delež vlog nebančnega sektorja v bilancah bank za slabe tri odstotne točke.

Nominalna konvergenca obrestnih mer je skupaj z visoko 4,6-odstotno gospodarsko rastjo, stabilnim deviznim tečajem tolarja od vstopa Slovenije v ERM2 in povečevanjem domače potrošnje ustvarjala pogoje za visoko rast bančnih posojil, ki je dosegla v lanskem letu skoraj 20% in se še zvišuje. Tako se je delež posojil nebančnemu sektorju v bilancah bank v enem letu povečal za 3,7 strukturne točke. Zniževanje obrestne marže je tako banke sililo v nadaljevanje agresivnega povečevanja svojega deleža na posojilnem trgu, pri čemer so bile najmočnejše banke v večinski tuji lasti, katerih tržni delež se je povečal za 2,5 odstotne točke.

Uspešnost bank v večinski tuji lasti pri povečevanju tržnega deleža je predvsem v relativno lažjem in cenejšem dostopanju do deviznih virov v tujini. Temu zgledu so lani sledile tudi druge banke, kar je povečalo delež tujih virov v strukturi bilanc na 18% ob visoki 39-odstotni letni stopnji rasti. Le tako so banke lahko nadomeščale prepočasno rast domačih vlog glede na visoko kreditno aktivnost. V preteklem letu se je tako dokončno spremenilo upravljanje bilanc bank iz aktivnejšega upravljanja aktiv v obdobju visokih kapitalskih prilivov od 2000 do 2002 v aktivnejše iskanje virov v tujini in dodatnega akumuliranja kapitala za doseganje visokih kreditnih rasti. To se je odrazilo tudi v relativno močnem zmanjšanju sekundarne likvidnosti v bankah za 7 odstotnih točk, na 15% bilančne vsote. Kljub temu likvidnost bank ostaja na zadovoljivi ravni.

Visoka kreditna rast, na katero so se banke pripravile tudi z dokapitalizacijo in izdajo hibridnih instrumentov, ni povečala vsote velikih izpostavljenosti oziroma je ta ostala na ravni povprečja zadnjih petih let, 196%. Za odstotno točko se je lani znižala izpostavljenost bank do komitentov, ki spadajo v skupino ponudnikov t. i. potrošnih cikličnih dobrin, in prebivalstva, a še vedno predstavlja visokih 44% celotne kreditne izpostavljenosti. S tem ostaja prociklična občutljivost portfelja slovenskih bank relativno visoka.

Kljub relativno visoki kreditni rasti in zmanjšanju deleža vrednostnih papirjev v bilancah bank, kar je skupaj vplivalo na 18-odstotno rast razvrščenih terjatev, so se posebne rezervacije bank povečale le za 4,3% in s tem se je pokritost razvrščene aktive z rezervacijami zmanjšala za 0,7 odstotne točke, na

5,2%. Banke kreditno tveganje svojih komitentov ocenjujejo optimistično, saj se je najbolj povečal delež terjatev, razvrščenih v najmanj tvegan bonitetni razred A, za 0,8 odstotnih točk, na 81,7%. Na drugi strani pa se je delež slabih terjatev (D in E) znižal za 0,7 odstotnih točk, na 3% razvrščenih terjatev. Poleg tega so v letu 2004 banke najbolj znižale pokritost terjatev s posebnimi rezervacijami prav pri bolj tveганиh bonitetnih skupinah C in D. Da se kreditno tveganje ne poslabšuje, potrjujejo relativno stabilne oziroma za nekatere vrste posojil celo padajoče premije za tveganje pri obrestnih merah, ki so jih banke zaračunavale komitentom različnih bonitetnih skupin v lanskem letu.

Ugodne gospodarske razmere in poslovni optimizem se kažejo tudi v povečevanju deleža nezavarovanih posojil, ki so jih banke odobrile v letu 2004. V skupini največjih bank je bilo lani nezavarovanih 63,4% posojil (vključno z zastavljenimi menicami). Vendar se hkrati pojavljajo nove oblike zavarovanja in povečuje se delež posojil, zavarovanih z več oblikami zavarovanj hkrati. To zmanjšuje odvisnost bank pri gibanju kreditnega tveganja zgolj od likvidnosti in cene posamezne oblike premoženja. Še vedno pa imajo banke 60% posojil, danih prebivalstvu, zavarovanih pri zavarovalnicah, in sicer kar 73% pri eni zavarovalnici. Kljub dejstvu, da se je škodni rezultat zavarovalnic iz tega naslova lani močno izboljšal in da za zavarovalnice ne predstavlja pomembnejše zavarovalne oblike, ostaja visoka koncentracija zavarovanja posojil prebivalstvu pri zavarovalnicah potencialno žarišče sistemskega tveganja za banke, ki bi se lahko realiziralo v poslabšanih gospodarskih razmerah.

Zaradi stabilnega deviznega tečaja tolarja in nižjih deviznih obrestnih mer od tolarških se je v letu 2004 hitro povečeval delež deviznih posojil podjetjem, z medletno stopnjo 45%, in tudi delež deviznih posojil prebivalstvu. Medtem ko se je devizna aktiva bank do konca leta povečala na 35,5% bilančne vsote, je bilo naraščanje deviznih obveznosti bank še hitrejše in je doseglo skoraj 38% bilančne vsote. Vendar ocenjujemo, da je izpostavljenost bank tečajnemu tveganju zmerno in obvladljivo, saj so banke v letu 2004 zapirale odprto devizno pozicijo s prodajo deviz BS. Z vstopom BS v ERM2 in določitvijo paritete tolarja do EUR junija 2004 so postali transparentnejši tudi institucionalni pogoji poslovanja bank, saj se je Banka Slovenije s tem zavezala spoštovanju pravil tečajnega režima ERM2 in ohranjanju stabilnosti deviznega tečaja. Odprta devizna pozicija bank se je lani v primerjavi z letom 2003 močno zaprla, vendar je še ostala dolga, v višini 26% kapitala. Ugotavljamo, da so banke v večinski tuji lasti z začasno prodajo deviz BS skoraj popolnoma zapirale odprto devizno pozicijo v letu 2004, medtem ko so banke v večinski domači lasti z začasno prodajo deviz BS spreminjale iz kratke v dolgo odprto devizno pozicijo.

Naraščanju tveganja pa so banke izpostavljene posredno prek svojih komitentov. Kratka odprta pozicija podjetij, ki se povečuje vse od leta 2000, je leta 2003 dosegla 9,4% njihovih sredstev oziroma 21% kapitala podjetij. Pri depreciaciji tečaja tolarja bi se odprta devizna pozicija še dodatno odprla in povečala bi se neto zadolženost podjetij, izražena v tolarjih. V preteklem letu se je močno povečala izpostavljenost bank v valutni klavzuli, vezani na švicarski frank. To valutno tveganje za banke sicer ne predstavlja večjega tveganja, zaradi relativno majhnega obsega le slabe 4% podbilance z valutno klavzulo, vendar pa je zaradi relativno visoke volatilnosti tečaja švicarskega franka mogoča realizacija tveganj pri komitentih.

Med bančnimi tveganji postaja obrestno tveganje vedno bolj izrazito in neugodno. Razlika med povprečnim obdobjem prilagajanja aktivnih obrestnih mer na eni strani in pasivnih obrestnih mer na drugi strani se je v enem letu podaljšala s 4 na 6 mesecev. To je predvsem posledica podaljševanja ročnosti posojil in skrajševanja ročnosti vlog. Najbolj so obrestnemu tveganju izpostavljene velike banke, katerih povprečna ročnost prilagajanja aktive presega pasivo za več kakor 9 mesecev, medtem ko pri majhnih in tujih bankah neusklajenost dosega 4,6 oziroma 3,1 mesece. Upošteva je povprečno obdobje prilagajanja obrestnih mer za konec leta 2004, je bančni sektor vedno bolj izpostavljen tveganju zvišanja obrestnih mer. Vendar je tudi pri obrestnem tveganju mogoče pričakovati izboljšave ali vsaj

upočasnitev neugodnega trenda, saj se od konca leta 2003 povečuje delež novo odobrenih posojil z variabilno obrestno mero, ki je ob koncu leta dosegel 41,1%.

Solventnost bank ostaja na zadovoljivi ravni, vendar povečana kreditna aktivnost vpliva na potrebo po dokapitalizaciji bank. Do konca leta 2004 se je kapitalska ustreznost nekoliko zvišala in dosegla 11,8%, čeprav se kapitalska ustreznost prvega reda še naprej poslabšuje. Intenzivna konkurenca pri povečevanju kreditnega deleža sili banke v optimizacijo upravljanja s kapitalom. Pri tem so najmanj uspešne majhne banke, katerih kapitalska ustreznost se je najbolj zmanjšala, na 11,7%. V strukturi regulatornega kapitala se je dodatni kapital povečal na slabih 34%, predvsem na račun povečanja podrejenega dolga, ki pri nekaterih bankah že predstavlja omejeno možnost povečevanja kapitalske ustreznosti, in na račun izrazitega povečanja obsega izdaj hibridnih instrumentov, kar v preteklosti ni bilo pogosto.

Kot rezultat aktivnosti bank se je tveganjem prilagojena aktiva povečala za skoraj 19% in hkrati se je spremenila njena struktura v korist povečanja deleža tržnim tveganjem prilagojenih postavk na račun zmanjšanja obeh preostalih deležev kreditnim in tečajnim tveganjem prilagojenih postavk.

Zaradi zniževanja obrestnih mer za bančne vloge so v letu 2004 postali pomembnejši tudi nedenarni finančni posredniki. Na 14-odstotno povečanje sredstev investicijskih skladov so poleg rasti tečajev delnic na kapitalskem trgu vplivali tudi visoki neto prilivi v vzajemne sklade, ki so znašali 81 mrd SIT. Sredstva slednjih so se v enem letu povečala za 126%. Nekoliko zaskrbljujoč je podatek, da so letni neto pritoki v vzajemne sklade leta 2004 predstavljali skoraj 21% letnega prometa na Ljubljanski borzi, kar z obstoječo strukturo naložb domačih vzajemnih skladov kaže na njihov precejšen vpliv na gibanje borznih tečajev. V preteklem letu so vzajemni skladi povečali delež naložb v tuje vrednostne papirje za visokih 7 odstotnih točk, na 16% sredstev. Nadaljevanje hitrega povečanja naložb vzajemnih skladov v tujino lahko z njihovim sorazmerno manjšim povpraševanjem po domačih delnicah precej vpliva na nižje rasti domačih borznih indeksov v prihodnje.

Preobrat borznih indeksov na domačem kapitalskem trgu pa bi lahko deloma vplival na poslabšanje poslovnega rezultata zavarovalnic. Velik obseg naložb zavarovalnic v domače vrednostne papirje, ki pomenijo 17% tržne kapitalizacije vseh vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi, od zavarovalnic zahteva, da iščejo možnosti za svoje kapitalske naložbe tudi v tujini, zato da bi povečale razpršenost tveganj. Kljub znižanju čistega poslovnega izida v letu 2004 ostaja zavarovalniški sektor uspešen, saj je povečal obseg zbranih premij za 12% in ohranil pokritost zavarovalno-tehničnih rezervacij z naložbami kritnega premoženja na visokih 111% in tudi povečal presežek kapitala nad zahtevnim minimalnim kapitalom za dodatne 3 mrd SIT.

Ob zniževanju obrestnih mer in povečani kreditni aktivnosti bank postaja tudi sektor prebivalstva vedno bolj zadolžen. Prav tako velja za sektor podjetij, katerega neto zadolženost pri slovenskih bankah se je v enem letu povečala s 17% na 21% BDP.

I. MAKROEKONOMSKO OKOLJE

1 GOSPODARSKA GIBANJA IN MEDNARODNE RAZMERE

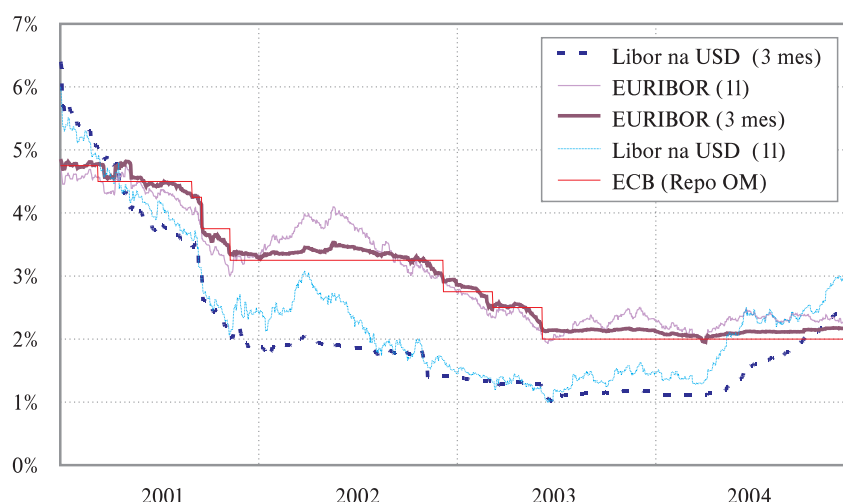
1.1 Mednarodno okolje

V evroobmočju se je gospodarska rast v letu 2004 okrepila za 0,5 odstotne točke, na 2,0%. Potem ko se je že v letu 2003 gospodarska rast močnejše okrepila v ZDA in na Japonskem, sta obe ekonomiji ohranili hitrejšo rast tudi v lanskem letu. Skladno z višjo gospodarsko rastjo v EU se je povečala tudi gospodarska rast slovenskih trgovinskih partneric, predvsem Francije, Avstrije in Nemčije. Višjo gospodarsko rast kakor v letu 2003 so dosegle tudi vzhodnoevropske države.

Inflacija je v letu 2004 v evroobmočju znašala v povprečju 2,1% in je ostala na podobni ravni kakor v prejšnjem letu. V evroobmočju se je inflacija do konca maja 2004 medletno povzpela na 2,5%, nato pa do konca leta znižala na nekoliko nad 2%. Povišanje inflacije je bilo pričakovati zaradi učinkov naraščajočih cen nafte na svetovnih trgih. V ZDA se je inflacija zvišala v primerjavi z letom 2003 za 0,4 odstotne točke, na 2,7%. Cena nafte ostaja pomemben dejavnik tveganja za rast inflacije. V letu 2004 je njena cena v povprečju znašala 38,3 USD za sod oziroma za tretjino več kakor v letu 2003. V januarju in februarju 2005 se je cena nafte ponovno močno povišala in ob koncu februarja znova presegla 50 USD. Nadaljevanje trenda zviševanja cen nafte zaradi negotovosti na strani ponudbe, ob povečanem povpraševanju po tej surovini, lahko sproža nadaljevanje inflacijskih pritiskov v svetu.

Ameriški FED je lani od junija petkrat zvišal ključno obrestno mero in je v decembru 2004 znašala 2,25%. Razlog za dvig obrestnih mer naj bi bila zmerna gospodarska rast in izboljšane razmere na trgu dela. V evroobmočju ostajajo obrestne mere zaenkrat nespremenjene, saj se še zmeraj ocenjuje, da ta raven obrestnih mer, ob počasnem okrevanju evropskega gospodarstva, ne ogroža inflacijskih ciljev. Obrestna mera za refinanciranje pri ECB tako že od junija 2003 ostaja nespremenjena na ravni 2%. Tudi obrestne mere na finančnih trgih dolgoročnih sredstev zaenkrat ne kažejo pričakovanj o izrazitejšem dvigu v bližnji prihodnosti.

Slika 1.1: Vodilne obrestne mere: LIBOR in obrestna mera refinanciranja pri ECB v odstotkih



Vir: Banka Slovenije, ARC

Tečaj evra je v lanskem letu v primerjavi z ameriškim dolarjem apreciral. Na začetku leta 2004 je evro dosegal vrednosti med 1,25 in 1,3 USD, v maju pa se je njegova vrednost znižala pod 1,2 USD. Evro

se je proti dolarju močno okrepil v zadnjih mesecih leta 2004, na 1,36 USD, k čemur so prispevale naraščajoče cene nafte in visok javnofinančni primanjkljaj ameriškega gospodarstva. Rast borznih indeksov v zadnjih mesecih letošnjega leta ponovno kaže na blag trend krepitve USD do EUR.

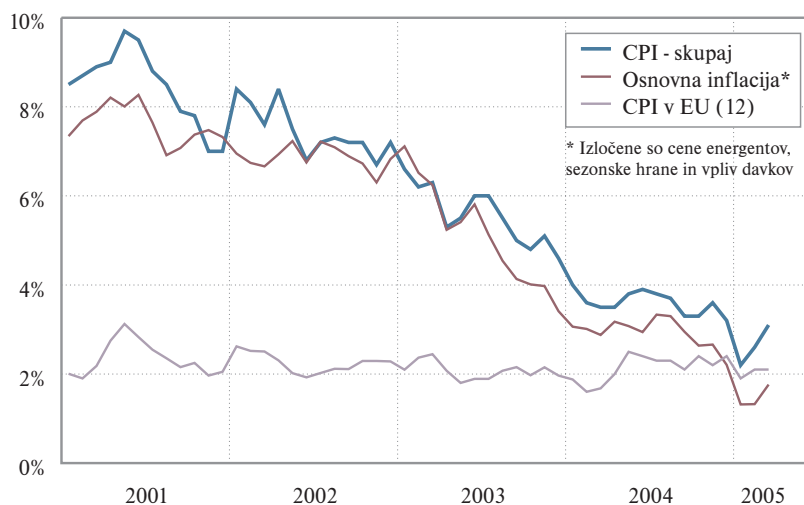
1.2 Inflacijska gibanja in gospodarska aktivnost v Sloveniji

Inflacijska gibanja v Sloveniji

Leta 2004 se je v Sloveniji nadaljevalo postopno zniževanje inflacije. Medletna stopnja rasti cen se je že na začetku lanskega leta znižala pod 4% in potem večino leta nihala med 3% in 4%. Dodatno se je znižala decembra 2004, ko je dosegla 3,2%. Zniževanje inflacije je potekalo na vzdržen način, kar pomeni, da so bila ohranjena vsa najpomembnejša ravnovesja v ekonomiji. Na tekočem računu plačilne bilance je bil v letu 2004 zmeren primanjkljaj v višini 0,9% BDP, proračunski primanjkljaj ni presegal maastrichtskih kriterijev in je znašal 1,4% BDP, zadolženost države pa ostaja nizka, na ravni 26,1% BDP.

K znižanju inflacije je pomembno prispevalo usklajeno delovanje Banke Slovenije in Vlade RS. Do vstopa v tečajni mehanizem ERM2 junija 2004 je centralna banka vodila politiko, ki je temeljila na prilagajanju obrestnih mer potrebam vzdržnega zniževanja inflacije. Z vplivanjem na ustrezno raven realnih obrestnih mer in s postopno stabilizacijo deviznega tečaja je umirjala inflacijske pritiske denarne narave oziroma pritiske s strani agregatnega povpraševanja. Po drugi strani je Vlada RS zadrževala rast nadzorovanih cen in z acikličnim prilagajanjem trošarin na naftne derivate blažila prenos visokih cen nafte na svetovnem trgu v domače cene.

Slika 1.2: Inflacija v Sloveniji in EU v odstotkih



Vir: Banka Slovenije, ARC

Decembra 2004 in januarja 2005 se je zaradi tekoče deflacije medletna stopnja inflacije dodatno znižala in dosegla medletno stopnjo rasti 2,2%. Dejavniki, ki bodo v naslednjih mesecih vplivali na gibanje inflacije, ostajajo enaki kakor lani. Iz tujine lahko na rast cen neugodno vplivata dvigovanje cen nafte in morebitna vnovična krepitev dolarja do evra, v domačem okolju pa predvsem morebitno presežno trošenje zaradi znižane ravni obrestnih mer in stabilnega tečaja evra do tolarja. Povečanje konkurence v nekaterih sektorjih gospodarstva in dodatna sprostitev pretoka blaga zaradi odprav carin po vstopu Slovenije v EU se je odrazilo v začasnem padcu inflacije. Za gibanje inflacije v prihodnjih mesecih je pomembno tudi gibanje nadzorovanih cen in še zlasti umirjena rast plač in socialnih transferov.

Gospodarska aktivnost v Sloveniji

Gospodarska rast v Sloveniji je bila v letu 2004 relativno visoka, s 4,6% najvišja po letu 1999. Lani se je nadaljevala krepitev domače potrošnje, v okviru katere so se najbolj povečale bruto investicije z 9,1%, čeprav se je njihova rast v zadnjih dveh četrletjih 2004 zniževala. Rast investicij v lanskem letu je posledica močne aktivnosti na področju stanovanjske gradnje in povečanja zalog. Trošenje gospodinjstev je celo leto ohranjalo relativno živahno 3,5-odstotno dinamiko rasti. Glavni dejavnik, ki je prispeval k višji gospodarski rasti, je bil v drugem polletju pozitiven saldo menjave s tujino. Sicer je bil njegov prispevek v celem letu še negativen, vendar manj kakor v letu 2003.

Tabela 1.1: Letne stopnje rasti BDP in njegovih komponent v odstotkih

	2001	2002	2003	2004	2004			
					I	II	III	IV
Realni BDP	2,7	3,4	2,3	4,6	4,1	4,9	5,0	4,3
Poraba gospodinjstev	2,3	0,4	2,9	3,5	4,0	3,4	3,5	3,2
Poraba države	3,9	2,5	1,9	1,6	-0,1	1,5	2,5	2,6
Bruto investicije	-4,3	6,6	8,8	9,1	9,6	13,8	7,9	5,1
Izvoz blaga in storitev	6,3	6,8	3,1	12,5	9,1	14,5	13,3	13,3
Uvoz blaga in storitev	3,0	4,8	6,4	12,3	10,0	15,6	12,1	11,6
Prispevek menjave s tujino*	1,7	1,0	-2,0	-0,2	-0,7	-1,2	0,4	0,5

Opomba: * v odstotnih točkah.

Vir: Statistični urad RS, preračuni ARC Banka Slovenije

Izgledi za prihodnost

Gospodarska rast v letu 2005 naj bi bila podobna kakor lani, inflacija pa naj bi se opazneje znižala do sredine leta. Na oboje bodo v prihodnje vplivali dejavniki iz tujine, domače razmere in odzivanje ekonomskih politik nanje. Od zunanjih dejavnikov, ki vplivajo na inflacijo, sta pomembna predvsem rast cen nafte in surovin ter gibanje tečaja dolarja do evra. Za gospodarsko rast doma pa bo zaradi spodbujanja izvoznega povpraševanja pomembno oživljanje gospodarske rasti v EU.

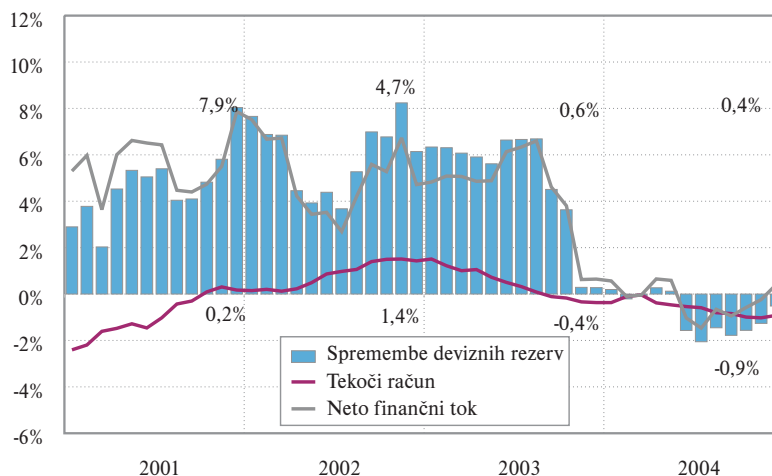
V okviru domačega trošenja je pomembna rast potrošnje gospodinjstev. Ta je povezana s povečanimi nakupi trajnih potrošnih dobrin ob fiksnem deviznem tečaju in ob nizkih obrestnih merah za bančne vloge in posojila ter s povečanimi investicijami v stanovanjsko gradnjo. Hkrati pa rast trošenja države še ostaja zmerna. Na nadaljnje pritiske v smeri trošenja in poslabšanja plačilnobilančnega ravnovesja lahko vplivajo znižane ravni obrestnih mer.

Po vstopu Slovenije v tečajni mehanizem ERM2 junija 2004 se je začelo za denarno politiko izpolnjevanje kriterija stabilnosti deviznega tečaja, s čimer se breme zniževanja inflacije prenaša predvsem na fiskalno in dohodkovno politiko. Na inflacijske pritiske, ki bi vodili v neželeno oddaljevanje izpolnjevanja maastrichtskih kriterijev, lahko v prihodnje najbolj neugodno vpliva čezmerno trošenje ter pritiski na rast plač in socialnih transferov.

1.3 Plačilna bilanca

Tekoči račun plačilne bilance je bil lani v blagem primanjkljaju drugo leto zapored in je znašal 0,9% BDP. Na povečanje primanjkljaja za 0,5 odstotne točke je vplival predvsem primanjkljaj v blagovni menjavi s tujino ob povečanju domačega trošenja, neugodna cenovna gibanja na tujih trgih in zmanjšanje presežka na računu transferov. V storitvenem delu plačilne bilance so bili realizirani visok presežek in manjši odhodki od dela in kapitala.

Slika 1.3: Tekoči in finančni račun plačilne bilance v odstotkih BDP (povprečja preteklih 12 mesecev)



Vir: Banka Slovenije

Presežki v finančnem računu plačilne bilance so se v zadnjih dveh letih v primerjavi s preteklimi leti bistveno znižali – v letu 2004 so presežki znašali le 0,4% BDP. Razlog za to so nižje tuje neposredne naložbe v Slovenijo in povečanje finančnih odtokov zasebnega sektorja v tujino, predvsem naložb v tuje vrednostne papirje.

Tabela 1.2: Nekateri (neto) tokovi v kapitalno finančnem računu v mio EUR

	2002	2003	2004	zadnjih 12 mesecev
				feb. 2005
1. Tekoči račun	330	-91	-238	-281
- v % BDP	1,4	-0,4	-0,9	-1,1
2. Neto finančni tok	1.107	159	105	221
- v % BDP	4,7	0,6	0,4	0,8
od tega v zasebni sektor	1.297	185	352	536
Kapitalski transferi	-163	-164	-189	-191
Neposredne naložbe	1.582	-115	21	-33
Naložbe v VP	-117	-125	-265	-290
Neto komercialni krediti	-42	-55	-36	-82
Neto posojila	667	988	1.391	1.488
Vloge pri bankah	130	428	236	464

Opomba: Predznaki: pritoki oziroma povečanje obveznosti (+), odtoki oziroma povečanje terjatev (-).

Vir: Banka Slovenije, preračuni ARC

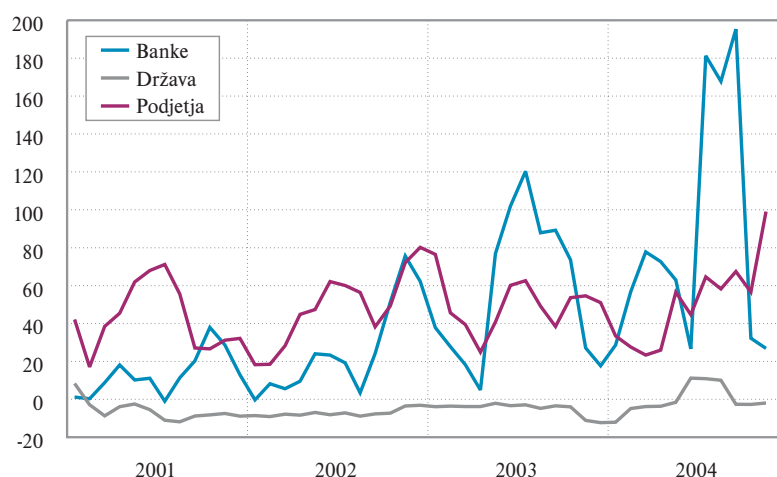
V finančnem računu so se v letu 2004 pri terjatvah do tujine povečale vse pomembnejše postavke, razen neposredne naložbe v tujino. Potrojile so se naložbe v tuje vrednostne papirje (portfeljske naložbe v tujino), kar je posledica sprememb v strukturi domačega finančnega trga. Povečano financiranje tujine s komercialnimi krediti je posledica nadpovprečne rasti izvoza na manj razvita območja. Vztrajno povečanje še naprej izkazujejo finančni odlivi prebivalstva oziroma tudi nakupi tuje gotovine.

Pri obveznostih do tujine se je v lanskem letu ohranjal visok obseg zadolževanja bank in podjetij v tujini, predvsem proti koncu leta. Pritoki neposrednih naložb tujcev so se lani v primerjavi z letom 2003 povečali za 123 mio EUR, vendar so bili še nekajkrat manjši od tistih v letih 2001 in 2002, saj ni bilo pomembnejših prevzemov ali investicij tujcev.

Obveznosti bank in podjetij do tujine

Valutna struktura posojilnega trga se je lani spreminjala v korist deviznih posojil, tako da se je nadaljevalo zoževanje tolarskega posojilnega trga. Narašča pomen deviznega kreditiranja nebančnega sektorja pri domačih bankah. Lansko leto je bilo 261,6 mrd SIT ali 77,5% deviznih posojil od neto povečanja posojil¹ (337,5 mrd SIT), ki so jih podjetja najela pri slovenskih bankah. Ob upoštevanju celotnega povečanja posojil podjetjem (510,8 mrd SIT), vključno z najemanjem posojil v tujini, pa je devizno financiranje predstavljalo 85%. Slovenske banke so lani še povečale zadolževanje pri bankah v tujini, kar je povezano tudi s sorazmerno šibko rastjo depozitov nebančnega sektorja. Banke so sredstva iz tujine prelivale v devizno kreditiranje podjetij in tako financirale višjo gospodarsko aktivnost. Razmerje med financiranjem podjetij doma in v tujini se je lani nekoliko zmanjšalo. Podjetja so lani približno dve tretjini prirasta posojil najela doma, drugo pa v tujini. Slovenske banke in podjetja so se lani lahko v tujini zadolževala po relativno ugodnih obrestnih merah. V povprečju so banke sklepale pogodbe za dolgoročna devizna posojila po obrestni meri 2,4%, podjetja pa po 2,7%.

Slika 1.4: Tokovi obveznosti bank, podjetij in države do tujine v mio EUR (3-mes. d. s.)



Vir: Banka Slovenije, ARC

Prevladujoče devizno kreditiranje podjetij

Tabela 1.3: Neto najeta posojila bank in podjetij doma in v tujini v mrd SIT

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Podjetja* doma	105	162	229	114	312	338
.....od tega v tolarjih	50	96	140	7	139	76
.....od tega devizno	55	66	89	107	173	262
Podjetja v tujini	92	133	108	133	133	173
Banke v tujini	47	63	33	76	154	226
Skupaj (podj. in banke)	244	359	370	322	600	736

Opomba: * brez drugih finančnih organizacij.

Vir: Banka Slovenije

¹ Pri zadolževanju podjetij pri domačih bankah gre za spremembe stanj posojil, pri zadolževanju podjetij pri bankah v tujini pa za tokove iz finančno-kapitalskega računa plačilne bilance.

Visoka dinamika deviznega kreditiranja podjetij v letu 2004 zvišuje delež deviznih posojil v celotni strukturi posojil bank nebančnemu sektorju. Omenjeni delež deviznega kreditiranja v strukturi kreditiranja podjetij se je od januarja 2004, ko je dosegel 37%, do marca 2005 povečal na slabih 48%. Narašča tudi pomen deviznega kreditiranja gospodinjstev, saj je pomemben del novo odobrenih posojil prebivalstvu v zadnjih mesecih deviznih, njihova medletna rast pa je izredno visoka. Kljub temu odstotek deviznih posojil gospodinjstvom v strukturi stanja posojil, odobrenih temu sektorju, ostaja še vedno nizek, februarja 2005 3,9-odstoten. Ob prevladujočem deviznem kreditiranju podjetij pri domačih bankah se je zlasti v zadnjih mesecih 2004 povečalo tudi zadolževanje podjetij pri bankah neposredno v tujini. V celotnem povečanju posojil podjetjem, najetih pri domačih in tujih bankah v letu 2004, je bilo le 15% tolarskih.

1.3.1 Deželno tveganje

Bonitetne ocene mednarodnih agencij za Slovenijo so se v zadnjih letih vseskozi izboljševale. Razlogi za to so v dobro diverzificirani in odprti ekonomiji, politični stabilnosti, vstopu Slovenije v EU in Nato, v nizkem proračunskem primanjkljaju in nizkem javnem dolgu, uravnoteženi plačilni bilanci in zmerni zunanji zadolženosti. Do zadnjih izboljšav ocene deželnega tveganja je prišlo pred vstopom Slovenije v ERM2. Glede na hitro zniževanje inflacije v Sloveniji agencija S&P ocenjuje, da bo Slovenija skupaj z Estonijo in Litvo med prvimi državami, novimi članicami EU, prevzela evro pred letom 2008.

Agencija S&P je oceno o tveganosti Slovenije izboljšala v juniju 2004 na AA-/A-1+ s prejšnje A+/A-1. Agencija Moody's je v okviru izboljšanja ocen za osem držav pristopnic izboljšala rating Slovenije z A2 na Aa3. Rating Slovenije je za eno oceno višji od ratinga Češke, Madžarske in Estonije, medtem ko je v primerjavi s Poljsko, Slovaško in Latvijo višji za dve oceni.

Med dejavniki, ki bi rating Slovenije še zvišali, pa Moody's navaja: uspešnost Slovenije v tečajnem mehanizmu ERM2 in prevzem evra, nadaljevanje restriktivne plačne politike, ki bo rast realnih plač zadrževala za rastjo produktivnosti in posledično zvišala konkurenčnost ekonomije, ter ukrepi, ki bi vodili k zmanjšanju strukturnega fiskalnega primanjkljaja.

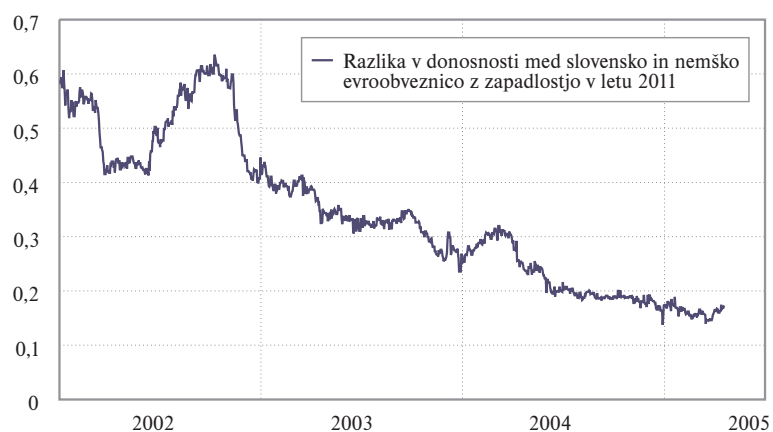
V nasprotno smer, to je na znižanje ratinga, pa bi delovali dejavniki, kakor so: nadaljevanje izgube konkurenčnosti skupaj s poslabšanjem fiskalne pozicije zaradi neučinkovite pokojninske reforme in slabih demografskih trendov, neučinkovitega usmerjanja socialnih transferjev, kar bi povečalo zadolževanje države. Prav tako bi med neugodne dejavnike šteli nadaljnje znižanje obrestnih mer po vstopu v ERM2, ki deluje za večje domače trošenje, če se na ta proces ne bi ustrezno odzivale ekonomske politike.

Premija za deželno tveganje na državne evroobveznice Slovenije

Trendno zniževanje premije za deželno tveganje je prisotno zadnji dve leti. Osnovni razlogi za zniževanje premije so enaki razlogom za izboljšanje bonitetne ocene deželnega tveganja. Razmik v donosnosti med naložbami v domače evroobveznice z zapadlostjo v letu 2011 in primerljivimi nemškimi obveznicami se je po trendnem znižanju do sredine leta 2004 v zadnjih mesecih ustalil na ravni okrog 0,16 odstotne točke.

Premija za deželno tveganje Slovenije za omenjeni instrument je na podobni ravni kakor premija za deželno tveganje Estonije in nižja v primerjavi z nekaterimi državami, novimi članicami Evropske unije. Višjo premijo za deželno tveganje imajo Madžarska (0,23), Ciper (0,31), Poljska (0,23). Premija se je v zadnjih mesecih po vstopu v EU znižala vsem državam, novim članicam EU.

Slika 1.5: Premija za deželno tveganje za slovenske državne evroobveznice z zapadlostjo v letu 2011 v odstotnih točkah



Vir: Banka Slovenije, ARC

II. NEFINANČNE INSTITUCIJE

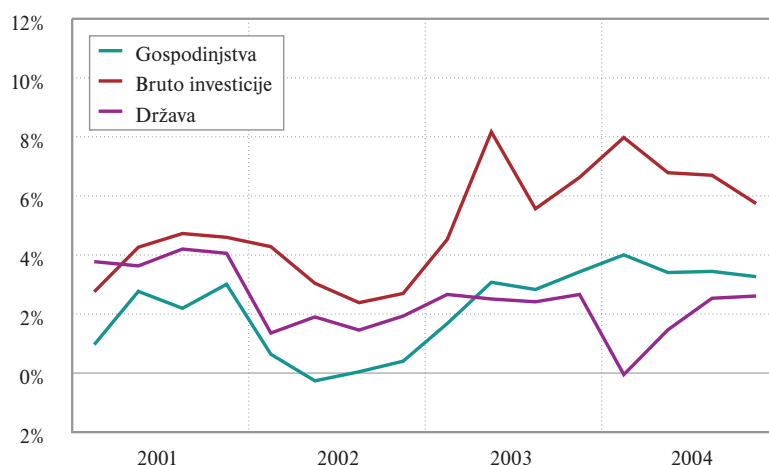
2 SEKTOR PREBIVALSTVA

2.1 Potrošnja prebivalstva

Potrošnja prebivalstva se je začela krepiti že v drugem četrtletju leta 2003. V letu 2004 se je nadaljevala na sorazmerno visoki ravni in se je v primerjavi s prejšnjim letom povečala za 3,5%. Na povečano povpraševanje prebivalstva je vplivalo več dejavnikov:

- Kot posledica nominalne konvergence domačih obrestnih mer so imele bančne obrestne mere izrazit trend zniževanja. Znižane ravni bančnih obrestnih mer destimulativno vplivajo na varčevanje v bankah in stimulatивно na najemanje posojil.
- Stabilnost in predvidljivost tečaja je ugodno vplivala na zvišano potrošnjo uvoznih dobrin.
- Prebivalstvo je bilo še na začetku lanskega leta sorazmerno nizko zadolženo pri bankah, saj se je iztekal cikel odplačila posojil iz prejšnjih let.²
- Dodatno so na potrošnjo vplivala sproščena sredstva, privarčevana v prvi generaciji nacionalne stanovanjske varčevalne sheme. Ta sredstva so se namreč le delno usmerila v nakupe stanovanj in deloma v končno potrošnjo.

Slika 2.1: Medletne stopnje rasti domačega trošenja v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

Ob povečanjem primanjkljaju v tekočem delu plačilne bilance in ob potencialnem tveganju, da bi naraščajoča potrošnja lahko vplivala na dvig cen, še zlasti, če bi bila podprta z rastjo plač, pa je treba upoštevati, da je bila potrošnja v preteklih letih relativno nizka, kar je sovpadalo z izredno nizko rastjo posojil gospodinjstvom vse do sredine leta 2003.

2.2 Nacionalna stanovanjska varčevalna shema

V letu 1999 je vlada prek Stanovanjskega sklada RS z Nacionalno stanovanjsko varčevalno shemo (NSVS) kot instrumentom stanovanjske politike, začela vplivati na dolgoročno varčevanje in povečevanje obsega

² V letu 1999 pred uvedbo davka na dodano vrednost so gospodinjstva izvedla večje nakupe trajnih potrošnih dobrin in se izdatno zadolževala pri bankah.

dolgoročnega stanovanjskega kreditiranja. V letu 2004 je zapadla prva generacija petletnih pogodb NSVS. Vendar se je, zaradi spremenjenih pogojev na trgu, pokazalo, da je bil izkoriščen bistveno manjši del sredstev na podlagi sheme, kakor je bilo pričakovati. Spremenjene razmere vplivajo na zmanjšanje privlačnosti take oblike kreditiranja za banke in prebivalstvo. V letu 2004 tudi ni bila ponujena nova shema kakor v preteklih štirih letih. Razlog za to so visoke obrestne mere, ki bi jih banke morale plačevati varčevalcem po pogojih sheme in obveznost vračila premij državi s strani banke v kolikor se varčevalec po izteku varčevanja ne odloči za najetje stanovanjskega kredita.

Zapadanje prve generacije petletnih pogodb NSVS v letu 2004 in črpanje posojil

V juniju 2004 je zapadla prva generacija NSVS, v okviru katere je od julija 1999 varčevalo 19.635 varčevalcev. Do konca varčevalnega obdobja se je na podlagi vplačanih sredstev, obresti in premij države zbralo za 43 mrd SIT.

Tabela 2.1: Stanje varčevanja po Nacionalnih stanovanjsko-varčevalnih shemah ob koncu leta 2004 (v mrd SIT)

	Doba varčevanja	Število varčevalcev	Obseg privarčevanih sredstev			
			vplačila	premije	obresti	skupaj
1. Shema iz 1999 (preostanek)	5 let	649	483	186	510	1.179
	10 let	1.819	3.175	289	801	4.265
	skupaj	2.468	3.658	476	1.311	5.445
2. Shema iz 2000*	5 let	11.395	14.871	1.193	2.296	18.359
	10 let	1.226	1.494	148	285	1.927
	skupaj	12.621	16.365	16.365	16.365	16.365
Ostale tri sheme	5 let	37.822	29.633	1.782	2.937	34.353
	10 let	3.086	2.567	184	301	3.047
	skupaj	40.908	32.200	1.967	3.238	37.400
Vse sheme	5 let	49.866	44.987	3.162	5.743	53.892
	10 let	6.131	7.236	621	1.387	9.239
	skupaj	55.997	52.223	3.783	7.130	63.131
skupaj v %	5 let	89,1	86,1	83,6	80,5	85,4
skupaj v %	10 let	10,9	13,9	16,4	19,5	14,6

Opomba: * zapadanje sheme v letu 2005.

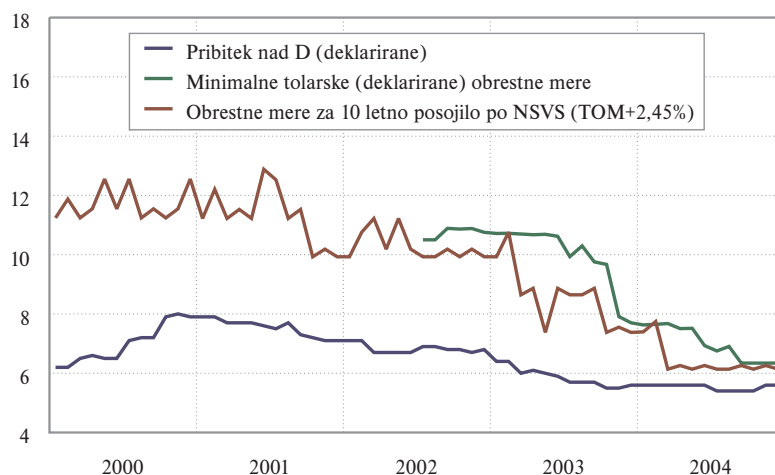
Vir: Banka Slovenije

Ob pričakovanem 70-odstotnem³ izkoristku pravic varčevalcev do črpanja stanovanjskih posojil v višini 90 mrd SIT, bi skupno kreditiranje bank znašalo 63 mrd SIT. Dejansko je bil obseg črpanj kreditov precej manjši, saj je obseg stanja tovrstnih kreditov na podlagi sheme ob koncu leta 2004 znašal le 10 mrd SIT. Razloga sta predvsem naslednja:

- Zaradi konkurenčnih razmer na trgu so banke začele ponujati kredite prebivalstvu, ki so bili cenovno primerljivi ali celo ugodnejši od tistih po NSVS. Del varčevalcev se je odločil za kredite, ki niso bili vezani na ponudbo iz NSVS, ampak za redne ponudbe bank.
- Glede na povprečen obseg varčevanja, ki je znašal okrog 2 lota, kar je pomenilo 1,8 mio SIT privarčevanih sredstev oziroma dodatnih 3,6 mio SIT možnosti najetja kredita, ter cen stanovanj, lahko domnevamo, da je tolikšen obseg sredstev nezadosten za nakup povprečne stanovanjske enote. Del tako privarčevanih sredstev se je verjetno usmeril tudi v povečano potrošnjo, katere dinamika je bila v lanskem letu na sorazmerno visoki ravni.

³ Tak odstotek varčevalcev naj bi se odločil za stanovanjsko posojilo po rezultatih ankete iz leta 2004.

Slika 2.2: Primerjava obrestnih mer gospodinjstvom za stanovanjska posojila v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

Zato da bi se zmanjševali posegi države pri izvajanju stanovanjske politike v strukturo premoženjskih bilanc bank in nivoja obrestnih mer, bo v prihodnje bolj smiselno preučiti možnost neposrednega subvencioniranja obrestnih mer za stanovanjska posojila bank, ki bi jih dobili zgolj tisti posamezniki, ki izpolnjujejo socialne kriterije, kakor jih določa pristojno ministrstvo oziroma Stanovanjski sklad Republike Slovenije. Prav tako bo treba v prihodnje dopolniti reševanje stanovanjske problematike s sprejetjem zakona o hipotekarnih in komunalnih obveznicah.

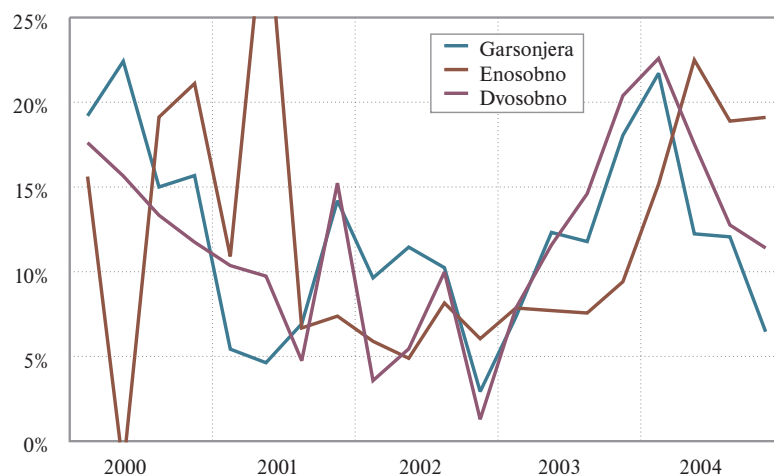
Po trenutnih pogojih (marec 2005) lahko varčevalci NSVS najamejo stanovanjsko posojilo pri bankah po 4,9% obrestni meri oziroma banke ponujajo 5- do 10-letna stanovanjska posojila z devizno klavzulo po obrestni meri trimesečni EURIBOR, povečani za 2,5 do 3,0 odstotne točke. Povprečna obrestna mera za devizne kredite je bila v prvem četrtletju 2005 nekoliko višja in znaša 5,7%. Pogoji najetja posojila za prebivalstvo so torej po obeh vrstah ponudb kreditiranja primerljivi. Ob zvišanju obrestne mere EURIBOR v prihodnosti in dodatnem znižanju inflacije v Sloveniji pa bi bila stanovanjska posojila po pogojih NSVS sicer lahko nekoliko ugodnejša.

Učinki zapadanja prve sheme NSVS se niso bistveno odrazili v vlogah pri bankah. Sicer se je delež vpoglednih vlog v strukturi vseh vlog junija 2004 povečal za 1,5 odstotne točke, vendar je treba upoštevati, da je bil obseg privarčevanih vlog iz naslova prve NSVS v okviru strukture vseh vlog razmeroma majhen, 2% vseh vlog nebančnega sektorja.

Stopnje rasti cen stanovanj kažejo, da je nepremičninski trg verjetno že v letu 2003 oziroma do konca prvega četrtletja 2004 anticipiral sprostitev prve NSVS, saj so se rasti cen stanovanj do konca leta 2004 celo nekoliko znižale.

Glede na trenutno nizko raven obrestnih mer predstavlja indeksacijska klavzula TOM za druge veljavne štiri sheme za banke moteč dejavnik pri oblikovanju konkurenčne obrestne mere za tovrstne vloge in posojila. Zaradi ročnostne neusklajenosti zneskov vlog in posojil pa bi nekatere banke lahko bile izpostavljene tudi manjšemu začasnemu likvidnostnemu tveganju. Na podlagi shem NSVS namreč varčevalci najemajo posojila z dvakrat daljšo ročnostjo, kakor znaša doba varčevanja, vendar pa varčevalci niso obsežno najemali kreditov po pogojih iz prve sheme. Naslednje sheme NSVS so po obsegu manjše, zato za bančni sistem ne predstavljajo pomembnejšega sistemskega tveganja.

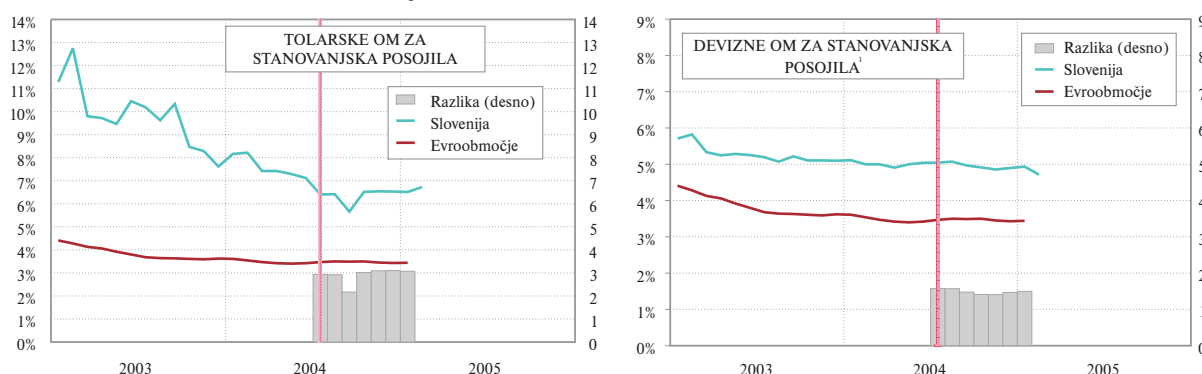
Slika 2.3: Medletne stopnje rasti cen stanovanj v Ljubljani v odstotkih



Vir: Slonep, preračun BS

Konvergirane obrestnih mer pri stanovanjskih posojilih

Pri tolarskih stanovanjskih posojilih opazimo jasen trend zniževanja obrestnih mer v letu 2003 in prvi polovici leta 2004. Še v letu 2003 je povprečna nominalna obrestna mera znašala blizu 10%, v prvem polletju lani pa 7,6%. Obrestna mera za tovrstna posojila se je po vstopu v ERM2 v drugem polletju lanskega leta ustalila na ravni nekoliko nad 6%. V povprečju je še vedno višja od primerljivih obrestnih mer v evroobmočju za tamkajšnje komitente bank za okrog 3 odstotne točke.

Slika 2.4: Primerjava slovenskih obrestnih mer za stanovanjska posojila gospodinjstvom z obrestnimi merami v evroobmočju⁴ v odstotkih

1) Zajete so obrestne mere za devizna posojila in posojila z devizno klavzulo

Vir: Finančna statistika BS, ARC Banka Slovenije

Zgoraj omenjena razlika med obrestnimi merami je še nižja pri stanovanjskih deviznih posojilih, kjer znaša le nekaj nad eno odstotno točko. Zaradi trenutne cenovne ugodnosti deviznih posojil in nizkih obrestnih mer na evropskih finančnih trgih se povečuje pomen deviznega kreditiranja prebivalstva.

⁴ Podatki za evroobmočje se nanašajo na posojila, sklenjena po variabilni obrestni meri (ne glede na ročnost posojila), in posojila, katerih obrestna mera je fiksna največ za 1 leto. Podatki za Slovenijo so prirejeni po metodologiji ECB.

»Hipotekarna posojila v Sloveniji«

Možnosti zadostnega dolgoročnega stanovanjskega financiranja z bančnimi posojili so omejene. Če banke nimajo ustreznih dolgoročnih virov, ni mogoče zagotavljati ustrezno dolgoročnih (na primer tridesetletnih) stanovanjskih posojil. Ob nespremenljivi obrestni meri posojila so dolgoročna stanovanjska posojila za banko preveč tvegana naložba, in sicer z vidika tveganosti spremembe tržne obrestne mere in zaradi likvidnostnega tveganja. Likvidnostnemu tveganju bi se banka lahko izognila, če bi bila stanovanjska posojila prenosljiva in prodajljiva.

Pri nas zaenkrat še ni sistemske pravne podlage za izdajanje hipotekarnih obveznic. Razvoj hipotekarnega bančništva, ki je eden od instrumentov finančnega trga, si je postavila vlada v Strategiji razvoja Slovenije (junij 2004) kot dolgoročno usmeritev do leta 2007. Hipotekarno kreditiranje naj bi postalo osnovni vir financiranja nepremičnin, zato se pripravlja osnutek zakona o hipotekarni in komunalni obveznici.

Nova ureditev predvideva zastavno pravico na komercialnih nepremičninah, na stanovanjskih nepremičninah in na stanovanjskih objektih v gradnji. Cilj nove ureditve o hipotekarni in komunalni obveznici je tudi v naš red in prakso uvesti instrument tako imenovane zastavne ali kritne obveznice, ki predstavlja papir zelo visoke kreditne kvalitete. V večini evropskih držav je to blizu kvalitete državnega vrednostnega papirja.

S hipotekarnim bančništvom omogočimo bankam, da:

1. ali prenesejo stanovanjska posojila, zavarovana s hipoteko, na drugo banko in na podlagi tega dobijo denar za nova posojila (refinanciranje),
2. ali izdajo lastne obveznice in tako pridobijo nova sredstva.

S prodajo hipotekarnih posojil drugi banki si banka izboljša likvidnost, zmanjša obrestno tveganje in sprostí kapital. Z izdajo obveznice banka pridobi dolgoročne vire in si s tem izboljša strukturo ročnosti pasive in zmanjša tveganje zaradi neskladja v ročnosti med aktivo, npr. stanovanjskimi hipotekarnimi posojili, in pasivo – viri za njihovo financiranje. Na drugi strani obveznica predstavlja zelo ugodno in primerno naložbo za institucionalne investitorje, kakor so zavarovalnice, pokojninski skladi itd., ki razpolagajo z dolgoročnimi sredstvi in hkrati iščejo varno naložbo. Zaradi zgoraj omenjenih razlogov hipotekarna obveznica omogoča dolgoročna stanovanjska posojila z relativno ugodno obrestno mero.

Ugotovimo lahko, da Slovenija pravih hipotekarnih posojil za zdaj še ne pozna. To, čemur danes pravimo hipotekarno posojilo, je pravzaprav zavarovanje stanovanjskega posojila s hipoteko* na nepremičnini. Oviro za razvoj hipotekarnega bančništva v Sloveniji predstavlja razmeroma velik obseg nepremičnin, ki še niso vpisane v zemljiško knjigo. Zaradi neučinkovitosti pri unovčevanju hipotečnega zavarovanja je za stanovanjsko kreditiranje v Sloveniji značilen velik obseg uporabe kreditnega zavarovanja pri zavarovalnicah. Zavarovalnice postavljajo bankam stroga merila za odobravanje posojil in navadno omejijo trajanje zavarovanja posojila na 10 let. Toda stanovanjsko posojilo mora biti zelo dolgoročno. Zavarovanje posojil s hipoteko odlikujejo daljša ročnost, nižja obrestna mera in višji znesek posojila, je pa zato postopek pridobivanja dosti težavnejši. Pri zavarovanju posojil s hipoteko se srečujemo vsaj z dvema težavama. Ena je neažurnost in neskladnost zemljiške knjige z dejanskim stanjem, druga pa dolgotrajnost sodnih postopkov pri unovčevanju hipotek.

* * *

Opravljenе analize kažejo na večanje deleža stanovanjskih posojil, zavarovanih z zastavo nepremičnine. Po anketnih podatkih bank je delež posojil prebivalstvu zavarovanih z zastavo premoženja ob koncu leta 2004 v zavarovanih posojilih znašal 22,2%, kar je za 5,9 odstotnih točk več kakor ob koncu marca 2004, ko je bil ta delež 16,3-odstoten. Če pogledamo delež, ki ga imajo posojila prebivalstvu, zavarovana z zastavo premoženja v vseh posojilih prebivalstvu, vidimo, da se je ta povečal s 14,0% ob koncu marca 2004 na 18,7% ob koncu leta 2004.

* Opomba: Hipoteka je zastavna pravica na nepremičninah. Zastavna pravica je pravica zastavnega upnika, da se zaradi neplačila zavarovane terjatve ob njeni zapadlosti poplača skupaj z obrestmi in stroški iz vrednosti zastavljenega predmeta pred vsemi drugimi upniki zastavitelja (Stvarnopravni zakonik).

Tabela 2.2: Pregled deleža zavarovanih in nezavarovanih posojil prebivalstvu

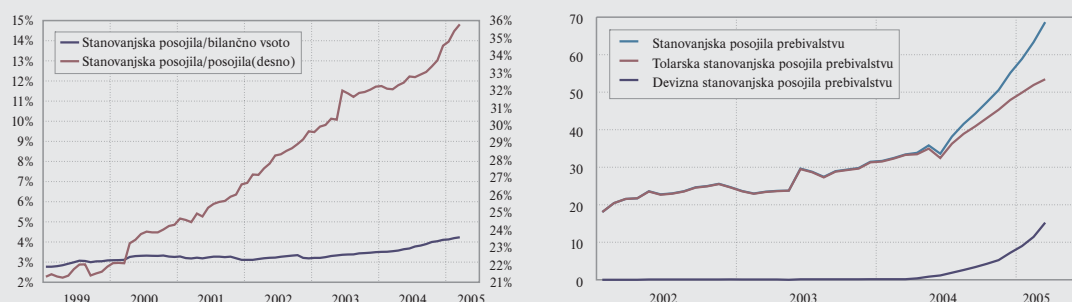
	31.3.04	31.12.04
Zavarovana posojila prebivalstvu	85,7%	84,5%
- od tega z zastavo premoženja	16,3%	22,2%
Nezavarovana posojila prebivalstvu	14,3%	15,5%

Vir: Anketa bank

Banke omogočajo vedno več ugodnosti strankam, ki zavarujejo posojila s hipoteko. Če je posojilo za nakup nepremičnine zavarovano z zastavo nepremičnine, banka pri ugotavljanju kreditne sposobnosti poleg plače in pokojnine upošteva tudi druge prilive. Banka višino posojila določi na podlagi odplačilne sposobnosti, ki lahko sega tudi do 55% mesečne plače, odvisno od dohodka, pri stanovanjskih posojilih z zastavo nepremičnine je mesečna anuiteta lahko tudi do 60%. Prav tako je mogoče, da banka odobreno posojilo v celoti izplača v gotovini, če posojilojemalec gradi ali obnavlja nepremičnino; če jo kupuje, pa v gotovini dobi 20% odobrenega zneska. Odplačilna doba posojil, ki je zavarovano z zastavo nepremičnine, je 20, 25 pa vse do 30 let. Stroški najema posojila so delni.

Delež stanovanjskih posojil prebivalstvu v bilančni vsoti se od konca leta 2002, ko je znašal 3,2%, počasi, a vztrajno povečuje. Ob koncu marca 2005 so tako stanovanjska posojila predstavljala 4,2% bilančne vsote in 35,8% vseh posojil prebivalstvu. Vse od maja 2002, ko se je prebivalstvo pri bankah prvič lahko zadolžilo v tuji valuti, do sredine leta 2004 je bil delež deviznih posojil prebivalstvu zanemarljiv. Od julija 2004 – po vstopu Slovenije v ERM2 – do konca marca 2005 se je neto tok posojil prebivalstvu v devizah povečal za osemkrat in je znašal 19,2 mrd SIT. Okrog 80% deviznih posojil prebivalstvu predstavljajo stanovanjska posojila.

Slika 2.5: Delež stanovanjskih posojil prebivalstvu v bilančni vsoti in v vseh posojilih prebivalstvu (v %) ter neto tok posojil prebivalstvu v mrd SIT (12-mesečne drseče vsote)



Vir: Banka Slovenije

Tabela 2.3: Delež posojil prebivalstvu, zavarovanih z zastavo nepremičnin po letih

	V vseh posojilih prebivalstvu	V stanovanjskih posojilih prebivalstvu	V nestanovanjskih posojilih prebivalstvu
2003	20,3%	45,6%	2,6%
2004	19,8%	37,7%	3,1%
2005 (1-3)	21,8%	40,0%	5,0%
Povprečje	20,3%	40,7%	3,1%

Vir: Banka Slovenije

Delež novih posojil, danih prebivalstvu,** ki so zavarovana s hipoteko, je v prvem četrtletju 2005 znašal 21,8%. Glede na namen posojila so s hipotekami zavarovana predvsem stanovanjska posojila.

** Opomba: Baza odobrenih posojil od začetka leta 2003 pri osmih bankah – Abanka Vipava, Banka Celje, SKB, Banka Koper, Gorenjska banka, Bank Austria, NLB, NKBM.

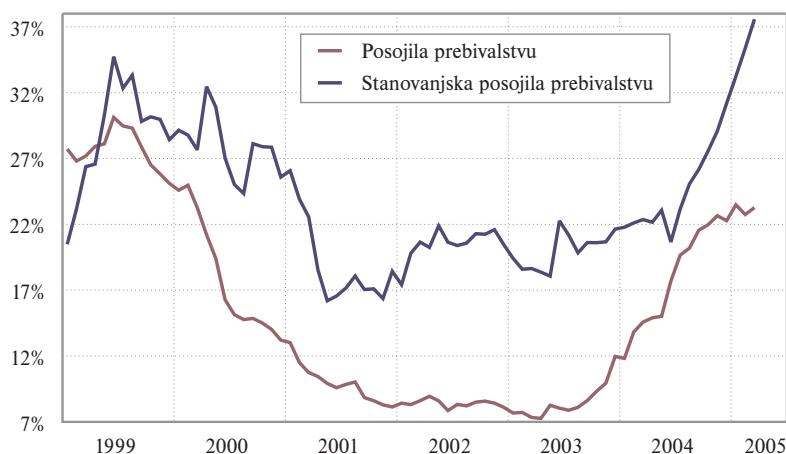
Delež stanovanjskih posojil, ki so zavarovana s hipoteko, je 40,7-odstoten, medtem ko je med nestanovanjskimi posojili ta delež občutno nižji, in sicer 3,1-odstoten. Če pogledamo zavarovanje stanovanjskih posojil glede na valuto posojila, vidimo, da je delež deviznih posojil, zavarovanih s hipoteko, višji kakor znesek toolarskih posojil. Vsa stanovanjska posojila v švicarskih frankih so hipotekarna, medtem ko imajo nestanovanjska posojila drugo obliko zavarovanja.

* * *

Delež stanovanjskih posojil, zavarovanih s hipoteko, se v kvoti vseh stanovanjskih posojil pri slovenskih bankah povečuje. Banke se torej vse pogostejše odločajo za hipotekarni način zavarovanja stanovanjskih posojil. Ocenjujemo, da bo njihov delež še naraščal in se približal številkam, ki veljajo za razvite evropske države. Tam so stanovanjska posojila v glavnem zavarovana samo s hipoteko, ki tako pomeni najcenejše in najučinkovitejše zavarovanje v sistemih z urejeno zemljiško knjigo in dobro delujočim sistemom izvršbe.

2.3 Zadolževanje prebivalstva pri bankah

Slika 2.6: Medletne stopnje rasti posojil prebivalstvu v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

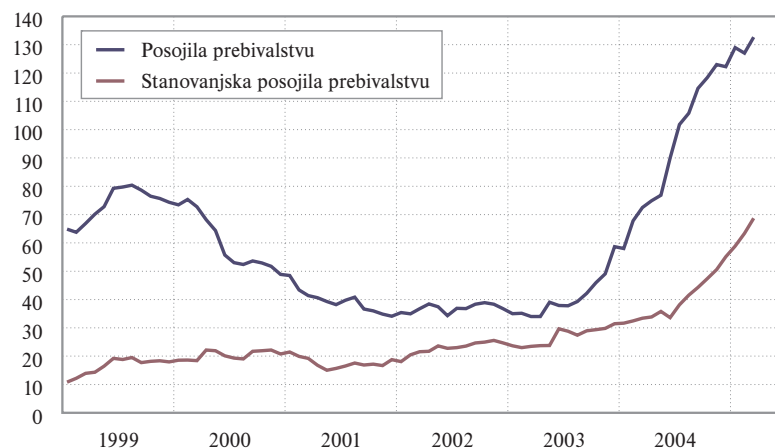
Letna stopnja rasti posojil prebivalstvu se je skozi vse leto 2004 zviševala. Avgusta je presegla 20%, v zadnjih mesecih do marca 2005 pa se ohranja med 22% in 23%. K rasti posojil prebivalstvu so precej prispevala stanovanjska posojila, vendar so hitro rasla tudi posojila prebivalstvu za druge namene. Rast stanovanjskih posojil prebivalstvu je v letu 2004 v povprečju za 6,5 odstotnih točk prehitevala rast vseh posojil prebivalstvu. Delež stanovanjskih posojil v strukturi posojil prebivalstvu se povečuje že zadnjih pet let, tako da je ob koncu leta 2004 dosegel 34,6% in bil za 2,4 odstotne točke višji kakor leta 2003. Na živahno rast posojil prebivalstvu je torej vplivalo več dejavnikov:

- Okrepljena gospodarska rast.
- Nizka raven obrestnih mer, ki spodbuja potrošnjo.
- Znižana zadolženost prebivalstva v zadnjih letih in s tem izboljšana kreditna sposobnost prebivalstva.
- Fleksibilna ponudba bank na področju potrošniških in stanovanjskih posojil, nižji stroški in poenostavljeni postopki najema posojil.

V lanskem letu je neto prirast posojil prebivalstvu dosegel 122 mrd SIT, leta 2003 le 59 mrd SIT. Kreditiranje prebivalstva v letu 2004 je po neto toku oziroma novo odobrenih kreditih primerljivo z

letom 1999, ko so se posojila prebivalstvu povečala za 74,3 mrd SIT,⁵ vendar je stopnja rasti takrat znašala blizu 30%.

Slika 2.7: Neto tok posojil prebivalstvu in znotraj njih stanovanjskih posojil v mrd SIT (12-mesečne drseče vsote)

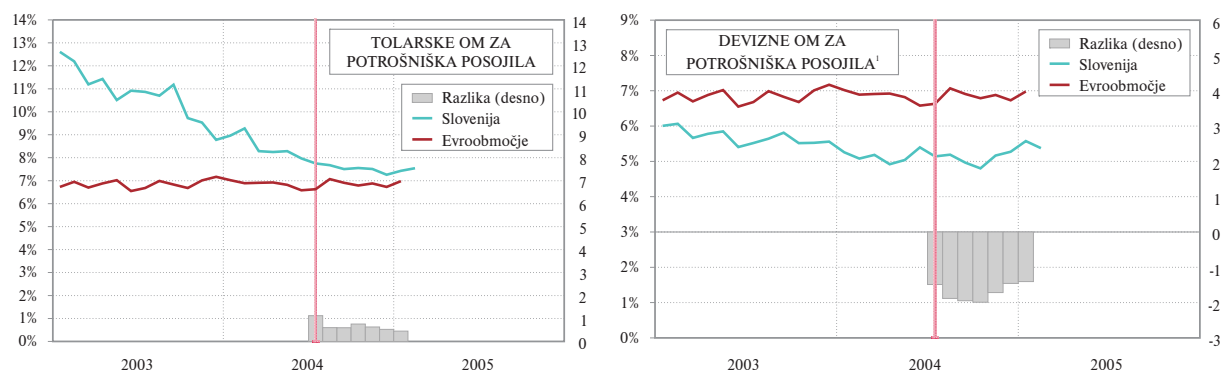


Vir: Banka Slovenije

V zadnjih mesecih narašča tudi pomen čistih deviznih posojil prebivalstvu. Večino teh posojil banke odobravajo za stanovanjske potrebe. Medtem ko je bil obseg deviznih kreditov še v letu 2003 zanemarljiv, je lani znašal dobrih 13%.

Konvergiranje obrestnih mer pri potrošniških posojilih prebivalstvu

Slika 2.8: Primerjava slovenskih obrestnih mer za potrošniška posojila gospodinjstvom z obrestnimi merami v evroobmočju v odstotkih



1) Zajete so obrestne mere za devizna posojila in posojila z devizno klavzulo

Vir: Finančna statistika BS, ARC Banka Slovenije

Tudi na področju kreditiranja prebivalstva za potrošniške namene je bil v obdobju zadnjih dveh let prisoten izrazit proces nominalne konvergence obrestnih mer. Po znižanju obrestnih mer v letu 2003 in prvem polletju 2004 se je razlika med obrestnimi merami na segmentu potrošniških posojil v Sloveniji in EMU znižala pod odstotno točko. Devizna potrošniška posojila pa so v Sloveniji celo cenovno ugodnejša od potrošniških posojil evroobmočja. To je odraz agresivne politike kreditiranja prebivalstva v Sloveniji, predvsem tistega, ki ga omogočajo tuje banke, zato da bi povečale tržne deleže.

⁵ Ob upoštevanju 40-odstotnega kumulativnega povečanja cen od leta 1999 do 2004 znesek ustreza 104 mrd SIT v letu 2005.

2.4 Oblike finančnega premoženja in neto zadolženost prebivalstva pri bankah

Finančno premoženje prebivalstva,⁶ v katerega uvrščamo bančne vloge, terjatve prebivalstva v obliki lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev, naložbe v investicijske kupone vzajemnih skladov, naložbe prebivalstva v tuje vrednostne papirje, življenjsko ter dodatno prostovoljno pokojninsko zavarovanje prebivalstva pri zavarovalnicah in dodatno prostovoljno pokojninsko zavarovanje prebivalstva pri pokojninskih družbah in vzajemnih pokojninskih skladih, se je v lanskem letu povečalo za 18,7%.

Čeprav ima prebivalstvo pretežen delež finančnega premoženja v vlogah pri bankah se njihov delež v strukturi finančnega premoženja zmanjšuje. V letu 2004 se je tako znižal za 1,6 odstotnih točk, na 57,7%. Delež druge najpomembnejše oblike varčevanja, tj. v domačih delnicah ter obveznicah, se je v zadnjem letu gibal med 28% in 29%. Premoženje prebivalstva v alternativnih finančnih oblikah – vzajemnih skladih, neposredne naložbe v tuje vrednostne papirje, življenjsko zavarovanje, prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje – se povečuje. V zadnjem letu se je delež teh oblik varčevanja prebivalstva povečal za 1,9 odstotne točke, na 14,2%. Največji del obveznosti, ki jih izkazuje prebivalstvo, pa so posojila pri bankah. V obveznosti niso vključene obveznosti iz naslova lizinga in zadolženost prebivalstva pri drugih nebančnih ponudnikih posojil.

Tabela 2.4: Oblike finančnega premoženja prebivalstva (v mrd SIT)

	Vloge preb. pri bankah	Delnice in obveznice	Vzajemni skladi	Naložbe v tujino	Življenjska zavarovanja	Dodatno pokojninsko zavarovanje	Skupaj "premoženje"
dec. 00	1.274	691	10,7	0,7	86,8	-	2.063
jun. 01	1.432	453	11,0	1,0	-	-	1.898
dec. 01	1.731	663	14,7	1,4	116,2	5,0	2.531
jun. 02	1.824	885	32,8	2,4	131,7	-	2.875
dec. 02	1.944	1.000	55,4	4,6	150,9	18,8	3.174
jun. 03	2.032	1.008	62,4	7,5	164,5	-	3.274
dec. 03	2.097	921	93,1	12,1	182,9	39,7	3.347
jun. 04	2.153	1.031	155,5	22,8	207,7	61,7	3.632
dec. 04	2.292	1.118	210,1	29,0	232,6	90,5	3.972

Vir: KDD, Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP), Banka Slovenije, Agencija za zavarovalni nadzor (AZN)

Tabela 2.5: Struktura finančnega premoženja prebivalstva in delež finančnega premoženja prebivalstva v BDP v odstotkih

	Vloge prebivalstva pri bankah	Delnice in obveznice	Vzajemni skladi	Naložbe v tujino	Življenjska zavarovanja	Dodatno pokojninsko zavarovanje	Skupaj "premoženje" delež	v % BDP
dec. 00	61,7	33,5	0,5	0,0	4,2	-	100,0	48,9
jun. 01	75,5	23,9	0,6	0,1	-	-	100,0	42,4
dec. 01	68,4	26,2	0,6	0,1	4,6	0,2	100,0	53,4
jun. 02	63,4	30,8	1,1	0,1	4,6	-	100,0	57,3
dec. 02	61,3	31,5	1,7	0,1	4,8	0,6	100,0	59,7
jun. 03	62,1	30,8	1,9	0,2	5,0	-	100,0	59,3
dec. 03	62,7	27,5	2,8	0,4	5,5	1,2	100,0	58,2
jun. 04	59,3	28,4	4,3	0,6	5,7	1,7	100,0	60,8
dec. 04	57,7	28,2	5,3	0,7	5,9	2,3	100,0	64,9

Vir: Klirinško depotna družba, Agencija za trg vrednostnih papirjev, Banka Slovenije, AZN

⁶ Zajeto je le čisto finančno premoženje, ne pa tudi nepremičnine in tezavrirana tuja gotovina. Med obveznostmi niso zajete obveznosti iz naslova lizinga in obveznosti iz naslova različnih posojilnih obveznosti prebivalstva pri podjetjih, ki niso banke.

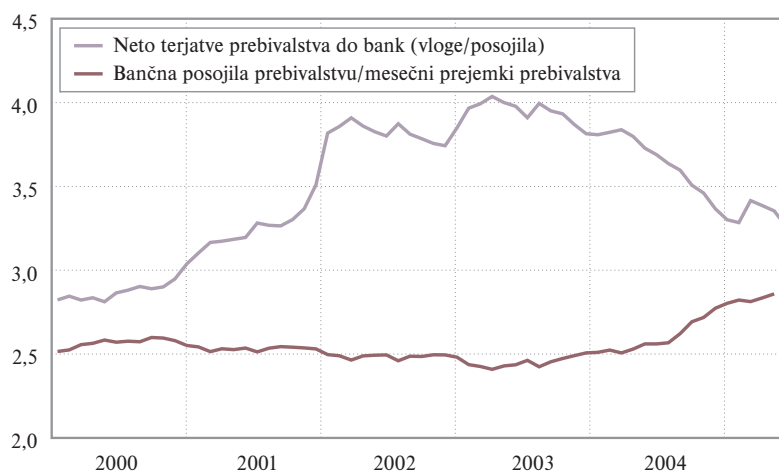
Finančno premoženje prebivalstva je decembra lani predstavljalo 64,9% BDP in se je v zadnjem letu povečalo za 4,1 odstotne točke. V primerjavi s celoletnim razpoložljivim dohodkom prebivalstva⁷ je finančno premoženje ob koncu leta 2004 predstavljalo 139% oziroma za 11 odstotnih točk več kakor ob koncu leta 2003.

Tabela 2.6: Posojila in depoziti pri bankah (v mrd SIT)

	Posojila preb. pri bankah (1)	Depoziti preb. pri bankah (2)	Neto varčevanje preb. pri bankah (2-1)	Neto varčevanje v % BDP
dec. 00	419,2	1273,6	854,4	20,1
jun. 01	436,5	1432,1	995,6	22,1
dec. 01	453,3	1730,9	1277,6	26,8
jun. 02	470,8	1823,7	1353,0	26,8
dec. 02	490,1	1944,1	1454,0	27,4
jun. 03	508,6	2032,0	1523,3	27,6
dec. 03	548,7	2097,4	1548,7	27,0
jun. 04	598,6	2153,1	1468,0	26,0
dec. 04	671,0	2291,7	1528,1	26,2

Vir: Banka Slovenije

Slika 2.9: Gibanje neto terjatev prebivalstva do bank (vloge/stanje najetih posojil) in zadolženosti prebivalstva v primerjavi s povprečno mesečno plačo



Vir: Banka Slovenije

Razmerje med stanjem bančnih posojil prebivalstva pri bankah ter povprečnimi mesečnimi prejemki prebivalstva se je v zadnjem letu in pol povečevalo in ob koncu leta 2004 doseglo vrednost 2,8, potem ko je v letu 2002 doseglo najnižjo vrednost 2,4. Podobno velja za razmerje med stanjem posojil prebivalstvu in povprečno plačo, ki se je v letu 2004 povečalo na 6,2, medtem ko je ob koncu leta 2002 znašalo 5,3.

Zniževanje obrestnih mer, ki se je odražalo v nižji dinamiki rasti vlog prebivalstva pri bankah in živahnemu najemanju posojil prebivalstva, je posledično zmanjševalo koeficient neto terjatev prebivalstva do bančnega sektorja. Vloge prebivalstva so lani v povprečju rasle po medletni stopnji 6,6%, posojila prebivalstvu pa po stopnji 18%.

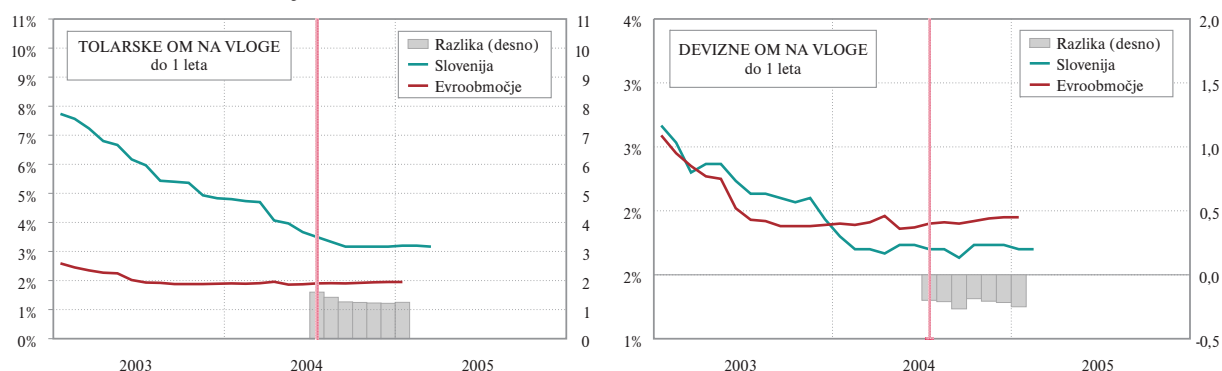
⁷ V razpoložljivem dohodku prebivalstva so zajete izplačane neto plače, drugi prejemki iz delovnega razmerja in socialni prejemki.

Konvergiranje obrestnih mer za vloge pri bankah

Izrazit proces nominalne konvergence je bil prisoten tudi za obrestne mere vlog pri bankah. Pri kratkoročnih tolarskih vlogah, ki v strukturi vlog bank prevladujejo, se je raven obrestnih mer do konca poletja 2004 približala 3% in je še vedno višja za nekaj nad odstotno točko v primerjavi z obrestnimi merami za vloge pri bankah evroobmočja. Po drugi strani je razlika med domačimi in tujimi obrestnimi merami za devizne vloge enakih ročnosti negativna.

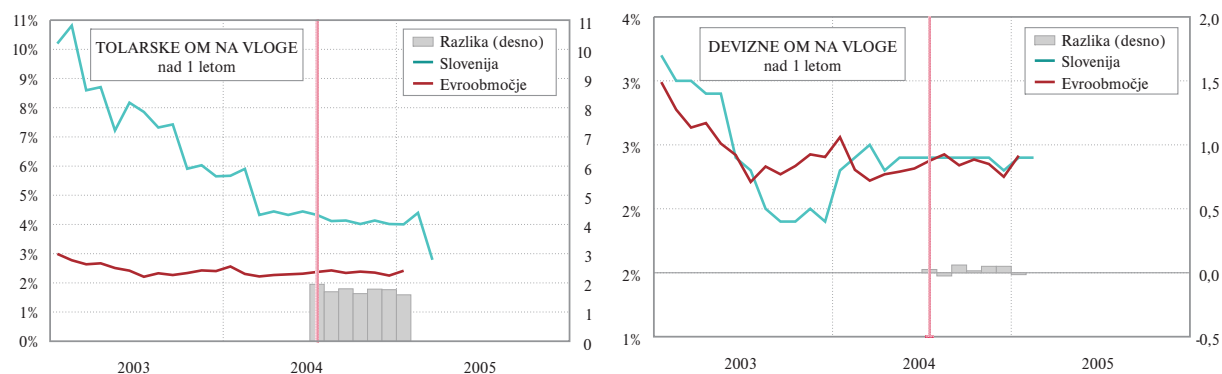
Raven tolarskih obrestnih mer pri domačih bankah za vloge nad enim letom se je po vstopu Slovenije v ERM2 ustalila na ravni okrog 4%. Do dodatnega znižanja pa je prišlo v prvem četrtletju 2005. Razlik med obrestnimi merami za dolgoročne devizne vloge med Slovenijo in evroobmočjem skoraj ni.

Slika 2.10: Primerjava slovenskih obrestnih mer za vloge do enega leta z obrestnimi merami v evroobmočju v odstotkih



Vir: Finančna statistika BS, ARC Banka Slovenije

Slika 2.11: Primerjava slovenskih obrestnih mer za vloge nad enim letom z obrestnimi merami v evroobmočju v odstotkih



Vir: Finančna statistika BS, ARC Banka Slovenije

3 SEKTOR PODJETIJ

3.1 Financiranje podjetij pri domačih bankah in neto zadolženost podjetij

Kreditiranje podjetij

Zadolževanje podjetij, ki se je začelo krepiti že v letu 2003, je v letu 2004 vseskozi ohranjalo razmeroma visoko rast, v povprečju 20,1%. Rast zadolževanja podjetij je posledica močnejše gospodarske aktivnosti. Podjetja so povečano gospodarsko aktivnost financirala predvsem z najemanjem deviznih posojil pri domačih bankah. Dve tretjini neto povečanja posojil podjetjem v lanskem letu predstavlja zadolževanje podjetij pri domačih bankah, drugo v tujini.

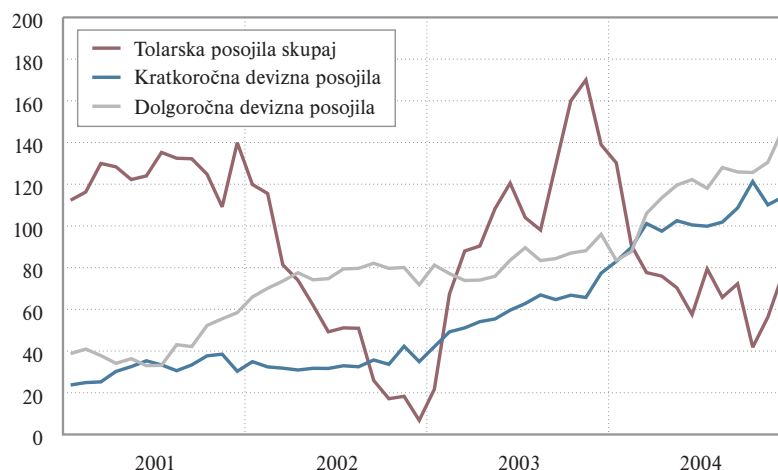
Tabela 3.1: Financiranje podjetij pri bankah in v tujini (tokovi v mrd SIT)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Posojila podjetjem* doma	105	162,2	228,7	113,5	312,3	337,5
.....od tega v tolarjih	49,8	95,9	139,9	6,8	138,9	75,9
.....od tega devizno	55,2	66,4	88,8	106,7	173,4	261,6
Zadolževanje podjetij v tujini	91,6	133	108,1	132,5	133,4	173,3
Skupaj	196,6	295,2	336,8	246	445,7	510,8
Struktura zadolževanja						
doma	53%	55%	68%	46%	70%	66%
v tujini	47%	45%	32%	54%	30%	34%
Valutna struktura						
tolarsko	25,3%	32,5%	41,5%	2,8%	31,2%	14,9%
devizno	74,7%	67,5%	58,5%	97,2%	68,8%	85,1%

Opomba: *brez drugih finančnih organizacij.

Vir: Banka Slovenije

Slika 3.1: Neto tok⁸ posojil podjetjem domačih bank v mrd SIT (12-mesečne drseče vsote)



Vir: Banka Slovenije

V letu 2003 oziroma do konca prvega četrtertletja 2004 je potekal proces nadomeščanja tujih virov financiranja podjetij z najemanjem deviznih posojil pri domačih bankah, kar je posledica zniževanja domačih obrestnih mer in posledica ukinitve zadnjih omejitev domačega deviznega kreditiranja jeseni

⁸ Pri podatkih za posojila iz tujine gre za tokove, pri podatkih o posojilih slovenskih bank pa za spremembe stanj.

2003. Živahnemu domačemu deviznemu kreditiranju podjetij, medletna stopnja rasti je lani dosegala v povprečju 45%, se je proti koncu leta pridružil še nekoliko povečan neposredni tok zadolževanja podjetij v tujini. V lanskem letu je tako kar 85% vsega zadolževanja podjetij predstavljalo devizno zadolževanje, medtem ko je tolarsko zadolževanje naraščalo počasneje, z 11%.

Zadolženost podjetij pri bankah

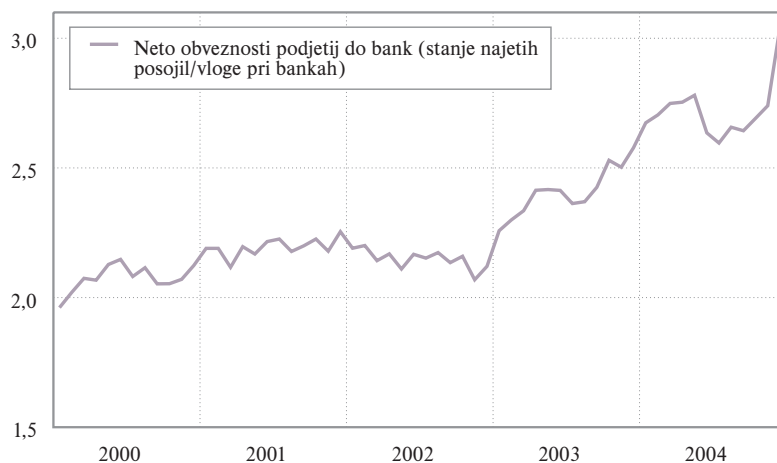
Tabela 3.2: Posojila in depoziti podjetij pri bankah (v mrd SIT)

	Posojila podjetij pri bankah (1)	Depoziti podjetij pri bankah (2)	Neto zadolženost podjetij pri bankah (1-2)	Neto zadolženost v % BDP
dec. 00	938,3	441,8	496,5	11,7
jun. 01	1048,5	473,2	575,3	12,8
dec. 01	1167,1	517,7	649,4	13,6
jun. 02	1204,2	555,7	648,5	12,9
dec. 02	1282,8	605,0	677,8	12,8
jun. 03	1467,6	608,1	859,5	15,6
dec. 03	1596,9	619,6	977,3	17,1
jun. 04	1748,1	663,3	1084,8	18,2
dec. 04	1930,3	633,9	1296,4	20,9

Vir: Banka Slovenije

Neto zadolženost podjetij pri bankah se v zadnjih dveh letih zaradi povečane gospodarske aktivnosti povečuje. Ob koncu leta 2003 je razmerje med stanjem najetih posojil podjetij pri bankah in njihovimi depoziti dosegalo vrednost 2,6. Lani ob koncu leta pa je omenjeno razmerje preseglo 3. Neto zadolženost podjetij pri bankah glede na BDP se je v zadnjih štirih letih povečala za dobrih 9 odstotnih točk, na 20,9%.

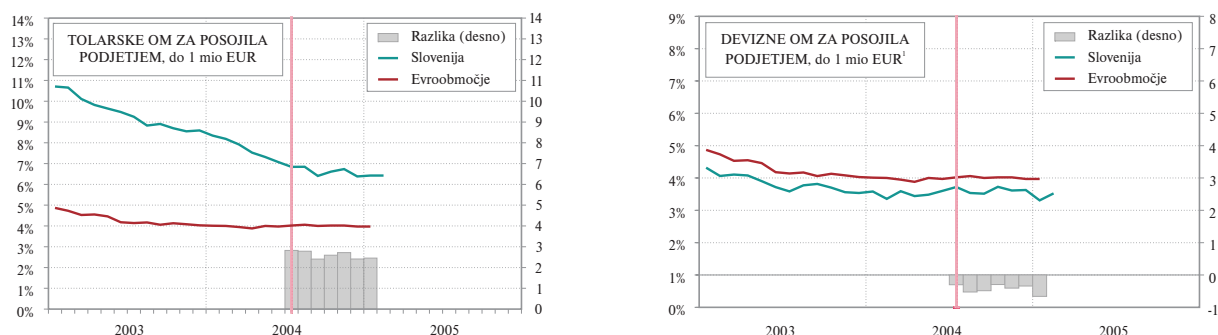
Slika 3.2: Gibanje razmerja neto zadolženosti podjetij pri bankah (stanje najetih posojil/vloge)



Vir: Banka Slovenije

3.2 Primerjava obrestnih mer financiranja podjetij doma in v tujini

Primerjava obrestnih mer za domača tolarska posojila in posojila z devizno klavzulo z obrestnimi merami v evroobmočju kaže, da se je razlika med obrestnimi merami zmanjševala predvsem do vstopa Slovenije v tečajni mehanizem ERM2.

Konvergirane obrestnih mer pri posojilih podjetjem**Slika 3.3:** Primerjava slovenskih obrestnih mer za posojila z obrestnimi merami v evroobmočju v odstotkih

1) Zajete so obrestne mere za devizna posojila in posojila z devizno klavzulo.

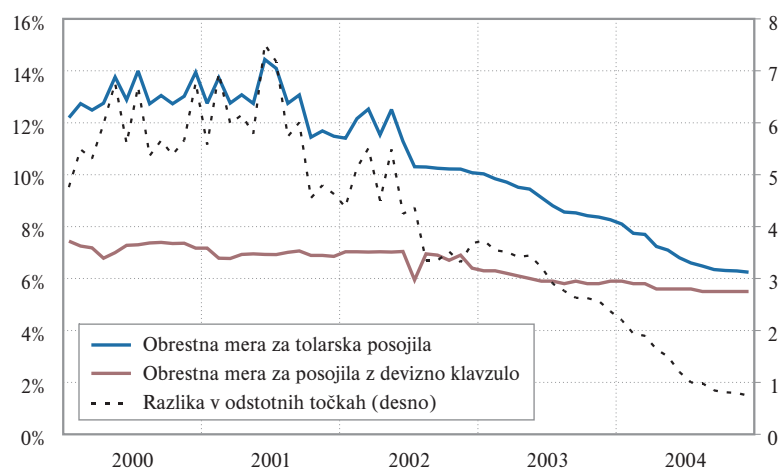
Vir: Finančna statistika BS, ARC Banka Slovenije

V zadnjem obdobju do sredine leta 2004 je bil prisoten trend hitrega zniževanja obrestnih mer oziroma proces nominalne konvergence. Pri obrestnih merah za tolarška posojila podjetjem se je po vstopu Slovenije v ERM2 razlika med obrestnimi merami v Sloveniji in tistimi v evroobmočju znižala pod 3 odstotne točke, na 2,4% ob koncu leta 2004.

Po drugi strani je raven obrestnih mer za devizna posojila podjetjem celo nižja od ravni obrestnih mer, ki jih evropske banke ponujajo svojim komitentom v evroobmočju.

Posojilne obrestne mere za podjetja v Sloveniji in tujini

Med najemanjem posojil podjetij pri domačih bankah so prevladovala devizna posojila. Blizu 44% celotnega povečanja domačih posojil v letu 2004 je bilo dolgoročnih deviznih. Tudi pri zadolževanju v tujini so podjetja najemala le dolgoročna posojila.

Slika 3.4: Primerjava stroškov financiranja podjetij s kratkoročnimi tolarškimi posojili z minimalno obrestno mero in obrestno mero za posojila z devizno klavzulo pri slovenskih bankah v odstotkih

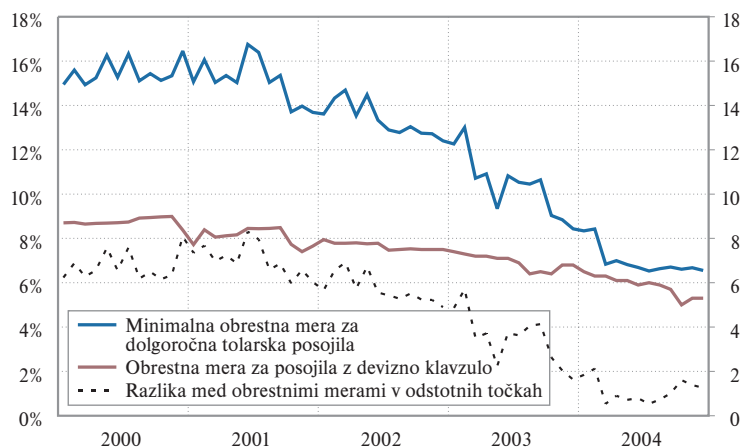
Vir: Banka Slovenije

Primerjava med minimalno obrestno mero za kratkoročna posojila in obrestno mero za posojila z devizno klavzulo kaže, da se je razlika zniževala predvsem v prvi polovici leta, ko se je ta znižala

z 2,4 na le 1,2 odstotne točke. Do dodatnega znižanja razlike na 0,7 odstotne točke je prišlo še v drugem polletju lanskega leta. Zaradi majhnih razlik med obrestnimi merami za tolarska kratkoročna in devizna posojila je bila večina kratkoročnega kreditiranja tolarska. Zniževanje razlike v prvem polletju odraža tudi znižano stopnjo depreciacije deviznega tečaja in dejstvo, da so banke in podjetja pričakovala sorazmerno hiter vstop Slovenije v tečajni mehanizem ERM2. Nadaljnje znižanje v zadnjih mesecih se ujema z zaupanjem v stabilnost ohranjanja paritete tečaja tolarja do evra.

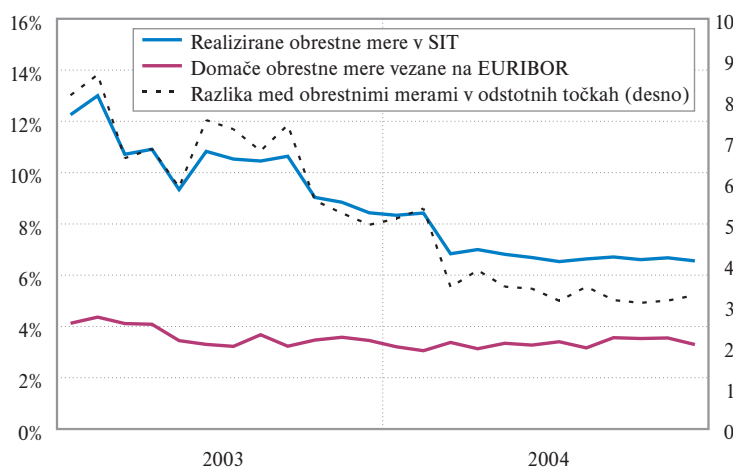
Primerjava med tolarskimi minimalnimi obrestnimi merami za dolgoročna posojila in obrestnimi merami za posojila z devizno klavzulo kaže, da se je njihova razlika zaradi zniževanja tolarskih obrestnih mer, ki traja že vse od sredine leta 2001, vseskozi zmanjševala in je julija 2004 znašala samo še 0,5 odstotne točke. V naslednjih mesecih se je omenjena razlika spet zvišala, ker je bilo zniževanje obrestnih mer z devizno klavzulo obrestnih mer hitrejšje kakor zniževanje tolarskih obrestnih mer.

Slika 3.5: Primerjava stroškov financiranja podjetij z dolgoročnimi tolarskimi posojili in obrestno mero za posojila z devizno klavzulo pri slovenskih bankah v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

Slika 3.6: Primerjava realiziranih stroškov financiranja podjetij z dolgoročnimi tolarskimi posojili in deviznimi posojili, vezanimi na EURIBOR pri slovenskih bankah



Vir: Banka Slovenije, ARC

Večina deviznega financiranja podjetij poteka prek deviznih kreditov. Primerjava obrestnih mer za sklenjene pogodbe tolarskih dolgoročnih posojil in deviznih posojil, vezanih na EURIBOR, dobro

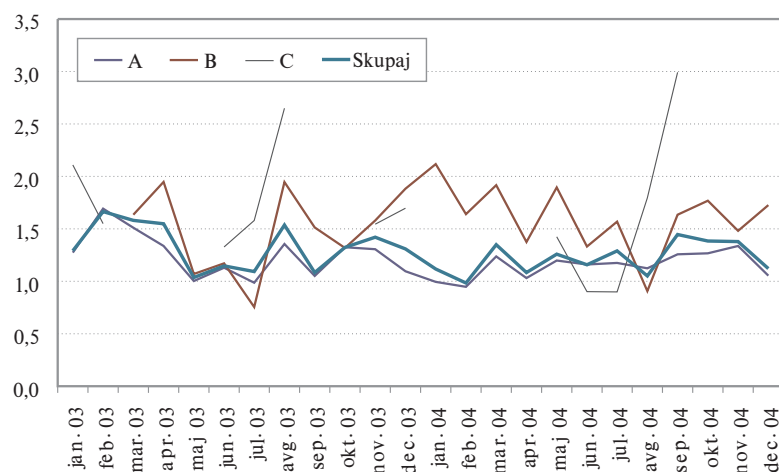
ponazarja motiv za devizno zadolževanje podjetij pri slovenskih bankah⁹. Podjetja so se ob koncu decembra 2004 doma devizno zadolževala po obrestni meri le 3,3% oziroma za 3,4 odstotne točke nižje kakor prek tolarskih dolgoročnih posojil. Razlika v obrestnih merah med obema vrstama zadolževanja je v lanskem letu v povprečju znašala 3,7 odstotne točke, zato so se podjetja financirala predvsem z deviznimi posojili. K temu je pripomogla tudi vse nižja pričakovana povprečna deprecijacija tečaja tolarja v prvem polletju oziroma vstop Slovenije v tečajni mehanizem ERM2 junija 2004 in pričakovanje poslovnih subjektov o hitrem prevzemu evra, ki naj bi sledil na začetku leta 2007.

Po nižjih obrestnih merah kakor na domačem tolarskem in deviznem posojilnem trgu so se velika podjetja lahko zadolževala v tujini. V povprečju lanskega leta je obrestna mera zanje znašala le 2,7%, kar je 0,3 odstotne točke več kakor za zadolževanje bank v tujini. Upoštevajoč primerjavo med minimalno tolarsko dolgoročno obrestno mero v Sloveniji za podjetja in obrestno mero za posojila v tujini, je razlika med obema vrstama financiranja znašala v decembru 2004 dobre 4 odstotne točke oziroma v povprečju lanskega leta celo 4,4 odstotne točke.

V letu 2004 je bilo za slovenska podjetja najugodnejše zadolževanje v tujini po 2,7-odstotni obrestni meri, sledilo je devizno zadolževanje pri slovenskih bankah po 3,3-odstotni obrestni meri, najmanj ugodno pa je bilo tolarsko zadolževanje po obrestni meri 6,7%.

Premija za tveganje za devizna posojila domačih bank glede na bonitetno skupino dolžnika

Slika 3.7: Gibanje premije za tveganje nad EURIBOR za devizna posojila za investicije, glede na boniteto komitenta v odstotnih točkah



Vir: Banka Slovenije

Primerjava obrestnih mer za dolgoročna devizna posojila, odobrena komitentom različnih bonitetnih skupin, ki odraža različne višine premij za kreditna tveganja v bankah v Sloveniji, pokaže, da je višina povprečne premije na tem segmentu posojilnega trga v zadnjih dveh letih razmeroma stabilna. Ta je v povprečju lanskega leta znašala 1,3 odstotne točke nad trimesečnim EURIBOR, kar je še za 0,1 odstotne točke manj kakor v letu 2003. Za bonitetno skupino A je povprečna premija za tveganje v lanskem letu nihala med 0,9 in 1,3 odstotne točke oziroma je v povprečju znašala 1,1 odstotne točke in se je v primerjavi z letom 2003 znižala za 0,2 odstotne točke. Za bonitetno skupino B je lani znašala 1,6 odstotne točke in prav tako za bonitetno skupino C. Gibanje premije za bonitetno skupino B, ki je nihala med 2,1 in 0,9 odstotne točke, nakazuje, da je variabilnost premij za to skupino večja od premije

⁹ Izračun dejanskih obrestnih mer za sklenjene posojilne pogodbe poteka na podlagi poročanja osmih bank.

za tveganje bonitetne skupine A. Vendar se premije v letu 2004 niso povečevale, kar odraža stabilne ocene kreditnega tveganja.

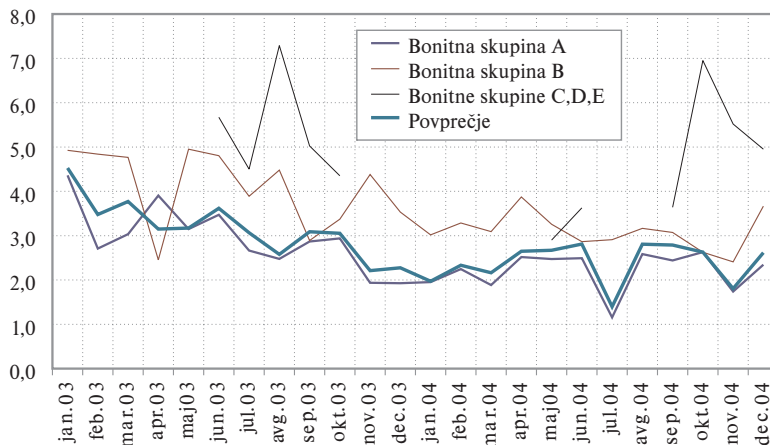
Še bolj stabilno je gibanje premije nad EURIBOR za kratkoročna devizna posojila. Za bonitetno skupino A je premija lani znašala 1 odstotno točko, za druge skupine, tj. B, C in D skupaj pa 1,4 odstotne točke. V zadnjih mesecih leta 2004 ni bilo opaziti, da bi na tem segmentu posojilnega trga prišlo do zviševanj premij za tveganje.

Primerjava med premijami za devizna posojila nad EURIBOR za kratkoročna in dolgoročna posojila kaže, da v lanskem letu med njima skoraj ni bilo odstopanj. Izenačenost med premijami na obeh segmentih deviznega trga je odraz močne konkurence.

Premija za tveganje za tolarška posojila domačih bank glede na bonitetno skupino dolžnika

Na dolgoročnem segmentu tolarškega posojilnega trga je bilo gibanje premij za tveganje v letu 2004 razmeroma stabilno, s prekinitvijo trenda njihovega zniževanja iz leta 2003. Povprečna premija nad trimesečnim SITIBOR¹⁰ je znašala v letu 2004 v povprečju 2,4 odstotne točke in se je v primerjavi s premijo v letu 2003 znižala za 0,8 odstotne točke. V zadnjih mesecih leta 2004 se je premija gibala med 1,8 in 2,8 odstotne točke nad trimesečnim SITIBOR, pri čemer so relativno visoke razlike v višini premij med posameznimi bonitetnimi skupinami. Za bonitetno skupino A je povprečna premija v lanskem letu znašala 2,2 odstotni točki nad SITIBOR, za skupino B 3,1 odstotne točke in za skupine C, D, E 4,6 odstotne točke.

Slika 3.8: Gibanje premije za tveganje nad trimesečnim SITIBOR za tolarška posojila za investicije glede na boniteto komitenta



Vir Banka Slovenije

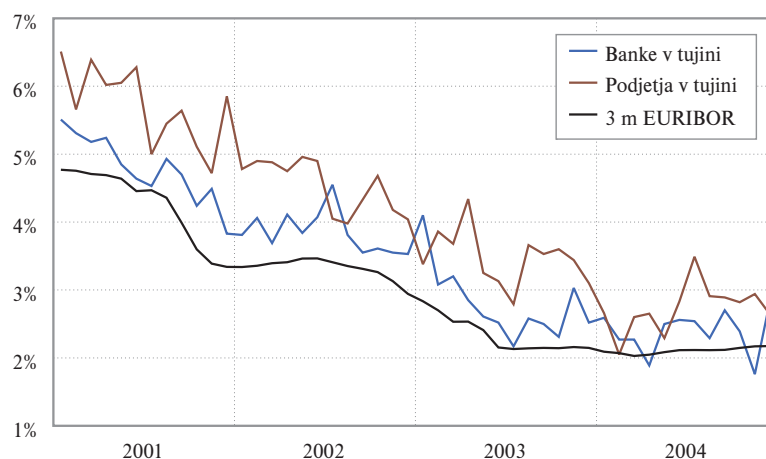
Na segmentu kratkoročnih tolarških posojil je v primerjavi z dolgoročnim tolarškim segmentom posojil premija za tveganje nižja za 0,6 odstotne točke in je lani znašala 1,8 odstotne točke. V primerjavi s povprečno premijo nad SITIBOR v prejšnjem letu se je le malenkostno spremenila oziroma znižala za 0,1 odstotne točke. Za bonitetno skupino A je lani znašala 1,7, za bonitetno skupino B 2,1 in za druge bonitetne skupine (C, D, E) 2,2 odstotne točke. Vrednosti premij v zadnjem četrtletju 2004 na kratkoročnem segmentu tolarških posojil kažejo na rahlo zniževanje.

¹⁰ Do julija 2003 trimesečni SMOM.

Gibanje premij za tveganje nad EURIBOR za financiranje slovenskih bank in podjetij v tujini

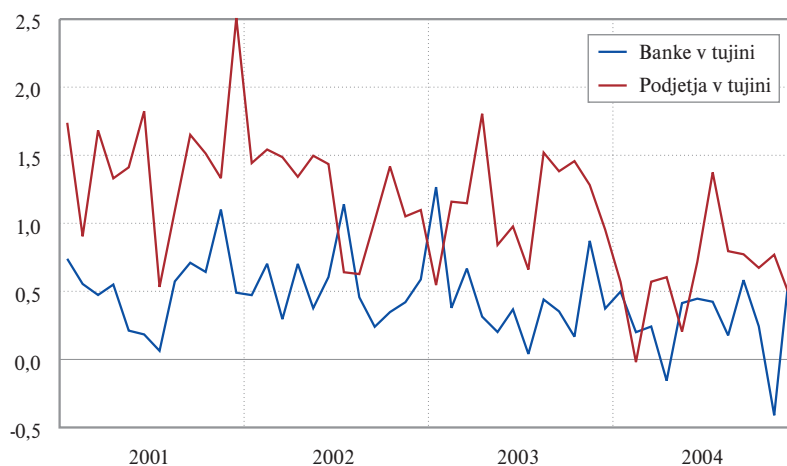
V letu 2004 so se banke v tujini zadolževale po zelo ugodnih obrestnih merah. V povprečju je obrestna mera za najemanje virov bank v tujini znašala v lanskem letu 2,4%. V primerjavi s prejšnjim letom se je znižala za 0,4 odstotne točke. Podjetja so se v povprečju lanskega leta v tujini zadolževala po 2,7% (v letu 2003 še po 3,5%) obrestni meri oziroma za 0,6 odstotne točke ugodneje kakor pri domačih bankah. Vendar se je pri zadolževanju v tujini krepila vloga bank, ki so najemale vire v tujini in s tem opravljale posredništvo med tujimi bankami in domačimi podjetji. Nižje obrestne mere za slovenske banke so posledica nižje tveganosti bančnega sektorja v primerjavi s sektorjem podjetij. Lani se je povprečni pribitek nad trimesečnim EURIBOR za dolgoročna posojila bank, najeta v tujini, znižal za 0,2 odstotni točki, na 0,3 odstotne točke, pri dolgoročnih posojilih podjetjem pa za 0,5 odstotne točke, na 0,6 odstotne točke. To kaže na zniževanje razlik v oceni tveganosti obeh sektorjev.

Slika 3.9: Tuje realizirane obrestne mere za dolgoročna posojila za slovenske banke in podjetja ter trimesečni EURIBOR v odstotkih



Vir Banka Slovenije

Slika 3.10: Gibanje premij za tveganje nad trimesečnim EURIBOR za dolgoročna posojila slovenskih bank in podjetij, najeta v tujini, v odstotnih točkah



Vir: Banka Slovenije

3.3 Struktura sredstev in obveznosti podjetij

Na aktivni strani podjetniških bilanc¹¹ se povečuje pomen finančnih naložb, predvsem finančnih naložb do povezanih podjetij (v skupini in pridruženih). Delež finančnih naložb se povečuje na račun osnovnih sredstev, zalog in poslovnih terjatev. Največji premik je opaziti pri osnovnih sredstvih, katerih delež v strukturi stalnih sredstev se je v treh letih, od 2000 do 2003, znižal za več kakor 11 odstotnih točk, k čemur je največ prispeval način vrednotenja te oblike premoženja.

Tabela 3.3: Struktura sredstev podjetij v odstotkih

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Stalna sredstva / sredstva	65,0	66,2	66,0	66,4	65,4	65,1	65,3	64,7	64,3
od tega:									
Neopredmetena dolgoročna sredstva	1,1	1,4	1,2	1,4	1,4	1,6	2,1	2,2	2,2
Opredmetena osnovna sredstva	82,3	83,1	84,7	83,2	82,6	81,3	76,8	73,9	70,0
Dolgoročne finančne naložbe	16,6	15,5	14,0	15,4	16,0	17,2	21,1	24,0	27,8
Gibljava sredstva / sredstva	34,6	33,5	33,7	33,2	34,2	34,4	34,2	34,9	35,3
od tega:									
Zaloge	27,6	29,2	28,5	28,1	26,1	26,1	25,0	24,4	23,9
Poslovne terjatve	53,9	50,8	51,1	49,4	52,2	52,8	51,9	51,1	50,2
Kratkoročne finančne naložbe	14,3	15,4	15,7	17,3	16,4	16,0	17,4	18,6	19,5
Dobroimetja pri bankah, čeki in gotovina	4,2	4,6	4,7	5,1	5,2	5,2	5,7	5,9	6,4
Aktivne časovne razmejitve / sredstva	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5

Vir: Agencija RS za javnopravne evidence in storitve (AJPES), lastni izračuni

Podaljševanje ročnosti finančnih in poslovnih terjatev oziroma naložb in obveznosti poteka vse od leta 1999. Proces je hitrejši pri obveznostih, zato se količnik likvidnosti, kot razmerje med kratkoročnimi terjatvami in obveznostmi, izboljšuje. V letu 2003 se je proces podaljševanja ročnosti obveznosti prekinil, saj se je delež dolgoročnih obveznosti glede na leto prej precej znižal, medtem ko se podaljševanje ročnosti terjatev pospešeno nadaljuje, posledično je prišlo do izrazitega povečanja razmerja med dolgoročnimi terjatvami in obveznostmi v letu 2003.

Tabela 3.4: Ročnostna struktura finančnih in poslovnih terjatev in obveznosti v odstotkih

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Finančne in poslovne terjatve									
dolgoročne	35,0	35,3	32,4	34,0	33,1	33,8	38,3	40,3	43,0
kratkoročne	65,0	64,7	67,6	66,0	66,9	66,2	61,7	59,7	57,0
Finančne in poslovne obveznosti									
dolgoročne	27,6	31,0	33,0	34,7	35,0	36,6	39,9	41,1	39,7
kratkoročne	72,4	69,0	67,0	65,3	65,0	63,4	60,1	58,9	60,3
Finančne in poslovne: terjatve / obveznosti									
dolgoročne	104,5	87,2	71,6	72,9	71,8	68,5	74,2	79,2	94,7
kratkoročne	74,0	71,7	73,7	75,2	78,2	77,6	79,6	82,1	82,6

Vir: AJPES, lastni izračuni

Na pasivni strani bilanc podjetij se je v letu 2003 okrepila zlasti rast kapitala. Rasti finančnih in poslovnih obveznosti pa se po letu 2000 hitro znižujejo. Rastejo predvsem obveznosti do podjetij v skupini, čeprav po obsegu niso najpomembnejše. Med dolgoročnimi finančnimi in poslovnimi obveznostmi

¹¹ Podatki so na razpolago le do leta 2003.

so najpomembnejše obveznosti do bank in druge obveznosti, med kratkoročnimi pa obveznosti do dobaviteljev. Vendar te skupine rastejo počasneje kakor celoten agregat finančnih in poslovnih obveznosti, razen obveznosti do bank. Glede na to, da so večino opazovanega obdobja obveznosti rasle hitreje kakor kapital, se je njihov delež v bilancah podjetij povečeval. Ta trend se je v letu 2003 prekinil, kapital se je povečal precej bolj kakor obveznosti, njun delež v bilanci pa se je izenačil na ravni malo nad 48%.

Tabela 3.5: Medletne stopnje rasti posameznih kategorij pasive podjetij v odstotkih

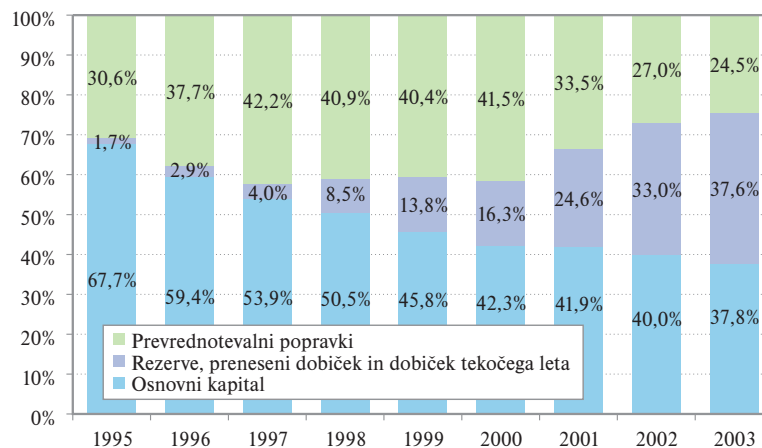
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Kapital	8,1	9,7	12,6	11,6	11,2	8,1	8,3	10,3
Rezervacije	5,8	8,4	1,7	12,4	1,2	4,3	-4,1	1,4
Finančne in poslovne obveznosti	10,7	15,2	12,1	16,9	21,0	15,3	10,8	7,4
Pasivne časovne razmejitve	12,7	21,7	9,1	13,7	5,1	22,3	-1,9	21,7

Vir: AJPES, lastni izračuni

Struktura kapitala

Bolj kakor struktura pasive se je spremenila struktura kapitala. V osmih letih se je skoraj prepolovil delež osnovnega kapitala. Enak delež kakor osnovni kapital, to je 38%, ima v letu 2003 vsota rezerv (kapitalskih in iz dobička) ter prenesenega in čistega dobička tekočega leta, medtem ko je bil skupni strukturni delež teh postavk še v letu 1995 manjši od 2%. Z zniževanjem inflacije se je zmanjševal tudi delež prevrednotevalnih popravkov kapitala, še posebno z letom 2002, ko je bila z novimi računovodskimi standardi revalorizacija kapitala pogojena z več kakor 5-odstotno rastjo tečaja tolarja, ki pa ni bila dosežena.

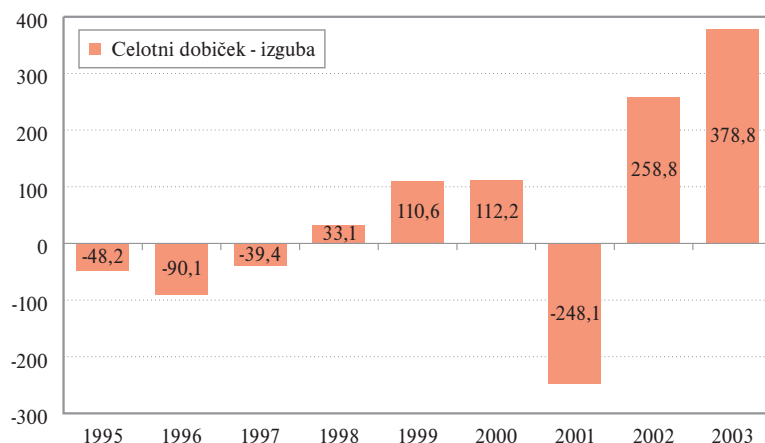
Slika 3.11: Struktura kapitala podjetij v odstotkih



Vir: AJPES, lastni izračuni

V gibanju strukture kapitala se odražajo poslovni cikli. Po kritičnem obdobju 1995 do 1997, ko je bila izguba manj uspešnih podjetij višja kakor dobiček uspešnih podjetij (še posebno slabo je bilo leto 1996), je sledilo stabilno obdobje do leta 2001. Slednje je bilo najmanj uspešno v celotnem opazovanem obdobju, deloma zaradi slabših pogojev poslovanja, deloma pa zaradi prevrednotenja osnovnih sredstev v elektrogospodarstvu Slovenije, ki je zaradi tega izkazalo v letu 2001 velike izgube. V strukturi kapitala je čista izguba poslovnega leta predstavljala več kakor 8% kapitala podjetij, delež se je glede na leto prej več kakor podvojil. Še bolj so se v tem letu povečale kapitalske rezerve in rezerve iz dobička, njihov strukturni delež se je v enem letu povečal za 10 odstotnih točk. Vendar so se razmere že leto pozneje toliko izboljšale, da so podjetja presegla vse prejšnje poslovne rezultate. Leto 2003 je bilo le še nadgradnja dobrih rezultatov iz preteklega leta.

Slika 3.12: Razlika med celotnim dobičkom podjetij s pozitivnim rezultatom in izgubo podjetij z negativnim rezultatom

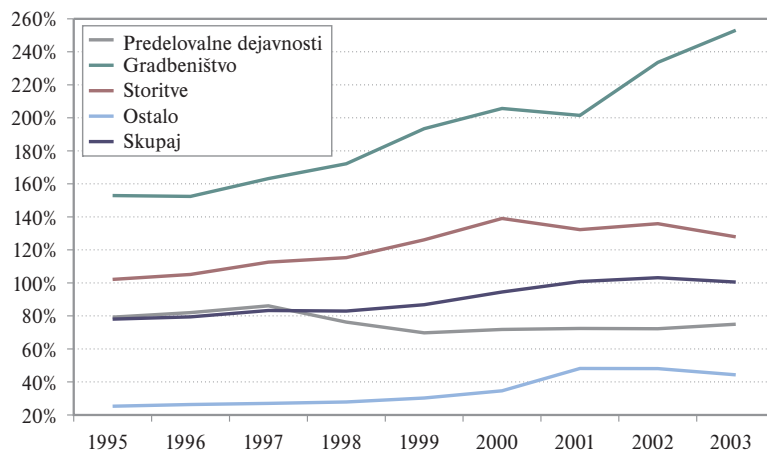


Vir: AJPES, lastni izračuni

3.4 Finančni vzvod podjetij

Hitrejša rast finančnih in poslovnih obveznosti kakor kapitala v večini opazovanega obdobja se odraža tudi na finančnem vzvodu kot razmerju med finančnimi in poslovnimi obveznostmi ter kapitalom. Rast finančnega vzvoda povečuje variabilnost dobičkov. Z manjšim pokritjem obveznosti podjetij s kapitalom se povečuje negotovost oziroma izpostavljenost podjetij različnim tveganjem. Finančni vzvod podjetij se je povečeval vse do leta 2003. Medtem ko so še v letu 1995 finančne in poslovne obveznosti podjetij dosegale le slabih 80% kapitala podjetij, po letu 2001 obseg kapitala zaostaja za dolgom.

Slika 3.13: Finančni vzvod celotnega sektorja podjetij in posameznih panožnih skupin



Opomba: »Storitve« vključujejo panoge: trgovina, gostinstvo, promet in zveze, finančno posredništvo, nepremičnine in poslovne storitve, javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in druge javne storitve. Pod »ostalo« je vključeno kmetijstvo, gozdarstvo, lov in ribolov, rudarstvo ter oskrba z elektriko, plinom in vodo.

Vir: Banka Slovenije

Med panogami izrazito odstopa gradbeništvo, katerega pokritost poslovnih in finančnih obveznosti s kapitalom se zelo hitro zmanjšuje. Finančni vzvod v gradbeništvu kaže na povezanost z investicijskim ciklom, izrazito se je povečal v letu 1999 ob uvedbi DDV, nato nekoliko zastal, še posebno v letu 2001,

ko je bila tudi rast investicij v Sloveniji negativna. S ponovno krepitvijo gospodarske rasti v letu 2002 se je finančni vzvod v gradbeništvu spet močno povečal in še bolj leto pozneje, ko je presegel 250%.

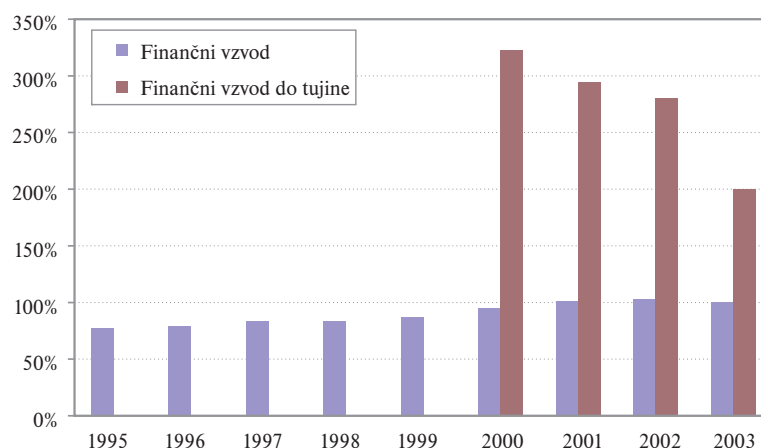
Tabela 3.6: Finančni vzvod po panogah v odstotkih

	Finančni vzvod (finančne in poslovne obveznosti / kapital)								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Kmetijstvo, gozdarstvo, ribištvo in rudarstvo	22,4	22,0	23,5	22,6	23,2	30,7	41,4	46,0	54,9
Predelovalne dejavnosti	79,2	82,0	86,1	76,3	69,8	71,9	72,4	72,3	75,0
Elektrika, plin in voda	25,9	27,2	27,7	28,8	31,5	35,5	49,7	48,5	42,3
Gradbeništvo	153,0	152,4	163,2	172,2	193,4	205,7	201,5	233,6	253,0
Trgovina	126,5	142,8	147,1	146,8	161,1	160,6	159,2	161,7	157,0
Gostinstvo	37,7	45,5	49,6	48,2	51,3	50,8	55,2	62,8	65,1
Promet in zveze	51,3	52,0	52,9	55,0	65,6	99,8	106,9	117,7	82,7
Finančne in poslovne storitve ter nepremičnine	102,7	84,7	87,3	88,5	88,2	92,8	67,0	69,2	70,6
SKUPAJ	78,1	79,4	83,3	82,9	86,9	94,5	100,9	103,2	100,5

Vir: Banka Slovenije

Nad povprečjem je tudi finančni vzvod storitvenih dejavnosti. Izstopajoča panoga je trgovina, kjer je vzvod sicer visok, vendar stabilen, na ravni okrog 160% ostaja vse od leta 1999. Kapital pri podjetjih iz predelovalnih dejavnosti, ki predstavljajo glede na bilančno vsoto tretjino sektorja podjetij, več kot pokriva obseg finančnih in poslovnih obveznosti, finančni vzvod ostaja na ravni nekaj nad 70% že od leta 1999.

Slika 3.14: Finančni vzvod slovenskih podjetij in njihov finančni vzvod do tujine v odstotkih



Opomba: Finančni vzvod do tujine je definiran kot razmerje med obveznostmi do tujine in kapitalom v lasti nerezidentov.

Vir: Banka Slovenije

V nasprotju s celotno bilanco se, gledano s stališča odnosa domačih podjetij do tujine, finančni vzvod znižuje, še posebno izrazito v letu 2003, ko se je zmanjšal na 200%. Še v letu 2000 so obveznosti do tujine za trikrat presegale kapital nerezidentov. Spreminja se struktura financiranja in povečuje interes tujih investitorjev za naložbe v kapital slovenskih podjetij in ne le za izpostavljenost do podjetij zgolj v obliki finančnih obveznosti. To kaže na večje zaupanje v ekonomijo in zniževanje deželne tveganja.

3.5 Pozicija podjetij do tujine

Struktura obveznosti do tujine

V letu 2003 je prišlo do izrazitih sprememb v strukturi obveznosti do tujine. Povečal se je zlasti delež kapitala tujcev v bilancah slovenskih podjetij, medtem ko se je zmanjšal delež dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti iz poslovanja.

Kapital je postal tako v letu 2003 največja posamezna kategorija obveznosti do tujine, sledijo mu kratkoročne obveznosti iz poslovanja. V veliki večini gre pri slednjih za kratkoročne obveznosti do dobaviteljev v tujini in prejete predujme od tujih oseb (95%). Preostalo so druge obveznosti iz poslovanja, kjer obseg sicer ni velik, vendar dosega visoke rasti. Poleg kapitala in kratkoročnih obveznosti iz poslovanja so pomembne še dolgoročne obveznosti. Vsaka od njih predstavlja približno 30% obveznosti do tujine.

Tabela 3.7: Struktura in medletne stopnje rasti obveznosti do tujine

	2000	2001	2002	2003	letne stopnje rasti v %		
					2001	2002	2003
Obveznosti do tujine (v mrd SIT)	1.151,8	1.433,8	1.669,0	2.023,9	24,5	16,4	21,3
	struktura v %						
Kapital nerezidentov	23,6	25,3	26,2	33,2	33,4	20,8	53,6
Dolgoročne obveznosti	32,2	32,3	32,6	29,1	24,8	17,5	8,2
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	38,5	36,3	35,2	31,5	17,3	13,0	8,4
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	5,3	5,8	5,6	5,8	35,8	12,4	26,1
Pasivne časovne razmejitve do tujine	0,4	0,4	0,4	0,4	17,1	20,9	38,3

Vir: AJPES, lastni izračuni

Podjetja se v tujini najpogosteje zadolžujejo pri nepovezanih podjetjih, najvišje stopnje rasti pa dosegajo posojila, najeta pri povezanih družbah. Podjetja se v tujini dolgoročno vedno pogosteje zadolžujejo pri nadrejenih, kratkoročno pa pri podrejenih družbah. Z vključevanjem podjetij v večje mednarodne skupine lahko sklepamo, da prihaja do prenašanja upravljanja likvidnosti na matične družbe v tujini, ki podjetjem v skupini ne dovolijo samostojno upravljati z likvidnostnimi presežki, podjetja pa se posledično kratkoročno zadolžujejo pri podrejenih družbah.

Tabela 3.8: Struktura in medletne stopnje rasti posojil in finančnih najemov, najetih pri tujih osebah, glede na ročnost in izvor

	2000	2001	2002	2003	letne stopnje rasti v %		
					2001	2002	2003
Posojila in finančni najem, najeti pri tujih osebah (v mrd SIT)	385,8	479,8	566,8	662,2	24,4	18,1	16,8
	struktura v %						
Dolgoročna	84,6	83,1	83,7	82,3	22,2	18,9	15,0
podrejene družbe	4,3	0,5	0,7	0,4	-85,5	54,2	-36,5
nadrejene družbe	12,1	17,7	18,3	21,5	79,2	22,9	34,8
nepovezana podjetja	83,6	81,8	81,0	78,2	19,6	17,8	10,9
Kratkoročna	15,4	16,9	16,3	17,7	36,0	14,3	26,3
podrejene družbe	2,5	3,2	4,5	6,6	72,7	59,9	84,3
nadrejene družbe	16,7	20,4	18,8	16,7	66,5	5,1	12,2
nepovezana podjetja	80,8	76,4	76,7	76,7	28,5	14,8	26,4

Vir: AJPES, lastni izračuni

Struktura terjatev do tujine

Podobno kot v celotni aktivi se tudi v poziciji do tujine povečuje predvsem strukturni delež finančnih naložb. Zmanjšuje se delež terjatev iz poslovanja, vendar te terjatve še vedno predstavlja veliko večino terjatev do tujine.

Tabela 3.9: Struktura terjatev do tujine in medletne stopnje rasti

	2000	2001	2002	2003	stopnje rasti v %		
					2001	2002	2003
Terjatve do tujine (v mrd SIT)	583,7	721,0	880,7	1.095,5	23,5	22,2	24,4
	struktura v %						
Nepremičnine v tujini	3,4	2,8	2,8	3,1	3,0	24,0	34,6
Finančne naložbe v tujini	16,8	20,0	25,3	32,1	47,1	54,4	58,1
Terjatve iz poslovanja do tujine	78,6	76,0	69,8	63,4	19,4	12,2	12,9
Ostala aktiva	1,2	1,2	2,0	1,4	17,9	114,4	-15,8

Vir: AJPES, lastni izračuni

Pri finančnih naložbah v tujini sta najpomembnejši skupini naložbe v delnice in posojila. Naložbe v delnice predstavljajo približno dve tretjini vseh finančnih naložb v tujini. Med te naložbe so vključene tudi neposredne naložbe.¹² Vendar dosegajo v letu 2003 s pospešenim razvojem vzajemnih skladov naložbe podjetij v vrednostne papirje nepovezanih družb in naložbe v kratkoročne lastniške vrednostne papirje več kakor 100% rast.

Še hitreje kakor naložbe v delnice se povečuje obseg danih posojil. Težave v letu 2001, ko je podjetniški sektor dosegel negativni poslovni rezultat, so se odrazile tudi na kreditnem trgu s tujino, ki je doživel zastoj s 4-odstotno rastjo. V letu 2002 in 2003 je doživel ponoven razcvet, saj se je obseg kreditov, danih tujini, v obeh letih skoraj podvojil glede na leto prej (90-odstotna medletna rast). Spreminja se tudi struktura kreditov. Potem ko je bilo še v letu 2000 80% kreditov namenjenih podrejenim družbam, se je ta delež do leta 2003 skoraj prepolovil, zapolnili pa so ga krediti, dani nepovezanim družbam.

Tabela 3.10: Struktura in medletne rasti finančnih naložb v tujini

	2000	2001	2002	2003	stopnje rasti v %		
					2001	2002	2003
Finančne naložbe (v mrd SIT)	98,8	144,3	222,8	352,1	46,0	54,4	58,1
	struktura v %						
Posojila	31,7	22,6	28,0	33,5	4,4	91,0	89,0
podrejene družbe	78,5	70,9	60,3	41,6	-5,7	62,3	30,3
nadrejene družbe	14,2	17,5	28,2	16,9	28,1	208,6	13,3
nepovezana podjetja	7,3	11,6	11,5	41,5	65,9	89,5	580,0
Delnice	65,6	72,0	69,9	63,9	60,2	49,8	44,5
Drugo	2,7	5,3	2,1	2,6	191,4	-39,2	98,8

Vir: AJPES, lastni izračuni

V zunajbilanci je opazno predvsem hitrejšo povečevanje zunajbilančnih terjatev do tujine kakor obveznosti, tako da terjatve v letu 2003 že presegajo obveznosti. Še v letu 2000 so zunajbilančne terjatve pokrivala le dobrih 70% obveznosti.

¹² Pri neposrednih naložbah gre v glavnem za naložbe v dolgoročne vrednostne papirje povezanih družb, kratkoročni papirji predstavljajo le 1% vseh naložb v delnice, enako velja tudi za dolgoročne vrednostne papirje nepovezanih družb (1-odstotni strukturni delež).

3.6 Indikatorji tveganja sprememb deviznega tečaja za podjetja

V primerjavi z bilanco do tujine, ki je kratka, je zunajbilančna pozicija do tujine v letu 2003 postala dolga in tako malenkostno zaprla celotno pozicijo podjetij do tujine. Vendar pa dodatno devizno pozicijo odpira izpostavljenost do domačih bank v tuji valuti. Odprta devizna pozicija podjetij do domačih bank je kratka in se je še posebno izrazito odprla v letu 2003, ko je prišlo do večje substitucije zadolževanja v tujini z zadolževanjem pri domačih bankah v tuji valuti.

Kratka odprta bilančna devizna pozicija podjetij, ki je sestavljena iz dveh delov odprte pozicije do tujine in do domačih bank, je v letu 2003 predstavljala 9,4% sredstev oziroma 21% kapitala podjetij. Odprtost devizne pozicije se povečuje vse od leta 2000, izrazito se je povečala v letu 2003, zlasti do domačih bank.

Pri depreciaciji tečaja tolarja bi se odprta devizna pozicija podjetij še dodatno odprla, povečala bi se neto zadolženost podjetij, kar bi zmanjšalo njihovo sposobnost rednega odplačevanja (servisiranja) dolga in imelo negativne posledice tudi na poslovni izid podjetij.

Tabela 3.11: Odprta devizna pozicija podjetij, v odstotkih

	Odprta pozicija do tujine /aktiva				Prihodki od izvoza v prihodkih od prodaje				ROA			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Kmetijstvo, gozdarstvo, ribištvo in rudarstvo	-0,3	-0,6	-0,1	-0,7	4,1	4,9	4,9	5,0	-0,8	-18,1	-0,5	0,0
Predelovalne dejavnosti	-2,8	-2,6	-1,5	-5,6	55,4	55,0	56,1	57,8	2,8	2,5	3,7	4,2
Elektrika, plin in voda	-2,6	-4,8	-5,1	-3,5	2,4	4,7	1,2	3,8	-1,1	-27,0	1,0	1,6
Gradbeništvo	0,4	-0,9	-1,6	-2,4	3,0	4,1	5,3	4,8	1,5	1,3	0,3	1,8
Trgovina in gostinstvo	-9,7	-10,2	-10,1	-9,3	9,6	9,5	10,4	10,3	2,3	2,4	2,5	3,5
Promet in zveze	-11,1	-11,9	-12,4	-8,6	28,1	27,7	27,4	26,8	1,9	0,9	-0,2	2,0
Finančne storitve, nepremičnine	-4,5	-5,4	-6,7	-4,9	13,8	15,1	15,1	14,5	1,0	-0,9	2,5	2,3
Javna uprava	-9,3	-8,3	-9,9	-13,4	25,3	23,9	22,8	22,2	-0,1	0,7	0,8	0,9
SKUPAJ	-5,5	-6,1	-6,2	-6,7	27,2	27,5	28,2	28,4	1,5	-2,2	2,1	2,9
Odprta devizna pozicija do tujine in do domačih bank / aktiva												
SKUPAJ	-6,5	-7,4	-7,8	-9,4								

Vir: AJPES, lastni izračuni

Po posameznih panogah so na razpolago le podatki o odprti devizni poziciji do tujine. Pozicija je kratka ne glede na panogo in se v zadnjih letih le še dodatno odpira. Tako je v letu 2003 predstavljala 6,7% vseh sredstev podjetij oziroma 14% kapitala. Najbolj je pozicija odprta pri podjetjih iz javne uprave, in sicer 13,4%, kjer se trend odpiranja pozicije še nadaljuje, samo v letu 2003 se je odprla za 3,5 odstotnih točk. Bolj se je pozicija odprla le še v predelovalnih dejavnostih, za 4,1 odstotne točke, glede na velik pomen te panoge v sektorju podjetij dajejo gibanja v njej pečat celotnemu sektorju. Več kakor 8% sredstev predstavlja odprta pozicija do tujine, poleg javne uprave še v panogah trgovina in gostinstvo ter promet in zveze, vendar se je v slednjih dveh panogah pozicija v letu 2003 nekoliko zaprla glede na leto prej.

Podjetja, ki imajo kratko devizno pozicijo, ob tem pa velik delež prihodkov od izvoza v celotnih prihodkih, so pred tečajnim tveganjem lahko precej zavarovana. Med panogami izstopajo predvsem predelovalne

dejavnosti, ki večino prihodkov od prodaje ustvarijo z izvozom. V povprečju ustvarijo podjetja nekaj manj kakor tretjino prihodkov od prodaje s prodajo na tujih trgih. Delež ustvarjenih prihodkov od prodaje na tujih trgih v celotnih prihodkih se je še posebno izrazito povečal v letu 2002, ko so se tudi razmere v gospodarstvu glede na leto prej izboljšale.

III. FINANČNE INSTITUCIJE

4 SLOVENSKI FINANČNI SISTEM

4.1 Struktura slovenskega finančnega sistema

Bilančna vsota slovenskega finančnega sistema je leta 2004 predstavljala 126% BDP in se je v letih od 2000 do 2003 v povprečju povečevala za 18% na leto, v zadnjem letu pa za slabih 11%.

Tabela 4.1: Struktura slovenskega finančnega sistema glede na bilančno vsoto

	Bilančna vsota (v mrd SIT)		Struktura		Delež v BDP		Število institucij	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Denarne finančne institucije	5.123	5.691	73%	73%	89%	92%	22	22
Nedenarne finančne institucije	1.909	2.101	27%	27%	33%	34%		
Zavarovalnice ³⁾	589	685	8%	9%	10%	11%	14	15
Pokojsninski skladi	80	114	1%	1%	1%	2%	10	11
Investicijski skladi	439	500	6%	6%	8%	8%	47	44
Lizinska podjetja ¹⁾²⁾	486	486	7%	6%	8%	8%	32	32
BPH, DZU in drugi ²⁾	316	316	4%	4%	5%	5%	-	-
Skupaj	7.032	7.792	100%	100%	122%	126%		

Opombe: ¹⁾ Za število lizinskih podjetij je upoštevano število članov Združenja lizinskih podjetij.

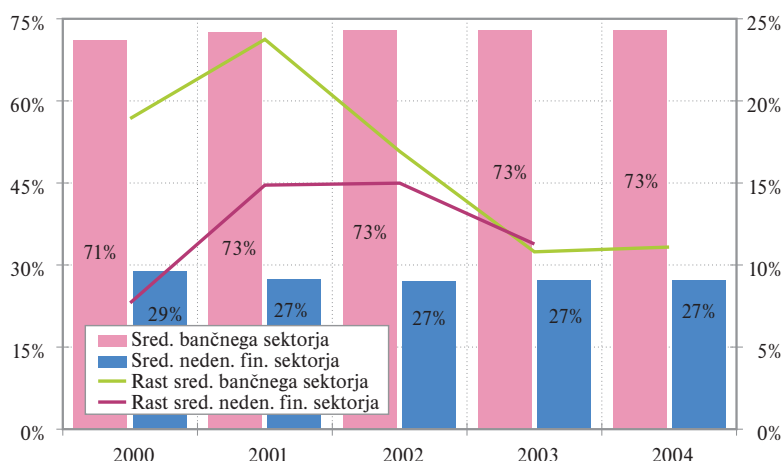
²⁾ Bilančna vsota lizinskih podjetij in drugih je dosegljiva za konec leta 2003.

³⁾ Bilančna vsota pozavarovalnic je dosegljiva za konec tretjega četrtletja 2004.

Vir: Banka Slovenije, Agencija za zavarovalni nadzor, Združenje družb za upravljanje, Združenje lizinskih podjetij Slovenije, AJPEŠ

V letih od 2000 do 2002 je bila rast sredstev nedenarnega sektorja vseskozi manjša od rasti bančnega sektorja, šele leta 2003 sta se rasti izenačili, kar kaže na postopno povečevanje vloge nedenarnih finančnih institucij v slovenskem finančnem sistemu. Pričakovati je, da se bo krepila predvsem rast sredstev investicijskih in pokojninskih skladov.

Slika 4.1: Struktura sredstev bančnega in nedenarnega finančnega sektorja in njihova letna rast

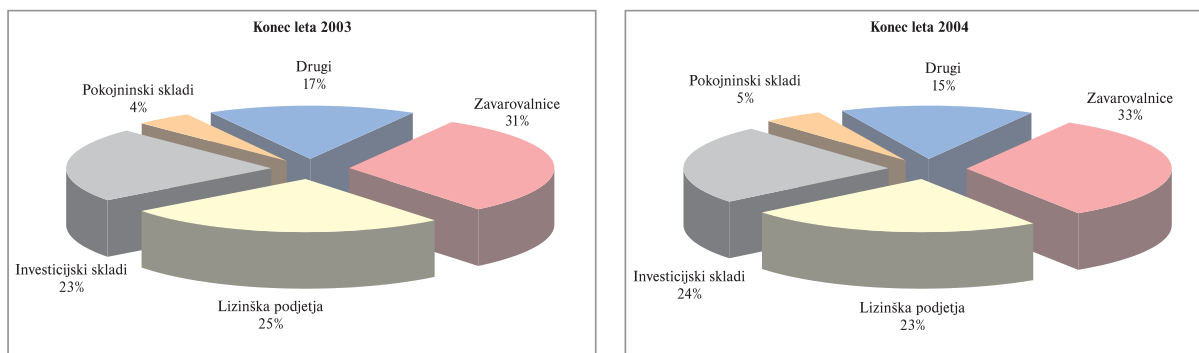


Opomba: Bilančna vsota za konec leta 2004 še ni dosegljiva za lizinska podjetja in drugo ter pozavarovalnice, zato korektna letna rast bilančne vsote nedenarnega finančnega sistema za leto 2004 ni dosegljiva.

Vir: Banka Slovenije, Agencija za zavarovalni nadzor, Združenje družb za upravljanje, AJPEŠ

Med nedenarnimi finančnimi institucijami z dobrimi 30% bilančne vsote prevladujejo zavarovalnice, s pomembnim četrtinskim deležem v strukturi jim sledijo liziška podjetja in s 23% investicijski skladi. Delež pokojninskih skladov je s 4% še relativno nizek, vendar se bo, glede na redno mesečno vplačevanje premije zavarovancev in trenutno še majhna izplačila obveznosti, vztrajno povečeval.

Slika 4.2: Struktura nedenarnega finančnega sektorja ob koncu leta 2003 in 2004



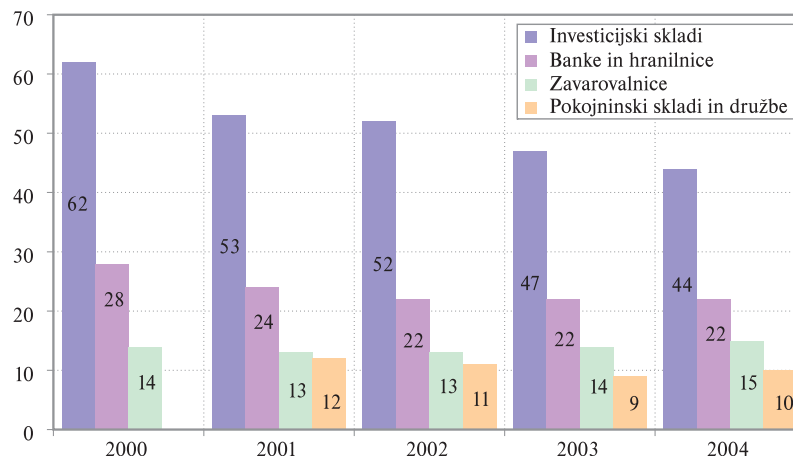
Opomba: Bilančna vsota liziških podjetij in za drugo je dosegljiva za konec leta 2003 ter bilančna vsota pozavarovalnic za konec tretjega četrtletja 2004.

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor, Združenje družb za upravljanje, AJPES

Tržna struktura slovenskega finančnega sistema

Tržna struktura se med vrstami finančnih institucij precej razlikuje, kar je posledica njihovega različnega razvoja in samega načina delovanja.

Slika 4.3: Število posameznih vrst finančnih institucij



Vir: Banka Slovenije, Agencija za zavarovalni nadzor, Agencija za trg vrednostnih papirjev, Združenje družb za upravljanje

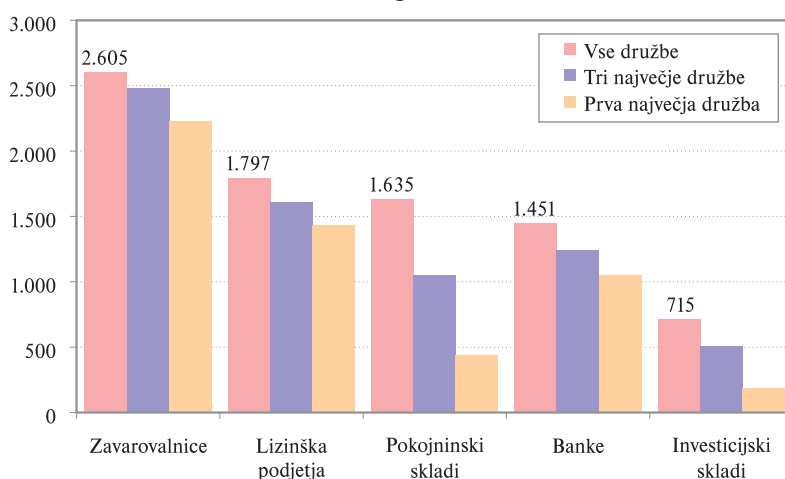
V zavarovalniškem sektorju je v zadnjih treh letih opazen trend povečevanja števila zavarovalnic. Ob koncu leta 2004 je bilo v Sloveniji 15 zavarovalnic in pozavarovalnic. Se pa tudi v tem sektorju pojavlja močna konkurenca iz tujine. Agencija za zavarovalni nadzor je namreč do konca aprila 2005 prejela že 155 obvestil iz držav članic EU o neposrednem trženju zavarovalnih poslov tujih zavarovalnic v Sloveniji¹³. Ne glede na močno konkurenco je tržna koncentracija v zavarovalniškem sektorju še vedno zelo visoka. Tri največje zavarovalnice predstavljajo 74-odstotni delež zavarovalniškega trga, merjenega

¹³ Lani je na slovenski zavarovalniški trg prek podružnice vstopila avstrijska zavarovalnica Wiener Städtische in letos še Victoria Volksbanken.

z bilančno vsoto. Herfindahl-Hirschmanov indeks kot mera tržne koncentracije je v tem delu finančnega trga presegla vrednost 2600, kar odraža izrazitejšo tržno koncentracijo, kakor jo je mogoče zaznati na trgu liziških podjetij, pokojninskih skladov ali na bančnem trgu.

Število investicijskih skladov se je v zadnjih letih zmanjševalo, kar je predvsem posledica preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb v redne delniške družbe oziroma holdinge. Število vzajemnih skladov pa se je od leta 2000 do konca leta 2004 povečalo z 19 na 33. Tržna koncentracija investicijskih skladov se je vsa leta zmanjševala in je že relativno nizka, kar je posledica močne konkurence na trgu vzajemnih skladov. Septembra 2004 se je na trgu pojavilo tudi 10 tujih vzajemnih skladov avstrijske finančne skupine Raiffeisen, ki jih trži Raiffeisen Krekova banka. Na začetku marca 2005 je na slovenski trg vstopilo še 8 novih tujih vzajemnih skladov, ki jih upravlja Capital Invest; tržijo se prek Bank Avstrije Creditanstalt. To pomeni še večjo konkurenco na domačem trgu. Pričakuje se, da bodo predvsem družbe za upravljanje, ki so v lasti bank, ustanovljale nove sklade, že zato, ker lahko varčevalcem ponudijo lažji prehod iz ene v drugo obliko varčevanja, bankam pa zagotavljajo dodaten neobresten vir prihodkov.

Slika 4.4: Herfindahl-Hirschmanov indeks posameznih vrst finančnih institucij ob koncu leta 2004



Opomba: Indeks HH je izračunan glede na bilančno vsoto, razen za liziška podjetja je izračunan glede na obseg sklenjenih poslov.

Vir: Banka Slovenije, Agencija za zavarovalni nadzor, Združenje liziških podjetij Slovenije, Vzajemci.com, Združenje družb za upravljanje

Tabela 4.2: Tržna koncentracija posameznih vrst finančnih institucij

		Zavarovalnice	Liziška podjetja	Pokojninski skladi	Banke	Investicijski skladi
HHI	Vse družbe	2.605	1.797	1.635	1.451	715
	Pet največjih družb	2.536	1.663	1.587	1.286	573
	Tri največje družbe	2.479	1.614	1.051	1.239	506
	Prva največja	2.228	1.434	441	1.053	185
DELEŽ	Vse družbe	100%	100%	100%	100%	100%
	Pet največjih družb	80%	70%	89%	65%	50%
	Tri največje družbe	74%	57%	56%	52%	39%
	Prva največja	47%	38%	21%	32%	14%

Opomba: Indeks HH je izračunan glede na bilančno vsoto, razen za liziška podjetja je izračunan glede na obseg sklenjenih poslov.

Vir: Banka Slovenije, Agencija za zavarovalni nadzor, Združenje liziških podjetij Slovenije, Vzajemci.com, Združenje družb za upravljanje

Rast tržne koncentracije lizinskih podjetij se je ustalila šele leta 2004 in je ostala na visoki ravni iz leta 2003. Število pokojninskih skladov se je od uveljavitve prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja zniževalo, saj se jih je glede na število slovenskega prebivalstva že v začetnem obdobju pojavilo preveč in je bila konkurenca zelo močna.

4.2 Kapitalsko povezovanje bank z drugimi finančnimi institucijami

Banke se tudi zaradi vse večjega pomena nadenarnih finančnih institucij odločajo za kapitalske povezave z njimi. Prek kapitalskih povezav z nadenarnimi finančnimi institucijami dobivajo večji vpliv na finančnem trgu in si tudi povečujejo neobrestne prihodke, ki predstavljajo že slabih 41% njihovega bruto dohodka. Med prejetimi provizijami so ob koncu leta 2004 predstavljale provizije od posredniških in komisijskih poslov 7% oziroma 8,6 mrd SIT ob koncu leta 2004, to je 0,5 odstotne točke več kakor ob koncu leta 2003.

Tabela 4.3: Kapitalske naložbe bank ob koncu leta 2004

	Kapitalska udeležba bank		Št. instit. s kapitalskimi naložbami bank				Skupaj	Št. vseh institucij
	v mio SIT	Struktura	do 5%	5 - 25%	25 - 75%	75-100%		
Domače banke in hranilnice	28.512	32,7%	5	1	5	-	11	22
Zavarovalnice	4.193	4,8%	4	1	2	-	7	15
Pokojninske družbe	840	1,0%	1	1	2	-	4	4
Družbe za upravljanje	7.206	8,3%	-	1	1	5	7	15
Lizinska podjetja	5.393	6,2%	-	1	1	5	7	32
Borzno posredniške hiše	1.029	1,2%	-	-	-	1	1	16
Drugo	40.063	45,9%						
Skupaj	87.236	100,0%						

Opomba: Za število lizinskih podjetij je upoštevano število članov Združenja lizinskih podjetij.

Vir: Banka Slovenije, Agencija za zavarovalni nadzor, Agencija za trg vrednostih papirjev, AJPEŠ, Vzajemci.com, Združenje družb za upravljanje

Banke imajo v domačem bančnem sektorju skoraj 33% svojih kapitalskih naložb. Pomemben delež svojih kapitalskih naložb, dobrih 8%, imajo v družbah za upravljanje investicijskih skladov. V šestih od petnajstih, ki upravljajo skoraj 200 mrd SIT oziroma 40% vseh sredstev investicijskih skladov, imajo več kakor 50-odstotni delež v kapitalu. Delež sredstev v upravljanju družb za upravljanje, ki so v lasti bank, se povečuje. Ob koncu leta 2004 so upravljale že z dobrimi 47% sredstev investicijskih družb in skoraj 30% sredstev vzajemnih skladov. Leta 2004 je bilo že več kakor 35% neto pritokov v vzajemne sklade, ki jih upravljajo družbe za upravljanje v večinski lasti bank (leta 2003 le 20%). Povprečni letni donos vzajemnih skladov v večinski bančni lasti je bil leta 2004 s 25% za dve odstotni točki nižji od vzajemnih skladov, ki niso v bančni lasti¹⁴.

Banke imajo pomembne kapitalske naložbe tudi v lizinskih podjetjih. V šestih, ki so leta 2004 opravile za okoli 23% vseh lizinskih poslov članov Združenja, imajo več kakor 50-odstotni delež. Med njimi so bila štiri lizinska podjetja v 100-odstotni in dve v nekaj nad 50-odstotni domači bančni lasti. Dve izmed bank imata tudi dovoljenje za opravljanje lizinske dejavnosti, čeprav sta obe 100-odstotni lastnici lizinskih podjetij. S svojim kapitalom so na slovenskem lizinskem trgu močno prisotne tudi avstrijske in francoske banke ter mednarodne korporacije, ki se usmerjajo predvsem v financiranje osebnih vozil. Leta 2004 so bila tri lizinska podjetja Združenja, s tržnim deležem 46%, v lasti treh tujih bank, čeprav imajo te banke v Sloveniji svoje hčerinske banke oziroma podružnice. Razlogi za to so v zmanjševanju kapitalske ustreznosti hčerinskih bank ob konsolidaciji povezanih družb. Kapitalske povezave med

¹⁴ Štiri banke so imele ob koncu marca 2005 tudi dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje skrbniških poslov po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje.

liziškimi podjetji in bankami so močne. Zaradi spremljanja izpostavljenosti finančnemu tveganju povezanih subjektov je potrebno njihovo konsolidirano spremljanje¹⁵.

Kapitalsko povezovanje med slovenskimi bankami in zavarovalnicami je razmeroma šibko, vendar med obema sektorjema obstaja močno pogodbeno sodelovanje glede posredovanja bank pri prodaji zavarovalnih polic po zakonu, ki ureja zavarovalništvo, saj je imelo ob koncu marca 2005 tako dovoljenje Banke Slovenije že enajst bank (glej tudi poglavje Zavarovalnice). Le ena zavarovalnica ima kapitalske naložbe v eni izmed bank, in sicer ima 24-odstotni delež v njenem kapitalu. Banke so pri iskanju kapitalskih naložb v zavarovalnicah bolj aktivne, saj imajo v dveh zavarovalnicah 50-odstotni delež, v eni skoraj 18-odstotnega in eni pozavarovalnici 5-odstotni delež v kapitalu. V drugih primerih imajo banke manj kakor 5-odstotni tržni delež zavarovalnice. Zavarovalniški sektor je pri iskanju kapitalskih naložb v domačih bankah še relativno pasiven.

Banke so dokaj aktivne tudi pri iskanju kapitalskih povezav z izvajalci prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. V vseh štirih pokojninskih družbah, ki so bile ob koncu leta 2004 prisotne na trgu, so imele banke svoje kapitalske naložbe, in sicer so v eni dosegale 55-odstotni delež v kapitalu, v drugih treh pa 45-odstotni, 13-odstotni in v eni manj kakor odstotek v kapitalu. Banke upravljajo tudi tri od šestih vzajemnih pokojninskih skladov, ki dosegajo slabih 10% vseh sredstev vzajemnih pokojninskih skladov. Kapitalske naložbe imajo banke tudi v obeh zavarovalnicah, ki ponujata prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, v eni slabih 18% in v drugi manj kakor odstotek.

Domače banke z 10% nadzirajo neposredno še relativno nizek delež domačega finančnega sistema. Največ, 13%, imajo lastniških naložb znotraj sektorja, dobrih 6% v zavarovalniškem sektorju skupaj s pokojninskimi skladi in dobrih 7% v drugih finančnih posrednikih, kamor spadajo družbe za upravljanje, investicijske družbe, liziška podjetja in podobno. Z 22% pa je nizek tudi delež bančnega sektorja, ki ga upravljajo domače finančne institucije. Če ob tem upoštevamo še 13% lastniških naložb znotraj sektorja, ostane drugim finančnim posrednikom in zavarovalniškemu sektorju skupaj komaj 9%.

4.3 Lastniška struktura finančnega sektorja¹⁶

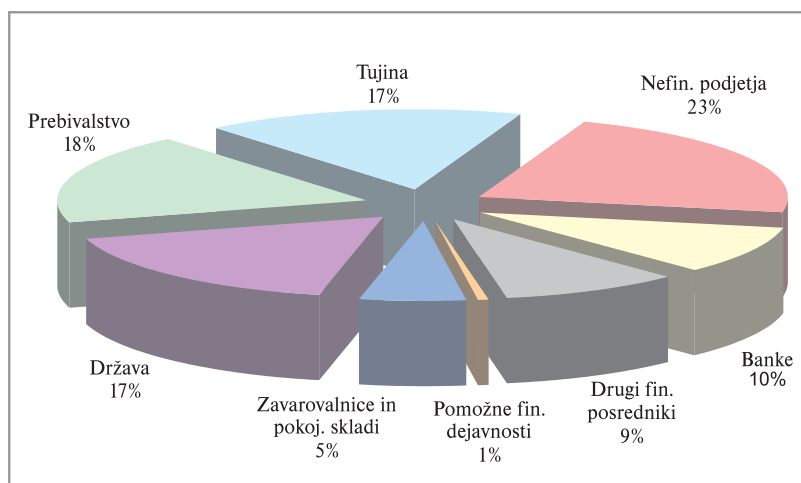
Najmočnejši lastniki finančnega sektorja so nefinančna podjetja s 23%, sledi prebivalstvo z 18%, ki je prisotno predvsem pri lastništvu drugih finančnih posrednikov, kamor spadajo investicijski skladi. Pomembni lastniki pa so tudi država, ki je skoraj 45-odstotni lastnik zavarovalniškega sektorja oziroma 17-odstotni lastnik celotnega finančnega sektorja, in nerezidenti, ki imajo v lasti 29% bančnega sektorja (po podatkih Klirinško depotne družbe) oziroma 17% celotnega finančnega sektorja.

Lastniška struktura finančnega sektorja kaže, da je lastniška prepletenost med domačimi finančnimi institucijami še nizka, saj upravljajo domače finančne institucije le 25% slovenskega finančnega sistema. Za večjo stabilnost lastništva finančnega sektorja, ki je pogoj za njegovo uspešno delovanje, je potrebna večja prepletenost med domačimi bankami, zavarovalnicami, pokojninskimi skladi in drugimi institucionalnimi investitorji. Težava slovenskega finančnega prostora je tudi ta, da trenutno še vedno nobena večja banka ali zavarovalnica ne kotira na borzi. Nastop na borzi predstavlja sicer določeno tveganje za domače finančne institucije, predvsem če je začetna cena delnic podcenjena, vendar po drugi strani pripomore k večji preglednosti delovanja same družbe in finančnega sistema kot celote.

¹⁵ Liziška dejavnost v Sloveniji še ni urejena s posebnim zakonom, v primeru sporov se uporabljajo ustrezne določbe Obligacijskega zakonika. Glede na pomen liziške dejavnosti za slovenski finančni sistem (glej tudi poglavje Liziška podjetja) bi bilo smiselno delovanje liziških podjetij urediti s posebnim predpisom.

¹⁶ Upoštevano je samo neposredno lastništvo.

Slika 4.5: Lastniška struktura finančnega sektorja ob koncu leta 2004



Vir: Klirinško depotna družba (KDD), preračuni Banke Slovenije (Finančna statistika)

V strukturi izdajateljev celotne vrednosti delnic z 78% prevladujejo nefinančna podjetja, drugih 22% pa pripada finančnim institucijam, med katerimi z 11% prevladujejo banke, sledijo drugi finančni posredniki z 8% in komaj s 3% zavarovalniški sektor s pokojninskimi skladi¹⁷.

Tabela 4.4: Lastniška struktura slovenskega finančnega sistema – vrednotenje delnic po tržni oziroma knjigovodski vrednosti

Imetniki	Banke	Drugi fin. posredniki	Pomožne fin. dej.	Zavarovalnice in pokoj. skladi	Skupaj
<i>december, 2003</i>					
Nefin. podjetja	23%	26%	20%	13%	23%
Banke	9%	10%	8%	3%	8%
Drugi fin. posredniki	6%	11%	6%	8%	8%
Pomožne fin. dejavnosti	0%	1%	7%	0%	1%
Zavarovalnice in pokoj. skladi	3%	2%	2%	8%	3%
Država	25%	0%	3%	60%	20%
Prebivalstvo	3%	47%	47%	3%	21%
Tujina	33%	2%	6%	6%	16%
Skupaj	100%	100%	100%	100%	100%
<i>december, 2004</i>					
Nefin. podjetja	25%	24%	25%	12%	23%
Banke	13%	7%	9%	6%	10%
Drugi fin. posredniki	5%	12%	5%	18%	9%
Pomožne fin. dejavnosti	0%	1%	9%	0%	1%
Zavarovalnice in pokoj. skladi	3%	7%	2%	9%	5%
Država	22%	0%	2%	44%	17%
Prebivalstvo	3%	46%	40%	2%	18%
Tujina	29%	3%	7%	9%	17%
Skupaj	100%	100%	100%	100%	100%

Vir: Klirinško depotna družba (KDD), preračuni Banke Slovenije (Finančna statistika)

¹⁷ Delnice zavarovalnic so ovrednotene glede na ceno, po kateri se izvaja lastninjenje. Delnice, ki ne kotirajo na borzi, je težko ovrednotiti, saj njihova tržna cena ni znana.

»Finančne skupine in finančni konglomerati«

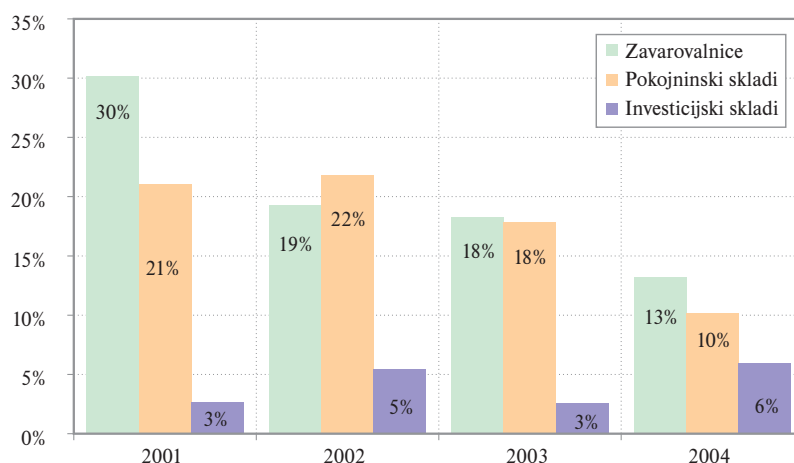
Podatki kažejo, da je v Sloveniji kapitalsko povezovanje med finančnimi institucijami še relativno šibko, vendar je glede na vse močnejšo konkurenco iz tujine in s tem povezanim procesom konsolidacije finančnih skupin na širšem finančnem trgu opazen trend večje konsolidacije finančnega sektorja tudi pri nas. Zaradi povezovanja med finančnimi institucijami prihaja do finančnih skupin, ki ponujajo storitve s področja bančništva, trga vrednostnih papirjev in zavarovalništva. Povezovanje med finančnimi sektorji in s tem različnimi finančnimi posli lahko prispeva k prerazporeditvi tveganj med sektorji in hkrati ustvarja nova tveganja. Razlike v nadzoru posameznih sektorjev povzročajo premeščanje določenih aktivnosti znotraj skupine, zato da bi se izognili strožjim zahtevam nadzornikov posameznega sektorja. Pomembno je, da konsolidirani nadzor omogoča stabilnost in hkrati tudi učinkovitost.

Zaradi zagotavljanja učinkovitega in usklajenega nadzora med nadzornimi institucijami se na podlagi Direktive 2002/87/ES o dopolnilnem nadzoru kreditnih institucij, zavarovalnic in investicijskih družb v finančnem konglomeratu v Sloveniji pripravlja zakon o finančnih konglomeratih. Zakon pripravlja Ministrstvo za finance v sodelovanju z vsemi tremi nadzornimi organi slovenskega finančnega sistema: Banko Slovenije, Agencijo za zavarovalni nadzor in Agencijo za trg vrednostnih papirjev. Zakon med več drugimi pogoji tudi določa, da se kot finančni konglomerat obravnava skupina, kjer je najmanj ena oseba iz zavarovalniškega sektorja (vključuje tudi pokojninske družbe) in najmanj ena oseba iz bančnega sektorja ali sektorja trga vrednostnih papirjev. Glede na trenutne ugotovitve bi Slovenija imela en finančni konglomerat, in sicer naj bi ga predstavljala finančna skupina okoli Zavarovalnice Triglav in Abanke Vipava.

Nekapitalska povezanost nedenarnih finančnih institucij z bankami

Nedenarne finančne institucije se povezujejo z bankami bolj prek naložb kakor prek kapitalskih povezav. Bančne vloge nedenarnih finančnih institucij predstavljajo dobrih 8% vseh nebančnih vlog pri slovenskih bankah oziroma skoraj 300 mrd SIT ob koncu septembra 2004.

Slika 4.6: Delež naložb zavarovalnic, pokojninskih in investicijskih skladov v bančnih vlogah, v odstotkih njihovega premoženja



Vir: Agencija za zavarovalni nadzor, Agencija za trg vrednostnih papirjev, Združenje družb za upravljanje

Delež premoženja v depozitih se pri vseh treh večjih skupinah finančnih institucij zmanjšuje, kar je posledica iskanja donosnejših finančnih naložb. Precej velik delež, 13% premoženja oziroma več kakor 70 mrd SIT ob koncu leta 2004, so imele v depozitih zavarovalnice, in sicer iz naslova življenjskega zavarovanja 10% ter nekoliko več, 15%, iz naslova premoženjskega zavarovanja. Prav tako so imeli ob koncu leta 2004 z 10% oziroma slabimi 10 mrd SIT še vedno precejšen delež v depozitih tudi pokojninski skladi. Investicijski skladi so imeli ob koncu leta 2004 s skoraj 30 mrd SIT v depozitih 6% premoženja,

kar je predvsem posledica visokih neto pritokov v vzajemne sklade. Pričakovati je, da se bo zaradi nizkih obrestnih mer delež premoženja zavarovalnic, pokojninskih in investicijskih skladov v depozitih v prihodnosti še zmanjšal.

Poleg depozitov predstavljajo pomemben delež naložb pokojninskih skladov in zavarovalnic dolžniški vrednostni papirji. Zavarovalnice so imele ob koncu leta 2004 več kakor 60% in pokojninski skladi več kakor 80% svojih naložb v dolžniških vrednostnih papirjih. Od 322 mrd SIT, ki jih je imel zavarovalniški sektor ob koncu leta v domačih obveznicah, je bilo skoraj 77% v državnih obveznicah in 19% v bančnih obveznicah. Zavarovalniški sektor (vključuje tudi pokojninske sklade) je skoraj 32-odstotni lastnik vseh izdanih bančnih obveznic in drugi finančni posredniki 14-odstotni lastnik.

Podatki kažejo, da se delež naložb zavarovalniškega sektorja in investicijskih skladov v obveznice povečuje. Pomemben razlog za to je v zniževanju obrestnih mer in posledično iskanje alternativnih naložb, ki so še vedno varne in hkrati zagotavljajo nekoliko višji donos.

Kreditni nadenarnim finančnim institucijam so ob koncu leta 2004 predstavljali s 124 mrd SIT dobre 4% vseh danih kreditov nadenarnemu sektorju. Z več kakor 80% prejetih bančnih kreditov so med nadenarnimi finančnimi institucijami prevladovali drugi finančni posredniki (predvsem liziška podjetja), z 8% so sledile družbe, ki ponujajo pomožne finančne dejavnosti (predvsem borznoposredniške družbe), in zavarovalniški sektor (Slovenska izvozna družba) s 4%.

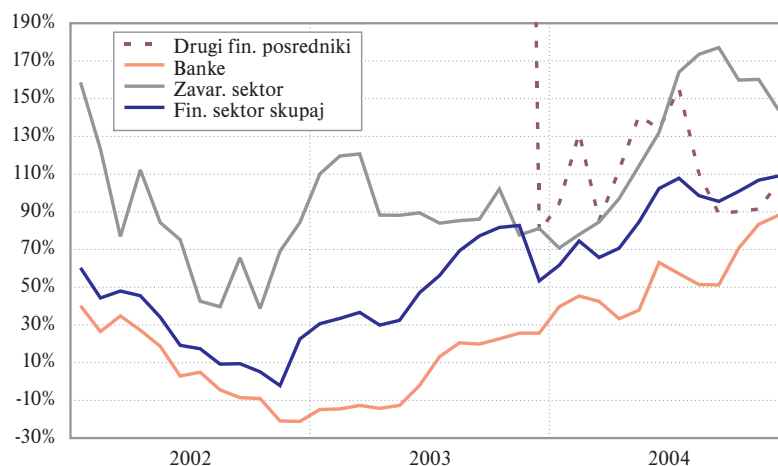
Povezanost domačih finančnih institucij s tujino prek posojil in naložb v vrednostne papirje

Zadolževanje nadenarnih finančnih institucij v tujini je večje kakor doma. Ob koncu leta 2004 je obseg zadolženosti nadenarnih finančnih institucij v tujini predstavljal dobrih 550 mrd SIT oziroma četrtno celotne zadolženosti slovenskega gospodarstva v tujini. Skoraj 85% tega so predstavljali dolgovi drugih finančnih posrednikov, predvsem liziških podjetij, drugih 15% pa dolgovi zavarovalniškega sektorja do tujine, predvsem Slovenske izvozne družbe.

Glede na razmere domačega kapitalskega trga (glej poglavje Kapitalski trg) se povečujejo naložbe domačega gospodarstva na tuje kapitalske trge. Ob koncu januarja 2005 je bilo teh že za več kakor 330 mrd SIT oziroma več kakor še enkrat toliko kot januarja 2004. Od tega so dobrih 82% oziroma 273 mrd SIT predstavljale naložbe finančnega sektorja, med katerimi so s 40% prevladovale naložbe bank, z 32% so sledile naložbe zavarovalniškega sektorja in dobrimi 27% naložbe drugih finančnih posrednikov.

Naložbe v tuje vrednostne papirje dosegajo v vseh treh glavnih finančnih sektorjih izredno visoke stopnje rasti. V sektorju drugih finančnih posrednikov (vključuje investicijske sklade) je bila povprečna letna rast leta 2003 kar 540-odstotna, saj je bilo stanje takih naložb ob koncu leta 2002 komaj slabih 19 mrd SIT. V letu 2004 se je rast sicer nekoliko umirila, vendar je bila s povprečno letno 112-odstotno stopnjo rasti še vedno visoka. Ob koncu leta 2004 je imel sektor investicijskih skladov za 70 mrd SIT naložb v tujih vrednostnih papirjih, med katerimi s 76% oziroma 53 mrd SIT prevladujejo naložbe v delnice. Z 21% prevladujejo naložbe v vrednostne papirje nemških izdajateljev, sledijo naložbe v vrednostne papirje ameriških, britanskih in francoskih izdajateljev, in sicer vsak od njih ima povprečno 17-odstotni delež. Vzajemni skladi so imeli ob koncu januarja 2005 že 17% svojih naložb v tujih vrednostnih papirjih, delež tujih naložb je pri investicijskih družbah s 4% še vedno nizek, kar je posledica manjše neposredne odvisnosti njihovega indeksa od strukture naložb, kakor velja za vrednost enote premoženja vzajemnih skladov.

Slika 4.7: Letne stopnje rasti naložb finančnega sektorja v tuje vrednostne papirje

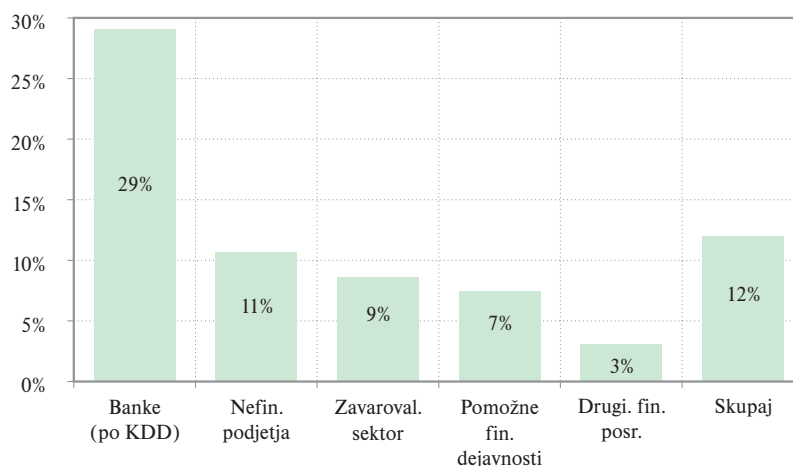


Vir: Banka Slovenije (Finančna statistika)

Vedno več svojih sredstev vlaga v tujino tudi zavarovalniški sektor, teh je imel ob koncu leta 2004 že čez 90 mrd SIT. Med njimi so, podobno kakor pri bankah, prevladovale z dobrimi 82% naložbe v obveznice. Največ, 18% sredstev za tujino, je zavarovalniški sektor vložil v nemške vrednostne papirje, s 13% so sledili nizozemski vrednostni papirji, v posameznih drugih državah so imeli pod 10%. Ob koncu septembra 2004 so v strukturi sredstev zavarovalnic naložbe v tujino predstavljale le 9%, vendar se delež poveča na 18%, če gledamo le naložbe iz življenjskih zavarovanj. Tudi pokojninske družbe vedno več svojega dolgoročnega premoženja vlagajo v tujino, ob koncu septembra 2004 so imele v strukturi za 11% oziroma skoraj 5 mrd SIT naložb v tujih vrednostnih papirjih.

Ob koncu leta 2004 so z 12% slovenskega gospodarstva upravljali tujci. Tujci so pomembni predvsem v bančnem sektorju, saj so njegov 32-odstotni lastnik. V zavarovalniškem sektorju je trenutno njihov delež 9-odstoten. Dosegljivi podatki kažejo, da je slovenski finančni sistem 83-odstotno v domačem upravljanju. Tujci so bili ob koncu leta 2004 tudi 3-odstotni lastniki vseh izdanih slovenskih obveznic.

Slika 4.8: Delež tujcev v lastništvu posameznega sektorja - vrednotenje delnic po tržni oziroma knjigovodski vrednosti ob koncu leta 2004



Vir: Klirinško depotna družba (KDD), preračuni Banke Slovenije (Finančna statistika)

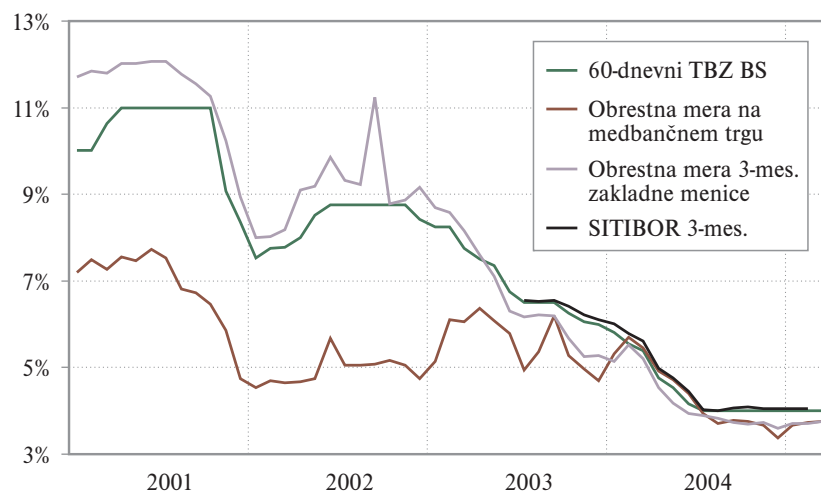
Podatki kažejo, da se slovenske finančne institucije vse bolj odločajo za kapitalske naložbe na razvite tuje trge, saj ti veljajo za stabilnejše kakor slovenski kapitalski trg, ki je še vedno precej plitek in ponuja relativno majhen izbor kvalitetnih vrednostnih papirjev. Povečujejo pa se tudi naložbe finančnega sektorja na delniške trge nekdanje Jugoslavije. V enem letu so se povečale za 2,7 mrd SIT, na slabih 11 mrd SIT ob koncu leta 2004, kar predstavlja v strukturi celotnih naložb finančnega sektorja v tuje delnice 13%. Prav tako se precej slovenskih finančnih institucij odloča za najemanje posojil v tujini, predvsem hčerinska podjetja tujih družb, ki tako pridejo do ugodnejših posojil.

4.4 Domači finančni trgi

4.4.1 Denarni trg

V letu 2004 je prišlo do znižanja ravni obrestnih mer na denarnem trgu in na drugih segmentih finančnega trga. Dinamika zniževanja obrestnih mer je prevladovala predvsem v prvem polletju oziroma v prvih devetih mesecih leta, nato pa so se obrestne mere bolj ali manj ustalile.

Slika 4.9: Obrestne mere nekaterih instrumentov Banke Slovenije in države ter obrestne mere denarnega trga v odstotkih



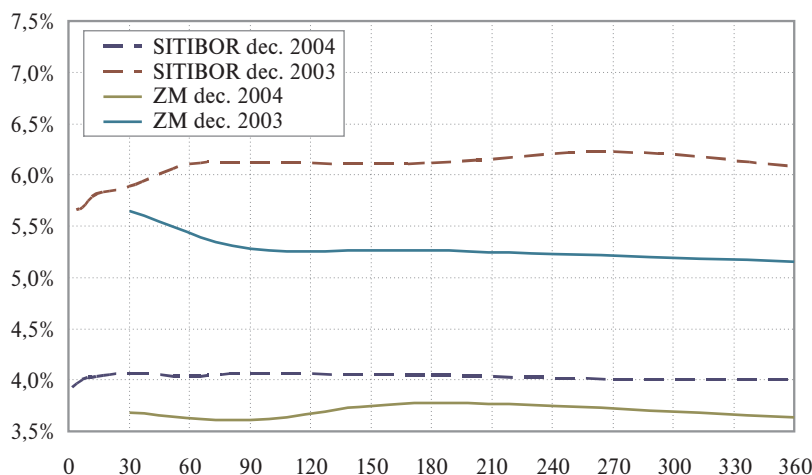
Vir: Banka Slovenije

Do zniževanja obrestnih mer na denarnem trgu je prihajalo zaradi procesa nominalne konvergence slovenskih obrestnih mer. Z zniževanjem inflacije in upočasnitvijo deprecije tolarja do evra je Banka Slovenije do vstopa v tečajni mehanizem ERM2 ob koncu junija 2004 relativno hitro zniževala svoje obrestne mere. Po vstopu v ERM2 pa jih ni več spreminjala do decembra 2004, ko je zvišala ceno začasnega nakupa deviz in s tem obrestno mero refinanciranja za 0,25 odstotne točke. Obrestna mera na denarnem trgu se je lani do konca leta znižala za 1,3 odstotne točke, na 3,4%, v prvem četrtletju 2005 pa se je ponovno zvišala na raven med 3,7% in 3,8%. Obrestne mere zakladnih menic RS so imele podobno gibanje kakor obrestne mere instrumentov Banke Slovenije. Ob presežnem povpraševanju so bile obrestne mere za enomesečne zakladne menice RS v primerjavi s prejšnjim letom nižje za 1,5 odstotne točke oziroma so ob koncu leta 2004 znašale 3,6%.

Zniževanje obrestnih mer se odraža na dodatnem premiku krivulj donosnosti zakladnih menic navzdol. Tako se je raven krivulje donosnosti za zakladne menice na vseh ročnostih do enega leta znižala od decembra 2003 do junija 2004 za dobro odstotno točko, v drugi polovici leta pa še dodatno, najbolj pri enomesečnih zakladnih menicah, za blizu 0,5 odstotne točke. Obrestna mera za zakladne menice z ročnostjo od enega do dvanajst mesecev je decembra 2004 znašala med 3,6% in 3,8%. V zadnjih mesecih

je opaziti rahel zasuk nagiba krivulje donosnosti navzgor, kar kaže na trenutno ustalitev obrestnih mer denarnega trga na zatečeni ravni oziroma ne odraža dodatnih pričakovanj o znižanju ravni obrestnih mer v zelo kratkem obdobju. Tudi časovna struktura obrestnih mer na medbančnem trgu SITIBOR se je lani znižala, vendar je bilo znižanje na krajših segmentih ročnosti manjše kakor na dolgoročnih, zato se je nagib krivulje donosnosti SITIBOR iz naraščajočega spremenil v izravnano krivuljo.

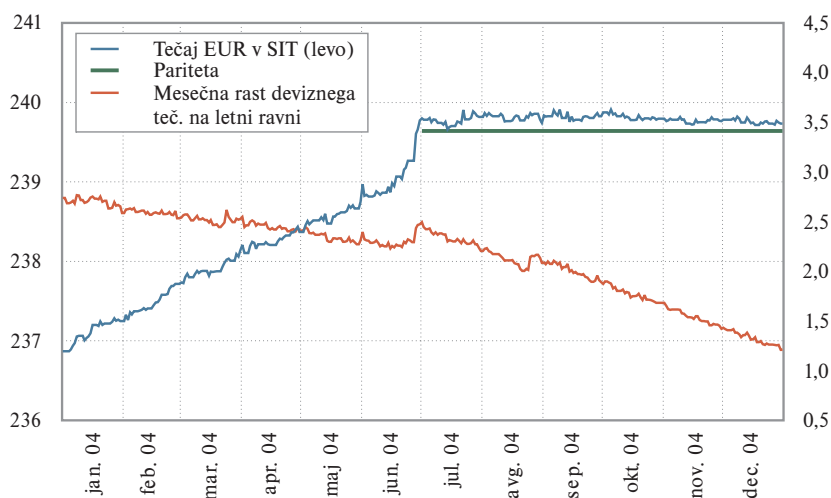
Slika 4.10: Krivulja donosnosti zakladnih menic države in obrestne mere na denarnem trgu



Vir: Banka Slovenije

Zaradi primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance, povečanih naložb domačih oseb v tujino, pričakovanj podjetij in prebivalstva o gibanju deviznega tečaja pred vstopom v ERM2, predvsem pa zaradi nizkega obsega tujih neposrednih naložb, so lani nakupi deviz presegali prodaje za 251 mio EUR. Hkrati so naštetih dejavniki vplivali na znižanje deviznih rezerv za 255 mio EUR. Presežno povpraševanje po devizah na trgu je prevladovalo od maja do septembra, predvsem zaradi neto prodaj na terminskem trgu, medtem ko je bil na promptnem deviznem trgu primanjkljaj realiziran le v septembru. Razmeroma obsežna je bila tudi neto prodaja deviz v menjalnicah, ki je v višini 404,9 mio EUR za slabih 21% presegla neto prodajo deviz v letu 2003.

Slika 4.11: Tečaj evra v zadnjem letu in njegova mesečna stopnja rasti v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

Dinamika rasti tečaja evra do tolarja se je do vstopa v tečajni mehanizem ERM2 v juniju 2004 vseskozi zniževala. Po vstopu v ERM2 pa se je na deviznem trgu oblikoval stabilen tečaj tolarja. Ta je med julijem

in oktobrom odstopal od centralne paritete za 0,08%, v zadnjih dveh mesecih leta 2004 pa v povprečju le 0,05%.

4.4.2 Kapitalski trg

Primarni trg kapitala

Primarni trg kapitala v Sloveniji ostaja še naprej slabo razvit. Zadnja uspešna javna ponudba delnic je bila leta 2000, ponudba nedržavnih obveznic pa leta 2003. Republika Slovenija je na domačem trgu leta 2004 izdala 3 serije obveznic v vrednosti 180 mrd SIT in v prvih treh mesecih leta 2005 dve seriji obveznic v vrednosti 120 mrd SIT. V zaprtih izdajah so leta 2004 izdali obveznice: 8 bank, 4 drugi finančni posredniki in 4 nefinančna podjetja¹⁸.

Poleg obveznic Republike Slovenije je na domačem kapitalskem trgu pričakovati le občasne (zaprte) izdaje bančnih obveznic. Zaradi hitrega razvoja institucionalnih investitorjev v Sloveniji in pomanjkanja ustreznih naložb na domačem kapitalskem trgu se vedno več domačega kapitala v obliki portfeljskih naložb seli v tujino.

Tabela 4.5: Število izdajateljev in izdanih vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi ter število vpisanih vrednostnih papirjev pri Klirinško depotni družbi (KDD)

	2001	2002	2003	2004	mar. 2005	2001	2002	2003	2004	mar. 2005
LJUBLJANSKA BORZA						Medletne razlike				
Število izdajateljev	221	191	181	172	170	-4	-30	-10	-9	-2
Število izdanih VP	271	265	254	254	246	4	-6	-11	0	-8
Delnic	156	140	136	142	140	2	-16	-4	6	-2
Obveznic	76	92	92	101	95	8	16	0	9	-6
Inv. družb	39	33	26	11	11	-6	-6	-7	-15	0
Število članov	31	27	28	27	27	-3	-4	1	-1	0
KDD						Delež izd. in VP Lj. borze v podatkih KDD				
Število izdajateljev	883	870	869	853	-	25%	22%	21%	20%	-
Število izdanih VP	1035	1032	1033	1030	-	26%	26%	25%	25%	-
Delnic	884	877	886	886	-	18%	16%	15%	16%	-
Obveznic	112	122	120	133	-	68%	75%	77%	76%	-
Inv. družb	39	33	26	11	-	100%	100%	100%	100%	-

Vir: Ljubljanska borza, KDD

Sekundarni trg kapitala

Ob koncu leta 2004 je bila na Ljubljansko borzo uvrščena le slaba četrtina vseh vrednostnih papirjev, vpisanih v KDD, oziroma 20% izdajateljev. Število izdajateljev in prav tako število vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi se od leta 2001 znižuje. Pomemben problem domačega organiziranega trga kapitala je, da na njem ni delnic nobene od večjih finančnih institucij (bank, zavarovalnic), predvsem primanjkuje dobrih družb z visoko tržno kapitalizacijo in visoko likvidnostjo trgovanja. Slovenski sekundarni trg kapitala je precej nelikviden in k temu pripomore tudi skromna izbira med različnimi naložbami, ki jih imajo na razpolago vlagatelji. Vrednostni obrat vrednostnih papirjev¹⁹ na Ljubljanski borzi kaže, da se relativna likvidnost zmanjšuje od leta 2001 in je ob koncu leta 2004 dosegla 13% tržne kapitalizacije.

¹⁸ Za podrobnejše statistične podatke s trga vrednostnih papirjev glej publikacijo Finančni trgi, ki jo pripravlja oddelek Finančna statistika Banke Slovenije.

¹⁹ Vrednostni obrat vrednostnih papirjev je razmerje med prometom z vrednostnimi papirji v obravnavanem obdobju in tržno kapitalizacijo vrednostnih papirjev ob koncu obdobja.

V okviru obstoječega stanja bi lahko hipotetično posamezni vlagatelji namenoma ali nenamenoma izkoriščali možnost s sorazmerno majhnim vložkom vplivati na spreminjanje tečajev delnic.

Tabela 4.6: Pregled organiziranega trga vrednostnih papirjev

	Tržna kapitalizacija v mrd SIT	Tržna kapitalizacija v % BDP	Promet v mrd SIT	Promet v % BDP	Vrednostni obrat vred. papirjev	Letna rast SBI 20
1999	920	23,7%	266	6,9%	0,289	5,9%
2000	1.138	26,8%	270	6,3%	0,237	0,1%
2001	1.380	29,0%	348	7,3%	0,252	19,0%
2002	2.174	40,9%	481	9,1%	0,221	55,2%
2003	2.442	42,5%	340	5,9%	0,139	17,7%
2004	3.050	49,3%	397	6,4%	0,130	24,7%
do marca 2005	3.067	48,9%	404	6,4%	0,132	11,0%

Vir: Ljubljanska borza

Tržna kapitalizacija na Ljubljanski borzi je ob koncu leta 2004 predstavljala 53% vrednosti vrednostnih papirjev, vpisanih v KDD²⁰, in se je glede na konec leta 2003 povečala za četrtno ter tako prvič presegla 3.000 mrd SIT. Glede na dosegljive podatke je tako manj kakor polovica delnic po vrednosti vključenih na Ljubljansko borzo, medtem ko je vključenih več kakor 80% obveznic.

Tabela 4.7: Primerjava tržne kapitalizacije na Ljubljanski borzi in vrednosti vrednostnih papirjev, vpisanih v Klirinško depotni družbi po tržni oziroma knjigovodski vrednosti

	2001	2002	2003	2004	mar.05	2001	2002	2003	2004	mar.05
LJUBLJANSKA BORZA	v mrd SIT					Letne stopnje rasti				
Tržna kapitalizacija skupaj	1.373	2.168	2.442	3.050	3.067	21%	58%	13%	25%	15%
Delnic	1.012	1.477	1.567	1.943	1.904	15%	46%	6%	24%	9%
Obveznic	361	691	875	1.107	1.163	42%	91%	27%	26%	27%
KDD	v mrd SIT					Delež tržne kapit. v vrednosti iz KDD				
Vrednost skupaj	3.587	4.371	4.897	5.768	-	38%	50%	50%	53%	-
Delnic	2.992	3.418	3.829	4.406	-	34%	43%	41%	44%	-
Obveznic	595	953	1.068	1.362	-	61%	72%	82%	81%	-

Vir: Ljubljanska borza, Klirinško depotna družba, lastni preračuni (Finančna statistika)

Letna rast tržne kapitalizacije je s 15% ob koncu prvega četrtnega letošnjega leta glede na konec leta 2004 precej manjša, tržna kapitalizacija delnic se je glede na konec leta 2004 zmanjšala celo za 40 mrd SIT.²¹ Rast kapitalizacije leta 2004 je posledica dokapitalizacij in sprejema novih vrednostnih papirjev na Ljubljansko borzo. Kapitalizacija delnic pa se je povečala predvsem zaradi visokih rasti tečajev leta 2004. SBI 20 je zrasel za skoraj 25% in PIX celo za skoraj 34%. Njuna letna rast pa je ob koncu marca 2005 precej padla, in sicer je SBI 20 dosegel le še 11% in PIX 10%, kar pa je prispevalo tudi k zmanjšanju tržne kapitalizacije.

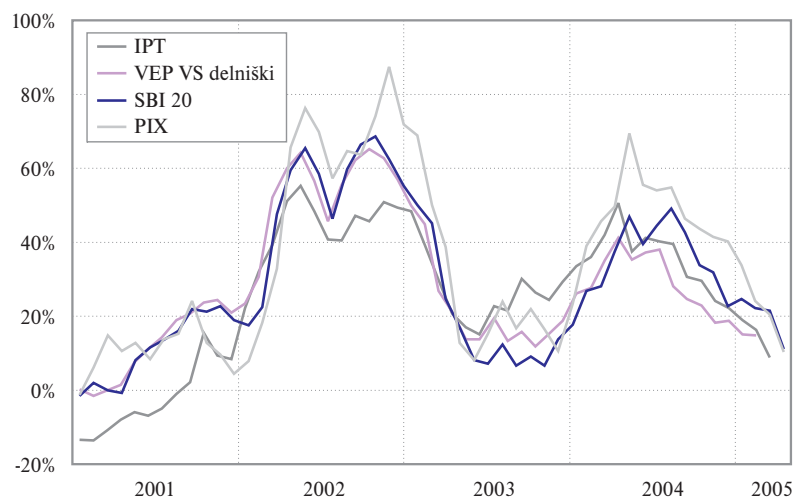
Gibanje letnih donosov vseh pomembnejših delniških borznih indeksov kaže njihovo zmanjševanje. Tudi čez 50-odstotna rast delniških borznih indeksov in donosnost (VEP) delniških vzajemnih skladov proti koncu leta 2002, ki se je, sicer nekoliko manj, vendar pa še vedno čez 40%, ponovila sredi leta 2004, se je močno znižala. K rasti borznih indeksov v preteklosti je poleg dobrih poslovnih rezultatov

²⁰ Pri tem je treba upoštevati, da so delnice, s katerimi se ne trguje na borzi, ocenjene glede na knjigovodsko vrednost.

²¹ Največjih pet vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi glede na kapitalizacijo je ob koncu marca 2005 doseglo četrtno celotne tržne kapitalizacije, in sicer: delnice Krke (283 mrd SIT), delnice Petrola (140 mrd SIT), obveznice SOD 2. izdaje (138 mrd SIT), delnice Mercatorja (128 mrd SIT) in obveznice RS 57. izdaja (97 mrd SIT).

podjetij pripomoglo tudi občutno zniževanje bančnih obrestnih mer. Malo verjetno je, da bi se obrestne mere še naprej zniževale, zato pa je verjetneje, da se bodo borzni indeksi v letu 2005 gibal skladneje s poslovanjem podjetij. Letna rast indeksa SBI 20 z 11% ob koncu marca 2005 predstavlja polovico manjšo rast, kakor je bila dosežena na začetku leta 2004 (več o pričakovanih delniških donosih v priloženem članku Merjenje podcenjenosti delnic v Sloveniji).

Slika 4.12: Gibanje delniških borznih indeksov in donosnosti delniških vzajemnih skladov – VEP (v odstotkih)



Opomba: IPT – indeks prostega trga; VEP VS delniški – vrednost enote premoženja delniških vzajemnih skladov, SBI 20 – slovenski borzni indeks, PIX – indeks investicijskih družb.

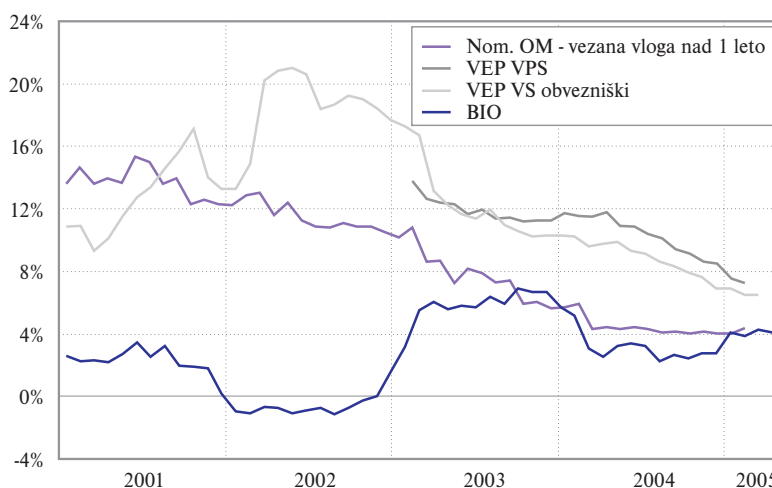
Vir: Ljubljanska borza, Vzajemci.com, lastni preračuni

Tabela 4.8: Gibanje borznih indeksov in vrednosti enot premoženja (VEP) vzajemnih skladov

	SBI20		IPT		PIX		BIO		VEP - VS	VEP - VPS
	Indeks	Letna rast	Indeks	Letna rast	Indeks	Letna rast	Indeks	Letna rast	Letna rast	Letna rast
2000	1807,9	0,1%	1627,4	-9,9%	1520,8	2,5%	109,0	0,5%	4,0%	-
2001	2151,6	19,0%	1765,6	8,5%	1588,0	4,4%	109,3	0,2%	23,2%	-
2002	3340,2	55,2%	2635,4	49,3%	2729,7	71,9%	111,0	1,6%	54,2%	13,8%
2003	3931,6	17,7%	3412,2	29,5%	3372,0	23,5%	117,3	5,7%	17,2%	11,3%
2004	4904,5	24,7%	4168,0	22,2%	4513,4	33,8%	122,0	4,1%	17,8%	8,5%
2004										
jan.	4199,2	27,0%	3681,6	33,5%	3827,2	38,9%	117,7	5,2%	23,1%	11,7%
feb.	4120,7	28,2%	3687,1	36,1%	3830,5	45,7%	117,1	3,0%	24,3%	11,5%
mar.	4375,7	36,1%	3788,5	41,4%	4024,1	48,5%	117,4	2,4%	29,8%	11,5%
apr.	4667,6	46,0%	3951,9	49,3%	4451,2	68,1%	118,1	3,4%	34,9%	11,8%
maj	4415,0	39,0%	3648,6	37,5%	4075,4	52,7%	118,0	3,4%	30,5%	10,9%
jun.	4446,9	41,7%	3645,2	40,3%	4098,4	55,5%	118,1	3,2%	32,3%	10,8%
jul.	4666,7	50,5%	3745,8	45,8%	4259,7	57,9%	117,8	2,2%	33,2%	10,4%
avg.	4796,6	49,2%	3875,5	44,5%	4201,3	48,1%	118,0	2,7%	27,8%	10,1%
sep.	4838,8	33,9%	4012,6	30,7%	4394,6	43,6%	118,9	2,4%	24,1%	9,4%
okt.	4822,5	31,9%	4089,9	29,6%	4392,0	41,4%	119,6	2,8%	21,2%	9,2%
nov.	4841,3	22,8%	4113,0	24,2%	4572,8	40,3%	120,4	2,8%	17,9%	8,6%
dec.	4904,5	24,7%	4168,0	22,2%	4513,4	33,8%	122,0	4,1%	17,8%	8,5%
2005										
jan.	5128,6	22,1%	4379,5	19,0%	4752,5	24,2%	122,2	3,8%	14,8%	7,5%
feb.	5005,9	21,5%	4291,2	16,4%	4614,4	20,5%	122,1	4,2%	14,3%	7,3%
mar.	4858,5	11,0%	4122,6	8,8%	4440,0	10,3%	122,2	4,1%	-	-

Vir: Ljubljanska borza, Vzajemci.com, lastni preračuni

Slika 4.13: Gibanje donosov konzervativnejših oblik naložb oziroma varčevanja v odstotkih



Opomba: BIO – borzni indeks obveznic; VEP VS obvezniški – vrednost enote premoženja obvezniških vzajemnih skladov, VEP VPS – vrednost enote premoženja vzajemnih pokojninskih skladov.

Vir: Banka Slovenije, Ljubljanska borza, Vzajemci.com, lastni preračuni

Naložbe, ki so po svoji naravi bolj konzervativne in podobne bančnim vlogam, dosegajo v zadnjem obdobju letne donose največ nekaj nad 7%. Nominalna obrestna mera za vezane vloge nad eno leto je bila ob koncu februarja 4%, kar je le še 2,1 odstotne točke manj, kakor je bila letna donosnost premoženja (VEP) obvezniških vzajemnih skladov. Vzajemni pokojninski skladi (ne vključujejo pokojninskih družb in zavarovalnic) dosegajo nekoliko višje donose, 7,2%, vendar se tudi njihovi donosi vztrajno zmanjšujejo.

Tabela 4.9: Primerjava letnega prometa na Ljubljanski borzi in prometa zunaj organiziranega trga

	2000	2001	2002	2003	2004	mar.05	2001	2002	2003	2004	mar.05
LJUBLJANSKA BORZA	v mrd SIT						Letne stopnje rast				
Promet skupaj	252	344	476	340	397	404	37%	38%	-28%	17%	17%
Delnice	135	237	279	149	223	231	75%	18%	-46%	49%	38%
Obveznice	53	52	111	130	114	118	-3%	114%	17%	-12%	2%
Investicijske družbe	61	53	86	61	60	55	-13%	62%	-29%	-1%	-10%
Kratkoročni VP	3	3	1	0	0	0	-	-	-	-	-
NEORGANIZIRAN TRG VP	v mrd SIT						Delež v prometu na borzi				
Promet skupaj	172	141	257	404	234	-	41%	54%	119%	59%	-
Delnice	144	107	87	82	71	-	45%	31%	55%	32%	-
Obveznice	21	15	27	32	19	-	29%	24%	25%	17%	-
Investicijske družbe	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-	-
Kratkoročni VP	7	19	143	290	144	-	-	-	-	-	-

Opomba: Podatek o poslih, sklenjenih zunaj organiziranega trga, zajema le posle, ki jih sklenejo borzno-posredniške družbe in banke kot končni kupci oziroma prodajalci netržnih vrednostnih papirjev in morajo to sporočiti Agenciji za trg vrednostnih papirjev.

Vir: Ljubljanska borza, Agencija za trg vrednostnih papirjev

Promet na Ljubljanski borzi je leta 2004 dosegel skoraj 400 mrd SIT in se je glede na preteklo leto povečal za 17%.²² Velik del prometa z vrednostnimi papirji se odvija tudi zunaj organiziranega trga. Leta

²² Leta 2004 je 11 vrednostnih papirjev doseglo promet nad 10 mrd SIT. Med pet najprometnejših se uvrščajo delnice Krke (41 mrd SIT), Mercatorja (23 mrd SIT), obveznice Slovenske odškodninske družbe 2. izdaje (20 mrd SIT), obveznice Republike Slovenije 57. izdaja (19 mrd SIT) in delnice Petrola (16 mrd SIT). Omenjenih pet vrednostnih papirjev je leta 2004 doseglo 30% v celotnem borznem prometu.

2004 je bilo z delnicami na neorganiziranem trgu izvedenega 32% borznega prometa z delnicami, kjer so bili kot končni kupci oziroma prodajalci borznoposredniške družbe ali banke, in z obveznicami 17% borznega prometa z obveznicami. Tudi ob upoštevanju prometa, kjer ne nastopajo borznoposredniške družbe ali banke, bi bil delež še višji. Z zakladnimi menicami je bilo leta 2004 sklenjenih za skoraj 280 mrd SIT poslov, kar je 19% več kakor leta 2003, predvsem po zaslugi spremenjenega načina poravnave²³, ki je vplival na razmah trga.

Obseg prometa na Ljubljanski borzi je bil leta 2004 le za 9 mrd SIT nižji od prometa z nepremičninami in še enkrat nižji od prometa v menjalnicah. Podatek kaže na podoben obseg transakcij na nepremičninskem trgu in organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Pri tem je treba upoštevati, da ni vključen neorganiziran trg vrednostnih papirjev in da je obseg prometa z nepremičninami verjetno podcenjen.

Ljubljanska borza pripravlja nova pravila borze, zato da bi povečala učinkovitost organiziranega trga vrednostnih papirjev in uskladitev s spremenjenimi potrebami poslovanja borze. Pomembnejše novosti so: nova segmentacija delnic v borzni kotaciji, kamor bodo premeščene le likvidnejše delnice večjih izdajateljev, ki so zanimive tudi za mednarodne vlagatelje; segmentacija prostega trga, kjer se ločujejo izdajatelji glede na izpolnjevanje standardov obveščanja; sprejem prenosljivih kuponov vzajemnih skladov v poseben segment organiziranega trga ter novi trgovalni režimi, kakor so avkcijsko trgovanje z manj likvidnimi vrednostnimi papirji, prekinitev trgovanja ob prevelikem nihanju cen in uvedba vzdrževalcev likvidnosti. Z omenjenimi ukrepi želi Ljubljanska borza slovenski kapitalski trg približati tudi mednarodnim portfeljskim vlagateljem.

Naložbe tujcev v vrednostne papirje v Sloveniji

V letu 2004 so tujci neto kupili za skoraj 33 mrd SIT vrednostnih papirjev, od tega večino na neorganiziranem trgu. Promet nerezidentov na borzi je leta 2004 predstavljal 4,7% celotnega borznega prometa, nerezidenti so imeli ob koncu leta 2004 tudi 4,5% tržne kapitalizacije delnic. V letih 2003 in 2004 tujci niso pokazali večjega zanimanja za slovenske delnice, vendar pa lahko pričakujemo, da se bo delež tujih strateških investitorjev v večjih slovenskih družbah počasi povečeval. Ob koncu leta 2004 so bili tujci v 50% delniških družb, vpisanih v KDD, udeleženi v kapitalu; v 40% so imeli manj kakor 10-odstotni delež, medtem ko v 10% več kakor 10-odstotni delež. Večinski delež so imeli v 47 delniških družbah, medtem ko so bili več kakor 90-odstotni lastnik v 22 delniških družbah (od tega v petih bankah in treh zavarovalnicah).

Tabela 4.10: Nakupi vrednostnih papirjev nerezidentov v Sloveniji

	Neto nakupi nerezidentov		Promet nerezidentov na org. trgu v mio SIT	Delež v celotnem prometu na org. trgu v %
	Organiziran trg v mio SIT	Neorganiziran trg v mio SIT		
1999	-2.270	675	3.163	1,19%
2000	208	8.540	4.296	1,59%
2001	4.500	63.500	10.556	3,03%
2002	-11.895	337.085	39.403	8,19%
2003	521	52.207	11.916	3,50%
2004	-389	33.185	18.805	4,74%
do marca 2005	2.463	2.886	6.186	5,91%

Vir: Klirinško depotna družba, lastni preračuni (Finančna statistika), Ljubljanska borza

²³ OTC-DVP omogoča sočasno izpolnitev obveznosti prenosa vrednostnih papirjev in prenosa denarnih sredstev, ki nastanejo iz prodajnih poslov, sklenjenih zunaj organiziranega trga.

Naložbe rezidentov v vrednostne papirje v tujini

Glede na razmere na domačem kapitalskem trgu se domače nefinančne in finančne institucije, ki razpolagajo z denarjem domačih varčevalcev, vse pogosteje odločajo za naložbe na tuje trge. Ob koncu februarja 2005 so imeli rezidenti (brez Banke Slovenije) že za 104% več naložb v tujini kakor v enakem obdobju lani, kar predstavlja 363 mrd SIT. Od tega so skoraj 60% predstavljale naložbe v obveznice, med katerimi je bilo za več kakor 75% bančnih in državnih obveznic tujih izdajateljev. Največ naložb je bilo v nemških obveznicah (22%), sledile so nizozemske (11%), francoske (11%) in irske (10%). Več kakor 5% pa so imeli rezidenti tudi v ameriških (8%), britanskih (7%) in belgijskih (5%) obveznicah. Od celotnih naložb v tujini so ob koncu februarja 2005 predstavljale naložbe v obveznice, ki so jih v tujini izdali rezidenti, 15%.

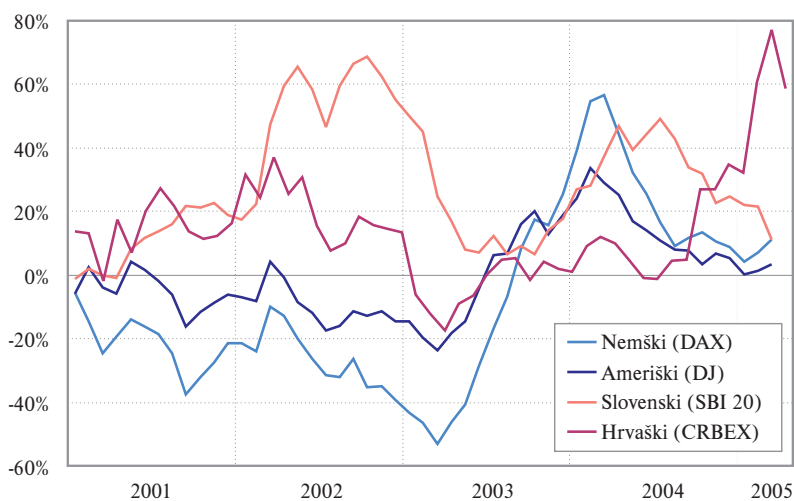
V tujih delnicah so imeli rezidenti ob koncu februarja 2005 za dobrih 150 mrd SIT naložb, kar je dvakrat več kakor v enakem obdobju lani. Največ naložb so imeli v ameriških delnicah (19%), sledile so nemške (17%) in hrvaške (15%). Več kakor 5% so imeli rezidenti še v francoskih (8%), bosanskih (7%) ter avstrijskih (5%) in črnogorskih (5%) delnicah. Opazen je trend povečevanja naložb rezidentov v delnice iz trgov nekdanje Jugoslavije. Ob koncu februarja 2005 je bilo teh že za 27%, ob koncu leta 2004 jih je bilo za slabih 20%, medtem ko še ob polletju 2004 le za slabih 13%.

Tabela 4.11: Naložbe rezidentov v vrednostne papirje, izdane v tujini

	Nal. v tuje VP izdane v tujini v mrd SIT	Letna rast v %	Delež v delnicah v %	Delež v obveznicah v %	Nal. v domače VP izdane v tujini v mrd SIT
2000	35	73%	11%	89%	55
2001	70	96%	17%	83%	54
2002	89	27%	28%	72%	60
2003	143	62%	40%	60%	57
2004	314	119%	39%	61%	58
februar 2005	363	104%	42%	57%	64

Vir: Banka Slovenije (Finančna statistika)

Slika 4.14: Gibanje letnih donosov nekaterih borznih indeksov



Vir: Reuters

Razlogi so v padajočih donosih na domačem kapitalskem trgu in še visokih donosih na trgih nekdanje Jugoslavije, ki so še v obdobju tranzicije. Ocenjujemo, da so domači investitorji zaradi padajočih donosov na slovenskem kapitalskem trgu pripravljeni relativno hitro povečevati svoje naložbe na kapitalskih trgih jugovzhodne Evrope, zato da bi dosegli višje donose, kljub višjemu tveganju. Na ameriškem in nemškem borznem trgu so letni donosi v zadnjem obdobju padajoči.

Pooblašчени udeleženci trga vrednostnih papirjev oziroma borzni člani

Skupna vrednost naložb na domačem kapitalskem trgu prek borznih članov je bila ob koncu septembra 2004 skoraj 2300 mrd SIT, od tega je bilo več kakor 80% v tržnih vrednostnih papirjih, ki predstavljajo 65% tržne kapitalizacije Ljubljanske borze²⁴. Naložbe prek borznih članov so se v enem letu povečale za dobrih 30%, kar kaže na povečan interes za poslovanje na borzi. Ob koncu septembra 2004 je bilo prek bank že 60% takih naložb, kar kaže na povečevanje vloge bank pri posredovanju vrednostnih papirjev. Večinoma, skoraj v 80%, gre za posredovanje pri nakupih oziroma prodajah vrednostnih papirjev. Provizije bank od poslov z vrednostnimi papirji za stranke so leta 2004 znašale 2,4 mrd SIT, kar pomeni 45% več kakor v prejšnjem letu. V strukturi prejetih provizij bank predstavlja že dobre 3%.

Tabela 4.12: Naložbe borznih članov iz različnih vrst poslov

	2001	2002	2003	sep. 2004
Skupaj doma (v mrd SIT)	824	1607	1926	2295
Skupaj tujina (v mrd SIT)	97	119	163	252
Struktura domačih naložb glede na vrste poslov				
Banke	50%	58%	61%	60%
Lastne naložbe	27%	21%	19%	20%
Gospodarjenje	1%	1%	1%	1%
Posredovanje	23%	36%	41%	39%
Boržno posredniške družbe	50%	42%	39%	40%
Lastne naložbe	1%	1%	1%	1%
Gospodarjenje	2%	1%	1%	1%
Posredovanje	46%	40%	38%	39%

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev

Prek slovenskih borznih posrednikov je bilo ob koncu septembra 2004 tudi za dobrih 250 mrd SIT naložb rezidentov v tujini, kar predstavlja po naših ocenah dobrih 80% vseh naložb rezidentov v tujini.

²⁴ Med naložbe borznih članov so vključeni vsi vrednostni papirji na njihovem trgovalnem računu. Niso pa vključeni vrednostni papirji, ki so le na registrskem računu pri Klirinško depotni družbi.

5 BANČNI SEKTOR

5.1 Banke in hranilnice

Med finančnimi posredniki imajo banke še vedno prevladujočo vlogo in predstavljajo približno tri četrtine finančnega sektorja. Konsolidacija bančnega sistema se še nadaljuje, v lastništvu bank pa v letu 2004 ni prišlo do večjih sprememb. V primerjavi z EU15 bančni trg ni le manjši, večja je tudi koncentracija, še posebno na segmentu obveznosti do gospodinjstev.

Bilančna vsota bančnega sektorja v odstotku BDP trendno raste, vendar je trg v razmerju do EU15 še vedno trikrat bolj plitev. Bilančna vsota bank, hranilnic in HKS je v letu 2004 znašala 5691 mrd SIT oziroma 92% BDP, od tega bilančna vsota hranilnic in HKS le 0,5% BDP. Ob visoki gospodarski rasti je bilo poglobljanje trga bančnih storitev sicer močnejše kakor v letu 2003, vendar kljub temu ne več tako izrazito kakor v preteklih letih.

Tabela 5.1: Bilančna vsota glede na BDP in poglobljanje

	2001	2002	2003	2004
Bilančna vsota (v mrd SIT)	3.954	4.623	5.123	5.691
BDP v tekočih cenah (v mrd SIT)	4.762	5.314	5.747	6.191
Bilančna vsota (v %BDP)	83,0	87,0	89,1	91,9
Letno poglobljanje bančnega trga (v %)	10,5	4,8	2,5	3,1

Opomba: Upoštevana je bilančna vsota bank, hranilnic in hranilno-kreditnih služb.

Vir: Banka Slovenije

Konsolidacija v bančnem sistemu se je nadaljevala tudi v letu 2004, predvsem s pridružitvijo hranilno-kreditnih družb eni od bank. Ob koncu leta je delovalo 18 bank in 2 podružnici tujih bank. Pri hranilnicah v letu 2004 ni bilo sprememb, še naprej poslujeta dve hranilnici. Število hranilno-kreditnih služb se je zaradi usklajevanja z določbami Zakona o bančništvu znižalo na dve. Od vstopa Slovenije v EU do marca 2005 je 82 evropskih bank obvestilo Banko Slovenije, da bodo začele neposredno opravljati dejavnosti v Sloveniji, največ iz Avstrije, Velike Britanije in Nemčije. Večinoma gre za banke, ki lahko opravljajo vse ali vsaj večino bančnih storitev. Med bolj specializiranimi bankami so Banko Slovenije o opravljanju dejavnosti obvestile banke, ki se ukvarjajo s kreditiranjem in garancijami, in banke, ki opravljajo storitve upravljanja s premoženjem in vrednostnimi papirji oziroma udeležbe pri izdaji vrednostnih papirjev.

Struktura finančnega trga

Tabela 5.2: Struktura finančnega sektorja in deleži v BDP

	Delež v BDP v %					Delež v finančnem sektorju v %				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
Denarne finančne institucije	75,1	83,0	87,0	89,1	91,9	71,1	72,6	72,9	72,8	73,0
Banke	73,5	81,4	85,7	88,0	91,4	69,5	71,2	71,9	71,9	72,6
Hranilnice in HKS	1,6	1,6	1,3	1,1	0,5	1,6	1,4	1,1	0,9	0,4
Nedenarne finančne institucije	30,6	31,3	32,3	33,2	33,9	28,9	27,4	27,1	27,2	27,0
Zavarovalnice	7,6	8,2	9,4	10,2	11,1	7,2	7,2	7,9	8,4	8,8
Ostalo ¹⁾	23,0	23,1	22,9	23,0	22,9	21,7	20,2	19,2	18,8	18,2
Skupaj	105,7	114,4	119,3	122,4	125,9	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Opomba: ¹⁾ Za leto 2004 so uporabljeni podatki za konec leta 2003.

Vir: Banka Slovenije

Denarne finančne institucije so najpomembnejši segment finančnega sektorja, v strukturi predstavljajo

skoraj tri četrtine sektorja. Med nedenarnimi finančnimi posredniki so najpomembnejše zavarovalnice z bilančno vsoto približno 11% BDP in 8,8-odstotnim deležem v strukturi finančnega sektorja.

Lastništvo bank

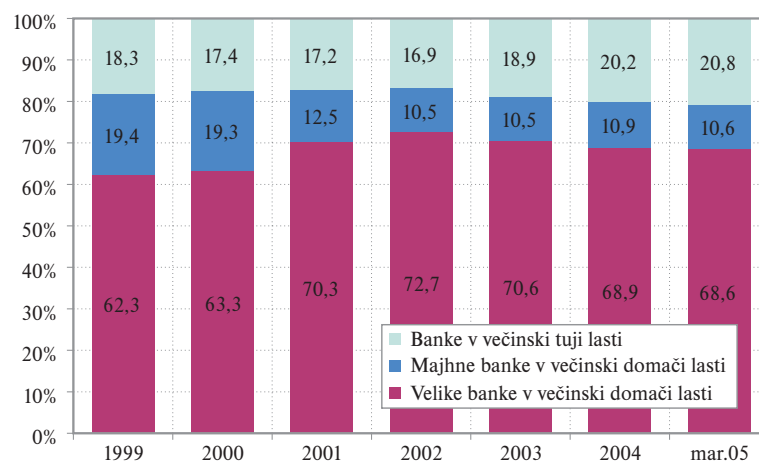
Pomembnih sprememb v lastniški strukturi bank v letu 2004 ni bilo. V državni lasti ostaja dobrih 19% bančnega sektorja. Poleg petih hčerinskih bank in dveh podružnic, ki so bile v večinski tuji lasti, je bilo pet bank v popolni in osem bank v večinski domači lasti. Delež bank v lasti tujcev, merjen glede na obseg lastniškega kapitala, je bil ob koncu leta 2004 enak kakor leto prej, 32,4-odstoten.

Tabela 5.3: Lastniška sestava bančnega sektorja (po lastniškem kapitalu)

	2002	2003	2004
Država v ožjem smislu	20,3%	19,4%	19,1%
Ostale domače osebe	47,2%	48,2%	48,6%
Tuje osebe	32,5%	32,4%	32,4%
Tuje osebe(nad 50% v upravljanju)	15,7%	16,6%	16,5%
Tuje osebe(pod 50% v upravljanju)	16,8%	15,8%	15,9%

Vir: Banka Slovenije

Slika 5.1: Tržni delež bank v večinski lasti tujcev in domačih bank, merjeno glede na bilančno vsoto, v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

Koncentracija bančnega sektorja

Tržna koncentracija je v slovenskem bančnem prostoru večja kakor v EU15. Z močnejšim nastopom tujih bank se je v Sloveniji v zadnjih dveh letih koncentracija začela postopno zmanjševati, medtem ko je v EU zaznati povečevanje tržne koncentracije.

Pri kreditih ni opaziti večjih razlik v koncentraciji. Krediti nebančnemu sektorju in krediti gospodinjstvom so za banke v večinski tuji lasti najbolj zanimivi, medtem ko je pri depozitih koncentracija veliko večja, še posebno pri depozitih prebivalstvu. Prve tri banke obvladujejo 50% kreditov nebančnemu sektorju in 55% depozitov.

Najnižja koncentracija, merjena z indeksom HHI, je pri obveznostih do bank, čeprav je bila še v letu 2000 za približno 60% višja kakor na drugih segmentih. S povečevanjem tržnega deleža tujih bank, ki je bilo močno povezano s povečevanjem obveznosti teh bank do bank v tujini, se je koncentracija pri

obveznostih do bank z letom 2003 začela hitro zniževati. Odvisnost bank od domačih virov se tako zmanjšuje, hkrati pa se povečuje občutljivost za dogajanja na sosednjih trgih, predvsem avstrijskem, s katerega bi se potencialne težave v bančnem sektorju lahko hitro prenesle tudi na slovenski bančni trg.

Tabela 5.4: Tržna koncentracija slovenskega bančnega trga, merjena s Herfindahl-Hirschmanovim indeksom in tržnim deležem prvih treh oziroma prvih petih bank

	2000	2001	2002	2003	2004	mar. 05
Herfindahl- Hirshmanov indeks						
Bilančna vsota	1.265	1.669	1.667	1.552	1.450	1.412
Bilančna vsota EU15	464	497	513	541		
Kredit drugim	1.147	1.515	1.473	1.393	1.280	1.287
Krediti gospodinjstvu	1.044	1.505	1.446	1.372	1.277	1.272
Obveznosti do drugih	1.229	1.699	1.692	1.607	1.567	1.513
Obveznosti do gospodinjstva	1.208	1.795	1.829	1.806	1.723	1.697
Obveznosti do bank	2.033	2.136	1.724	1.379	1.196	1.261
Tržni delež prvih 3 bank (v %)						
Bilančna vsota	50,5	56,5	55,4	53,3	51,7	51,0
Kredit drugim	47,6	52,6	52,9	52,5	50,0	49,9
Obveznosti do drugih	50,2	57,5	56,8	55,7	55,3	54,7
Obveznosti do bank	61,6	60,3	56,5	51,7	47,5	49,4
Tržni delež prvih 5 bank (v %)						
Bilančna vsota	62,5	69,1	69,5	67,4	64,9	64,3
Kredit drugim	60,1	66,8	67,4	66,7	63,8	63,6
Obveznosti do drugih	63,1	70,9	71,3	70,6	68,9	68,1
Obveznosti do bank	71,5	71,5	70,9	64,9	61,0	62,6

Vir: Banka Slovenije, Report on EU Banking Structure, ECB, november 2004

5.2 Spreminjanje strukture bilance stanja

Najpomembnejša dogajanja v bančnih bilancah v letu 2004 so bila povezana s povečanim kreditiranjem nebančnega sektorja, s spreminjanjem ročnosti depozitov in umikanjem depozitov v alternativne naložbe. S podaljševanjem ročnosti kreditov se neusklajenost ročnosti aktivnih in pasivnih bančnih poslov z nebančnim sektorjem še povečuje. Banke so iskale dodatne vire z zadolževanjem v tujini, deloma pa so kreditiranje nebančnega sektorja financirale tudi z zmanjševanjem naložb v vrednostne papirje. V luči približevanja prevzemu evra se še pospešuje spreminjanje valutne strukture v korist devizne podbilance.

Tabela 5.5: Tržni deleži in stopnje rasti bilančne vsote in kreditov nebančnemu sektorju po posameznih skupinah bank

	Tržni deleži (v %)			Medletne stopnje rasti (v%)		
	2003	2004	mar. 05	2003	2004	mar. 05
Bilančna vsota						
- Velike banke	70,6%	68,9%	68,6%	7,8%	9,0%	11,5%
- Tuje banke	18,9%	20,2%	20,8%	24,1%	19,4%	24,4%
- Majhne banke	10,5%	10,9%	10,6%	11,8%	15,5%	21,0%
- Skupaj	100,0%	100,0%	100,0%	11,0%	11,6%	15,0%
Kredit nebančnemu sektorju						
- Velike banke	69,4%	66,8%	66,6%	15,6%	15,4%	17,3%
- Tuje banke	21,1%	23,6%	24,0%	22,3%	34,1%	33,3%
- Majhne banke	9,5%	9,6%	9,5%	9,2%	20,5%	29,2%
- Skupaj	100,0%	100,0%	100,0%	16,3%	19,8%	21,9%

Vir: Banka Slovenije

Banke so v letu 2004 dosegle bilančno vsoto v višini 5644,7 mrd SIT, to je nominalno za 11,6% višja bilančna vsota kakor v letu 2003. Leto 2004 je zaznamovalo nadaljnje zniževanje tržnega deleža velikih bank. V enem letu se je, merjeno glede na bilančno vsoto, zmanjšal za 1,7 odstotne točke, merjeno glede na kredite nebančnemu sektorju pa kar za 2,6 odstotne točke. Močno so kredite nebančnemu sektorju v letu 2004 povečale majhne banke²⁵, medtem ko so najvišjo rast kreditov nebančnemu sektorju (34,1%) in celotne bilančne vsote (19,4%) v letu 2004 dosegle tuje banke.

Tabela 5.6: Struktura in rast postavk bilance stanja bančnega sektorja

	Struktura (v %)			Medletna rast (v %)		Kumulativna rast (v %)
	dec. 03	dec. 04	mar. 05	dec. 03	dec. 04	
Bilančna vsota v mrd SIT	50.575,0	56.447,0	59.361,0	11,0%	11,6%	5,2%
Aktiva						
Denar	2,8%	2,5%	1,9%	-1,3%	-0,3%	-20,3%
Kreditni bankam	6,8%	8,9%	8,9%	-9,5%	44,9%	5,2%
Kreditni nebančnemu sektorju	50,2%	53,9%	54,3%	16,3%	19,8%	6,1%
- Kreditni podjetjem	31,6%	34,2%	35,1%	24,5%	20,9%	8,0%
- Kreditni gospodinjstvu	12,4%	13,5%	13,5%	11,8%	21,4%	4,7%
- Kreditni državi	2,8%	2,5%	2,2%	-34,3%	0,7%	-6,7%
- Kreditni ostalim	3,4%	3,6%	3,5%	41,2%	20,2%	2,5%
Vrednostni papirji	34,0%	29,1%	29,4%	11,2%	-4,5%	6,2%
- Banke Slovenije	20,3%	13,6%	13,0%	11,7%	-25,4%	0,5%
- Države in ostalih	13,7%	15,5%	16,4%	10,4%	26,5%	11,2%
Kapitalske naložbe	1,6%	1,5%	1,6%	17,1%	8,3%	6,7%
Druga aktiva	4,6%	4,1%	3,9%	-0,7%	0,1%	0,6%
Pasiva						
Obveznosti do bank	16,5%	19,3%	21,5%	42,9%	30,1%	17,5%
- Do tujih bank	14,0%	17,4%	19,8%	51,5%	39,3%	19,2%
Obveznosti do drugih	65,1%	62,4%	60,9%	4,6%	7,0%	2,6%
- Do podjetij	12,3%	11,2%	11,1%	2,4%	2,3%	4,3%
- Do gospodinjstev	42,3%	41,5%	39,4%	8,1%	9,5%	-0,0%
- Do države	3,1%	2,4%	3,3%	-23,9%	-14,3%	45,3%
- Do ostalih	7,5%	7,3%	7,0%	5,5%	9,3%	0,4%
Obveznosti iz vrednostnih papirjev	4,3%	4,0%	3,7%	22,6%	4,0%	-3,4%
Druge obveznosti	1,8%	1,5%	1,8%	-11,8%	-10,3%	27,4%
Rezervacije	2,0%	2,1%	2,1%	10,6%	19,4%	3,5%
Podrejene obveznosti	1,9%	2,5%	2,3%	40,2%	49,7%	-5,7%
Kapital	8,3%	8,2%	7,8%	10,6%	9,5%	0,1%

Vir: Banka Slovenije

Struktura naložb

Med naložbami so se v letu 2004 najbolj povečali krediti do bančnega sektorja, za 45%, vendar gre povečanje v celoti na račun novega dolgoročnega depozita Banke Slovenije.²⁶ S tem se je precej povečal delež kreditov bankam v bilančni vsoti, in sicer na 8,9%.

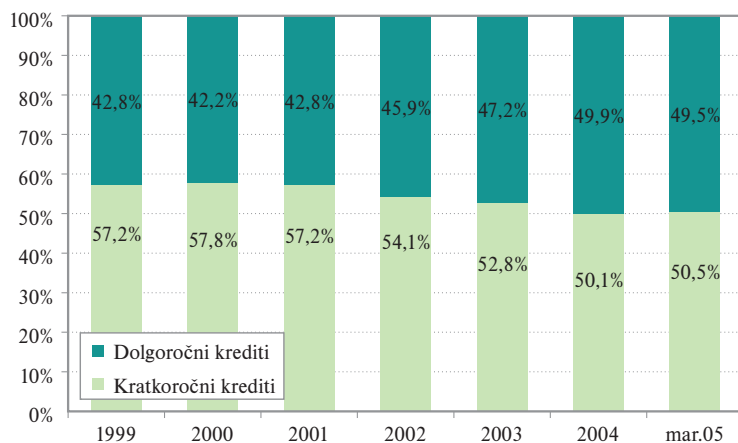
Zaradi povečane konkurence na posojilnem trgu ob relativno hitrem zniževanju obrestnih mer v prvih devetih mesecih leta 2004 ter ugodnih gospodarskih razmerah se je povpraševanje po kreditih še

²⁵ Povečevanje kreditov pri majhnih bankah v letu 2004 je pogojeno s pridružitvijo Zveze HKS Deželni banki Slovenije.

²⁶ Ob koncu julija je centralna banka bankam ponudila vpis dolgoročnega depozita namesto 270-dnevni tolarjskih blagajniških zapisov, s katerim skuša sterilizirati presežno likvidnost do prevzema evra. Zapadlost dolgoročnega depozita je ob koncu januarja oziroma ob koncu februarja 2007. Banke so v letu 2004 pri BS deponirale 156,7 mrd SIT.

okrepilo. Krediti nebančnega sektorja so se povečali za visokih 19,8%. Povečal se je predvsem obseg dolgoročnih kreditov za 27%, medtem ko se je obseg kratkoročnih kreditov povečal za polovico manj, za 14%. Tako sta se deleža kratkoročnih in dolgoročnih kreditov v celotnem obsegu kreditov nebančnemu sektorju v letu 2004 izravnala.

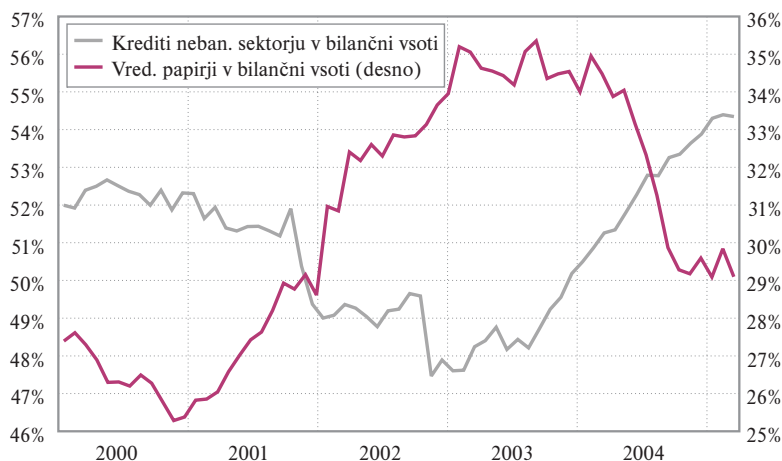
Slika 5.2: Razmerje med dolgoročnimi in kratkoročnimi krediti nebančnemu sektorju v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

Banke so veliko pozornost posvetile segmentu prebivalstva. Krediti prebivalstvu so se v letu 2004 povečali za 21,4%, medtem ko leto prej za 11,8%. Tudi v letošnjem letu lahko pričakujemo podobne stopnje rasti kakor lani. Kumulativna rast do marca 2005 je znašala 4,7%, kar je na letni ravni 20-odstotna rast. Ob tem velja izpostaviti, da dosegajo posojila prebivalstvu v poletnih in zgodnjih jesenskih mesecih sezonsko pogojene višje stopnje rasti. Prav nasprotno velja za podjetja, ki se bolj aktivno zadolžujejo v prvi polovici leta in v decembru. Kumulativna rast do marca 2005 je s 7,9% višja kakor v enakem obdobju lani, tako da bi ob podobni gospodarski rasti kakor v letu 2004 tudi v letošnjem letu lahko pričakovali več kakor 20-odstotno rast kreditov podjetjem. V prvih mesecih letošnjega leta se torej zmanjševanje kreditne aktivnosti bank še ne kaže.

Slika 5.3: Delež kreditov nebančnemu sektorju in vrednostnih papirjev v bilančni vsoti v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

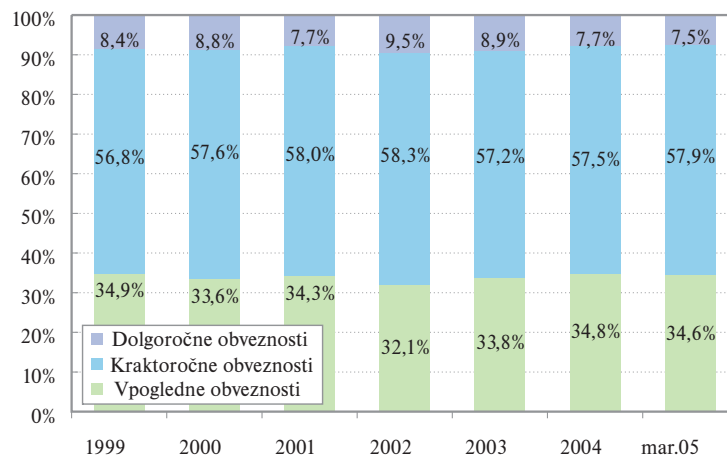
Na močno povpraševanje po kreditih so se v preteklem letu banke odzvale tudi s spreminjanjem strukture aktive in povečevale delež kreditov na račun vrednostnih papirjev. Na strukturo aktive bilanc bank so vplivale tudi spremembe sklepa o likvidnostni lestvici glede vpisanih deviznih blagajniških zapisov in

prenehanje izdajanja 270-dnevni tolarških blagajniških zapisov Banke Slovenije. Delež blagajniških zapisov BS v bilančni vsoti se je v letu 2004 zmanjšal za 6,7 odstotne točke, na 13,6%. Deloma so banke tako sproščena sredstva naložile v druge vrednostne papirje in dolgoročni depozit pri centralni banki, deloma pa se je iz tega naslova povečevalo kreditiranje nebančnega sektorja. Banke so ob tem upočasnile rast kapitalskih naložb. V letu 2004 so se kapitalске naložbe povečale le za 8,3%, medtem ko leto prej za 17,1%. V prvih treh mesecih letošnjega leta so kapitalске naložbe že za skoraj 7% višje kakor ob koncu preteklega leta.

Viri financiranja bank

Medtem ko se je v letih 2000–2002, ko se je Slovenija soočala z visokimi kapitalskimi prilivi, uravnavanje bilanc bank dogajalo predvsem na aktivni strani bilance stanja in so banke velik del sredstev nalagale v vrednostne papirje, predvsem centralne banke, se je v zadnjih letih uravnavanje bilanc prenašalo na pasivno stran. Rast bilančne vsote je bila pogojena z viri, ki so jih banke lahko zagotovile za pokrivanje povpraševanja po kreditih ob nizki rasti depozitov. Ti so se umikali iz bančnega sektorja v alternativne naložbe, samo v letu 2004 je v vzajemne sklade priteklo 81 mrd SIT. Poleg tega se je krajšala ročnost depozitov. V letu 2004 se je delež dolgoročnih obveznosti do nebančnega sektorja zmanjšal za 1,2 odstotne točke.

Slika 5.4: Razmerje med vpoglednimi, kratkoročnimi in dolgoročnimi obveznostmi bank do nebančnega sektorja v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

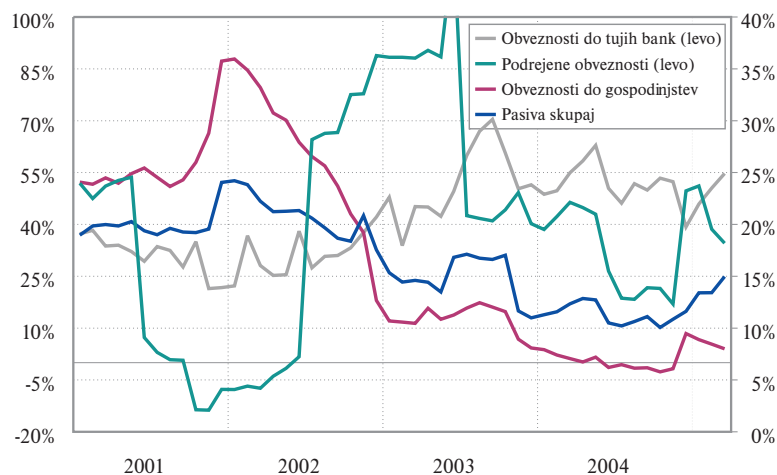
Pri vlogah nebančnega sektorja rezultati ob koncu leta nekoliko zakrivajo sliko, saj je dosežena rast v letu 2004 s 7% višja kakor leto prej. Vendar je to deloma posledica visoke rasti plač ob koncu leta, deloma pa je k porastu vlog prispevala tudi spremenjena davčna zakonodaja (obdavčitev pretežnih lastniških deležev). Tako je v zadnjih dveh mesecih bančni sektor izkazal za 120 mrd SIT povečanja vlog, medtem ko je bila v oktobru 2004 medletna rast še 3,7-odstotna.

Kot odziv na močno povpraševanje po kreditih in nižjo rast vlog se je povečevalo zadolževanje pri bankah v tujini. V letu 2003 je znašala stopnja rasti visokih 51,5%, nekoliko manj, 39%, v lanskem letu, v letošnjem letu pa se stopnje rasti zadolževanja v tujini spet zvišujejo. Delež obveznosti do tujih bank v pasivi se je tako od decembra 2003 do marca 2005 povečal za skoraj 6 odstotnih točk.

Prav tako se zaradi močne kreditne aktivnosti povečuje obseg podrejenih obveznosti, v letu 2004 za 49,7%. Kreditna aktivnost bank je omejena z višino kapitalске ustreznosti. Ob nizki rasti kapitala, ki vseskozi zaostaja za rastjo bilančne vsote, banke kapitalsko ustreznost zagotavljajo predvsem

s povečevanjem podrejenih obveznosti. Kapital se povečuje predvsem iz dobičkov, medtem ko se je zaradi dokapitalizacij vpisani kapital povečal za 7,8 mrd SIT, kar predstavlja približno petino povečanja kapitala v letu 2004.

Slika 5.5: Medletne stopnje rasti pasive, obveznosti do gospodinjstev in do tujih bank, podrejenih obveznosti v odstotkih

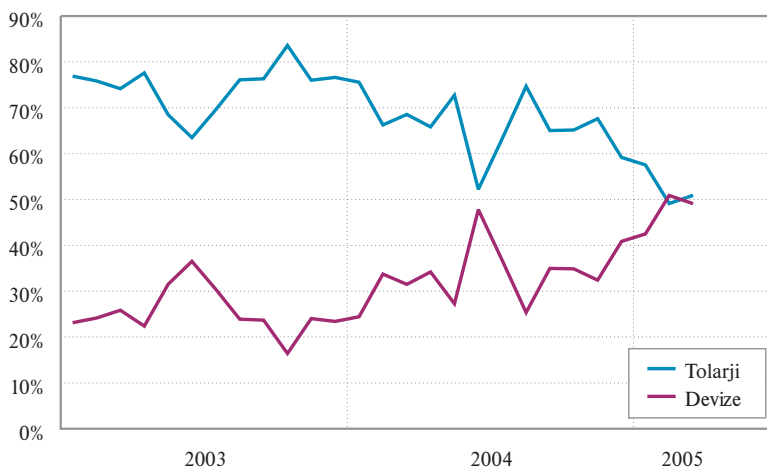


Vir: Banka Slovenije

Valutna struktura bilance stanja

Vstop v EU in ERM2 ter približevanje datuma prevzema evra, močna kreditna aktivnost in umikanje depozitov v alternativne naložbe ter posledično velik obseg zadolževanja bank v tujini so ključni dejavniki, ki spodbujajo pospešeno spreminjanje valutne strukture bančnih bilanc v korist devizne podbilance. Največji pomik se je zgodil v letu 2004, ko se je delež devizne aktive povečal za 2,1 odstotne točke, na 35,5% (leto prej le za 0,4 odstotne točke). Povečuje se predvsem delež kreditov nebančnemu sektorju v tuji valuti. Valutna struktura drugih aktivnih postavk pa ostaja stabilna, razen kreditov bančnemu sektorju, kjer se je z uvedbo dolgoročnega depozita pri BS v letu 2004 delež naložb bankam v tuji valuti močno zmanjšal.

Slika 5.6: Valutna struktura novo odobrenih posojil osmih največjih bank v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

Na pasivni strani bančnih bilanc poteka proces spreminjanja valutne strukture še hitreje. Delež pasive v tuji valuti se je v letu 2004 povečal za 3,3 odstotne točke, na 37,9%, najbolj na račun zadolževanja bank

pri bankah v tujini. Delež obveznosti do bank v tuji valuti se je povečal za 7,4 odstotne točke, na 75,5%, delež obveznosti do nebančnega sektorja v tuji valuti pa za 1,2 odstotne točke, na 34,5%. Devizna pasiva je predstavljala tako v letu 2004 za 2,4 odstotne točke večji delež bilančne vsote kot devizna aktiva. Razlika se v letošnjem letu še povečuje (3 odstotne točke v marcu 2005).

Tabela 5.7: Valutna struktura bilance stanja bančnega sektorja, v odstotkih

	V domači valuti (v %)				V tuji valuti (v %)			
	2002	2003	2004	mar. 05	2002	2003	2004	mar. 05
Aktiva	67,0	66,6	64,5	64,0	33,0	33,4	35,5	36,0
Denar	90,7	92,0	90,6	88,6	9,3	8,0	9,4	11,4
Kreditni bankam	19,8	18,3	39,2	45,1	80,2	81,7	60,8	54,9
Kreditni nebančnemu sektorju	75,7	71,2	65,8	63,4	24,3	28,8	34,2	36,6
Vrednostni papirji	59,3	62,7	62,4	64,1	40,7	37,3	37,6	35,9
Ostala aktiva	92,5	91,7	91,5	91,0	7,5	8,3	8,5	9,0
Pasiva	66,1	65,4	62,1	61,0	33,9	34,6	37,9	39,0
Dolgovi do bank	29,8	31,9	24,5	23,4	70,2	68,1	75,5	76,6
Dolgovi do nebančnega sektorja	66,4	66,7	65,5	65,7	33,6	33,3	34,5	34,3
Dolžniški vrednostni papirji	97,3	97,7	98,3	99,0	2,7	2,3	1,7	1,0
Ostala pasiva	73,4	73,0	71,6	75,0	26,6	27,0	28,4	25,0
Kapital	100,0	100,0	100,0	100,0	0	0	0	0

Vir: Banka Slovenije

Zunajbilanca in poslovanje po pooblastilu

Intenzivna rast zunajbilance se je z letom 2001 končala. V omenjenem letu se je na račun izvedenih finančnih instrumentov zunajbilanca povečala za 54% in po obsegu preseгла bilančno vsoto za 43%. V zadnjih letih dosega zunajbilanca podobne rasti kakor bilančna vsota, razmerje med zunajbilanco in bilanco pa se je ustalilo na ravni 1,33. V strukturi zunajbilance se zmanjšuje delež klasičnih zunajbilančnih postavk - akreditivi, garancije in prevzete finančne obveznosti, kamor spadajo tudi limiti in kreditne linije. V letu 2004 se je prepolovil tudi delež izvedenih finančnih instrumentov. Povečuje se pomen drugih postavk zunajbilance, ki vključujejo prejeta jamstva, prejete garancije in državna poroštva ter drugo. Več kakor 60-odstotna rast je bila v letu 2004 dosežena še pri depojih in drugih evidencah vrednostnih papirjev.

Tabela 5.8: Struktura in rast postavk zunajbilance bančnega sektorja

	Struktura (v %)			Medletna rast (v %)		Kumulativna rast (v %)
	dec. 03	dec. 04	mar. 05	dec. 03	dec. 04	mar. 05
Zunajbilanca (stanje v mrd SIT)	68.720,0	75.094,0	79.521,0	13,2%	9,3%	5,9%
Akreditivi	0,9%	0,4%	0,4%	14,6%	-55,3%	12,7%
Garancije in sredstva dana v zastavo	11,2%	6,6%	5,9%	9,2%	-35,4%	-5,4%
Prevzete finančne obveznosti	13,8%	9,8%	10,2%	16,9%	-22,4%	9,8%
Izvedeni finančni instrumenti*	24,7%	11,4%	12,4%	17,3%	-49,7%	16,0%
Depo in druga evidenca VP	8,7%	13,0%	13,3%	18,9%	63,3%	8,0%
Evidenca odpisanih terjatev	1,0%	0,4%	0,3%	2,1%	-58,0%	-7,2%
Druge zunajbilance	39,7%	58,5%	57,5%	10,0%	60,8%	4,1%
Prejeta jamstva	34,1%	38,5%	36,5%	10,0%	23,3%	0,4%
Prejete garancije in državna poroštva	2,8%	3,1%	2,8%	-4,7%	19,0%	-3,7%
Drugo	2,8%	16,9%	18,2%	28,7%	557,2%	13,9%

Opomba: * Vključuje swap z BS.

Vir: Banka Slovenije

Pozornost bank se je v letu 2004 preusmerila na poslovanje po pooblastilu. Več bank je svojo ponudbo razširilo s storitvijo skrbniških poslov. Obseg je še relativno majhen, 288 mrd SIT, v primerjavi z bilančno vsoto predstavlja poslovanje po pooblastilu le 6%, vendar dosega zelo visoke rasti, 96 % v letu 2004.

5.3 Donosnost in kazalci uspešnosti poslovanja

Bančni sektor je v letu 2004 dosegel višji dobiček kakor leto prej, predvsem s povečevanjem neto neobrestnih prihodkov in izboljšanjem stroškovne učinkovitosti. Pri neto neobrestnih prihodkih so se povečali zlasti neto prihodki iz finančnih poslov, visoka je bila tudi rast neto provizij. Neto obrestni prihodki niso dosegli obsega iz preteklega leta kljub visoki rasti kreditov, kar je posledica nadaljevanja zniževanja obrestnih mer in njihovega približevanja obrestnim meram v EU ter posledica spreminjanja valutne strukture bilance stanja v korist deviznega dela, kjer so dosežene marže nižje kakor na tolaškem delu. Operativni stroški bank so se v letu 2004 realno znižali. Višji kakor v letu 2003 so bili le stroški dela. Neto rezervacije so ostale na ravni preteklega leta.

Dobiček bančnega sektorja pred davki je v letu 2004 znašal 56,1 mrd SIT, kar predstavlja nominalno povečanje za 17,4%, realno za 13,3%.

Tabela 5.9: Izkaz poslovnega izida bančnega sektorja

	Obseg (v mrd SIT)			Medletne stopnje rasti (v %)			Delež v bruto dohodku (v %)		
	2003	2004	mar. 05	2003	2004	mar. 05	2003	2004	mar. 05
Neto obresti	1.457,0	1.432,0	355,0	1,6	-1,7	4,3	63,6	59,2	62,3
Neto opravnine	549,0	616,0	156,0	1,8	12,2	7,0	24,0	25,5	27,4
Neto finančni posli	195,0	303,0	34,0	-8,1	55,3	-49,9	8,5	12,5	5,9
Neto ostalo	89,0	69,0	25,0	52,6	-21,8	79,2	3,9	2,9	4,4
Bruto dohodek	2.289,0	2.420,0	570,0	2,0	5,7	0,4	100,0	100,0	100,0
Operativni stroški	1.432,0	1.472,0	341,0	6,9	2,8	4,4	62,5	60,8	59,8
- Stroški dela	720,0	766,0	189,0	8,8	6,4	6,1	31,5	31,7	33,1
Neto dohodek	858,0	948,0	229,0	-5,2	10,6	-5,0	37,5	39,2	40,2
Neto rezervacije	-380,0	-388,0	-77,0	-14,5	2,0	-11,7	-16,6	-16,0	-13,4
Poslovni izid pred obdavčitvijo	478,0	561,0	153,0	3,8	17,4	-1,3	20,9	23,2	26,8
Davki	164,0	193,0		-0,6	17,7		7,2	8,0	
Poslovni izid po obdavčitvi	313,0	368,0		6,3	17,3		13,7	15,2	

Vir: Banka Slovenije

Neto obrestni prihodki in obrestna marža

Neto obrestni prihodki so se v letu 2004 znižali pod 60% bruto dohodka. Čeprav so se obrestni odhodki zmanjšali skoraj za četrtino (23,4%), medtem ko prihodki za 13,9%, je obseg slednjih toliko večji, da so bili neto obrestni prihodki v letu 2004 nižji za 2,5 mrd SIT oziroma za 1,7%.

Razlogi za zniževanje neto obrestnih prihodkov so v visoki rasti kreditov nebančnemu sektorju, še posebno v tuji valuti, kjer so obrestne mere nižje kakor za kredite v tolarjih. Sicer se spreminja tudi valutna struktura vlog nebančnega sektorja, vendar precej počasneje kakor kreditov. Zniževanje deleža naložb v tolaške blagajniške zapise Banke Slovenije v drugi polovici leta in zniževanje njihovih obrestnih mer v prvi polovici leta je povzročilo opaznejše znižanje prihodkov od obresti za blagajniške zapise, medtem ko so prihodki od obresti od državnih obveznic ostali bolj ali manj nespremenjeni.

Na pasivni strani bančnih bilanc krajsanje ročnosti depozitov zmanjšuje obrestne odhodke. Vendar skušajo banke ob umikanju depozitov v alternativne naložbe kreditnemu povpraševanju zadostiti tudi z iskanjem virov v tujini. Kljub možnostim nekaterih bank, da najemajo cenejše vire pri bankah materah v tujini, je gledano dolgoročno, zadolževanje pri bankah dražji vir kakor zbiranje vlog nebančnega sektorja. Poleg tega banke zelo povečujejo tudi obseg podrejenih obveznosti in hibridnih instrumentov²⁷. To je še dražji vir kakor klasično zadolževanje pri bankah v tujini, kar je le še dodaten negativen učinek na neto obrestne prihodke.

Na zniževanje neto obrestnih prihodkov je vplivalo tudi nadaljnje zniževanje ravni obrestnih mer²⁸ ter še dodatno, hitrejšje zniževanje izračunanih aktivnih kakor pasivnih obrestnih mer. Aktivna obrestna mera, izračunana iz razmerja med obrestnimi prihodki in obrestovano aktivo, se je v letu 2004 znižala za 1,71 odstotne točke, primerljiva pasivna obrestna mera pa za 1,4 odstotne točke. Obrestni razmik se je tako še dodatno zmanjšal za 0,31 odstotne točke, na 2,58 odstotne točke.

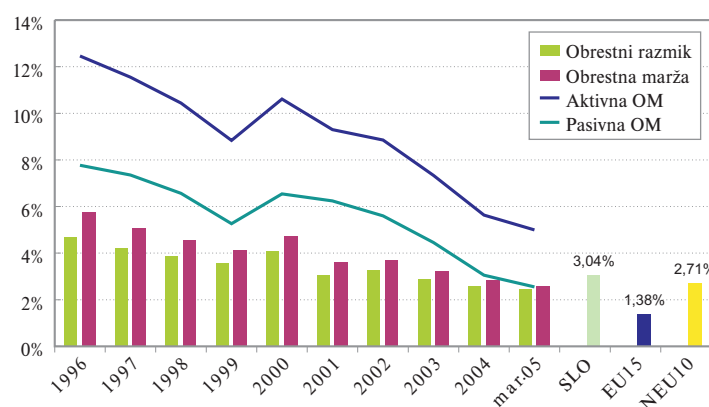
Tabela 5.10: Povprečna aktivna in pasivna obrestna mera izračunana iz obrestnih prihodkov in odhodkov, obrestni razmik in obrestna marža, v odstotkih

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	mar. 2005
Povprečna aktivna obrestna mera	8,84	10,61	9,30	8,85	7,34	5,63	5,00
Povprečna pasivna obrestna mera	5,26	6,54	6,24	5,60	4,45	3,05	2,55
Obrestni razmik	3,57	4,07	3,06	3,25	2,88	2,58	2,44
Obrestna marža	4,13	4,72	3,62	3,69	3,23	2,83	2,60

Opomba: Obrestna marža je izračunana kot razmerje med neto obrestnimi prihodki in povprečno bruto obrestovano aktivo.

Vir: Banka Slovenije

Slika 5.7: Povprečna aktivna in pasivna obrestna mera izračunana iz obrestnih prihodkov in odhodkov, obrestni razmik in obrestna marža



Opomba: Ločeno prikazani podatki o obrestni marži za EU15, nove države članice EU (NEU 10) in Slovenijo so za leto 2003 in izračunani kot razmerje med neto obrestnimi prihodki in celotno aktivo.

Vir: Banka Slovenije, ECB

Tudi deklarirane obrestne mere za tolarske kredite so v letu 2004 upadle bolj kakor deklarirane obrestne mere za vloge nebančnega sektorja. Obrestne mere za dolgoročne kredite in vloge nebančnega sektorja so močno upadle v prvih mesecih leta 2004, v preostalih mesecih pa ostajale na približno enakih ravneh. V celotnem obdobju so se obrestne mere za dolgoročne kredite znižale za 1,8 odstotne točke in za vloge

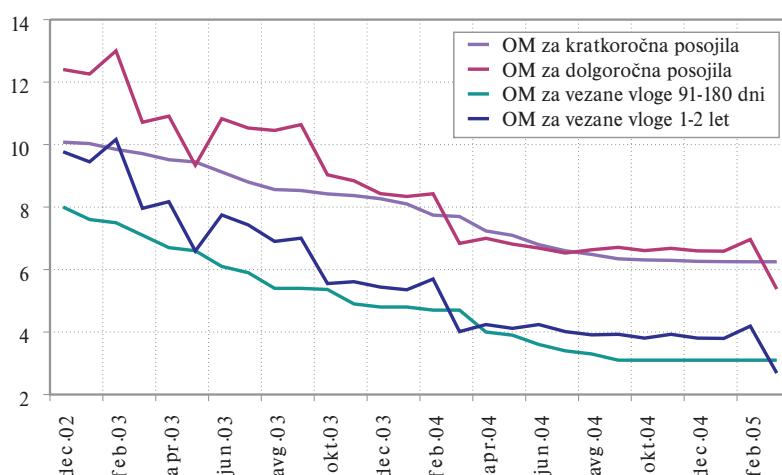
²⁷ Rast obeh postavk je posledica izpolnjevanja zahtev kapitalске ustreznosti.

²⁸ Zaradi večjega obsega obrestovane aktive kakor pasive (za 411 mrd SIT) je kumulativni učinek zniževanja obrestnih mer na neto obrestne prihodke negativen.

za 1,6 odstotne točke. Najbolj so se v letu 2004 zmanjšale obrestne mere za kratkoročna posojila za 2 odstotni točki. Podobno dinamiko, vendar manj intenzivno, so imele tudi obrestne mere za kratkoročne vloge, ki so bile ob koncu leta nižje za 1,7 odstotne točke.

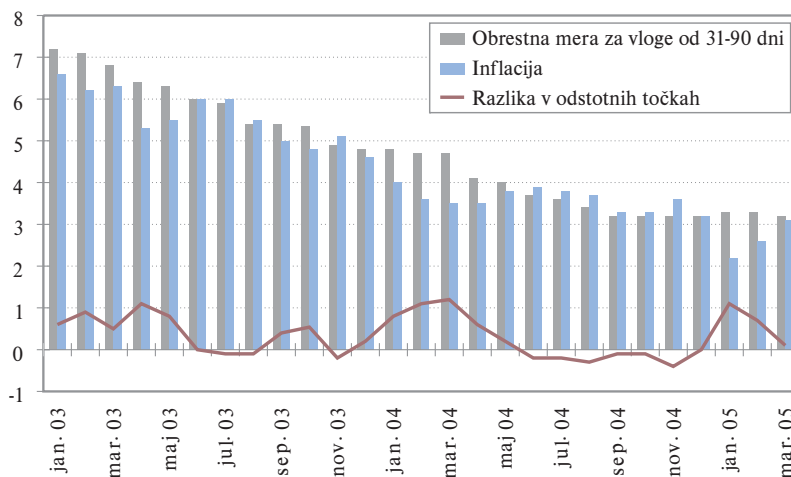
Glede na višino inflacije so bile obrestne mere za tolarske kratkoročne depozite nebančnega sektorja v drugi polovici leta 2004 ex-post realno negativne, kar je bil eden izmed pomembnih razlogov, da banke kljub zniževanju obrestne marže niso nadaljevale procesa hitrega zniževanja obrestnih mer iz preteklega obdobja. Zaradi močnega upada medletne stopnje inflacije v januarju 2005 so se realne obrestne mere ex-post za kratek čas močno povečale, že do marca pa se je raven obrestnih mer in inflacije izravnala.

Slika 5.8: Deklarirane obrestne mere bank za tolarska posojila in vloge v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

Slika 5.9: Deklarirane obrestne mere za tolarske depozite za obdobje 31-90 dni ter medletne stopnje inflacije v odstotkih



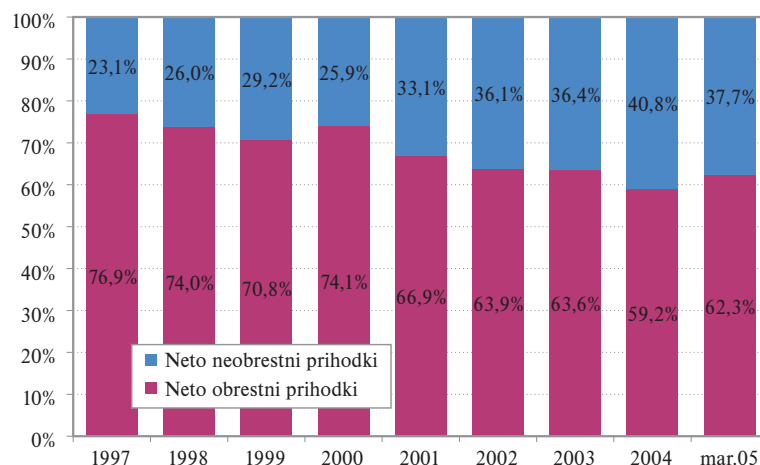
Vir: Banka Slovenije

Neto neobrestni prihodki

Odvisnost uspešnosti bančnega poslovanja od višine neto neobrestnih prihodkov se povečuje. Neto neobrestni prihodki so v primerjavi z obrestnimi prihodki manj predvidljivi in bolj odvisni od razmer na trgu, s tem pa postaja poslovni rezultat bank bolj volatilen. V letu 2004 so se neto neobrestni prihodki povečali za visokih 18,7%. Še posebno visoka je bila rast neto prihodkov iz finančnih poslov (55%) tudi

kot posledica visoke rasti tečajev vrednostnih papirjev na kapitalskem trgu v prvi polovici leta 2004²⁹. V razmerah zaostrene konkurence na osnovnih bančnih poslih banke te dopolnjujejo z dodatnimi ponudbami, vse več bank pa se usmerja tudi na nevtralne bančne posle (obbančne dejavnosti). Rezultati se kažejo v 12,2-odstotni rasti neto opravnin, medtem ko je bila v letu 2003 rast slednjih le 1,8-odstotna. Pomen neto neobrestnih prihodkov v strukturi bruto dohodka se tako vseskozi povečuje, razen leta 2000. V letu 2004 so neto neobrestni prihodki že presegli raven 40% bruto dohodka bank.

Slika 5.10: Razmerje med neto obrestnimi in neto neobrestnimi prihodki v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

Stroški poslovanja bank

Banke so v letu 2004 močno zajezile rast stroškov, ki je znašala 2,8%. Delež bruto dohodka, ki ga banke namenijo za pokritje stroškov, se je v letu 2004 zmanjšal za 1,7 odstotne točke, na 60,8%. Zlasti so bile na področju zniževanja stroškov aktivne velike banke, ki so stroške glede na leto 2003 povečale le za 0,8%. Tudi majhne banke so izboljšale upravljanje s stroški, medtem ko hitra rast tujih bank še zahteva nadpovprečno, 10-odstotno rast njihovih stroškov.

Tabela 5.11: Medletne stopnje rasti operativnih stroškov po posameznih skupinah bank

	Skupaj	Velike banke	Tuje banke	Majhne banke
2003	6,9%	6,0%	10,8%	6,7%
2004	2,8%	0,8%	10,4%	2,6%
mar. 05	4,4%	1,2%	9,0%	15,0%

Vir: Banka Slovenije

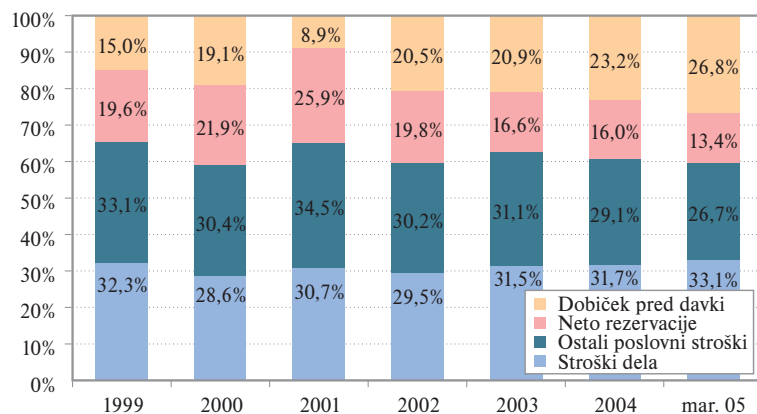
V letu 2004 so se med glavnimi agregati stroškov povečali le stroški dela, za 6,4%³⁰. Posledično se je v letu 2004 delež stroškov dela v celotnih stroških povečal s 50,3% na 52,1%. Značilno je, da se v obdobjih racionalizacij poslovanja bank poveča pomen stroškov dela, saj so ti zakonsko opredeljeni in banke pri njihovem uravnavanju nimajo veliko možnosti prilagajanja. Po drugi strani se poskusi zmanjševanja

²⁹ Povečanje neto finančnih poslov v letu 2004 za 10,8 mrd SIT na 30,3 mrd SIT je posledica večjega zmanjšanja odhodkov kot prihodkov. Odhodki iz finančnih poslov so bili v letu 2004 glede na leto prej nižji za 30% oziroma 58,4 mrd SIT, medtem ko prihodki za 22% oziroma 47,6 mrd SIT. Neto učinek je bil pozitiven, tako da se je delež neto finančnih poslov v strukturi bruto dohodka povečal z 8,5% na 12,5%. Banke so v letu 2004 realizirale višje prihodke od prodanih delnic in iz kapitalskih naložb v odvisne finančne organizacije. Nižji kot v letu 2003 so bili odhodki pri trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti in negativne tečajne razlike. V strukturi neto prihodkov iz finančnih poslov ohranjajo najvišji delež prihodki iz trgovanja z vrednostnimi papirji, sledijo prihodki iz kapitalskih naložb ter prihodki iz trgovanja s tujo valuto.

³⁰ Obseg stroškov materiala in storitev je bil v letu 2004 nižji za 1%, stroškov amortizacije pa za -0,1%.

stroškov dela kratkoročno pokažejo v povečanju stroškov, saj se povečajo izdatki za odpravnine in odkup delovne dobe zaposlenim. Rast stroškov bruto plač v bankah je bila v letu 2004 za približno 1 odstotno točko nižja kakor rast stroškov dela. Njihov delež v strukturi stroškov dela se trendno zmanjšuje, tako so v letu 2004 predstavljali 69%, medtem ko še v letu 2000 skoraj 76% stroškov dela³¹.

Slika 5.11: Struktura porabe bruto dohodka bank, v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

Leta 2004 se je prvič po letu 1995 zgodilo, da banke z neto obrestnimi prihodki niso pokrivale operativnih stroškov. Z neto neobrestnimi prihodki so po drugi strani pokrivale že 67% operativnih stroškov, medtem ko še v letu 2000 le dobrih 40%.

Oblikovanje neto rezervacij

Banke v zadnjih letih povečujejo dobiček tudi na račun zmanjševanja deleža bruto dohodka, ki ga namenijo za neto rezervacije (v letu 2004 samo 16%). V zadnjih letih banke v prvi polovici leta ponavadi oblikujejo nekoliko manj rezervacij kakor v enakem obdobju prejšnjega leta. V letu 2004 se je obnašanje bank nekoliko spremenilo. Banke so skozi celotno leto oblikovale več rezervacij kakor v primerljivih obdobjih leta 2003, vendar so v januarju 2004 sprostile za 7 mrd SIT manj rezervacij kakor leto prej in v decembru oblikovale le za 4,9 mrd SIT rezervacij, vsaj dvakrat manj kakor v preteklih letih. Banke so v letu 2004 tako oblikovale za 38,8 mrd SIT neto rezervacij, le za 0,7 mrd SIT več kakor v letu 2003, medtem ko se je obseg razvrščenih terjatev v enakem obdobju povečal za 17,7%.

Izbrani kazalci poslovanja bank

Donos na kapital ostaja v zadnjih letih stabilen na ravni 13%, enako velja tudi za donos na aktivo, ki se giblje na ravni 1,1%. Ob zniževanju obrestne marže ohranjajo banke enak donos predvsem s krepitvijo neto neobrestnih prihodkov. Neobrestna marža se sicer krepi, v letu 2004 za 0,12 odstotne točke, vendar počasneje, kakor se zmanjšuje obrestna marža. Ta je v letu 2004 upadla za 0,4 odstotne točke. Banke so tako za ohranitev donosov na ravneh prejšnjih let prisiljene racionalizirati stroške in povečevati obseg poslovanja. Delež stroškov v bruto dohodku se je v letu 2004 zmanjšal za 1,7 odstotne točke, na 60,8%. Tudi v letošnjem letu se trend izboljševanja stroškovne učinkovitosti še nadaljuje. Nenazadnje povečujejo banke dobičke tudi na račun manj oblikovanih rezervacij, ki zaostajajo za rastjo kreditov. Delež neto rezervacij v bilančni vsoti se je v letu 2004 zmanjšal za 0,1 odstotne točke, na 0,7%.

³¹ V prejšnjih letih se je na ta račun povečeval delež drugih stroškov delavcev po pogodbah o zaposlitvi, medtem ko so se v letu 2004 povečali predvsem stroški odpravnin in odkupa delovne dobe, katerih strukturni delež je bil ob koncu leta 3-krat večji kakor v letu 2003.

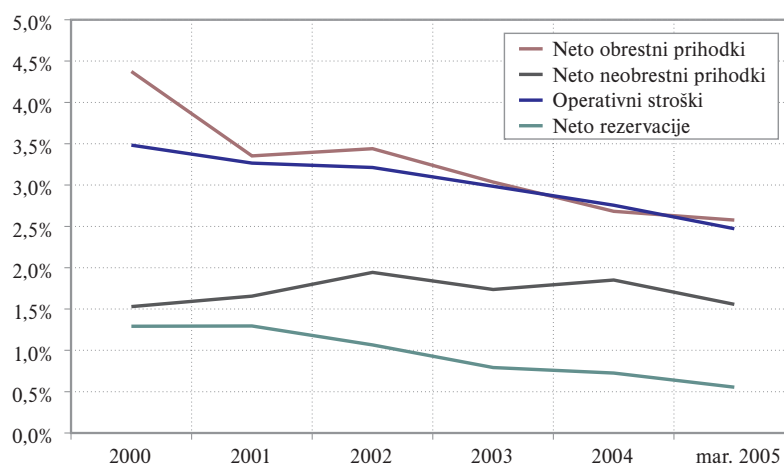
Tabela 5.12: Kazalci poslovanja bank

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	mar. 05
Donos na aktivo	0,82	1,14	0,45	1,11	1,00	1,05	1,08
Donos na kapital	7,8	11,4	4,8	13,3	12,5	13,3	14,1
Stroški v bruto dohodku	65,4	59,0	65,2	59,7	62,5	60,8	59,8
Obrestna marža	4,1	4,7	3,6	3,7	3,2	2,8	2,6
Neobrestna marža	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,9	1,6
Bruto dohodek na povprečno aktivo	5,4	5,9	5,0	5,4	4,8	4,6	4,1

Opomba: Obrestna marža je izračunana kot razmerje med neto obrestnimi prihodki in povprečno bruto obrestovano aktivo ter neobrestna marža kot razmerje med neto neobrestnimi prihodki in povprečno aktivo.

Vir: Banka Slovenije

Slika 5.12: Gibanje neto obrestnih in neobrestnih prihodkov, operativnih stroškov in neto rezervacij (v odstotkih povprečne aktive)



Vir: Banka Slovenije

5.4 Kreditno tveganje

Ocene kažejo, da je bilo kreditno tveganje v bančnem sektorju v preteklem letu relativno nizko oziroma je imelo ugoden trend zmanjševanja. Ob tem je treba opozoriti, da je obnašanje bank prociklično, kar pomeni, da bi poslabšanje razmer v gospodarstvu lahko imelo negativne posledice za kvaliteto portfelja in donosnost bank.

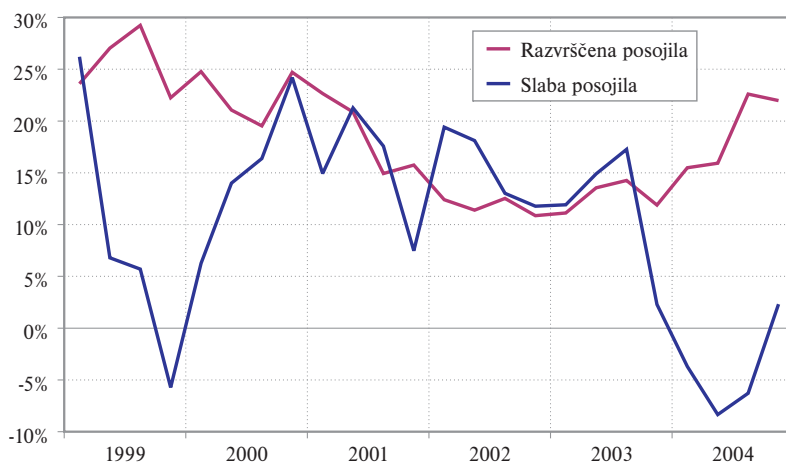
Prociklično obnašanje bank

Dogajanje v bančnem sektorju kaže na prociklično obnašanje bank. V času konjunktore, gospodarska rast je bila v letu 2004 s 4,6% najvišja v zadnjih petih letih, se poslovni rezultati podjetij izboljšajo, prav tako njihova likvidnost. Gospodarska klima postane bolj optimistična. Banke razvrščajo komitente in oblikujejo rezervacije predvsem na podlagi trenutnih razmer, s čimer se podcenjuje odvisnost prihodnjih denarnih tokov komitenta od sprememb v makroekonomskem okolju.

Na visoko kreditno aktivnost bank v konjunktornih razmerah ugodno vpliva tudi dejstvo, da se z zniževanjem ocenjenih kreditnih tveganj zmanjša potreba po oblikovanih rezervacijah, kar izboljšuje dobičke bank in odpira dodaten prostor za hitrejšo rast kreditov. Rezervacije so dosegale v letu 2004 najnižje stopnje rasti v celotnem opazovanem obdobju. Tako je v juniju medletna rast rezervacij znašala

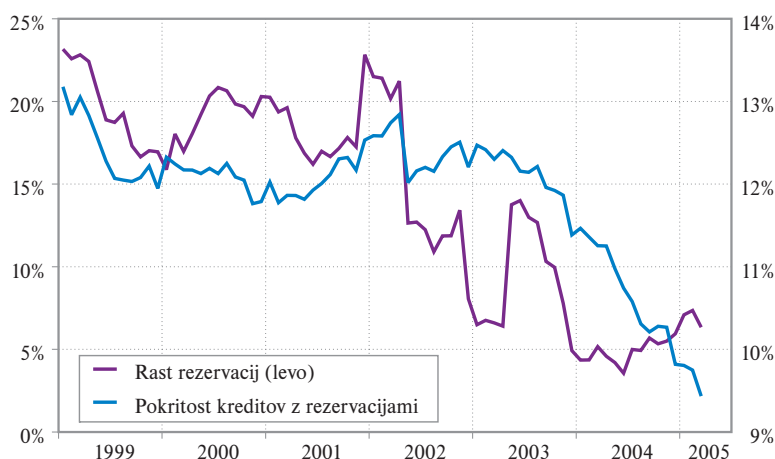
samo 3,6%. Ob koncu leta je bila rast nekoliko višja, 5,9-odstotna, vendar precej nižja kakor rasti kreditov. To kaže na določeno kreditno tveganje, ki se lahko realizira ob poslabšanju razmer v gospodarstvu.

Slika 5.13: Medletne stopnje rasti razvrščenih in slabih posojil



Vir: Banka Slovenije

Slika 5.14: Medletne stopnje rasti rezervacij in pokritost kreditov z rezervacijami



Vir: Banka Slovenije

Težave se pri procikličnem obnašanju bank pokažejo v obdobju gospodarskega zastoja. Poslabševanje pogojev poslovanja zmanjšuje plačilno sposobnost komitentov bank. Kreditno tveganje se poveča in banke posledično povečajo oblikovane rezervacije. Iz obdobja konjunktore prinesejo tudi povečan obseg kreditov, del katerih je bil sklenjen tudi pod ugodnejšimi pogoji, kakor bi jih bile banke pripravljene sprejeti v bolj zaostrenih razmerah. Ko se razmere poslabšajo, se poveča tveganost sklenjenih poslov iz obdobja konjunktore, zahteve po oblikovanih rezervacijah se povečajo, medtem ko se premija nad referenčno obrestno mero za že sklenjene posle praviloma ne spreminja³².

³² Povečan obseg rezervacij zmanjšuje dobičke bank. Te se odzovejo z manjšo ponudbo kreditov in to prav v obdobju, ko bi podjetja za premostitev slabših razmer v gospodarskem okolju potrebovala dodatna finančna sredstva. Banke lahko tako s premajhnimi rezervami iz preteklih obdobj, namesto da bi slabše razmere v gospodarstvu ublažile, situacijo še dodatno zaostrijo, to je še posebno problematično v ekonomijah s slabo razvitimi kapitalskimi trgi, kjer je gospodarstvo odvisno predvsem od bančnih virov financiranja.

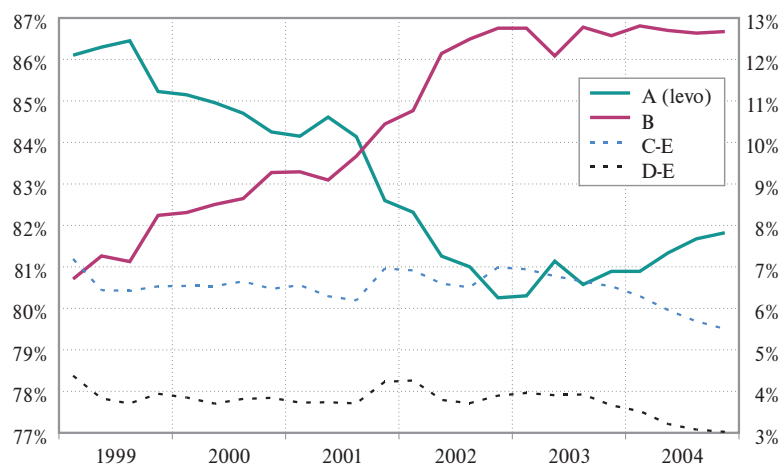
Banka Slovenije je imela namen ublažiti procikličnost delovanja bank z uvedbo dinamičnih rezervacij. Sistem dinamičnih rezervacij uvaja ocenjevanje pričakovanih izgub že ob sklenitvi kreditnega razmerja na podlagi ex ante statistično ocenjenih latentnih tveganj iz preteklih gospodarskih ciklov. Vendar zaradi doslednega uvajanja mednarodnih računovodskih standardov, ki temeljijo na konceptu realiziranih izgub, v slovensko bančno prakso koncept dinamičnih rezervacij ni bil implementiran.

5.4.1 Kvaliteta portfelja ter oblikovanje posebnih rezervacij

Celoten obseg razvrščenih terjatev se je v letu 2004 povečal za 17,7%, na 4895,4 mrd SIT. Najbolj se je v strukturi celotnega portfelja v letu 2004 povečal delež terjatev, razvrščenih v razred A, za 0,8 odstotne točke, na 81,7%.

Povečevanje deleža terjatev razvrščenih v bonitetno skupino A je potekalo predvsem na račun zniževanja deleža najbolj tveganjih terjatev. Medtem ko je bila do sredine leta 2003 značilna predvsem substitucija med bonitetnima skupinama A in B, se je v letu 2004 obnašanje bank spremenilo. Delež terjatev, razvrščenih v razred B, je ostal bolj ali manj nespremenjen na ravni 12,7%. Do sprememb v strukturi razvrščenih terjatev je prihajalo predvsem med bonitetnim razredom A in nižjimi bonitetnimi razredi od C do E. Obseg terjatev, razvrščenih v bonitetni skupini D in E, se je glede na leto 2003 zmanjšal tudi nominalno, najbolj obseg terjatev, razvrščenih v razred E, za 3,4%, na 79,1 mrd SIT, in za 1,2% terjatve, razvrščene v razred D, na 69,6 mrd SIT³³.

Slika 5.15: Delež terjatev, razvrščenih v skupino A in B, skupine C-E in v skupini D-E (slabe terjatve), v vseh razvrščenih terjatvah³⁴



Vir: Banka Slovenije

Obseg posebnih rezervacij (popravki vrednosti posojil in rezervacije za A komitente) ni sledil hitri rasti razvrščene aktive. Posebne rezervacije so se v letu 2004 povečale le za 4,3%, na 255,5 mrd SIT, s tem se je pokritost razvrščene aktive s posebnimi rezervacijami zmanjšala za 0,7 odstotne točke, na 5,2%. Banke znižujejo pokritost razvrščene aktive s posebnimi rezervacijami proti najmanjšemu obsegu, predpisanemu s sklepom. Ta je z 10,2-odstotno pokritostjo pri razredu B skoraj že dosežen, zato se

³³ V članku o stres testih, objavljenem v drugem delu poročila, je ugotovljeno, da je dejanski delež razvrščenih terjatev v bolj tvegane bonitetne razrede nižji, kakor bi ga pričakovali glede na rezultate internega modela Banke Slovenije.

³⁴ V skladu z nacionalno regulativo se razvrščajo bilančne in zunajbilančne terjatve. Vrednostni papirji in naložbe v kapital se ne razvrščajo.

pokritost zmanjšuje zlasti pri razredih C in D, v letu 2004 v bonitetni skupini D za 0,6 odstotne točke, na 57,5%, in v skupini C za 0,3 odstotne točke, na 26,7%³⁵.

Tabela 5.13: Razvrstitev bilančne in zunajbilančne aktive bank in posebne rezervacije

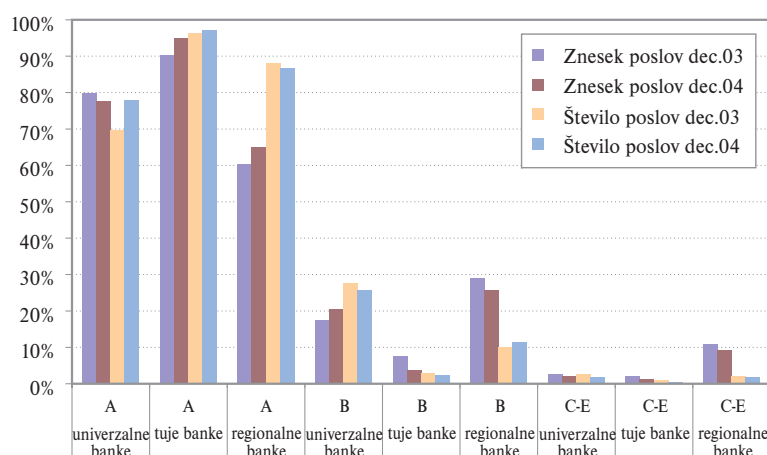
	31.12.2003			31.12.2004		
	Razvrščene terjatve	Posebne rezervacije	Pokritost terjatev z rezervacijami	Razvrščene terjatve	Posebne rezervacije	Pokritost terjatev z rezervacijami
Skupaj v mrd SIT	4.158,5	244,9	5,9%	4.895,4	255,5	5,2%
A	80,9%	14,8%	1,1%	81,7%	15,9%	1,0%
B	12,6%	21,9%	10,2%	12,7%	24,8%	10,2%
C	2,9%	13,2%	27,1%	2,5%	12,7%	26,7%
D	1,7%	16,7%	58,1%	1,4%	15,7%	57,5%
E	2,0%	33,4%	100%	1,6%	30,9%	100%

Vir: Banka Slovenije

Povečevanju deleža razvrščenih terjatev v skupino A je precej prispevala hitra rast kreditov nebančnemu sektorju, saj so novi posli večinoma razvrščeni v razred A. Ob tem so bile banke v letu 2004 pri ocenjevanju tveganosti novo sklenjenih poslov tudi bolj optimistične. Delež novo odobrenih posojil, razvrščenih v skupino A, se je pri osmih največjih bankah v letu 2004 povečal za 0,9 odstotne točke, medtem ko so se deleži novih posojil, razvrščenih v vsako od skupin B do E, zmanjšali. Razloge za bolj optimistično ocenjevanje tveganosti novo sklenjenih poslov lahko najdemo v ugodnih makroekonomskih okoliščinah, zniževanju inflacijske stopnje in visoki gospodarski rasti.

V obnašanju osmih največjih bank pri razvrščanju terjatev so opazne razlike. Banke v večinski tuji lasti razvrstijo 95% novih posojil v skupino A, v skupine od C do E le 1,5% novih posojil. Upošteva le število poslov in ne tudi njihovih zneskov, je odstotek razvrstitve v skupino A še nekoliko višji, kar pomeni, da banke tudi majhna posojila razvrščajo večinoma v bonitetni razred A.

Slika 5.16: Delež novih posojil, razvrščenih v bonitetne razrede A, B in C-E, po posameznih skupinah bank v vseh razvrščenih posojilih bank osmih največjih bank, 12-mesečna povprečja, tehtano z zneskom posojila oziroma ob upoštevanju zgolj števila posojil in ne tudi zneskov posojila



Vir: Banka Slovenije

³⁵ Na podlagi Sklepa Banke Slovenije o razvrstitvi aktivnih bilančnih in zunajbilančnih postavk bank in hranilnic morajo banke oblikovati posebne rezervacije v višini ugotovljenih potencialnih izgub, to je v povprečju najmanj 10% za terjatve, razvrščene v skupino B, 25% za C in 50% za skupino D.

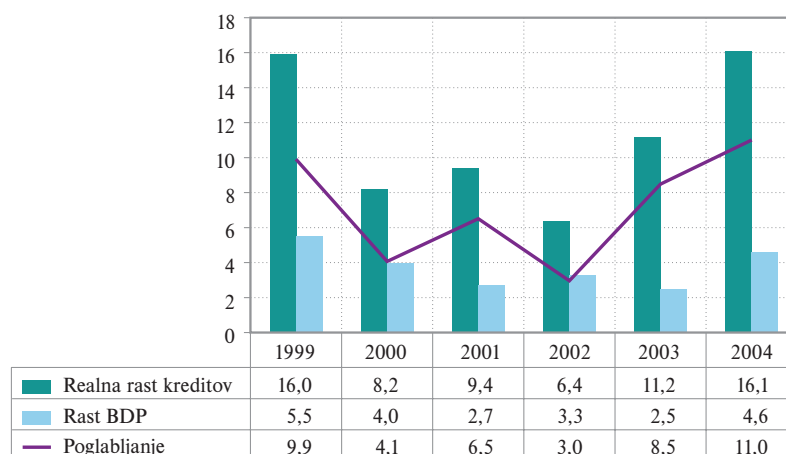
Po drugi strani so začele velike univerzalne banke³⁶, tudi pod pritiskom konkurence, ocenjevati majhna posojila kot manj tvegana. Merjeno po številu poslov uvrstijo velike univerzalne banke najmanjši delež novih posojil v bonitetno skupino A, vendar se delež zelo hitro povečuje, v enem letu za 8 odstotnih točk. Do velikih komitentov so imele velike banke večino opazovanega obdobja drugačen odnos in so jih ocenjevale kot manj tvegane v primerjavi z manjšimi komitenti.

Prav nasprotno velja za regionalne banke, ki so izrazito vezane na sklepanje poslov s komitenti posamezne regije. Te banke razvrstijo v povprečju 87% novih posojil v skupino A. Tehtano z velikostjo posojila pa razvrsti ta skupina bank daleč največji delež novih posojil v nižje bonitetne razrede.

5.4.2 Kreditna rast

Po obdobju 2000-2002, ko poglobljanje kreditnega trga ni bilo tako intenzivno, se je rast kreditov v letu 2003 in še bolj v letu 2004 spet zvišala. Ob zelo visoki gospodarski rasti so dosegali krediti nebančnega sektorja 16-odstotno realno rast. Poglobljanje, ki je merjeno kot rast realnega obsega kreditov v BDP, je bilo v letu 2004 11-odstotno. Potem ko so krediti podjetjem dosegali visoke rasti že v letu 2003, so se v lanskem letu močno povečali krediti gospodinjstvom. Njihove stopnje rasti so z 21,4% sicer zaostajale za rastmi v obdobju uvajanja DDV, vendar potrošni cikel gospodinjstva še naprej ohranja svojo periodo štirih do petih let.

Slika 5.17: Realna rast kreditov nebančnega sektorja, rast bruto družbenega proizvoda in poglobljanje trga kreditov nebančnega sektorja, v odstotkih

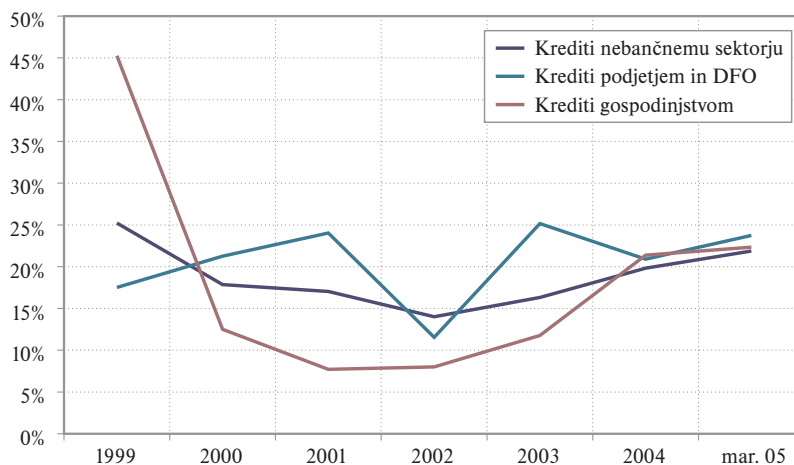


Vir: Banka Slovenije

Gospodarsko oživljanje in nadaljevanje procesa nominalne konvergence slovenskih obrestnih mer na raven obrestnih mer v EU je povečalo povpraševanje po kreditih. Rast posojil nebančnemu sektorju je bila tako ob koncu leta 2004 19,8-odstotna, za 3,5 odstotnih točk višja kakor leto prej. V prvih mesecih letošnjega leta se rast še dodatno krepi. Močni konkurenčni pritiski v bančnem sektorju so spodbuda bankam, da ponudbo kreditov še bolj prilagodijo potrebam svojih strank z iskanjem še neizkoriščenih tržnih niš. Banke so tako v letu 2004 prvič na vseh segmentih kreditnega trga dosegle približno enake rasti.

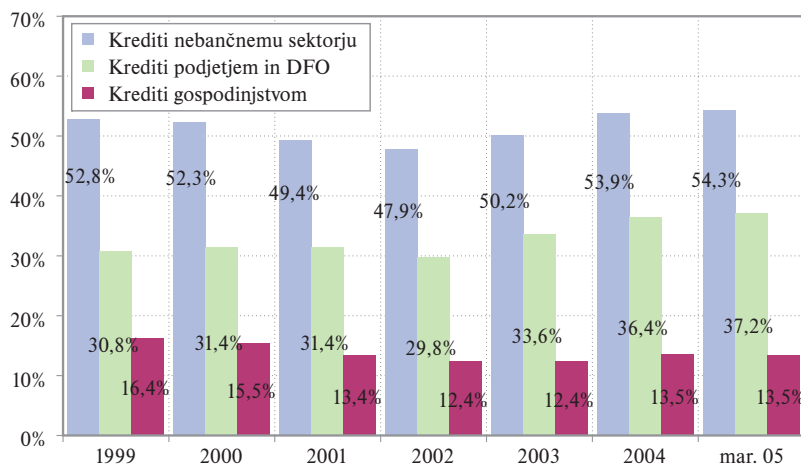
³⁶ Med velikimi bankami so kot univerzalne v tem primeru označene banke s prevladujočim delovanjem na celotnem območju Slovenije in širokim spektrom produktov in storitev.

Slika 5.18: Medletne stopnje rasti kreditov nebančnemu sektorju, nefinančnim družbam in drugim finančnim organizacijam ter gospodinjstvom, v odstotkih



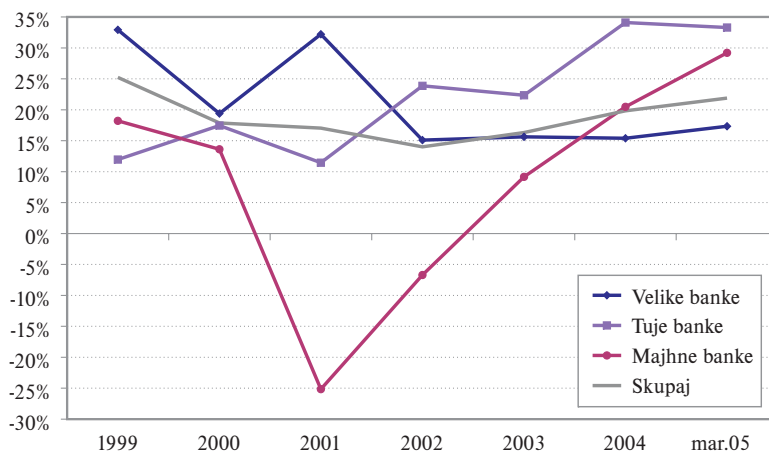
Vir: Banka Slovenije

Slika 5.19: Krediti nebančnemu sektorju, nefinančnim družbam in drugim finančnim organizacijam ter gospodinjstvom, v odstotkih od bilančne vsote



Vir: Banka Slovenije

Slika 5.20: Medletne stopnje rasti kreditov nebančnemu sektorju po skupinah bank



Vir: Banka Slovenije

Delež kreditov nebančnemu sektorju se še naprej povečuje, saj prihaja do prestrukturiranja bančnih bilanc. Povečuje se delež kreditov na račun vrednostnih papirjev. Med krediti raste zlasti delež kreditov podjetjem in nedenarnim finančnim posrednikom (DFO). V letu 2004 so tako krediti nebančnega sektorja predstavljali 54% bilančne vsote bank, krediti podjetjem in DFO pa 36,4%.

V času močnega kreditnega povpraševanja v letu 1999 so visoko rast kreditov nebančnemu sektorju dosegale predvsem velike banke. Več kakor 30-odstotno rast so velike banke dosegle še v letu 2001 zaradi konsolidacije znotraj največje bančne skupine. Po letu 2002 pa tuje banke prehitujejo velike banke po rasti kreditov nebančnemu sektorju. Še posebno izstopa leto 2004, ko so tuje banke s 34,1%, v primerjavi z velikimi bankami (15,4%), dosegle več kakor dvakrat višjo rast kreditov nebančnemu sektorju.

5.4.3 Velika izpostavljenost

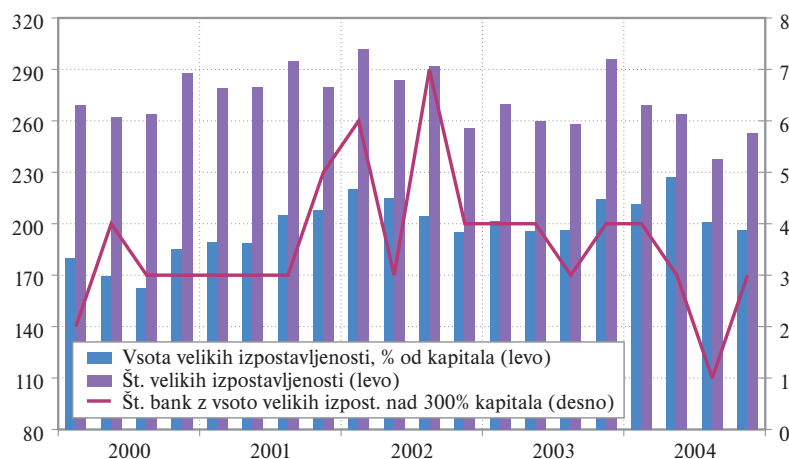
V letu 2004 je prišlo do izrazitega zniževanja števila velikih izpostavljenosti³⁷. V decembru so imele banke 253 velikih izpostavljenosti, kar je 14,5% manj kakor ob koncu leta 2003. Koncentracija velikih izpostavljenosti se je gibala v podobnih okvirih kakor v preteklih letih. Pri treh bankah je vsota velikih izpostavljenosti presegala 300% kapitala. Delež vsote vseh velikih izpostavljenosti v kapitalu celotnega bančnega sektorja se je v letu 2004 znižal za 18 odstotnih točk, na 196%, vendar je na ravni povprečja zadnjih petih let. Trend zniževanja velike izpostavljenosti bank pa se umirja.

Tabela 5.14: Izpostavljenost bank glede na obseg kapitala

	2000	2001	2002	2003	2004	2000 - 2004		
						min	max	povprečje
Vsota velikih izpostavljenosti na kapital (v %)	185	208	195	214	196	162	227	198
Število velikih izpostavljenosti	288	280	256	296	253	238	302	273
Št. bank z vsoto velikih izpostavljenosti nad 300% kapitala	3	5	4	4	3	1	7	3,6

Vir: Banka Slovenije

Slika 5.21: Gibanje vsote velikih izpostavljenosti bančnega sistema

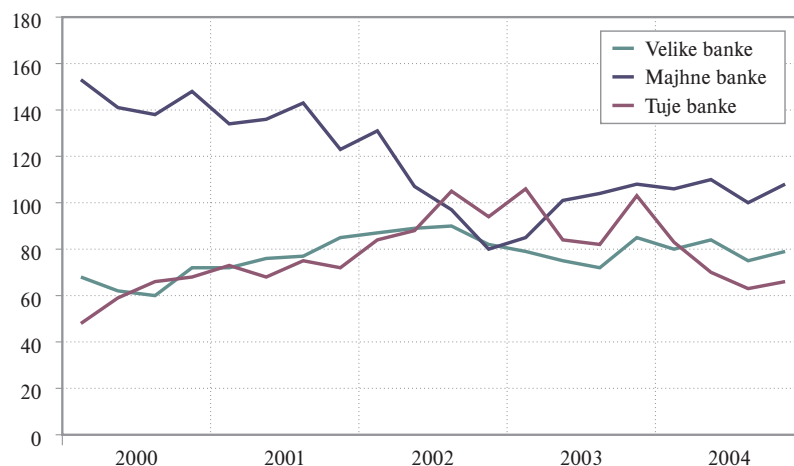


Vir: Banka Slovenije

³⁷ Velika izpostavljenost je izpostavljenost banke do posamezne osebe, ki dosega vsaj 10% kapitala banke. V izpostavljenost banke do posamezne osebe se štejejo aktivne bilančne in klasične zunajbilančne postavke, vključujoč posebne postavke izvedenih finančnih instrumentov.

V tretjem četrtletju leta 2004 se je število velikih izpostavljenosti zmanjšalo v vseh skupinah bank, v celotnem letu pa daleč najbolj v skupini tujih bank (86% celotnega znižanja števila velikih izpostavljenosti v letu 2004). Glavni razlogi za zniževanje števila velikih izpostavljenosti so dokapitalizacije bank in izdaje hibridnih instrumentov, ki jih je izvedlo precejšnje število bank. Tudi v letu 2005 še pričakujemo dokapitalizacije in nove izdaje hibridnih instrumentov, vendar ni nujno, da se bo zniževanje števila velikih izpostavljenosti nadaljevalo, saj je kreditna aktivnosti bank še visoka.

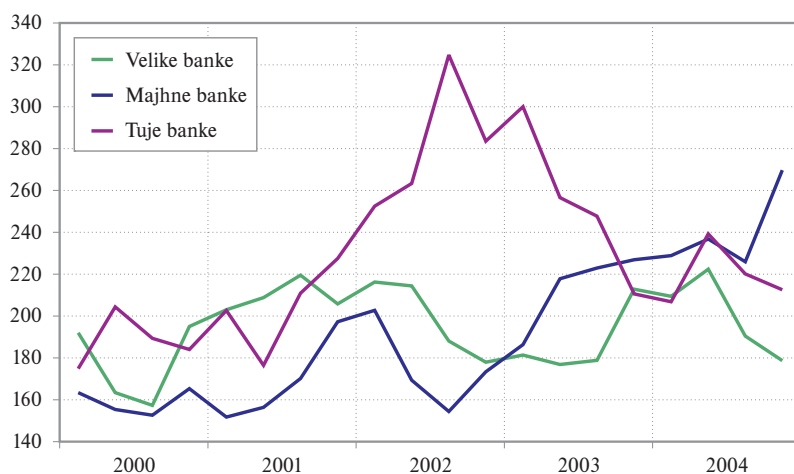
Slika 5.22: Število velikih izpostavljenosti po posameznih skupinah bank



Vir: Banka Slovenije

Največ velikih izpostavljenosti zasledimo pri skupini majhnih bank, kar je razumljivo glede na manjši obseg njihovega kapitala. Izjema je bilo le obdobje od sredine leta 2002 do začetka 2003, ko so tuje banke prvič agresivno nastopile na slovenskem trgu in smo bili priča njihovi veliki kreditni aktivnosti, ko so se osredotočile predvsem na velike in kvalitetne komitente, predvsem podjetja. To se je odražalo tudi v precejšnjem povečanju števila velikih izpostavljenosti, vsota katerih je sredi leta 2002 presegala 320% njihovega kapitala, še leto prej je znašala le 180% kapitala. Do sredine leta 2004 so vse tuje banke povečale kapital za izračun kapitalske ustreznosti, ki se upošteva tudi v izračunu velike izpostavljenosti. Tako so si odprle dodatne možnosti za nadaljnjo rast in povečevanje tržnih deležev. Močna kreditna aktivnost tujih bank v letu 2004 je tako zaustavila trend padanja deleža vsote velikih izpostavljenosti v kapitalu tujih bank.

Slika 5.23: Delež vsote velikih izpostavljenosti v kapitalu bank, v odstotkih



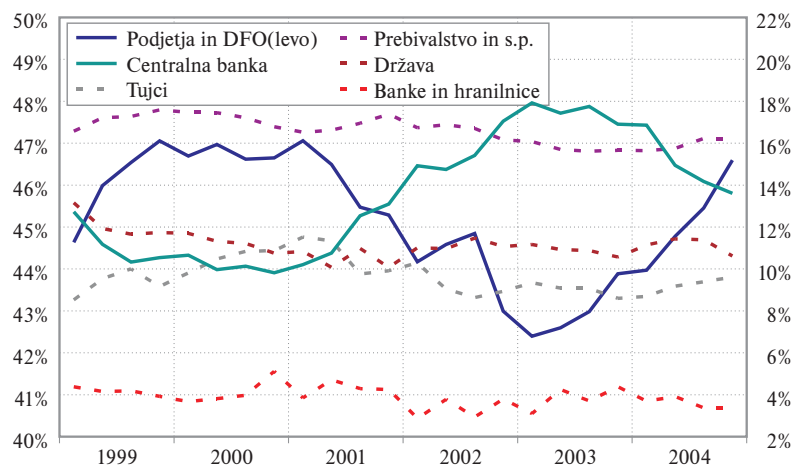
Vir: Banka Slovenije

5.4.4 Razpršenost portfelja

Največji delež izpostavljenosti bank je vezan na izpostavljenost do podjetij in drugih finančnih organizacij (DFO)³⁸, 46,6% v letu 2004. Delež podjetij v celotni izpostavljenosti se je lani še povečeval in se približeval ravnam iz konca leta 1999, ko je uvedba DDV in vlaganja v infrastrukturo spodbudila nov investicijski cikel. Podobno dinamiko, čeprav manj izrazito, je opaziti tudi pri prebivalstvu.

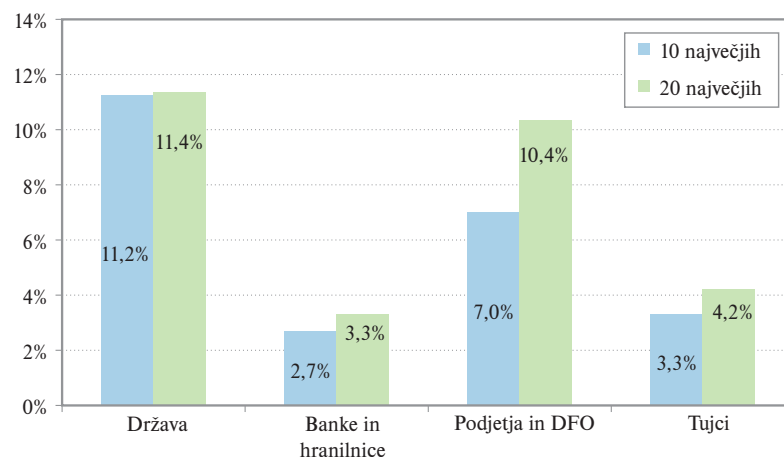
Izpostavljenost bank do podjetij se povečuje predvsem z zmanjševanjem izpostavljenosti bank do centralne banke, medtem ko je bil v obdobjih manjšega kreditnega povpraševanja nebančnega sektorja, v letih 2001–2002, opazen nasproten proces in so banke presežna sredstva intenzivneje nalagale v instrumente centralne banke³⁹.

Slika 5.24: Delež izpostavljenosti bank do posameznih segmentov v celotni izpostavljenosti



Vir: Banka Slovenije

Slika 5.25: Delež 10 oziroma 20 največjih izpostavljenosti bank do subjektov posameznega segmenta v celotni izpostavljenosti bank, december 2004



Vir: Banka Slovenije

³⁸ Upoštevana je celotna izpostavljenost, bilančna in tudi zunajbilančna.

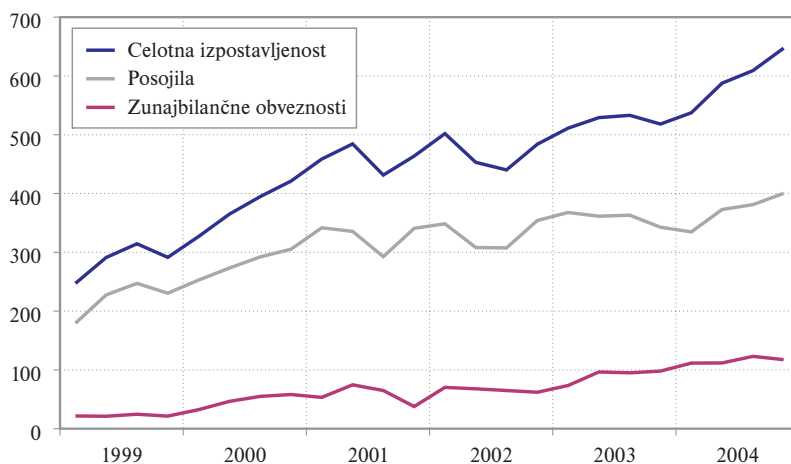
³⁹ Ob tem je treba upoštevati tudi večje potrebe po sterilizaciji zaradi velikih kapitalskih pritokov in uvedbe evrogotovine v članicah EMU.

Med deset največjih izpostavljenosti bank se uvrščajo izpostavljenosti do centralne banke, štirih državnih institucij, treh podjetij ter do ene domače in tuje banke. Koncentracija je največja pri izpostavljenosti bank do državnih institucij, najmanjša pa pri izpostavljenosti do podjetij⁴⁰.

Največje izpostavljenosti bank do podjetij niso tudi izpostavljenosti do največjih podjetij. Med desetimi podjetji, do katerih so banke najbolj izpostavljene, so le tri podjetja, ki tudi po velikosti bilančne vsote spadajo med deset največjih podjetij. Bolj kakor velikost podjetja opredeljuje izpostavljenost podjetij do bank panoga, iz katere izhajajo. Banke so najbolj izpostavljene do štirih panog: trgovina, gradbeništvo, poslovne dejavnosti (holdingi) in predelovalne dejavnosti.

Največje izpostavljenosti do tujcev predstavljajo izpostavljenosti do tujih bank. Med desetimi največjimi izpostavljenostmi domačih bank do tujih oseb le tri niso do bank. Dvajset največjih izpostavljenosti do tujcev (med njimi je sedem nebančnih subjektov) predstavlja 45% celotne izpostavljenosti domačih bank do tujcev. Izpostavljenost bank do tujcev se je pospešeno povečevala od leta 2000 do sredine 2001, nihala do konca leta 2003 na ravni okoli 500 mrd SIT, medtem ko je v letu 2004 dosegala ponovno višje stopnje rasti in znašala ob koncu leta 647 mrd SIT, 25% več kakor v letu 2003.

Slika 5.26: Izpostavljenost bank do tujcev, v mrd SIT



Vir: Banka Slovenije

Tabela 5.15: Izpostavljenost bančnega sektorja do posameznih skupin držav v mio SIT

	2001		2002		2003		2004	
	Znesek	Delež v %	Znesek	Delež v %	Znesek	Delež v %	Znesek	Delež v %
EU 15	338.903	73,1	369.721	76,4	350.114	67,6	423.564	65,5
EFTA	26.387	5,7	25.586	5,3	30.927	6,0	28.149	4,4
Bivše jug. republike	24.509	5,3	37.748	7,8	65.930	12,7	99.517	15,4
CEFTA	5.379	1,2	9.549	2,0	12.292	2,4	23.849	3,7
Ostalo	68.302	14,7	41.407	8,6	58.872	11,4	72.084	11,1
Skupaj	463.480	100,0	484.011	100,0	518.135	100,0	647.163	100,0

Vir: Banka Slovenije

Obe obdobji hitre rasti sta povezani z agresivnejšim nastopom tujih bank na slovenskem trgu. Dogajanje v zadnjih dveh letih pa je povezano tudi z intenzivnejšim nastopom domačih bank na tujih

⁴⁰ Koncentracijo ponazarja razlika med deležema prvih 10 oziroma 20 izpostavljenosti po posameznih segmentih (pri državnih institucijah je razlika 0,2 odstotne točke, pri podjetjih in DFO 3,4 odstotne točke). Za prebivalstvo individualni podatki niso na razpolago.

trgih, predvsem na območju nekdanje Jugoslavije in povečevanjem izpostavljenosti do tega območja. V letu 2004 se je izpostavljenost do območja nekdanje Jugoslavije povečala za 51%. S povečevanjem sodelovanja domačih podjetij s podjetji držav CEFTE pa se povečuje tudi izpostavljenost bank do tega območja. Delež izpostavljenosti do držav CEFTE v celotni izpostavljenosti do tujine je še relativno majhen, vendar se je samo v letu 2004 povečal za 94%.

Struktura posojil po panogah oziroma segmentih komitentov

Slovenske banke imajo največjo kreditno izpostavljenost do panog, katerih proizvodi so potrošne ciklične dobrine⁴¹. Velik je tudi delež posojil prebivalstvu, komitentom s področja financ in podjetjem iz panoge naravnih virov, industrije in gradbeništva. Podatki o strukturi posojil po panogah opozarjajo, da banke velik delež kreditne izpostavljenosti izkazujejo do panog, ki so izrazito ciklične, kar povečuje občutljivost bank za kreditno tveganje glede na fazo gospodarskega cikla.

Tabela 5.16: Struktura stanja bančnih posojil po panogah

	% v vseh posojilih				Kvaliteta posojil*		
	Slovenija			EU	Slovenija		
	2002	2003	2004	2002	2002	2003	2004
Potrošne ciklične dobrine	25,3	26,9	25,9	27,1**	8,2	8,2	6,8
Finance	18,6	16,1	18,1	33,9	2,0	1,6	1,6
Naravni viri, industrija in gradbeništvo	12,7	13,5	13,8	11,4	8,6	8,5	7,0
Potrošne neciklične dobrine	7,7	8,5	8,6	10,4	6,7	6,2	6,2
Tehnologija, mediji in telekomunikacije	3,4	3,2	3,1	3,0	6,1	7,0	5,7
Proizvodnja investicijskih dobrin	2,6	2,9	3,0	4,5	5,1	3,5	3,5
Energetika	3,0	2,5	1,9	2,5	4,4	3,6	2,2
Tujci	2,5	3,1	3,6		25,1	15,9	12,7
Prebivalstvo	18,8	18,6	18,5		5,3	4,6	3,9
Podjetniki	0,2	0,3	0,2		26,8	24,2	15,6
Ostalo	5,2	4,3	3,2	7,2***	1,1	0,9	0,8
Skupaj	100,0	100,0	100,0	100,0	6,3	6,0	5,1

Opombe: *kvaliteta posojil = posebne rezervacije/posojila,

**vključeni podjetniki in prebivalstvo,

***vključeni tujci.

Vir: Banka Slovenije

Vse skupine bank sledijo zelo podobnemu vzorcu strukture kreditov po panogah. Nekoliko odstopajo tuje banke, ki imajo v primerjavi z velikimi in majhnimi bankami precej večji delež posojil razvrščen v kategorijo ostalo. Zato imajo tuje banke v primerjavi z velikimi bankami nekoliko nižje deleže kreditne izpostavljenosti do panog potrošnih cikličnih in necikličnih dobrin ter naravnih virov, industrije in gradbeništva.

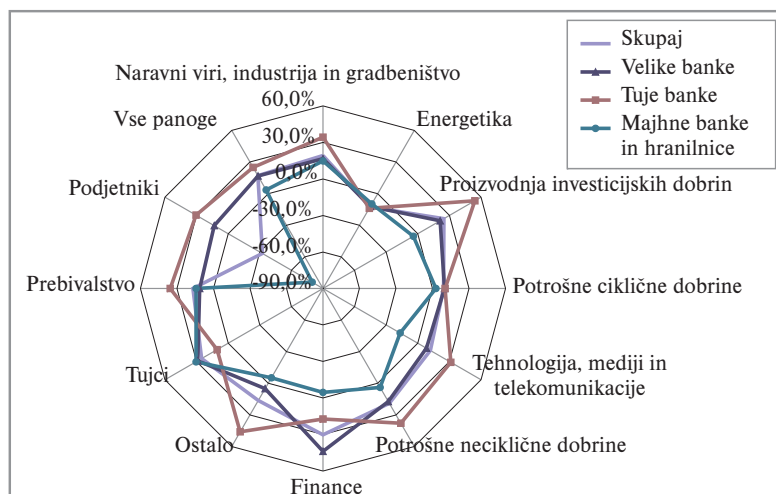
V stopnjah rasti posojil po panogah obstajajo precejšnje razlike med bankami. Najvišje rasti dosegajo tuje banke na vseh segmentih, razen tujcev in družb s področja financ. Velike banke dosegajo nadpovprečne rasti na segmentu financ. Majhne banke in hranilnice po stopnjah rasti precej zaostajajo za drugimi skupinami bank, še posebno na segmentu podjetnikov, kjer so v letu 2004 močno zmanjšale obseg posojil. Razlogi so v prenehanju delovanja nekaterih hranilnic in HKS oziroma pridružitvi DBS in likvidaciji banke SIB.

Banke namenijo najmanjši delež posojil podjetnikom, vendar zanje oblikujejo največ posebnih rezervacij, podobno velja tudi za segment tujcev. Čeprav so banke v vseh panogah in skupinah komitentov v letu

⁴¹ Med panoge potrošnih cikličnih dobrin spadajo npr. avtomobilska industrija, turizem in prosti čas, transport, medtem ko spadajo med panoge potrošnih necikličnih dobrin npr. prehrabna industrija in zdravstvo.

2004 oblikovale manj posebnih rezervacij glede na obseg posojil kakor v letu 2003, je prav na segmentu podjetnikov in tujcev ta upad daleč največji.

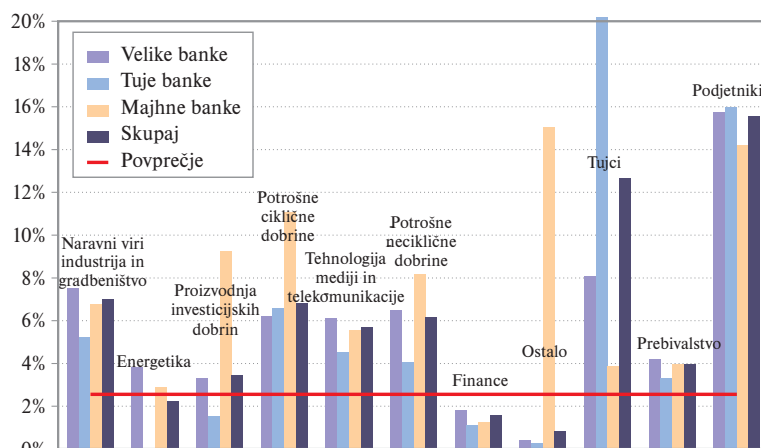
Slika 5.27: Stopnje rasti posojil po panogah in skupinah bank za leto 2004



Vir: Banka Slovenije

Obnašanje bank pri oblikovanju posebnih rezervacij se precej razlikuje. Banke so v letu 2004 v povprečju oblikovale posebne rezervacije v višini 5,1% obsega posojil, največ majhne banke v višini 6,2% zneska posojil, najmanj pa tuje banke v višini 4,6% posojil. Kot najbolj tvegano ocenjujejo banke kreditiranje podjetnikov in so pri tem tudi zelo enotne. Vendar majhne banke kljub temu za podjetnike oblikujejo manj posebnih rezervacij kakor druge skupine bank. Podobno velja tudi za kreditiranje tujcev, ki ga kot najbolj tvegano segment ocenjujejo tuje banke in zanj oblikujejo posebne rezervacije v višini 36% posojil. Na drugi strani majhne banke oblikujejo precej več rezervacij za podjetja iz panog, ki jih velike in tuje banke ocenjujejo kot manj tvegane. Razlike so največje pri panogah proizvodnje investicijskih dobrin ter potrošnih cikličnih in necikličnih dobrin. Banke enotno ocenjujejo kot najmanj tvegane finančne družbe, podjetja v panogi energetika ter prebivalstvo.

Slika 5.28: Razmerje med oblikovanimi posebnimi rezervacijami in obsegom posojil po panogah in posameznih skupinah bank za leto 2004



Vir: Banka Slovenije

5.4.5 Zavarovanja novih posojil

V letu 2004 je osem največjih bank odobrilo 1781 mrd SIT novih posojil. Pri večini novih posojil (54%) je uporabljena zastava menic, vendar gre v velikem delu za lastne menice, kar pomeni, da opravljajo menice bolj kot funkcijo zavarovanja funkcijo plačilnega instrumenta. Tudi zato se pomen menic zmanjšuje in povečuje delež novih posojil brez zavarovanj. Nominalno se je obseg takih posojil v letu 2004 podvojil, v strukturi vseh novo najetih posojil pa se je njihov delež povečal za 3,3 odstotne točke glede na leto 2003⁴². Večina novih posojil tako ni zavarovanih in delež takih posojil se povečuje. V letu 2004 je bilo nezavarovanih posojil (vključno z menicami) 63,4%, za 0,9 odstotne točke več kakor v letu 2003.

Ti podatki bi lahko bili opozorilo na ugodnejše kriterije ocenjevanja kreditnih tveganj pri odobravanju novih posojil in s tem nižjih stroškov odobritve posojila. Čeprav večji delež nezavarovanih posojil pri posamezni banki ne pomeni nujno, da banka prevzema večje tveganje, če ta izbira kvalitetnejše, manj tvegane komitente in pri tem njihovo boniteto dolgoročno vzdržno ocenjuje.

Tabela 5.17: Struktura novih posojil glede na vrsto zavarovanja osmih največjih bank, v odstotkih

	Struktura v %			Rast 2004/2003 v %		
	2003	2004	jan.-feb. 2005	vsa zavarovanja	eno zavarovanje	več zavarovanj
Nezavarovano	6,3	9,6	6,8	99,6	99,6	
Nezavarovano - zastava menic	56,2	53,8	53,3	25,5	17,9	52,1
Zastava blagajniških zapisov	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zastava obveznic	0,2	0,0	0,1	-68,4	-94,6	23,7
Zastava delnic	2,3	1,7	3,7	-1,8	-33,6	5,7
Zastava drugih VP	1,1	1,7	3,8	94,6	36,9	325,2
Zastava premičnin	2,8	3,4	2,6	57,2	16,0	103,7
Zastava nepremičnin	12,7	10,4	13,7	7,3	-12,4	44,6
Nepreklicne brezpogojne garancije	0,8	0,9	0,0	0,0	0,0	-7,3
Nepreklicne brezpogojne garancije na prvi poziv	0,2	0,1	0,0	9,2	25,8	-15,6
Ostale garancije	0,2	0,1	0,0	-48,7	-82,1	21,4
Z bančnimi vlogami, potrdili o vlogah	2,1	1,5	1,0	-7,4	-28,4	57,1
Pri zavarovalnici	2,8	2,6	2,2	22,2	21,6	32,8
S poroštvi	6,0	7,7	6,0	68,7	69,2	68,1
Drugače zavarovano	6,4	6,6	7,0	34,2	35,3	32,9
Skupaj (v mrd SIT)	1357,9	1780,5	448,0	31,1	23,8	50,1

Opomba: Pri raste v letu 2004 vključuje stolpec vsa zavarovanja vsa nova posojila, stolpec eno zavarovanje le tista nova posojila, ki so zavarovana s samo eno obliko zavarovanj, medtem ko stolpec več zavarovanj nova posojila zavarovana vsaj z dvema oblikama zavarovanj.

Vir: Banka Slovenije

Pojavljajo se tudi nove oblike zavarovanj in njihov delež v strukturi zavarovanj se krepi. Povečuje se zavarovanje z zastavo delnic, ob koncu februarja 2005 je bilo s to obliko zavarovanih 3,7% novih posojil, medtem ko je delež novih posojil, zavarovanih z obveznicami in blagajniškimi zapisi, še zanemarljiv. Zelo visoke rasti dosega zlasti zavarovanje posojil z drugimi vrednostnimi papirji. Njihov delež se je v letu 2004 povečal za 0,5 odstotne točke, v prvih mesecih leta 2005 pa še za dodatni 2 odstotni točki. Povečanje drugih vrednostnih papirjev je povezano tudi s povečevanjem naložb nebančnega sektorja v investicijske sklade, ki postajajo tudi ena od oblik zavarovanj. Ker so na področju skladov zelo aktivne tudi banke, se ob tem postavlja vprašanje o kvaliteti zavarovanja, če banka za zavarovanje novega posojila sprejme kupone skladov, ki jih sama upravlja.

⁴² Podatki o strukturi zavarovanj novih posojil na začetku leta 2005 še niso merilo, da se v letošnjem letu razmere spreminjajo, saj je pri različnih oblikah zavarovanj opazna sezona. Na razpolago so le podatki za dve leti, vendar je opaziti, da je delež novih posojil, ki niso zavarovana, v prvih dveh mesecih leta nižji kakor sicer, da lahko v marcu in poletnih mesecih preseže tudi 20%, se potem precej zmanjša in doseže relativno visoke vrednosti ponovno v decembru.

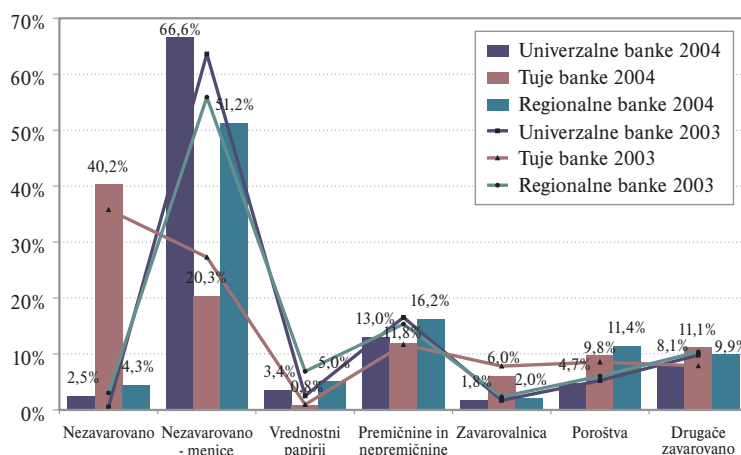
Poleg povečanja deleža posojil, zavarovanih s poroštvi, se povečuje tudi pomen zavarovanja s premičninami, medtem ko so banke v letu 2004 zmanjšale obseg posojil, zavarovanih z nepremičninami. Delež novih posojil, zavarovanih z nepremičninami, se je zmanjšal za 2,3 odstotne točke, na 10,4%. Zmanjševanje deleža zavarovanj z nepremičninami lahko pripišemo odvisnosti kvalitete zavarovanja od gibanja cen nepremičnin, manjši likvidnosti nepremičninskega trga, težavam bank pri izvrševanju hipotek in dolgotrajnim vpisom v zemljiško knjigo. Banke poskušajo zato zavarovanje z nepremičnino združiti še s katero drugo obliko zavarovanja. Obseg novih posojil, kjer je zastava nepremičnine le eno od zavarovanj, se je v letu 2004 povečal za skoraj 45%.

Vse pogosteje uporabljajo banke kombinacijo več oblik zavarovanj. V kombinaciji z drugimi oblikami zavarovanj se povečuje zlasti zavarovanje z vrednostnimi papirji, poroštvi, premičninami in nepremičninami. Povečevanje deleža novih posojil, zavarovanih z več oblikami zavarovanj, zmanjšuje odvisnost bank pri gibanju kreditnega tveganja zgolj od likvidnosti in cene posamezne oblike premoženja, ki se pojavlja kot zavarovanje.

Struktura oblik zavarovanj novih posojil glede na usmerjenost banke

Struktura zavarovanj osmih največjih bank je precej različna glede na usmerjenost (regionalna, univerzalna banka) in lastništvo bank. Najbolj izstopa zelo velik delež nezavarovanih posojil pri tujih bankah, ki se je glede na leto prej tudi najbolj povečal (za 4,4 odstotne točke). Če štejemo k nezavarovanim posojilom tudi tista, pri katerih je uporabljena zastava menic, imajo največji delež nezavarovanih posojil univerzalne banke, 69%, ki so ta delež v letu 2004 povečale za skoraj 4,9 odstotne točke, medtem ko se je pri drugih dveh skupinah bank znižal. Univerzalne banke so se odzvale na spremenjene pogoje pri uporabi nepremičnin kot oblike zavarovanja posojila⁴³ in niso več toliko zainteresirane za zavarovanje s premičninami in nepremičninami. To nadomeščajo z drugimi oblikami zavarovanj in povečevanjem deleža nezavarovanih posojil.

Slika 5.29: Struktura zavarovanj novih posojil pri osmih največjih bankah po posameznih skupinah bank, 2004–2003



Vir: Banka Slovenije

Regionalne banke so začele uporabljati konservativnejše oblike zavarovanj. Imajo sicer največji delež novih posojil, zavarovanih z vrednostnimi papirji, vendar so ga v letu 2004 precej zmanjšale, na 5%, zato pa močno povečale delež novih posojil, zavarovanih s poroštvi. V primerjavi z drugimi skupinami bank so regionalne banke v letu 2004 najbolj zmanjšale delež nezavarovanih posojil (upoštevajoč posojila z zastavo menic), za 3,5 odstotne točke, in imajo tudi precej večji delež posojil, zavarovanih z zastavo premičnin in nepremičnin kakor drugi dve skupini bank.

⁴³ Sprememba načina vpisa lastništva nepremičnine v zemljiško knjigo – daljši postopek.

Tabela 5.18: Sprememba strukturnih deležev novih posojil pri osmih največjih bankah glede na obliko zavarovanja v letu 2004 v primerjavi z letom 2003 po posameznih skupinah bank, v odstotnih točkah

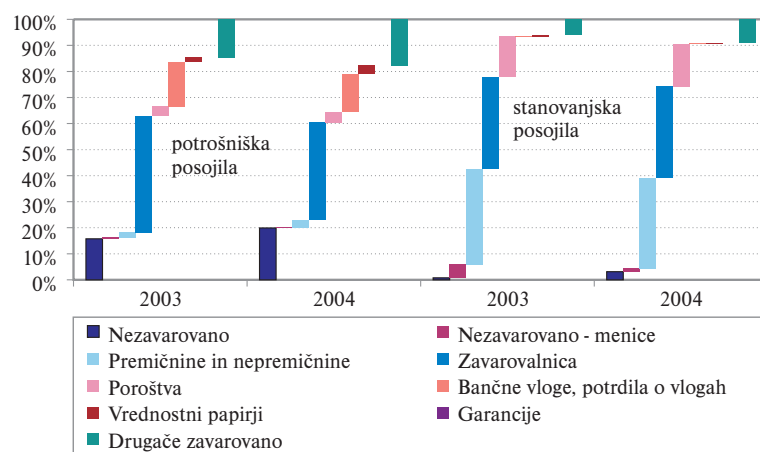
	Univerzalne banke	Regionalne banke	Tuje banke
Nezavarovano	1,9	1,3	4,4
Nezavarovano - menice	2,9	-4,8	-7,0
Vrednostni papirji	0,9	-1,9	-0,2
Premičnine in nepremičnine	-3,6	0,8	0,1
Pri zavarovalnici	0,0	-0,3	-1,8
Poroštva	-0,6	5,4	1,3
Drugače zavarovano	-1,7	-0,5	3,2

Vir: Banka Slovenije

Struktura oblik zavarovanj posojil glede na namen posojila

Struktura zavarovanj se precej razlikuje glede na segment kreditorejmalcev. Posojila prebivalstvu, ki predstavljajo 6% vseh novih posojil, so najpogostejše zavarovana pri zavarovalnici (36% novih posojil prebivalstvu). Pri stanovanjskih posojilih je prav tako pomembno še zavarovanje z zastavo premičnin in nepremičnin ter zavarovanje s poroki, medtem ko je delež nezavarovanih posojil na tem segmentu zelo majhen, 3% stanovanjskih posojil ni zavarovanih. Prav nasprotno velja za potrošniška posojila, kjer je delež nezavarovanih posojil 20-odstoten. Bolj kakor zavarovanje z zastavo premičnin in nepremičnin je pri potrošniških posojilih v uporabi zavarovanje z bančnimi vlogami in druge (neopredeljene) oblike zavarovanj.

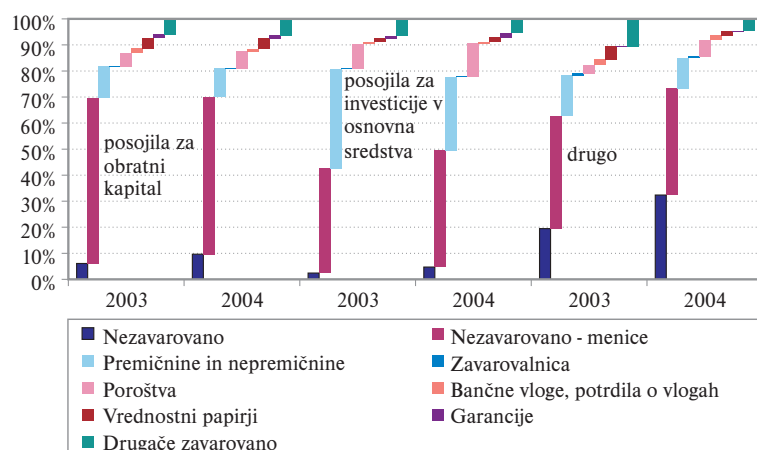
Slika 5.30: Struktura zavarovanj novih posojil prebivalstvu pri osmih največjih bankah



Vir: Banka Slovenije

Večina novih posojil za obratni kapital, to so najpogostejše kratkoročna posojila podjetjem, ni zavarovana. Takih posojil je 70% in delež je v letu 2004 ostal na ravni preteklega leta. Znotraj skupine nezavarovanih posojil je v letu 2004 prihajalo do substitucije med posojili z zastavo menic in posojili brez zavarovanja. Pomembno je še zavarovanje z zastavo premičnin in nepremičnin. Enake oblike zavarovanja so najpogostejše tudi pri posojilih za investicije v osnovna sredstva, le da je pomen zavarovanja z zastavo premičnin in nepremičnin ter s poroki precej večji. Preostala posojila, ki niso uvrščena v nobeno od omenjenih štirih skupin in predstavljajo dobra 2% novih posojil, imajo podobno strukturo zavarovanj kakor zavarovanja za posojila za obratni kapital, le da je delež nezavarovanih posojil še nekoliko večji.

Slika 5.31: Struktura zavarovanj novih posojil podjetjem pri osmih največjih bankah

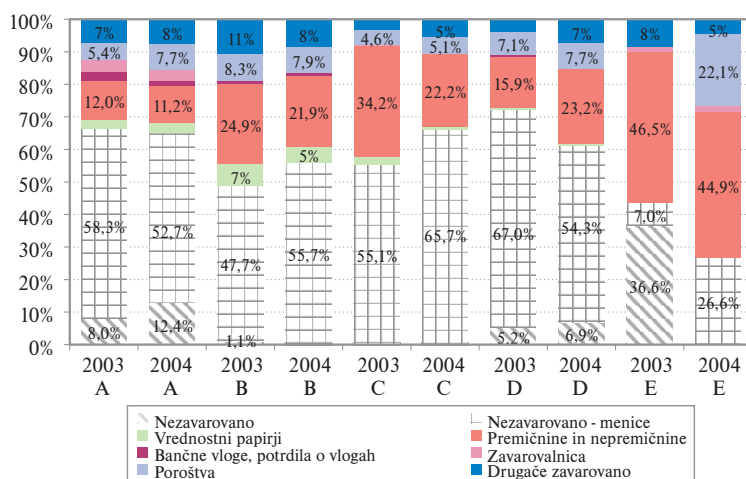


Vir: Banka Slovenije

Struktura oblik zavarovanj posojil glede na bonitetno skupino posojila

Pri novih posojilih, uvrščenih v bonitetno skupino A, v letu 2004 ni prišlo do bistvenih sprememb v strukturi zavarovanj. Delež nezavarovanih posojil v bonitetnih skupinah B in C se je povečeval (v skupini B za 7 odstotnih točk, v skupini C za 10,6 odstotne točke), zlasti na račun zniževanja deleža posojil, zavarovanih z zastavo premičnin in nepremičnin. Pri posojilih, razvrščenih v najbolj tvegane skupine, se je delež nezavarovanih posojil zniževal, v skupini D za 10,9 odstotne točke in še precej bolj, za 17 odstotnih točk, v skupini E. Pri manjšem obsegu posojil, ki so jih banke v ugodnih gospodarskih razmerah kljub vsemu uvrstile v skupino E, so poskrbele tudi za zavarovanje. Tako je bila v letu 2004 petina posojil v skupini E zavarovanih s poroštvi, ob tem da v letu 2003 banke poroštev za skupino E niso uporabljale. Večji kakor v drugih bonitetnih skupinah je bil tudi delež posojil, zavarovanih z zastavo premičnin in nepremičnin, vendar ostaja v obeh letih približno enak, na ravni 45%.

Slika 5.32: Struktura zavarovanj novih posojil osmih največjih bank po bonitetnih razredih za leti 2003 in 2004



Vir: Banka Slovenije

5.5 Solventnost bank

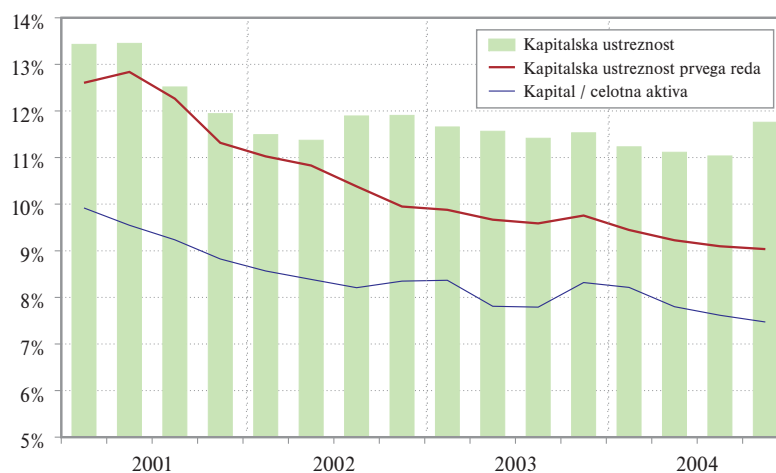
Močna kreditna aktivnost in spreminjanje strukture naložb bank povečujeta kreditna tveganja, ki jih banke prevzemajo, in znižujeta njihovo kapitalsko ustreznost, kar sili banke v dokapitalizacije oziroma iskanje novih virov za povečevanje regulatornega kapitala⁴⁴. Ker se glede na obseg temeljnega kapitala možnosti za povečevanje podrejenega dolga zmanjšujejo, se banke vse bolj odločajo za izdajo hibridnih instrumentov.

5.5.1 Kapitalska ustreznost

Kapitalska ustreznost bančnega sistema je v letu 2004 znašala 11,8%, njeno gibanje skozi celotno leto pa je sledilo podobnemu trendu kakor v letu 2003. Do septembra se je zniževala, skupaj za 0,5 odstotne točke, na 11%, ob koncu leta pa se je nato okrepila za 0,8 odstotne točke, precej bolj kakor ob koncu leta 2003. Podobno kakor v letu 2003 so si očitno tudi ob koncu preteklega leta banke pripravile osnovo za nadaljnjo rast in širitev. Ob visoki kreditni aktivnosti v letu 2004 so banke upočasnile rast kapitalskih naložb, kar bodo po prvih podatkih poskušale nadoknaditi v letošnjem letu, saj kumulativna rast do marca 2005 s 6,7% le še za 1,6 odstotne točke zaostaja za celoletno rastjo leta 2004. Glede na to, da so banke kapitalsko ustreznost v zadnjem četrtletju močno povečale, kaže na to, da še ne pričakujejo umirjanja kreditne aktivnosti.

Gibanju kapitalske ustreznosti ni sledila tudi kapitalska ustreznost prvega reda, ki se je zniževala skozi celotno leto 2004 in je v decembru znašala 9%, kar je 0,7 odstotne točke manj kakor ob koncu leta 2003. Na počasnejšo rast kapitala kot naložb kaže tudi razmerje med knjigovodskim kapitalom in celotno aktivo, ki se še naprej znižuje in je ob koncu leta 2004 doseglo 7,5%.

Slika 5.33: Kapitalska ustreznost in kapitalska ustreznost prvega reda ter pokritost celotne aktive s kapitalom, v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

Kapitalska ustreznost bančnega sistema se je v letu 2004 povečala predvsem na račun velikih bank, kjer je ena od bank zelo povečala obseg hibridnih instrumentov, polovica velikih bank pa je precej povečala obseg podrejenega dolga. V povprečju so velike banke v letu 2004 povečale regulatorni kapital za 8,6 mrd SIT oziroma za 20,8%, medtem ko so obseg tveganju prilagojene aktive povečale za 14,2%.

⁴⁴ V izračunu kapitalske ustreznosti se upošteva regulatorni kapital, ki poleg glavnih kategorij knjigovodskega kapitala vključuje še rezervacije za splošna bančna tveganja, podrejene obveznosti in hibridne instrumente, zmanjšujejo pa ga kapitalske naložbe v finančne organizacije.

Tudi tuje banke so v letu 2004 povečale obseg kapitala za izračun kapitalne ustreznosti v povprečju za 4,3 mrd SIT. Bolj kakor dodatni kapital so tuje banke povečevale obseg temeljnega kapitala⁴⁵. Tuje banke so kapital za izračun kapitalne ustreznosti povečevale predvsem z dokapitalizacijami in povečevanjem rezervacij za splošna bančna tveganja. Tako se je, kljub močni kreditni aktivnosti tujih bank (njihov tržni delež kreditov nebančnemu sektorju se je povečal za 2,5 odstotne točke), kapitalna ustreznost zmanjšala le za 0,3 odstotne točke, na 11,2%.

Še bolj kakor tuje banke so tveganju prilagojeno aktivo povečale majhne banke, za 32,4% v letu 2004. Po drugi strani pa večjih povečanj kapitala pri majhnih bankah ni bilo, le dve banki sta nekoliko bolj povečali obseg podrejenega dolga. V povprečju se je tako kapital majhnih bank povečal le za 1 mrd SIT oziroma 16,8%, precej manj torej kakor tveganju prilagojena aktiva, kar se kaže v velikem zmanjšanju kapitalne ustreznosti. Zmanjšala se je za 1,5 odstotne točke, na 11,7%.

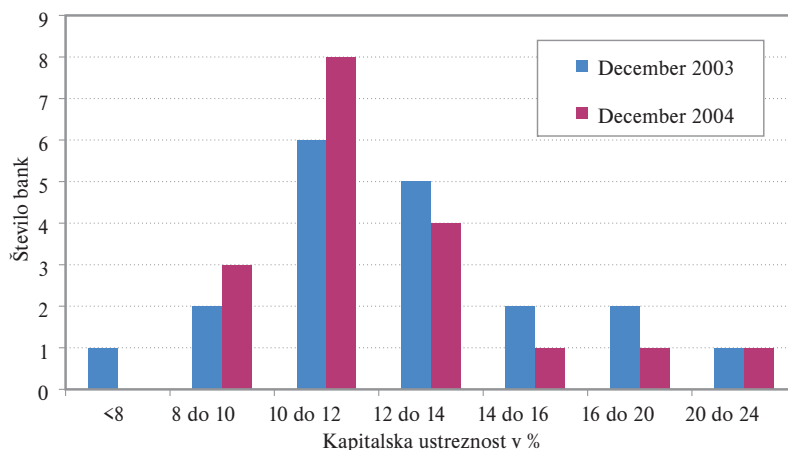
Tabela 5.19: Kapitalna ustreznost bank

	2000	2001	2002	2003	2004
Velike banke	12,2%	11,1%	11,8%	11,3%	11,9%
Tuje banke	14,1%	12,4%	11,2%	11,5%	11,2%
Majhne banke	16,7%	15,8%	13,5%	13,2%	11,7%
Bančni sektor	13,5%	11,9%	11,9%	11,5%	11,8%

Vir: Banka Slovenije

Intenzivno kreditiranje sili banke v optimizacijo na področju upravljanja s tveganji. V letu 2004 je imelo trinajst od osemnajstih bank nižjo kapitalno ustreznost kakor v letu 2003⁴⁶. V distribuciji kapitalne ustreznosti je v letu 2004 opaziti močno koncentracijo bank v razredih s kapitalno ustreznostjo od 8% do 12%, kjer se nahaja 2/3 bank.

Slika 5.34: Porazdelitev kazalca kapitalne ustreznosti slovenskih bank



Vir: Banka Slovenije

V primerjavi z državami evroobmočja je pokritost tveganj s kapitalom v slovenskih bankah nižja, kar gre pripisati konzervativnejšemu pristopu Banke Slovenije pri postavkah kapitala in tveganju prilagojene aktive v izračunu kapitalne ustreznosti. Slovenski bančni sektor je dosegal v letu 2003 z 11,5% nižjo

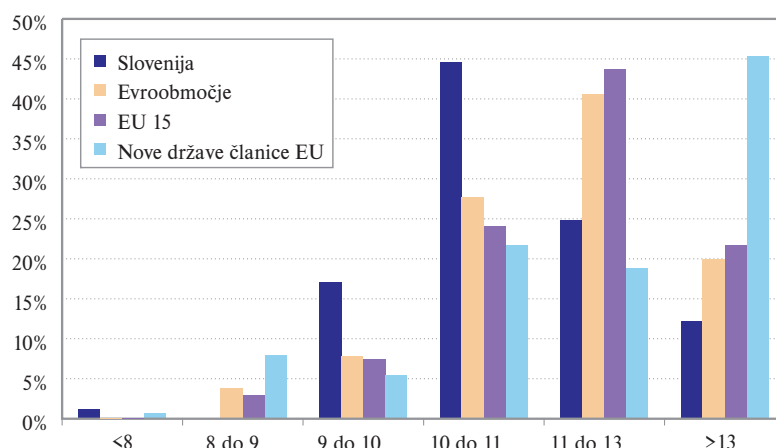
⁴⁵ Tudi v tej skupini bank je ena banka zelo povečala obseg hibridnih instrumentov.

⁴⁶ V povprečju so te banke kapitalno ustreznost znižale za 1,4 odstotne točke, največ za 4,9 odstotne točke. Pet bank je svojo kapitalno ustreznost izboljšalo v povprečju za 2,3 odstotne točke, največ za 7,5 odstotne točke.

kapitalsko ustreznost kakor banke evroobmočja (11,9%), medtem ko je bilo še leto prej razmerje obrnjeno (evroobmočje 11,4%, Slovenija 11,9%). Še nekoliko višja je bila razlika v primerjavi z bankami držav EU15, ki so dosegale v letu 2003 kapitalsko ustreznost 12,35%, medtem ko so banke novih držav članic EU v povprečju dosegale 13,58-odstotno kapitalsko ustreznost.

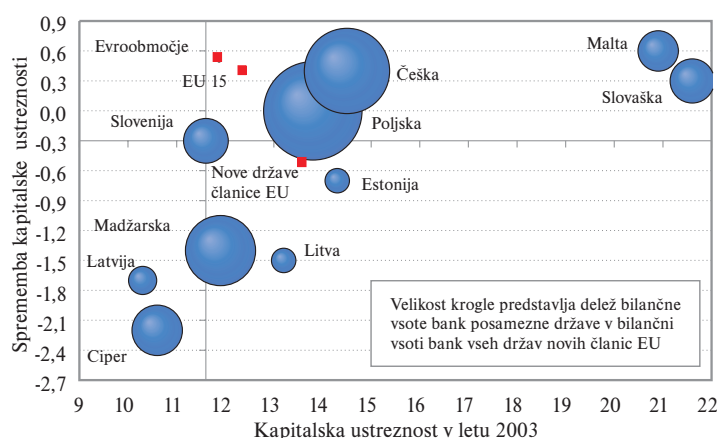
V nasprotju z drugimi območji dosegajo v Sloveniji relativno nizko kapitalsko ustreznost predvsem velike banke (domače in tuje), saj dosega distribucija kapitalske ustreznosti, upoštevajoč velikost tveganju prilagojene aktive posamezne banke, vrh v razredu bank s kapitalsko ustreznostjo med 10% in 11%.

Slika 5.35: Primerjava distribucije kapitalske ustreznosti slovenskega bančnega sektorja z bankami držav evroobmočja, EU 15 in novimi državami članicami EU⁴⁷ za leto 2003, kapitalske ustreznosti bank so tehtane s tveganju prilagojeno aktivo



Vir: Banka Slovenije, ECB: EU Banking Sector Stability, november 2004 in FSR, december 2004

Slika 5.36: Primerjava kapitalske ustreznosti slovenskega bančnega sektorja z bančnimi sektorji drugih držav novih članic EU



Vir: Banking structures in the new EU member states, ECB, januar 2005

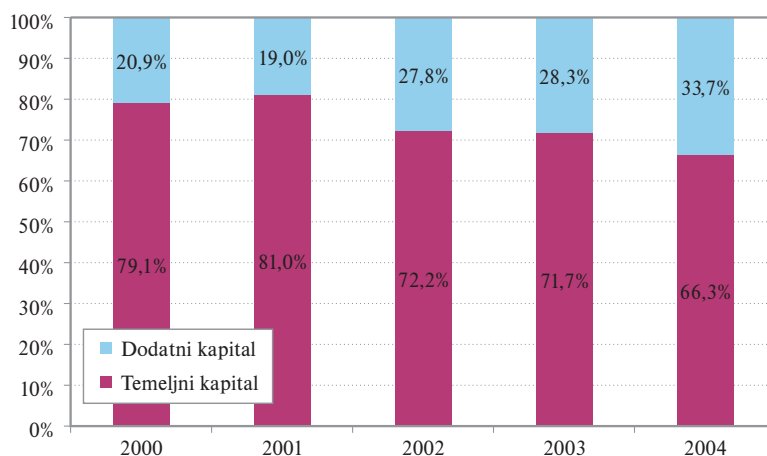
⁴⁷ Podatki za Slovenijo niso povsem primerljivi, saj za druga področja niso upoštevane podružnice, da ne bi prihajalo do podvajanja, medtem ko je za Slovenijo upoštevan celoten bančni sektor.

V prihodnje pričakujemo dodatne dokapitalizacije bank, tudi ob spremembah regulative, in izdaje hibridnih instrumentov oziroma najemanje podrejenega dolga, saj bo sicer kapitalska ustreznost postajala vse bolj omejitveni faktor naložbenih politik bank in zavora pri uresničevanju njihovih poslovnih ciljev.

5.5.2 Kapital

Temeljni kapital se je v letu 2004 povečal za 9,9% oziroma za 30,6 mrd SIT, na 338,2 mrd SIT. Približno polovica povečanja, natančneje 14,8 mrd SIT, izhaja iz povečanja osnovnega kapitala (dokapitalizacij) in povečanja rezervacij za splošna bančna tveganja, preostanek izhaja iz razporeditve dobičkov v rezerve in drugih postavk. Precej bolj kakor temeljni kapital se je v enakem obdobju povečal dodatni kapital, za 42%, tako da se je delež dodatnega kapitala v strukturi kapitala močno povečal in dosega skoraj 34%.

Slika 5.37: Struktura kapitala bank, v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

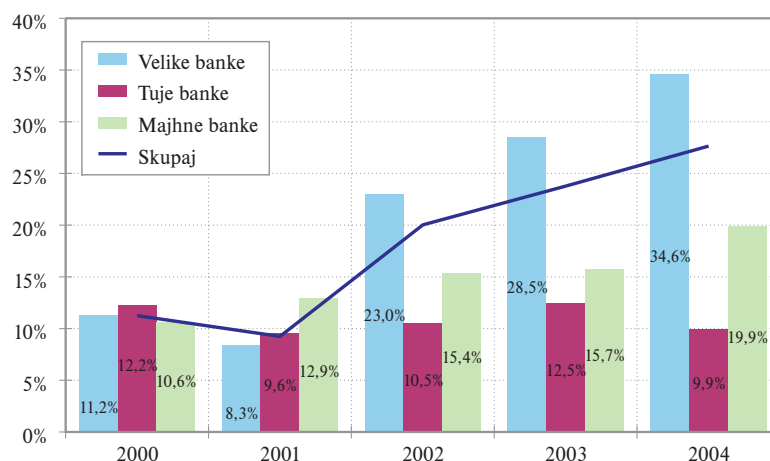
V okviru dodatnega kapitala je povečanje obsega podrejenega dolga v letu 2004 z 20,4 mrd SIT ostalo na ravni prejšnjega leta. V celotnem bančnem sektorju predstavlja podrejeni dolg 27,6% temeljnega kapitala. Največje razmerje med podrejenim dolgom in temeljnim kapitalom s slabih 35% dosegajo velike banke, pri majhnih bankah je razmerje 20-odstotno in še za 10 odstotnih točk nižje pri tujih bankah. Pri petih bankah podrejeni dolg že presega 50% temeljnega kapitala, kar pomeni, da ga te banke ne morejo v celoti upoštevati v izračunu kapitalske ustreznosti. Pri teh bankah lahko v prihodnjem obdobju pričakujemo dokapitalizacije, saj jim bo le dolgoročno povečanje temeljnega kapitala omogočilo vključevanje podrejenega dolga v izračun regulatornega kapitala.

Povečevanje podrejenega dolga je že ustaljen način povečevanja kapitalske ustreznosti, v letu 2004 se je njegov obseg povečal pri devetih bankah. Glede na to, da so možnosti za povečevanje podrejenega dolga banke, ki so na tem področju aktivne, v glavnem že izčrpale, so se banke v letu 2004 preusmerile na izdajanje hibridnih instrumentov⁴⁸.

Obseg hibridnih instrumentov se je v letu 2004 povečal za 30,8 mrd SIT, medtem ko je ob koncu leta 2003 celoten obseg izdanih hibridnih instrumentov znašal le 3,1 mrd SIT. Potem ko so še v letu 2001 hibridne instrumente v kapital vključevale le tuje in majhne banke, so bile v letu 2004 na tem področju aktivne predvsem velike in tuje banke.

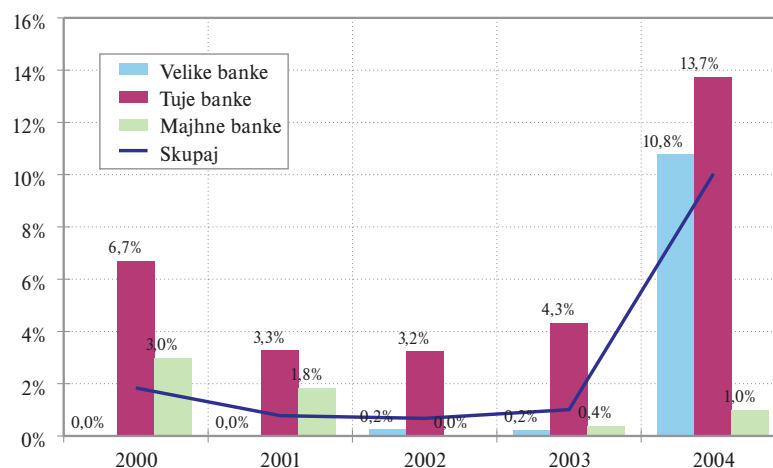
⁴⁸ Hibridni instrumenti se po svojih lastnostih uvrščajo najbližje delniškemu kapitalu, imajo lastnosti kapitala in običajnega dolga, nimajo določenega roka zapadlosti in so pri stečaju oziroma likvidaciji banke podrejeni vsem drugim dolžniškim instrumentom in podrejenemu dolgu. Ne morejo biti unovčeni na prinosnikovo zahtevo in tudi ne brez predhodnega soglasja Banke Slovenije.

Slika 5.38: Razmerje med podrejenim dolgom in temeljnim kapitalom, v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

Slika 5.39: Razmerje med hibridnimi instrumenti in temeljnim kapitalom, v odstotkih



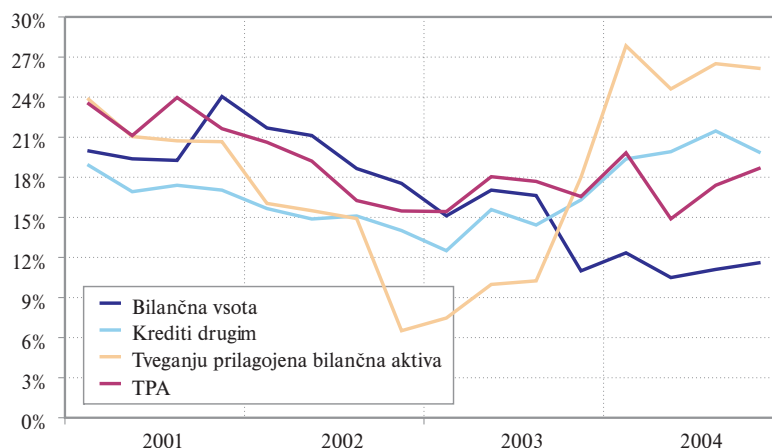
Vir: Banka Slovenije

5.5.3 Tveganju prilagojena aktiva

Rast tveganju prilagojene aktive je bila v letu 2004 z 18,7% višja od rasti zunajbilance (9,3%) in bilančne vsote (11,6%). Še višja je bila rast tveganju prilagojene bilančne aktive⁴⁹ (26,1%), kar je posledica močne kreditne aktivnosti bank. Rast kreditov se je deloma financirala tudi iz substitucije med netveganimi vrednostnimi papirji centralne banke in krediti, kar je le še dodatno povečevalo tveganju prilagojeno bilančno aktivo. Razlogi za povečanje tveganju prilagojene aktive so tudi regulatorne narave. V letu 2004 so morale banke za terjatve, ki so v celoti in polno zavarovane z zastavo nepremičnin, zvišati utež tveganosti s 50% na 100%.

⁴⁹ Tveganju prilagojena bilančne aktiva predstavlja 50,6% bilančne vsote.

Slika 5.40: Medletne stopnje rasti celotne tveganju prilagojene aktive, tveganju prilagojene bilančne aktive, bilančne vsote in kreditov nebančnemu sektorju

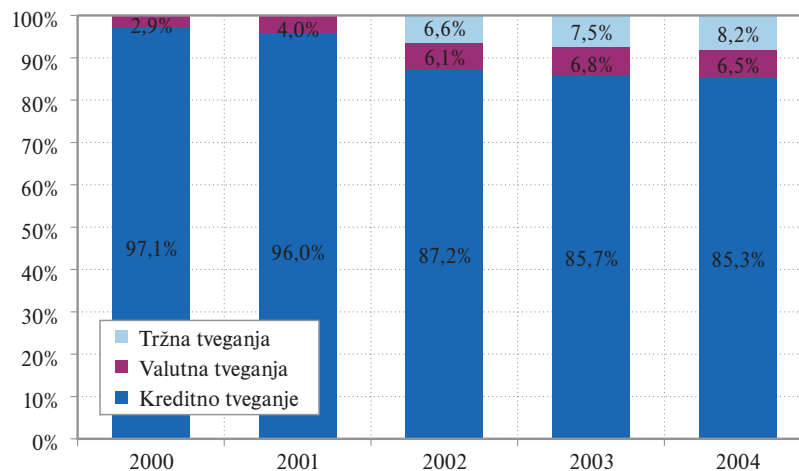


Opomba: TPA je celotna tveganju prilagojena aktiva, vključno z valutnim in tržnim tveganjem prilagojenimi postavkami.

Vir: Banka Slovenije

Delež kreditnim tveganjem prilagojenih postavk se je v strukturi celotne tveganju prilagojene aktive v letu 2004 zmanjšal za 0,4 odstotne točke, na 85,3%. Razlog je v zmanjšanju obsega tveganju prilagojene zunajbilančne aktive⁵⁰. Pri tujih bankah pa se je močna kreditna aktivnost odrazila v povečevanju strukturnega deleža kreditnega tveganja za 5 odstotnih točk.

Slika 5.41: Struktura tveganju prilagojene aktive, povečane za drugim tveganjem prilagojene postavke⁵¹



Vir: Banka Slovenije

Delež valutnim tveganjem prilagojenih postavk se je v letu 2004 zmanjšal, najbolj pri tujih bankah, za 5,9 odstotnih točk, medtem ko se je strukturni delež tržnim tveganjem prilagojenih postavk močno povečal, zlasti pri majhnih bankah, za 1,5 odstotne točke. Vendar je ob tem treba dodati, da se je struktura tveganju prilagojene aktive močno spremenila predvsem v zadnjem četrtletju. To gre pripisati tudi uravnavanju bilanc bank prek vrednostnih papirjev, med drugim zaradi davčnih razlogov, kar se

⁵⁰ Banka Slovenije je v letu 2004 spremenila sklep o izračunu kapitalne ustreznosti in poenostavila zapis glede izračuna konverzijskih faktorjev za zunajbilančne postavke in s tem poenotila prakso bank.

⁵¹ Večji premiki v strukturi vsote tveganju prilagojene aktive in drugim tveganjem prilagojenih postavk v letu 2002 so bili posledica uvedbe kapitalskih zahtev za tržna tveganja in spremembe kapitalskih zahtev za valutna tveganja.

odraža v povečanju strukturnega deleža tržnim tveganjem prilagojenih postavk za eno odstotno točko samo v zadnjem četrtletju leta 2004.

Tabela 5.20: Struktura tveganju prilagojene aktive, povečane za drugim tveganjem prilagojene postavke po posameznih skupinah bank za december 2003 in 2004

	December 2003 (v %)			December 2004 (v %)			Razlika (v o.t.)		
	Kreditna tveganja	Valutna tveganja	Tržna tveganja	Kreditna tveganja	Valutna tveganja	Tržna tveganja	Kreditna tveganja	Valutna tveganja	Tržna tveganja
Velike banke	88,3	3,5	8,1	86,7	4,6	8,6	-1,6	1,1	0,5
Tuje banke	79,7	18,7	1,7	84,6	12,8	2,6	5,0	-5,9	0,9
Majhne banke	79,5	6,3	14,1	78,4	6,0	15,6	-1,2	-0,3	1,5
Skupaj	85,7	6,8	7,5	85,3	6,5	8,2	-0,4	-0,3	0,7

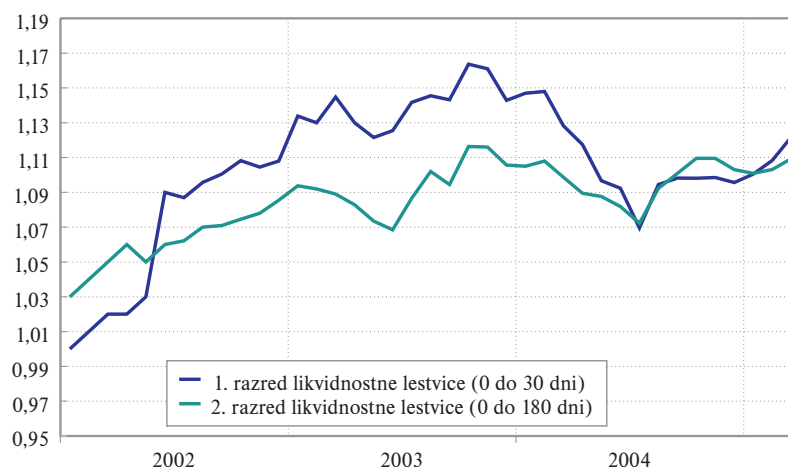
Vir: Banka Slovenije

5.6 Likvidnostno tveganje

V prvi polovici leta 2004 se je likvidnost bančnega sistema poslabševala. Rast dolgoročnega kreditiranja, zmanjševanje naložb v vrednostne papirje ter skrajševanje ročnosti vlog so bili ključni dejavniki, ki so negativno vplivali na likvidnost bank. V drugi polovici leta je prišlo do metodoloških sprememb, ki so ponudile ugodnosti večji skupini bank, tako da so se količniki likvidnosti hitro obrnili v pozitivno smer.

Količnika likvidnosti⁵² sta se v letu 2004 zniževala do julija, ko sta dosegla najnižjo raven po juniju 2003 (1,07). Gibanje količnikov je opredeljevalo predvsem dogajanje na deviznem delu premoženjske bilance. Zaradi velikega povpraševanja po kreditih, predvsem deviznih, so banke prestrukturirale kratkoročne devizne naložbe v dolgoročnejše kredite, kar je poslabševalo količnike likvidnosti. Po spremembah metodologije izračuna količnikov likvidnostne lestvice, s katerimi se je razširila skupina bank z dostopom do devizne bonitete, to je možnosti vključevanja deviznih kreditov z ročnostjo nad 180 dni v likvidnost deviznega dela likvidnostne lestvice, se je trend v drugi polovici leta obrnil in količnika likvidnosti sta se do konca leta in še bolj v letu 2005 že dobro okrepila in presegla raven 1,1.

Slika 5.42: Količniki likvidnosti prvega in drugega razreda likvidnostne lestvice, mesečna povprečja



Vir: Banka Slovenije

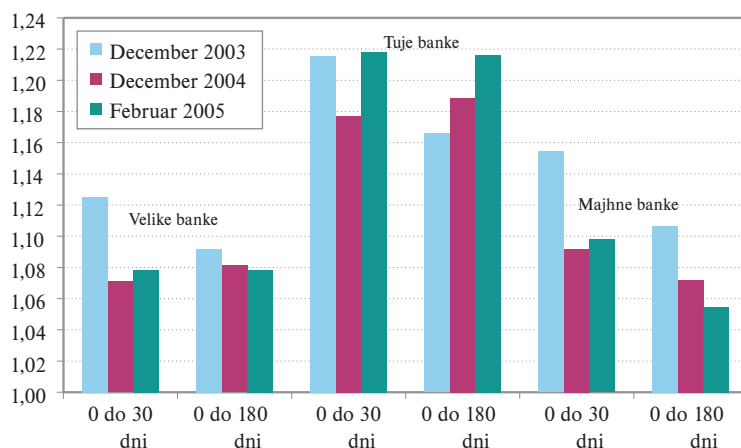
⁵² Količnika likvidnosti sta izračunana v skladu z metodologijo Banke Slovenije o izračunu likvidnostne lestvice, ki merita razmerje med naložbami in obveznostmi s tekočo zapadlostjo od 0 do 30 dni (1. razred) oziroma 0 do 180 dni (2. razred).

Razlike med bankami

Tuje banke so v nasprotju z majhnimi in velikimi bankami dosegale višje količnike likvidnosti in jih še povečujejo. Hitrejši in cenejši dostop do dolgoročnih deviznih virov tujim bankam omogoča doseganje visokih količnikov predvsem na deviznem delu likvidnostne lestvice.

Tudi majhne banke dosegajo visoke količnike na deviznem delu likvidnostne lestvice (1,63 za prvi razred in 1,25 za drugi razred v decembru 2004), vendar imajo precej manjši delež deviznih naložb kakor tuje banke, zato so njihovi skupni količniki precej nižji kakor pri tujih bankah.

Slika 5.43: Količnika likvidnosti za prvi in drugi razred likvidnostne lestvice po posameznih skupinah bank, mesečna povprečja



Vir: Banka Slovenije

V primerjavi s tujimi bankami so velike banke, podobno kakor majhne, bolj omejene pri pridobivanju dolgoročnih virov, s katerimi bi nadomeščale vloge nebančnega sektorja, ki se umikajo v alternativne naložbe. Večje povpraševanje po deviznih kreditih se zato pri velikih bankah kaže v poslabševanju količnikov deviznega dela likvidnostne lestvice. V prvih sedmih mesecih leta 2004 se je količnik devizne likvidnosti velikih bank v prvem razredu znižal z 1,97 na 1,36 in v drugem razredu z 1,53 na 1,16. V drugi polovici leta so se, zaradi že omenjenih sprememb v metodologiji izračuna količnikov likvidnosti, količniki pri velikih bankah ustalili.

Pri nobeni skupini bank tolarske naložbe z dospelostjo do 30 dni ne presegajo obveznosti enake ročnosti. Sicer so velike banke v prvi polovici leta 2004 povečevale količnike tolarske likvidnosti, vendar sta ostala oba količnika, prvega in drugega razreda, tolarskega dela likvidnostne lestvice pod 1.

Koncentracija deponentov

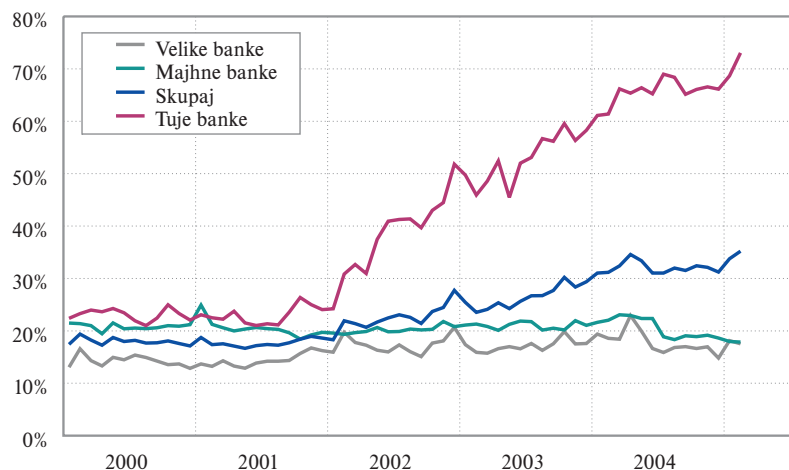
Negativne učinke na likvidnost bančnega sektorja ni povzročalo le podaljševanje ročnosti deviznih posojil, temveč tudi skrajševanje ročnosti vlog. Dolgoročnih depozitov je bilo v strukturi vseh depozitov nebančnega sektorja v letu 2004 za 1,2 odstotne točke manj kakor v letu 2003, delež dolgoročnih kreditov pa se je v istem obdobju povečal za 2,7 odstotne točke.

Posledično se je še nadalje povečevala koncentracija deponentov, še posebno pri tujih bankah. Umikanje depozitov v alternativne naložbe sili banke v iskanje dolgoročnih virov v tujini. Tuje banke, osvajanje slovenskega kreditnega trga od konca leta 2001 naprej, ko so domače banke začele izgubljati tržne deleže, financirajo predvsem s sredstvi bank mater, s tem pa postajajo vedno bolj odvisne od tega vira

sredstev. Delež vlog največjega deponenta v skupini trideset največjih deponentov se je pri tujih bankah povečeval od septembra 2001, ko je znašal 23,6%, v februarju 2005 pa že 73,1%⁵³.

Pri velikih in majhnih bankah ostaja koncentracija deponentov podobna v daljšem obdobju. Pri velikih bankah je razpršenost največja. Vloge največjega deponenta so predstavljale ob koncu leta 2004 6,8% vseh vlog, pri majhnih bankah pa 13,5%. Vendar je v zadnjem času pri skupini velikih bank mogoče opaziti večjo koncentracijo deponentov⁵⁴.

Slika 5.44: Delež depozitov največjega deponenta v depozitih trideset največjih deponentov, v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

Sekundarna likvidnost

Obseg sekundarne likvidnosti, ki zajema kratkoročne naložbe v vrednostne papirje centralne banke, zakladne menice in kratkoročne vrednostne papirje Republike Slovenije in tujih držav, se je v drugi polovici leta 2004 močno znižal, od aprila, ko je bil obseg sekundarne likvidnosti največji, do decembra 2004 za 25%, na 864 mrd SIT. Delež sekundarne likvidnosti bank v bilančni vsoti se je v letu 2004 znižal za 7 odstotnih točk, vendar še vedno predstavlja pomemben delež aktive bank, 15% v letu 2004, najbolj pri majhnih bankah, kjer znaša delež 18%, medtem ko sta drugi skupini bank na ravni celotnega sistema.

Tabela 5.21: Obseg sekundarne likvidnosti in delež v bilančni vsoti po posameznih skupinah bank

		Velike banke	Tuje banke	Majhne banke	Skupaj
2003	Sekundarna likvidnost (v mrd SIT)	745,7	234,9	125,2	1.105,9
	Delež sekundarne likvidnosti v bilančni vsoti	21%	25%	23%	22%
2004	Sekundarna likvidnost (v mrd SIT)	577,6	178,2	108,3	864,2
	Delež sekundarne likvidnosti v bilančni vsoti	15%	16%	18%	15%

Vir: Banka Slovenije

Precejšen vpliv na zmanjševanje obsega sekundarne likvidnosti bank so imele spremembe v metodologiji likvidnostne lestvice, prenehanje izdajanja 270-dnevni TBZ in možnost vpisa dolgoročnega depozita pri

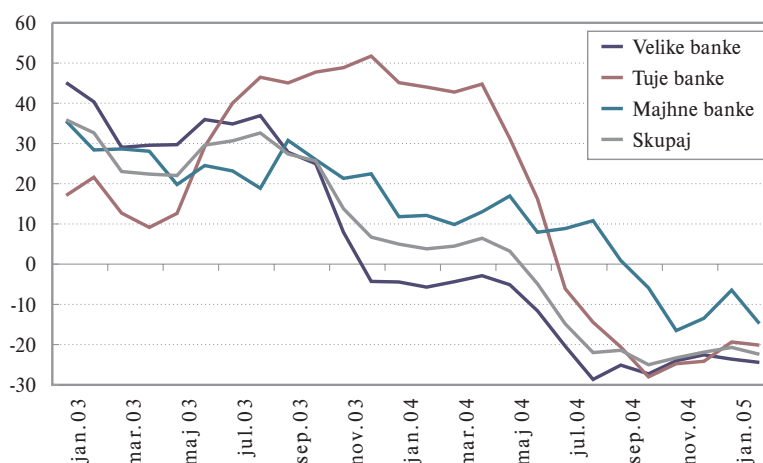
⁵³ Na koncentracijo vlog pri tujih bankah kaže tudi zmanjševanje pomena drugih deponentov. Delež vlog, ki se po velikosti uvrščajo od drugega do petega mesta med vlogami 30 največjih deponentov, se je pri tujih bankah v obdobju od februarja 2001 do februarja 2005 zmanjšal z 31% na 12%.

⁵⁴ Delež vlog 30 največjih deponentov v vseh vlogah se je od julija 2004 do februarja 2005 povečal za 5 odstotnih točk, na 49,3%, in se tako vrnil na raven iz druge polovice leta 2003.

Banki Slovenije. V strukturi sekundarne likvidnosti se je delež TBZ v letu 2004 zmanjšal za 14 odstotnih točk, na 29%, v strukturi celotne bilance stanja pa za 5 odstotnih točk, na 4,4%. Z zniževanjem deleža TBZ se je v strukturi sekundarne likvidnosti povečal zlasti delež DBZ, za 8 odstotnih točk v letu 2004, na 58%. Banke so se sicer odzvale na zniževanje deleža obveznega vpisa DBZ, delež DBZ v bilančni vsoti se je v letu 2004 zmanjšal za 2,1 odstotne točke, na 8,9%, in se iz njih umikale v bolj donosne naložbe, vendar potenciala niso mogle v celoti izkoristiti zaradi vpliva višine vpisanih DBZ na izračun količnikov tolarске likvidnosti⁵⁵. Majhne banke so tako, kljub znižanju regulatornih zahtev glede obsega vpisanih DBZ, vpis teh povečevale v celotnem letu 2004 in nadaljujejo tudi v letošnjem letu.

Z zniževanjem vpisa blagajniških zapisov se v strukturi sekundarne likvidnosti povečuje pomen tržnih vrednostnih papirjev. Delež vrednostnih papirjev za trgovanje⁵⁶ se je v letu 2004 v strukturi sekundarne likvidnosti povečal za 5 odstotnih točk, na dobrih 11%, medtem ko v strukturi bilančne vsote za 0,4 odstotne točke, na 1,7%.

Slika 5.45: Sekundarna likvidnost, medletne stopnje rasti v odstotkih



Vir: Banka Slovenije

5.7 Tečajno tveganje

Ocenjujemo, da je bila izpostavljenost bank tečajnemu tveganju v letu 2004 in prvem četrtletju 2005 zmerena in se je v primerjavi z letom 2003 zmanjšala. Tudi stres testi, predstavljeni v drugem delu poročila, kažejo na relativno majhno občutljivost bank za spremembe deviznega tečaja. So pa banke tečajnemu tveganju izpostavljene tudi posredno prek svojih komitentov. Pri tem gre izpostaviti postavke v valutni klavzuli, vezane na švicarski frank, sicer je delež takih postavk še relativno majhen, vendar se hitro povečuje. Z vstopom Slovenije v ERM2 in določitvijo paritete tolarja do evra junija 2004 so postali transparentnejši tudi institucionalni pogoji poslovanja bank, saj se je Banka Slovenije s tem zavezala k spoštovanju pravil tečajnega režima, določenega z ERM2, in k zagotavljanju stabilnosti deviznega tečaja.

⁵⁵ Obseg vpisanih DBZ opredeljuje, koliko tolarских terjatev do rezidentov, brez RS in bank, z dospelostjo nad 180 dni in boniteto A, lahko banke upoštevajo pri izračunu količnikov tolarске likvidnosti.

⁵⁶ Blagajniški zapisi v domači valuti, zakladne menice, obveznice RS v domači in tuji valuti ter vrednostni papirji tujih držav.

Odprta devizna pozicija

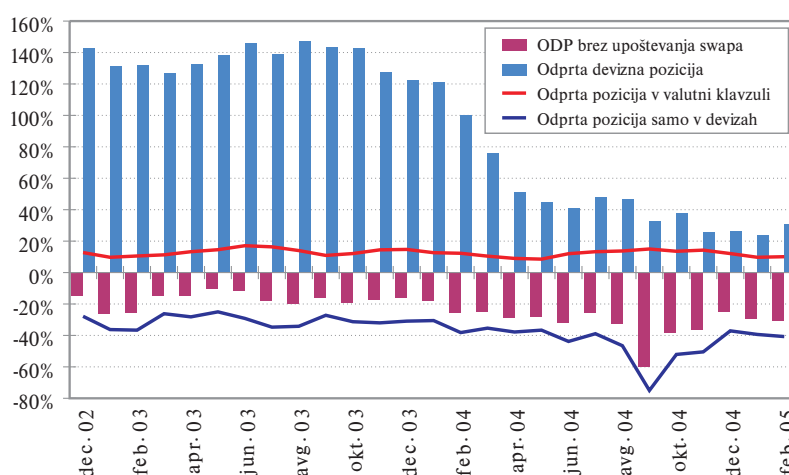
Odprta devizna pozicija slovenskih bank je dolga, v letu 2004 v višini 116,1 mrd SIT oziroma 26,4% regulatornega kapitala⁵⁷. Glede na leto 2003 se je pozicija precej zaprla, ker je Banka Slovenije dokončno odkupila devize. Skupni znesek vseh ponudb za dokončni odkup deviz, danih v letu 2004, je presegel 1,7 mrd EUR. Najbolj so možnost dokončnega odkupa deviz izkoristile velike banke, katerih odprta devizna pozicija se je posledično zmanjšala s 177% v letu 2003 na 34% regulatornega kapitala v letu 2004, vendar ostaja dolga. Devizna pozicija tujih bank se je še nekoliko zaprla in je skoraj izravnana. Majhne banke pa so devizno pozicijo močno podaljšale, medtem ko je bila še v letu 2003 njihova odprta devizna pozicija kratka. Zaradi dolge odprte devizne pozicije so banke izpostavljene tečajnemu tveganju pri apreciaciji tečaja tolarja.

Tabela 5.22: Odprta devizna pozicija in odprta devizna pozicija brez upoštevanja začasne prodaje deviz Banki Slovenije (swap) za posamezne skupine bank

	v mrd SIT			v odstotku od kapitala		
	dec.03	dec.04	feb.05	dec.03	dec.04	feb.05
Odprta devizna pozicija brez swap BS						
Velike banke	-12,3	-49,4	-67,6	-5%	-16,4%	-22,5%
Tuje banke	-43,7	-63,3	-76,1	-63%	-73,1%	-87,7%
Majhne banke	-2,6	2,6	8,8	-6%	4,9%	16,8%
Skupaj	-58,6	-110,1	-134,9	-16%	-25,0%	-30,6%
Odprta devizna pozicija						
Velike banke	441,1	102,5	121,3	177%	34,1%	40,3%
Tuje banke	5,8	0,9	0,9	8%	1,0%	1,0%
Majhne banke	-1,8	12,7	13,5	-4%	24,1%	25,7%
Skupaj	445,1	116,1	135,7	122%	26,4%	30,8%

Vir: Banka Slovenije

Slika 5.46: Gibanje odprte devizne pozicije (v odstotkih od regulatornega kapitala)



Vir: Banka Slovenije

Brez upoštevanja začasnih prodaj deviz Banki Slovenije (swap) je bila odprta devizna pozicija bank v letu 2004 kratka v višini 110 mrd SIT oziroma 25% regulatornega kapitala. S predvidljivim gibanjem

⁵⁷ Odprta devizna pozicija je izračunana iz podatkov o izpostavljenosti valutnim tveganjem za poročanje o kapitalski ustreznosti. Izračunana je kot seštevek odprtih pozicij po posameznih valutah in valutnih klavzulah, kar pomeni, da se dolge in kratke pozicije med seboj ne seštevajo, ampak netirajo.

deviznega tečaja in zaostajanjem rasti deviznega tečaja za inflacijo ter ob razlikah med domačimi in tujimi realnimi obrestnimi merami je kratka odprta devizna pozicija prinašala pozitivne dohodkovne učinke. To so izkoriščale predvsem banke v tuji lasti, ki so se v glavnem zadolževale pri bankah materah. Njihova odprta devizna pozicija brez upoštevanja swapa je med vsemi skupinami bank najkrajša (63,3 mrd SIT v decembru 2004) in predstavlja več kakor polovico odprtosti bančnega sistema. Tudi velike banke povečujejo obseg zadolževanja v tujini in so v letu 2004 med vsemi skupinami bank najbolj skrajšale svojo devizno pozicijo brez upoštevanja swapa, za 37,1 mrd SIT, na 16,4% regulatornega kapitala. Odprta devizna pozicija majhnih bank je dolga tudi brez upoštevanja swapa, v decembru 2004 2,6 mrd SIT, medtem ko v prvih mesecih leta 2005 že 8,8 mrd SIT oziroma 17% regulatornega kapitala. Najkrajša pozicija je bila v septembru 2004, ko je ena banka močno povečala obveznosti v evrih. Do konca leta se je položaj že povsem normaliziral, na začetku letošnjega leta pa so banke spet nekoliko bolj skrajšale svoje devizne pozicije brez swapa.

Struktura bilance po valutah

Tabela 5.23: Deleži posameznih tujih valut in valutnih klavzul v deviznih bilancah bank, povečanih za bilanco v valutni klavzuli, in promptni del swapa z BS, v odstotkih

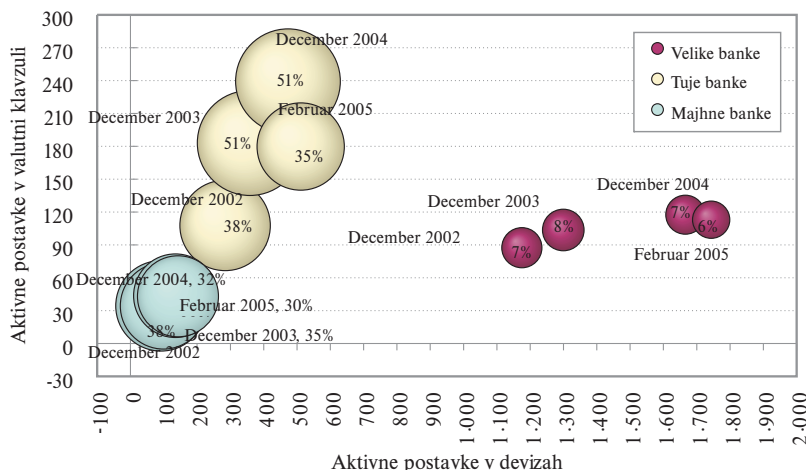
	December 2002		December 2003		December 2004		Februar 2005	
	Aktiva	Pasiva	Aktiva	Pasiva	Aktiva	Pasiva	Aktiva	Pasiva
Valuta								
-EUR	84,6%	85,5%	87,9%	88,8%	89,2%	90,5%	88,0%	89,5%
-USD	11,6%	11,3%	8,8%	8,5%	7,3%	6,8%	7,7%	7,2%
-CHF	2,6%	2,5%	1,9%	2,0%	2,0%	1,5%	2,1%	1,6%
-Ostalo	1,2%	0,8%	1,4%	0,7%	1,6%	1,2%	2,1%	1,7%
Stanje (v mrd SIT)*	1.549,8	1.604,5	1.756,4	1.822,3	2.272,8	2.406,4	2.364,2	2.528,8
Valutna klavzula								
-EUR	99,7%	99,7%	99,6%	99,9%	96,6%	96,2%	94,5%	93,6%
-USD	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-CHF	0,1%	0,1%	0,2%	0,0%	3,4%	3,7%	5,5%	6,4%
-Ostalo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stanje (v mrd SIT)**	229,8	188,5	321,3	267,6	400,8	347,7	304,0	259,8

Opomba: *Znesek podbilance bank v tuji valuti vključno s promptnim delom začasnih prodaj in nakupov deviz Banki Slovenije,

**Znesek podbilance bank v valutni klavzuli.

Vir: Banka Slovenije

Slika 5.47: Razmerje med aktivnimi postavkami v valutni klavzuli in tuji valuti po posameznih skupinah bank, podatki v mrd SIT



Opomba: Velikost krogle predstavlja razmerje med aktivnimi postavkami v valutni klavzuli in devizah.

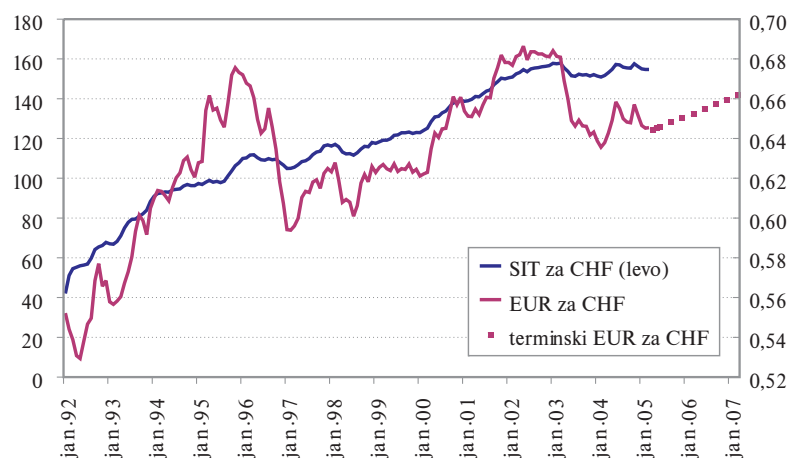
Vir: Banka Slovenije

Med tujimi valutami se v skladu s pričakovanji povečuje predvsem delež evra. Zmanjšuje pa se pomen dolarja, v dveh letih od 2002 do 2004 za dobre 4 odstotne točke. Čeprav je delež drugih tujih valut majhen, se njihov pomen krepi predvsem na aktivih. Še bolj postaja to izrazito pri valutni klavzuli.

Pomen valutne klavzule po posameznih bankah je različen. Pri nekaterih velikih bankah je delež valutne klavzule zanemarljiv, še posebno na pasivi, kjer znaša manj kakor 2% celotnega stanja postavk v tuji valuti in valutni klavzuli. Prav nasprotno velja za tuje banke, kjer pri večini manjših bank v tuji lasti obseg aktivnih postavk v valutni klavzuli presega obseg v tuji valuti. V celotnem bančnem sektorju je znašalo razmerje med postavkami v valutni klavzuli in tuji valuti v letu 2004 na aktivih 17,6% in na pasivi 14,5%. V prvih mesecih letošnjega leta so ti deleži nekoliko upadli.

Pri valutni klavzuli je pomen evra še toliko večji, vendar pa prihaja v zadnjem času do pomembnega povečanja valutne klavzule, vezane na švicarski frank. Medtem ko je bil še v letu 2003 delež slednje zanemarljivo majhen, je v letu 2004 predstavljal dobre 3% celotnega zneska bilančnih postavk v valutni klavzuli, samo v prvih dveh mesecih letošnjega leta se je povečal še za dodatne 2,1 odstotne točke na aktivih in 3 odstotne točke na pasivi. Za banke pomeni valutna klavzula, vezana na švicarski frank, zelo majhen delež njihove bilančne vsote in so v njej relativno izravnane, za komitente bank pa je lahko izpostavljenost tečajnemu tveganju zelo velika, še posebno ob upoštevanju, da je švicarski frank trenutno na relativno nizkih ravneh in je glede na tečaje terminskih pogodb v prihodnje pričakovati njegovo apreciacijo.

Slika 5.48: Gibanje tečaja švicarskega franka proti tolarju in evru ter terminski tečaj švicarskega franka



Vir: Banka Slovenije, Bloomberg

»Makro stres testi za slovenski bančni sistem«

Tabela 5.24: Šoki na osnovni scenarij

Faktorji tveganja	Šok – sprememba glede na osnovni scenarij	Obdobje šoka	Po koncu šoka
1) Realni BDP	Nižja rast za 2,5 odstotne točke	q3/04-q2/05	sledi svojemu trendu
2) Obrestne mere	Višje tolarske obrestne mere za 4 odstotne točke, devizne za 2 odstotni točki	q3/04-q2/05	se vrne na raven pred šokom
3) Obrestna marža	Za 1 odstotno točko nižja obrestna marža	q3/04-q2/05	se vrne na raven pred šokom
4) Apreciacija tečaja	Nižja rast tečaja za 5 odstotkov	q3/04	se vrne na raven pred šokom
5) Depreciacija tečaja	Višja rast tečaja za 5 odstotkov	q3/04	se vrne na raven pred šokom

Rezultati simuliranih šokov, ki se kažejo v spremembi dobička pred obdavčitvijo, donosnosti na kapital, spremembi kapitalске ustreznosti ter rasti posojil in vlog, potrjujejo relativno stabilnost slovenskega bančnega sistema. Vendar so zmerne posledice simuliranih šokov tudi odraz metodološkega pristopa in dejstva, da tudi največje spremembe faktorjev tveganja v zadnjih desetih letih niso povzročale izrazitejših sistemskih nestabilnosti.

Iz odzivov na različne šoke je razvidno, da ima največji vpliv na rezultate bank sprememba obrestne marže. Kumulativno zmanjšanje dobička zaradi znižanja obrestne marže za eno odstotno točko v obdobju štirih četrtletij je praktično enako enoletnemu dobičku bančnega sektorja. Zelo močan je tudi odziv dobička na spremembo obrestne mere, kjer je v primerjavi s scenarijem spremembe marže upoštevan tudi učinek na kreditno in depozitno dejavnost bank. Znižanje gospodarske rasti in sprememba deviznega tečaja* povzročita relativno majhne spremembe dobička glede na osnovni scenarij. Ob trajnem šoku spremembe ravni tečaja imata učinka apreciacije oziroma depreciacije podoben velikostni red kakor učinek šoka spremembe obrestnih mer. Ob dolgi odprti devizni poziciji (vključno z bilančnimi in zunajbilančnimi kategorijami) apreciacija tečaja tolarja zaradi tečajnih razlik zniža dobiček, donos na kapital in kapitalsko ustreznost, medtem ko ima depreciacija tečaja tolarja ravno nasproten – pozitiven – učinek na dobiček, donos na kapital in kapitalsko ustreznost.

Pri vseh scenarijih je opaziti, da je odziv nebančnega sektorja močnejši pri vlogah kakor pri posojilih. Kapitalna ustreznost se najmočnejše odziva na znižanje obrestne marže, učinek se v obdobju trajanja šoka stopnjuje. Tudi po prenehanju šoka, tj. po zvišanju obrestne marže na prejšnjo raven, se razlika glede na osnovni scenarij le počasi zmanjšuje. Pomemben je tudi vpliv višjih obrestnih mer, ki imajo nasproten učinek kakor znižanje obrestne marže. Zaradi višjega dobička in nekoliko nižje kreditne aktivnosti se kapitalna ustreznost poveča. Posledice spremembe deviznega tečaja in rasti BDP za kapitalno ustreznost niso tako obsežne in se razmeroma hitro umirijo.

Tabela 5.25: Vpliv posameznih šokov na spremembe nekaterih kategorij bilanc bank, merjenje s spremembami glede na osnovni scenarij

Leto 2004

Šoki	Dobiček		ROE	Kapitalna ustreznost	Rast posojil neban. sekt.	Posojila/BV	Rast vlog neban. sektorja	Vloge/BV	Rast BV
	v mrd SIT	v %							
Šok 1 - BDP	0,0	0,0	0,0	0,01	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Šok 2 - sprem. OM	6,6	14,5	1,6	0,06	-0,1	-0,1	0,3	0,1	0,2
Šok 3 - zniž. marže	-25,0	-45,2	-5,8	-0,14	-	-	-	-	-
Šok 4 - aprec. tolarja	-0,4	-0,9	-0,1	0,02	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Šok 5 - deprec. tolarja	-0,8	-1,7	-0,2	-0,01	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0

Leto 2005

Šoki	Dobiček		ROE	Kapitalna ustreznost	Rast posojil neban. sekt.	Posojila/BV	Rast vlog neban. sektorja	Vloge/BV	Rast BV
	v mrd SIT	v %							
Šok 1 - BDP	-1,0	-1,8	-0,2	0,01	-0,2	0,6	-2,0	-0,5	-1,3
Šok 2 - sprem. OM	7,5	13,6	1,5	0,20	-0,1	-0,5	1,1	0,3	0,7
Šok 3 - zniž. marže	-26,3	-47,7	-5,4	-0,60	-	-	-	-	-
Šok 4 - aprec. tolarja	-0,3	-0,5	-0,1	0,02	-0,2	0,0	-0,4	-0,1	-0,3
Šok 5 - deprec. tolarja	0,0	0,0	0,0	-0,01	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0

Ker ima ocenjeni učinek vpliva višjih obrestnih mer pri integriranem pristopu (stres testi) nasproten predznak zaradi neupoštevanja časovne strukture aktivnih in pasivnih obrestnih mer, smo obrestno tveganje ocenili še s pristopom po delih. Opazovali smo neposredni učinek na spremembo neto obrestnih prihodkov in dobičke bank, če tujo obrestno mero zvišamo za eno odstotno točko ob nespremenjeni domači obrestni meri, če domačo obrestno mero zvišamo za eno odstotno točko, medtem ko tujo obrestno mero ohranimo nespremenjeno, in če hkrati zvišamo tujo in domačo obrestno mero, vsako za eno odstotno točko.

Ob upoštevanju ročnostne strukture aktive in pasive s pristopom po delih se neto obrestni prihodki znižajo. Razlika v ocenjenih učinkih obrestnega tveganja s pristopom po delih in integriranem pristopu se je pojavila, ker je bil pri stres testih uporabljen poenostavljen model, ki ne upošteva ročnostne strukture aktive in pasive, ampak le kumulativni učinek, izhajajoč iz dejstva, da je obrestovana aktiva večja od obrestovane pasive.

Ugotovitev, ki izhaja iz opravljenih stres testov, je, da so banke izpostavljene predvsem obrestnemu tveganju, medtem ko sta tečajno tveganje in tveganje nižje gospodarske rasti za banke manj pomembni. Vendar bi bilo ob trajnem šoku spremembe deviznega tečaja za banke pomembno tudi tečajno tveganje.

Pri izvajanju stres testov s pristopom po delih smo se osredotočili na oceno kreditnega tveganja prek opazovanja spremembe strukture kvalitete portfelja bank. Ocenjevali smo odzivanje posameznega indikatorja finančne stabilnosti (deleža slabih posojil) na šoke.

Ob primerjavi dejanske strukture kreditnega portfelja z ocenami modela vidimo, da model napoveduje večji delež slabih posojil, kot jih je dejansko po ocenah samih bank. Kaže, da banke zaradi želje, da bi pridobile oziroma ohranile čim večji tržni delež, premalo upoštevajo tveganja in podcenjujejo delež neizterljivih terjatev. Poleg tega pri razvrščanju poslovnih subjektov v bonitetne razrede upoštevajo le tekoče stanje, medtem ko model upošteva tudi časovno komponento, saj njegove ocene temeljijo na zgodovinskih podatkih. Zato lahko sklepamo, da banke pri sklepanju novih kreditnih poslov poslovnim subjektom sistematično dodeljujejo boljše bonitetne ocene. Posnetek stanja kreditnega tveganja tako izkazuje boljše ocene.

* Raven tečaja smo spremenili le za eno četrtnje in smo ga v naslednjem četrtnju vrnili na raven pred šokom.

5.8 Obrestno tveganje

Obrestno tveganje do leta 2002 za banke ni predstavljalo izrazitejšega tveganja, saj so se obrestne mere večine njihovih naložb in obveznosti spreminjale v skladu z gibanjem splošno sprejetega indeksacijskega faktorja (TOM). Z odpravo indeksacije, s spreminjanjem strukture načina obrestovanja aktive in pasive bank ter povečevanjem neusklajenosti ročnosti aktive in pasive se izpostavljenost bank obrestnemu tveganju hitro povečuje.

Način obrestovanja

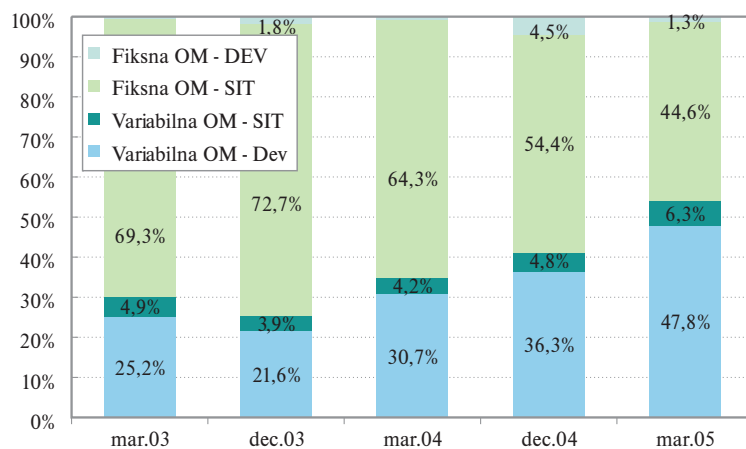
Umik depozitov iz bančnega sektorja in posledično vse večje zadolževanje bank v tujini po spremenljivi obrestni meri sili banke, da tudi vedno več danih posojil vežejo na spremenljive obrestne mere. Trend povečevanja deleža novih posojil, vezanih na spremenljive obrestne mere, poteka že od konca leta 2003, še posebno intenzivno pa v prvih mesecih letošnjega leta, ko je osem največjih bank že odobrilo več kreditov s spremenljivo kakor s fiksno obrestno mero. Najpogosteje uporabljena referenčna obrestna mera je 6-mesečni EURIBOR, sledita 1- in 3-mesečni EURIBOR. Na te referenčne obrestne mere je vezanih dobrih 80% novih posojil s spremenljivo obrestno mero. Sledita najpogosteje uporabljeni domači referenčni obrestni meri – NLB Prime in SIOM⁵⁸. Skoraj vsa nova devizna posojila so odobrena s spremenljivo obrestno mero, medtem ko je takih tolarških posojil s spremenljivo obrestno mero le 15%, ne upoštevaje tistih posojil, ki vsebujejo indeksirano obrestno mero TOM.

Z letom 2002, ko se je odpravil TOM za kratkoročne posle, se je delež tolarških kreditov in vlog, vezanih na TOM, začel hitro zniževati ter povečevati delež kreditov in vlog z nominalno obrestno mero. Kljub temu ostaja delež tolarških kreditov, vezanih na TOM (42,1% ob koncu leta 2004), precej večji, kakor to velja za vloge (19,3% ob koncu leta 2004). Podobno velja tudi za valutno klavzulo, kjer je delež kreditov z valutno klavzulo v letu 2004 znašal 16,7%, vlog pa 2,2%. To gre pripisati predvsem dejstvu, da je delež dolgoročnih kreditov večji kakor delež dolgoročnih vlog, kar v agregatu omogoča hitrejše prilagajanje vlog kakor kreditov novim načinom obrestovanja. Posledično je delež tolarških kreditov vezanih na nominalne obrestne mere precej nižji (41,2%) kot delež vlog (78,5%). V okviru slednjih se v zadnjem

⁵⁸ NLB Prime je obrestna mera NLB d.d. za najboljše komitente, SIOM pa obrestna mera SKB banke, izračunana iz trimesečnega EURIBOR-a in obrestne mere za začasno prodane devize centralni banki.

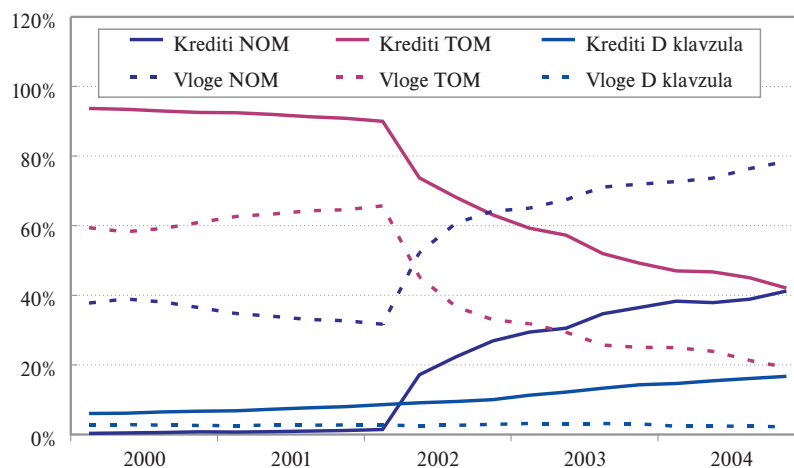
letu pospešeno povečuje zlasti delež vpoglednih vlog in vlog, vezanih do 30 dni, katerih delež se je v strukturi tolarskih vlog v letu 2004 povečal za 7,8 odstotne točke, na 43,4%.

Slika 5.49: Vrsta obrestne mere pri odobritvi novih posojil osmih največjih bank



Vir: Banka Slovenije

Slika 5.50: Struktura tolarskih kreditov in vlog glede na tip obrestovanja



Vir: Banka Slovenije

Izpostavljenost obrestnemu tveganju

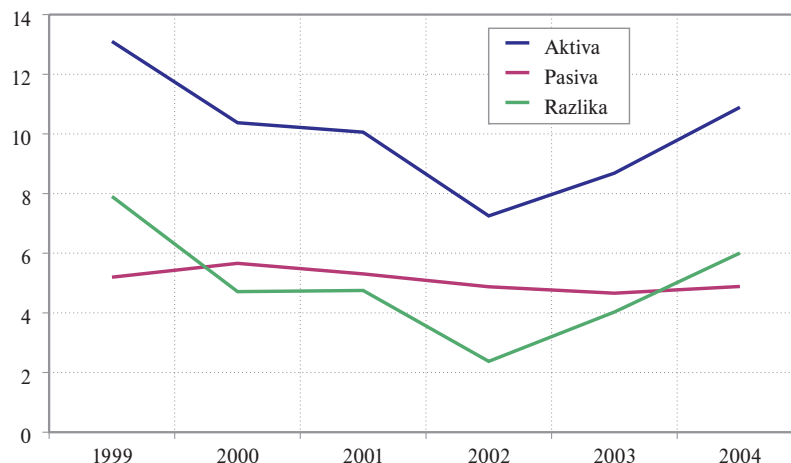
Poleg uporabe različnih načinov obrestovanja na aktivni in pasivni strani bilance stanja lahko opredelimo še dva pomembna vira obrestnega tveganja pri bankah.

Prvi je razlika v višini obrestovane aktive in pasive. Povprečna obrestovana aktiva je leta 2004 znašala 5062 mrd SIT, medtem ko povprečna obrestovana pasiva 4651 mrd SIT. Glede na leto 2003 se je povprečna obrestovana aktiva povečala za 12,1%, medtem ko pasiva za 0,4 odstotne točke manj. Razlika med povprečno obrestovano aktivo in pasivo je znašala v letu 2004 411 mrd SIT, 61 mrd SIT več kakor leto prej. Trajna sprememba ravni obrestnih mer za eno odstotno točko bi se tako odrazila v isto smerni spremembi neto obrestnih prihodkov za 4 mrd SIT.

Drugi izvor obrestnega tveganja je neusklajenost ročnosti aktive in pasive. Poenostavljen izračun povprečnega obdobja spremembe obrestnih mer za bančni sistem kaže, da se je v letu 2004 povprečno obdobje, v katerem se spremeni obrestna mera, za aktivne posle podaljšalo za 2,2 meseca, z 8,7 na

10,9 meseca. Povprečno obdobje prilagoditve obrestnih mer za pasivne posle se je v istem obdobju podaljšalo le za 0,2 meseca, s 4,7 na 4,9 meseca. Razkorak v povprečnem času prilagoditve aktivnih in pasivnih obrestnih mer se je podaljšal s 4 na 6 mesecev.

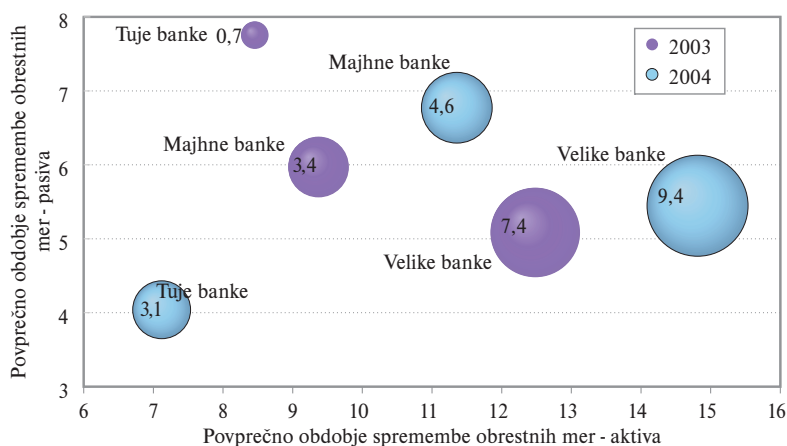
Slika 5.51: Povprečno obdobje spremembe obrestnih mer v mesecih



Vir: Banka Slovenije

Večina bank, razen dveh majhnih, ima na aktivih daljše povprečno obdobje prilagoditve obrestnih mer kakor na pasivi. Prav tako se je večini bank v letu 2004 povprečno obdobje prilagoditve obrestnih mer podaljšalo na aktivih in pasivi⁵⁹. Nekaterim tujim bankam pa se je močno povečala razlika med povprečnim obdobjem prilagoditve obrestnih mer na aktivih in pasivi.

Slika 5.52: Povprečno obdobje prilagoditve obrestnih mer aktive in pasive po skupinah bank v mesecih



Opomba: Velikost krogle predstavlja razliko med povprečno ročnostjo aktive in pasive bank v skupini – navadno povprečje bank.

Vir: Banka Slovenije

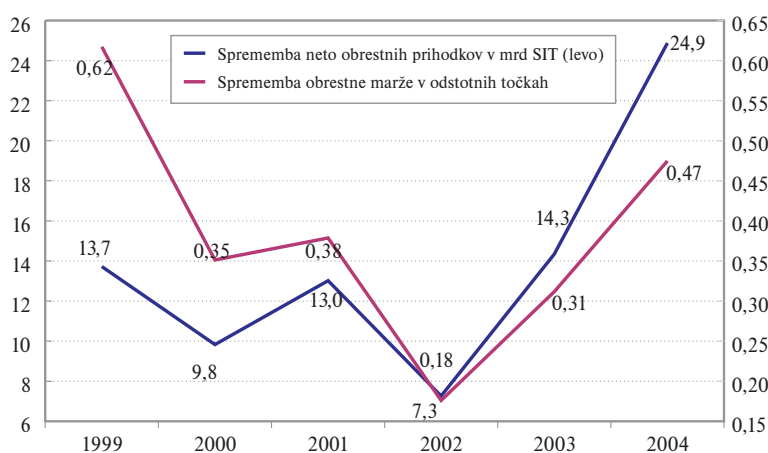
Upošteva povprečno obdobje prilagoditve obrestnih mer za konec leta 2004 je bančni sektor kratkoročno bolj izpostavljen dvigu obrestnih mer. Ob enoletnem zvišanju obrestnih mer za eno odstotno

⁵⁹ Na aktivih to ne velja za tri banke, medtem ko je na pasivi takih bank šest. Večinoma gre za manjše banke, ne glede na lastništvo.

točko⁶⁰ bi se neto obrestni prihodki v enem letu znižali za skoraj 25 mrd SIT in neto obrestna marža za 0,47 odstotne točke ob drugih nespremenjenih pogojih.

Upošteva je poenostavljen izračun povprečnega obdobja spremembe obrestnih mer za bančni sistem se je torej izpostavljenost bank obrestnemu tveganju povečala, saj bi se v letu 2003 ob enakem dvigu obrestnih mer za eno odstotno točko obrestna marža zmanjšala le za 0,31 odstotne točke, neto obrestni prihodki pa namesto za 17%, kakor v letu 2004, za 10%.

Slika 5.53: Sprememba neto obrestnih prihodkov in obrestne marže pri 1-odstotni spremembi obrestnih mer⁶¹ – znižanje (dvig) obrestnih mer povzroči dvig (padec) obrestne marže in neto obrestnih prihodkov



Vir: Banka Slovenije

5.9 Institucionalne spremembe

Trenutno so slovenske banke v obdobju velikih institucionalnih sprememb. Že v letošnjem letu je prišlo do bistvenih sprememb davčne zakonodaje. Odprava davka na bilančno vsoto bo zmanjšala efektivno davčno stopnjo, vendar se položaj bank bistveno ne bo izboljšal zaradi uvedbe davka po odbitku za obresti, plačane v tujino nepovezanim osebam. Davek postavlja v slabši konkurenčni položaj banke v domači lasti in zavira razvoj medbančnega trga in trga obveznic. Poleg tega je bil spremenjen zakon o dohodnini, ki uvaja obdavčitev bančnih obresti tudi za fizične osebe in še dodatno spodbuja umik depozitov v alternativne naložbe. Druga pomembna sprememba je uvedba mednarodnih standardov računovodskega poročanja (MSRP), ki uvaja vrednotenje po pošteni vrednosti, za kreditne terjatve pa po odplačni vrednosti, in vpliva na večje spremembe pri oblikovanju rezervacij za kreditna tveganja. Obveznost poročanja po MSRP bo za banke veljala z letom 2006. Ob tem tečejo v bankah še priprave na uvedbo Basla 2 in prevzem evra v letu 2007.

Zlasti v manjših državah članicah EU se povečuje pomen podružnic tujih bank za finančno stabilnost, kar pa za slovenski bančni prostor še ni tako problematično zaradi zmanjševanja števila tujih podružnic. Problem podružnic se kaže tudi na področju jamstvenih shem za vloge, kjer lahko na finančno stabilnost precej vpliva arbitražno obnašanje bank. Če je vstop in izstop iz sheme brez stroškov, to spodbuja tuje banke, da svoje podružnice vključijo v sheme držav, ki delujejo po principu ex-post jamstvenih

⁶⁰ Obrestne mere se dvignejo za 1 odstotno točko in se po obdobju enega leta vrnejo na prejšnjo raven.

⁶¹ Obrestne mere se dvignejo za 1 odstotno točko in se po obdobju enega leta vrnejo na prejšnjo raven.

shem, kar znižuje njihove stroške. Iz sheme pa podružnica izstopi, če se pri kateri od bank v državi gostiteljici pričakujejo težave. Eden od razlogov, poleg različnih nacionalnih davčnih sistemov, da tuje banke ne spreminjajo množično statusa svojih bank hčera v drugih državah v podružnice, je v tem, da bi ob večinskem ex-ante principu financiranja jamstvenih shem prispevki, ki jih je banka že vplačala v jamstveno shemo, ostali v državi gostiteljici.

Podružnica in njeno delovanje je lahko za bančnega nadzornika matične banke relativno nepomembno. Še toliko bolj, če je matična banka v svojem lokalnem okolju majhna banka in ji zato nadzorniki ne posvečajo tolikšne pozornosti, medtem ko je lahko v majhni državi njena podružnica sistemsko pomembna. Z vstopom Slovenije v EU je tudi za slovenski bančni prostor uveljavljeno pravilo enotnega potnega lista, s čimer podružnice tujih bank preidejo pod pristojnost nadzornikov iz domačih držav, medtem ko ima nadzornik države gostiteljice le omejene možnosti nadzora, čeprav mora skrbeti za finančno stabilnost sistema, katerega del je tudi podružnica.

6 NEDENARNE FINANČNE INSTITUCIJE

6.1 Zavarovalnice

6.1.1 Značilnosti

Leto 2004 je bilo za zavarovalnice relativno uspešno. Zbrana premija je dosegla skoraj 320 mrd SIT, kar je 12% več kakor prejšnje leto, medtem ko so zavarovalno-tehnične rezervacije dosegle skoraj 465 mrd SIT in vzdržale pokritost z naložbami kritnega premoženja na ravni iz leta 2003, na 111%. Prav tako je tudi škodni rezultat leta 2004 z vrednostjo 0,64 ostal na ravni iz prejšnjega leta. Maja 2005 v Sloveniji deluje že 15 zavarovalnic in dve pozavarovalnici⁶².

Tržni delež največje zavarovalnice glede na zbrano premijo se je leta 2004 v primerjavi s prejšnjim letom nekoliko še okrepil in je znašal 43%, prav tako se je povečal tržni delež največje pozavarovalnice, ki je leta 2004 glede na zbrano premijo že dosegla skoraj 60% delež trga. Na trgu premoženjskih zavarovanj največja zavarovalnica pokriva 41% delež trga, na trgu življenjskih zavarovanj 51% in na trgu zdravstvenih zavarovanj 81% tržni delež. Visoka koncentracija pri posameznih zavarovalnih vrstah opozarja na njihovo razmeroma nizko stopnjo konkurenčnosti.

Tabela 6.1: Zbrana premija zavarovalnic, njena struktura in letne stopnje rasti

	2000	2001	2002	2003	2004
Premija (v mrd SIT)	191	223	255	285	318
Letna rast premije	13%	17%	15%	12%	12%
Struktura premije					
Življenjska	18%	19%	20%	21%	23%
Zdravstvena	26%	26%	26%	24%	22%
Premoženjska	55%	55%	55%	55%	55%
Letne stopnje rasti					
Življenjska	21%	27%	19%	13%	24%
Zdravstvena	12%	16%	13%	6%	-1%
Premoženjska	10%	16%	14%	12%	12%

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor

Med vrstami zavarovanj so zavarovalnicam leta 2004 največ težav povzročala zdravstvena zavarovanja. Zavarovalnice so zbrale za 1% manj njihove premije, škodni rezultat prostovoljnih zdravstvenih zavarovanj pa se je poslabšal z 0,83 iz leta 2003 na 0,87 leta 2004. V Sloveniji imamo dve specializirani zdravstveni zavarovalnici, ki sta ob koncu leta 2004 dosegli dobrih 6% tržni delež med vsemi zavarovalnicami po bilančni vsoti, poleg njih sta imeli ob koncu leta 2004 še dve zavarovalnici oblikovane kritne sklade zdravstvenih zavarovanj.

V nasprotju z zdravstvenim zavarovanjem pa se je leta 2004 zbrana premija življenjskih zavarovanj okrepila kar za skoraj četrtino glede na prejšnje leto, tako da v strukturi celotne zbrane premije predstavlja premija življenjskega zavarovanja s skoraj 23% že največji delež. Sledita ji zbrana premija prostovoljnega zdravstvenega zavarovanja in premija za zavarovanje odgovornosti pri uporabi motornih vozil. Leta

⁶² Marca 2004 je začela poslovati avstrijska zavarovalnica Arag kot prva specializirana zavarovalnica v Sloveniji za zavarovanje pravne zaščite. Na začetku letošnjega leta se je zavarovalnica Slovenica razdelila na premoženjski del, Slovenico, zavarovalno hišo, in življenjski del, Slovenico življenje, življenjska zavarovalnica. Na začetku leta je nastala tudi SID – prva kreditna zavarovalnica kot hčerinska družba Slovenske izvozne družbe, ki je nanjo prenesla komercialne izvozne kredite.

2004 je odstotek celotne zbrane premije v razpoložljivem dohodku prebivalstva že presegel 11%, zbrana premija na prebivalca pa se je povečala na skoraj 160.000 SIT.

Tabela 6.2: Zbrani celotna in življenjska premija zavarovalnic v različnih ekonomskih kategorijah

	2000	2001	2002	2003	2004
Celotna premija v mrd SIT	190,7	222,5	255,5	285,4	318,3
na preb. v 1.000 SIT	95,8	111,7	128,0	142,9	159,4
v odstotkih BDP	4,5%	4,7%	4,8%	5,0%	5,1%
v odstotkih razpol. doh.	9,7%	10,2%	10,6%	10,9%	11,1%
Premija življ. zavar. v mrd SIT	35,2	44,5	52,9	59,9	74,2
na preb. v 1.000 SIT	17,7	22,3	26,5	30,0	37,2
delež v celotni premiji v odstotkih	18,4%	20,0%	20,7%	21,0%	23,3%
v odstotkih BDP	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%	1,2%

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor, Statistični urad RS

Primerjava zbrane zavarovalne premije slovenskih zavarovalnic z zbrano premijo evropskih držav

Celotna zbrana premija slovenskih zavarovalnic je leta 2003 predstavljala 5% BDP, kar je 3,4 odstotne točke manj kakor je predstavljal delež zbrane premije v BDP celotne Evropske unije (EU-25). Več kakor 10-odstotni delež zbrane premije v BDP med evropskimi državami dosegata Velika Britanija in Švica. Večji delež kakor Slovenija dosegajo vse države EU-15, razen Luxembourga in Grčije, medtem ko manjši delež kakor Slovenija poleg slednjih dveh tudi vse nove članice Evropske unije. Podatki kažejo, da je ozaveščenje glede pomena zavarovalnih proizvodov v Sloveniji glede na druge države Evropske unije, ki so to postale maja 2004, relativno dobro.

Tabela 6.3: Zbrana celotna in življenjska premija zavarovalnic leta 2003 v različnih ekonomskih kategorijah po nekaterih evropskih državah

	Slovenija	EU-15	EU25	Česka	Grčija	Portugal.	Nemčija	Francija	Vel. Britanija
Celotna premija v mrd SIT	285	192.825	196.242	769	760	2.239	35.377	33.900	51.102
na preb. v 1.000 SIT	142,9	494,0	420,4	75,3	71,0	223,6	424,8	558,9	840,6
v odstotkih BDP	5,0%	8,6%	8,4%	4,5%	2,1%	7,3%	7,0%	9,2%	13,4%
Premija življ. zavar. v mrd SIT	60	112.242	113.497	295	337	1.268	15.893	21.837	32.070
na preb. v 1.000 SIT	30,0	292,1	246,9	28,9	31,5	126,6	192,7	366,2	542,0
delež v celotni premiji	21,0%	58,2%	57,8%	38,3%	44,4%	56,6%	44,9%	64,4%	62,8%
v odstotkih BDP	1,1%	5,1%	4,9%	1,7%	0,9%	4,1%	3,2%	6,0%	8,6%

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor; Swiss Re, Sigma: World insurance in 2003, No 3/2004

V strukturi zbrane premije ima Slovenija glede na druge evropske države relativno majhen delež življenjskih zavarovanj. Medtem ko je bil delež življenjskih zavarovanj v celotni zbrani premiji leta 2003 za EU-25 skoraj 58-odstoten, je ta delež za Slovenijo predstavljal še komaj 21%. Pri življenjskih zavarovanjih ima Slovenija še veliko možnosti, kar se izraža tudi v rasti premije življenjskega zavarovanja v zadnjih letih. Delež zbrane življenjske premije v BDP je bil v Sloveniji leta 2003 le 1,1-odstoten, kar je manj kakor tudi v nekaterih državah, ki so postale članice Evropske unije po maju 2004, kakor na primer na Češkem (1,7%) ali Slovaškem (1,4%).

Življenjsko zavarovanje in pogodbeno povezovanje zavarovalnic z bankami

Pomen življenjskega zavarovanja se na domačem zavarovalniškem trgu povečuje. Bilančna vsota iz življenjskega dela je ob koncu leta 2004 predstavljala že 42% celotne bilančne vsote zavarovalnic. Med življenjskimi zavarovanji v zadnjem letu postaja vse pomembnejše življenjsko zavarovanje, vezano na kupone investicijskih skladov oziroma t. i. življenjsko zavarovanje z naložbenim tveganjem. Zbrana premija slednjega zavarovanja je ob koncu leta 2004 predstavljala že 18% celotne zbrane premije življenjskega zavarovanja, kar pomeni več kakor 180-odstotno rast glede na preteklo leto. Padanje letne rasti borznih indeksov v prvi polovici leta in v povezavi s tem tudi donosnosti vzajemnih skladov pa bo lahko povzročilo zmanjšanje zanimanja za taka zavarovanja.

Življenjsko zavarovanje z naložbenim tveganjem je pospešilo pogodbeno povezovanje med zavarovalnicami in bankami ter družbami za upravljanje investicijskih skladov. Maja 2005 je imelo že 11 bank dovoljenje za posredovanje pri prodaji zavarovalnih polic. Leta 2004 je 9 bank, ki je omenjene posle dejansko opravljajo, sklenilo za 5,2 mrd SIT življenjskih polic, kar je več kakor še enkrat toliko kot leta 2003, ko je bilo takih bank šest. Na ta način so prišle banke leta 2004 do skoraj 274 mio SIT provizije, kar pomeni 3% vseh prejetih provizij bank leta 2004 oziroma 31% prejetih provizij od posredniških poslov.

Tabela 6.4: Zbrana premija in število zavarovancev življenjskega in pokojninskega zavarovanja zavarovalnic

	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Življ. zavar. skupaj				Letne stopnje rasti		
premija (mio SIT)	52.917	59.871	74.230	-	13,1%	24,0%
št. zavarovancev	650.954	739.003	852.955	-	13,5%	15,4%
Življ. zavar. vezano na inv. kupone				Delež v življenjskem zavarovanju		
premija (mio SIT)	251	4.782	13.576	0,5%	8,0%	18,3%
št. zavarovancev	6.393	40.264	96.313	1,0%	5,4%	11,3%
Prostovoljno dod. pok. zavar.						
premija (mio SIT)	2.965	3.544	3.533	5,6%	5,9%	4,8%
št. zavarovancev	37.745	45.801	37.455	5,8%	6,2%	4,4%

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor

Računovodski izkazi in kapitalna ustreznost zavarovalnic

Bilančna vsota zavarovalnic je leta 2004 porasla za 17%, na 613 mrd SIT. S 24% je bil porast močan predvsem v življenjskemu delu bilance zavarovalnic. Porast bilančne vsote pozavarovalnic je bil leta 2004 11%, tako da je bila njena vrednost ob koncu leta 2004 slabih 74 mrd SIT.

Zavarovalnicam se čisti poslovni izid zmanjšuje že od leta 2002. Leta 2004 so ga izkazale v višini 3,3 mrd SIT, kar je za 2,7 mrd SIT manj kakor preteklo leto. Nekaj več kakor 3,1 mrd SIT izgube je izkazalo 5 zavarovalnic, ki po bilančni vsoti dosegajo 10% tržni delež. Na slabši poslovni izid leta 2004 je vplival predvsem negativen izid iz zdravstvenega zavarovanja in tudi slabši poslovni izid iz življenjskega zavarovanja. Prihodki od naložb, predvsem dobički pri odtujitvah naložb, so se zavarovalnicam leta 2004 povečali za 4%, na 21 mrd SIT, medtem ko so se odhodki od naložb, predvsem iz obresti in drugih naložb, zmanjšali za 1,5 mrd SIT na 4,1 mrd SIT. Pozavarovalnici sta ob koncu leta 2004 izkazali izid v višini 2,2 mrd SIT, kar je za 1 mio SIT manj kakor ob koncu leta 2003.

Zavarovalnice so svojo kapitalno ustreznost leta 2004, merjeno s presežkom oziroma primanjkljajem razpoložljivega kapitala nad zahtevanim minimalnim kapitalom, izboljšale za 3 mrd SIT in so tako

izkazale že 23,3 mrd SIT presežka. Prav tako so svojo kapitalsko ustreznost za 0,6 mrd SIT ob koncu leta 2004 glede na konec leta 2003 izboljšale pozavarovalnice in tako dosegle za 7,6 mrd SIT presežka.

Tabela 6.5: Bilančna vsota, izračun izida in kapitalna ustreznost zavarovalnic

	v mrd SIT			stopnje rasti	
	2002	2003	2004	2003	2004
Zavarovalnice					
Bilančna vsota	440,9	525,5	613,4	19%	17%
Premoženjski del	266,9	309,9	346,0	16%	12%
Življenjski del	174,0	215,5	267,4	24%	24%
Izračun izida					
Izid iz prem. zavar. razen zdr.	4,5	3,5	4,3	-24%	24%
Izid iz zdr. zavar.	3,7	2,1	-2,1	-45%	-204%
Izid iz življ. zavar.	3,5	3,3	2,8	-5%	-17%
Prihodki od naložb	21,4	20,3	21,1	-5%	4%
Odhodki od naložb	3,4	5,7	4,1	70%	-29%
Čisti poslovni izid	8,5	5,0	3,3	-41%	-34%
Kapitalna ustreznost					
Zahtevani min. kapital	34,2	38,5	43,6	12%	13%
Presežek	11,5	20,3	23,3	77%	14%
Pozavarovalnice					
Bilančna vsota	60,6	66,4	73,8	10%	11%
Čisti poslovni izid	1,6	2,3	2,2	42%	-6%
Kapitalna ustreznost					
Zahtevani min. kapital	3,3	4,1	4,4	24%	7%
Presežek	8,2	7,0	7,6	-15%	9%

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor

6.1.2 Stabilnost zavarovalniškega sektorja

Tveganja pri sklepanju zavarovanj

Zavarovalnice tveganja pri sklepanju zavarovanj relativno dobro obvladujejo. Leta 2004 je celotni škodni rezultat z vrednostjo 0,64 ostal na enaki ravni kakor leta 2003. Medtem ko se je škodni rezultat življenjskih zavarovanj izboljšal, sta se škodna rezultata zdravstvenih in drugih premoženjskih zavarovanj nekoliko poslabšala. Zdravstvena zavarovanja pestijo težave vedno večjih stroškov zdravljenja in demografskih sprememb. Med drugimi premoženjskimi zavarovanji so bila leta 2004 z vidika škodnega rezultata problematična predvsem zavarovanje odgovornosti pri uporabi motornih vozil in zavarovanje kopenskih motornih vozil⁶³, ki dosegata v celotni zbrani premiji dobrih 30%.

Slabšanje škodnega rezultata obveznih avtomobilskih zavarovanj, ki jih izvaja 6 zavarovalnic, je posledica rasti cen avtomobilov in stroškov njihovega popravila ter višjih zahtev Zavoda za zdravstveno zavarovanje za pokrivanje stroškov zdravljenja ponesrečenih v prometnih nesrečah (za leto 2005 je zahtevana vrednost 4 mrd SIT, kar je pol mrd SIT več kakor lani). Na začetku letošnjega leta je prišlo z novelo zakona o obveznih zavarovanjih v prometu tudi do dviga minimalnih zavarovalnih vsot za zavarovanje avtomobilske odgovornosti, z namenom njene uskladitve z novo evropsko avtomobilsko direktivo. Zaradi višanja stroškov odškodnin avtomobilskega zavarovanja in s tem slabšanja njihovega

⁶³ Obvezno avtomobilsko zavarovanje in kasko zavarovanje motornih vozil.

škodnega rezultata, obstaja velika verjetnost, da se zavarovalnice ne bodo mogle več dolgo izogibati zvišanju zavarovalne premije avtomobilskega zavarovanja.

Tabela 6.6: Škodni rezultat pomembnejših zavarovalnih vrst (razmerje med izplačanimi škodami in vplačanimi premijami)

Zavarovalna skupina	2001	2002	2003	2004
Skupaj	0,64	0,63	0,64	0,64
Življenjsko zavarovanje	0,31	0,38	0,42	0,36
Prostovoljno zdravstveno zavarovanje	0,83	0,81	0,83	0,87
Premoženjsko razen zdravstvenega	0,66	0,62	0,64	0,67
Zav. odgovornosti pri uporabi motornih vozil	0,62	0,57	0,57	0,64
Zavarovanje kopenskih motornih vozil	0,85	0,80	0,80	0,83
Nezgodno zavarovanje	0,62	0,62	0,61	0,62
Drugo škodno zavarovanje	0,73	0,65	0,64	0,72
Zavarovanje požara in elementarnih nesreč	0,38	0,31	0,55	0,52
Kreditno zavarovanje	0,94	1,03	0,85	0,66
Drugo premoženjsko zavarovanje	0,67	0,67	0,70	0,65

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor

Naložbena tveganja

Tabela 6.7: Pokritost zavarovalno-tehničnih rezervacij z naložbami kritnega premoženja

	2000	2001	2002	2003	2004
Zavarovalno-tehnične rezervacije (v mrd SIT)	226	286	342	399	465
Letne stopnje rasti	-	27	20	17	16
Naložbe kritnega premoženja (v mrd SIT)	198	252	334	443	515
Letne stopnje rasti	-	27	33	33	16
Nal. krit. prem. / zavar.-teh. rezer.	0,878	0,880	0,976	1,110	1,108
Nal. krit. prem. v BDP v odstotkih	4,7%	5,3%	6,3%	7,7%	8,3%
Matematične rezervacije (v mrd SIT)	87	116	150	186	233
Letne stopnje rasti	-	34%	29%	24%	25%
Naložbe kritnega sklada (v mrd SIT)	91	124	169	222	276
Letne stopnje rasti	-	36%	36%	31%	24%
Nal. krit. sklada / mat. rezer.	1,048	1,066	1,125	1,191	1,187
Nal. krit. sklada v BDP v odstotkih	2,1%	2,6%	3,2%	3,9%	4,4%
Duge zavarovalno-tehnične rezervacije (v mrd SIT)	139	170	192	213	232
Letne stopnje rasti	-	22%	13%	11%	9%
Naložbe kritnega prem. brez krit. skladov (v mrd SIT)	107	128	165	221	239
Letne stopnje rasti	-	19%	29%	34%	8%
Nal. krit. prem. brez KS / druge zavar.-teh. rezer.	0,760	0,753	0,859	1,039	1,030
Nal. krit.prem. brez KS v BDP v odstotkih	2,5%	2,7%	3,1%	3,8%	3,9%

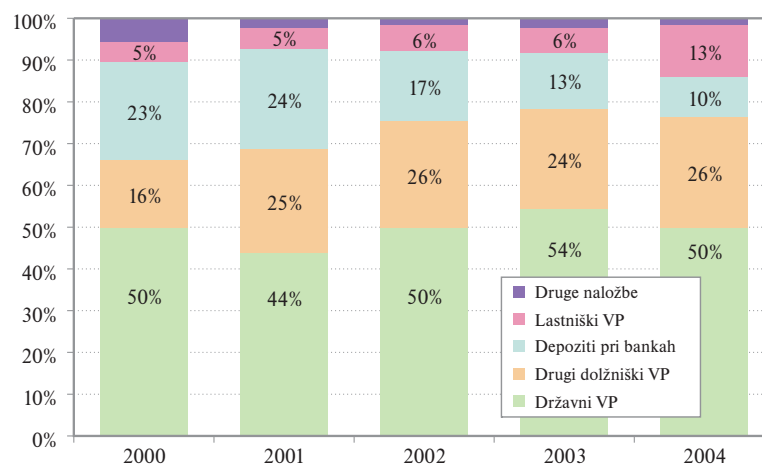
Vir: Agencija za zavarovalni nadzor

Pokritost rezervacij z naložbami je ob koncu leta 2004 ostala na skoraj enaki ravni kakor ob koncu leta 2003, torej nekaj nad 1,1, kar z vidika naložbenega tveganja kaže na relativno varno poslovanje zavarovalniškega sektorja. Čeprav je bila rast naložb kritnega premoženja s 16% ob koncu leta 2004 sicer nekoliko nižja kakor v preteklih treh letih, je zavarovalnicam uspelo doseči že 515 mrd SIT naložb, kar pomeni 8,3% BDP.

S povečevanjem premije življenjskega zavarovanja se v strukturi kritnega premoženja povečuje delež kritnih skladov in prav tako med zavarovalno tehničnimi rezervacijami delež matematičnih rezervacij. Kritni skladi so ob koncu leta 2004 predstavljali že skoraj 54% kritnega premoženja zavarovalnic, kar je slabih osem odstotnih točk več kakor pred štirimi leti. Prav tako se je tudi delež matematičnih rezervacij med zavarovalno-tehničnimi rezervacijami povečal nad 50%, kar predstavlja že skoraj 12 odstotnih točk več kakor pred štirimi leti. Pokritost matematičnih rezervacij z naložbami je bila ob koncu leta 2004 skoraj 119%, kar je sicer malenkost manj kakor preteklo leto, vendar je še vedno dobra. Tudi pokritost drugih zavarovalno-tehničnih rezervacij z naložbami je bila ob koncu leta 2004 nad 100%.

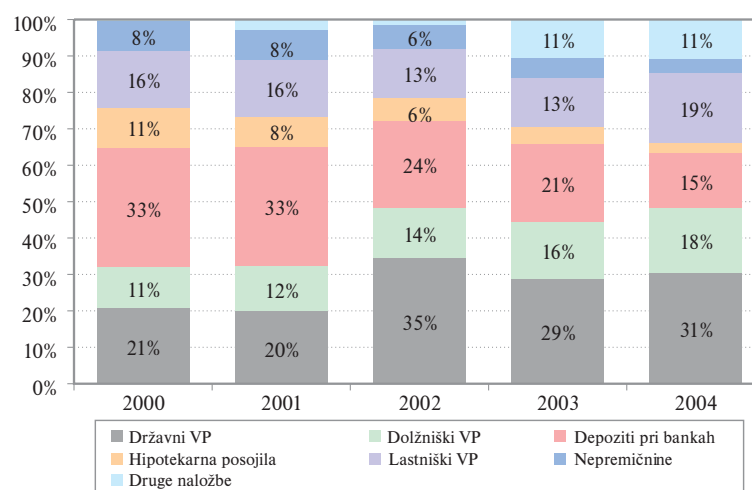
Rast življenjskih zavarovanj je posledica več dejavnikov, med drugim novih zavarovalnih produktov, vezanih na točke vzajemnih skladov, ki so bili v zadnjem letu zaradi visokih donosov na domačem kapitalskem trgu še posebno zanimivi, in razmer na pokojninskem trgu, ki zahtevajo od posameznika sklepanje dodatnih pokojninskih zavarovanj⁶⁴.

Slika 6.1: Struktura naložb kritnih skladov zavarovalnic v odstotkih



Vir: Agencija za zavarovalni nadzor

Slika 6.2: Struktura naložb kritnega premoženja brez kritnih skladov zavarovalnic v odstotkih



Vir: Agencija za zavarovalni nadzor

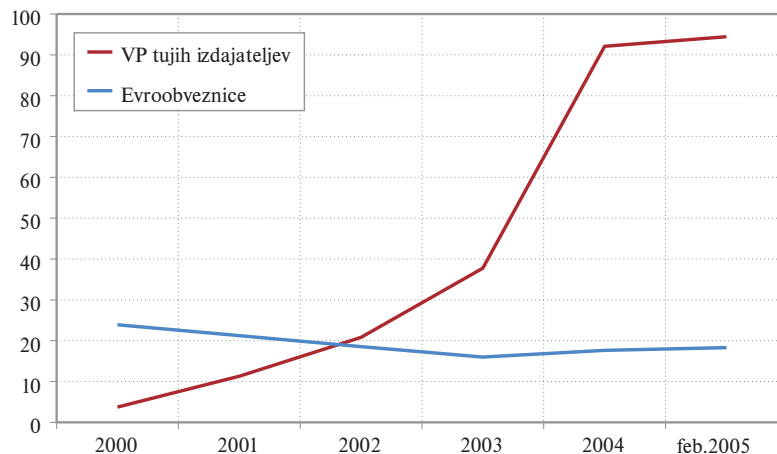
⁶⁴ Sredstva vzajemnih skladov so ob koncu leta 2004 dosegla 210 mrd SIT, medtem ko pokojninskih skladov 95 mrd SIT.

Struktura naložb iz življenjskih zavarovanj je zaradi potrebe po varnosti in dolgoročnosti precej drugačno od strukture naložb iz drugih vrst zavarovanj. Med naložbami kritnih skladov je 86% naložb v državnih in drugih dolžniških vrednostnih papirjih ter bančnih depozitih, medtem ko je bil ta delež s 64% ob koncu leta 2004 med drugimi naložbami zavarovalnic precej manjši. Več kakor tričetrtinski delež naložb v obveznicah in depozitih med vsemi naložbami zavarovalnic je sicer precej velik, vendar pa zagotavlja njihovo večjo stabilnost glede na gibanje kapitalskih trgov. Gibanje domačega borznega trga, ki na začetku leta 2005 ni bilo preveč spodbudno, bo lahko kljub relativno varni naložbeni politiki zavarovalnic precej vplivalo na njihove slabše poslovne rezultate. Ravno leta 2004 so zavarovalnice svoje naložbe v delnice glede na preteklo leto s čez 80 mrd SIT skoraj podvojile. V strukturi celotnih njihovih naložb to predstavlja 16%. Od tega so dobrih 13 mrd SIT vložile v vzajemne sklade. Čeprav so okoli 15% naložb zavarovalnic v lastniške vrednostne papirje ob koncu leta 2004 predstavljale delnice tujih izdajateljev, je del na domačem kapitalskem trgu še vedno precej velik.

Zavarovalnice morajo pri naložbah iz življenjskih zavarovanj skrbeti tudi za valutno usklajenost, zato imajo več kakor 55% naložb kritnih skladov v evrih.

Glede na majhnost domačega kapitalskega trga in 515 mrd SIT velik obseg naložb zavarovalnic, ki pomenijo 17% tržne kapitalizacije vseh vrednostnih papirjev na borzi oziroma 47% tržne kapitalizacije obveznic ob koncu leta 2004, je za zavarovalnice nujno da iščejo možnosti za svoje kapitalske naložbe tudi v tujini, z namenom večje razpršitve tveganja. Ob koncu leta 2004 so imele za dobrih 70 mrd SIT oziroma dobrih 13% svojih naložb v tujih vrednostnih papirjih in poleg še za 15 mrd SIT v evroobveznicah.

Slika 6.3: Naložbe zavarovalniškega sektorja (vključuje zavarovalnice in pokojninske sklade) v vrednostne papirje tujih izdajateljev in evroobveznice (v mrd SIT)



Vir: Banka Slovenije (Finančna statistika)

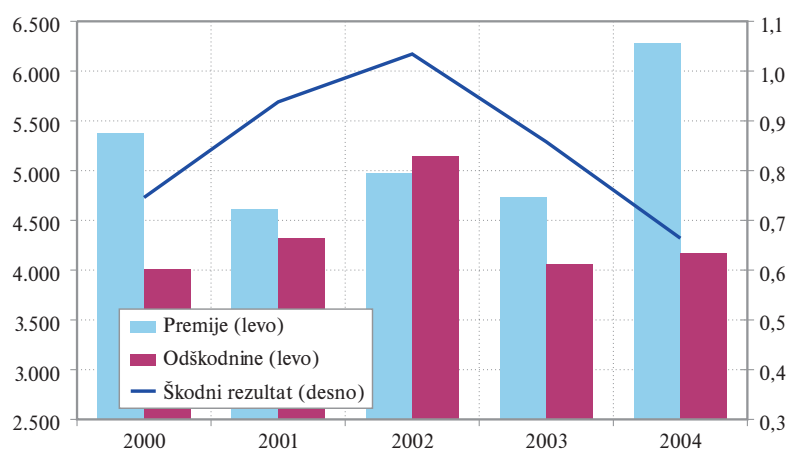
Zavarovalniški sektor skupaj⁶⁵ je imel ob koncu leta 2004 že za več kakor 92 mrd SIT v vrednostnih papirjih tujih izdajateljev. Od tega je imel v delnicah skoraj 16 mrd SIT. Prevladovala so delnice luxembourških izdajateljev (26%) in hrvaških ter bosanskih (24%), z 10% pa so bili pomembni tudi avstrijski in češki izdajatelji. Pri naložbah v obveznice se zavarovalniški sektor usmerja na bolj stabilne zahodne trge. Prevladovala so naložbe v nemške (22%), nizozemske (16%) in irske (11%) obveznice, v obveznicah izdajateljev iz drugih držav pa je imel zavarovalniški sektor manj kakor 10%. V evroobveznicah je imel ob koncu leta 2004 zavarovalniški sektor skoraj 18 mrd SIT.

⁶⁵ Vključuje zavarovalnice, pozavarovalnice in pokojninske sklade.

6.1.3 Vpliv zavarovalnic na stabilnost bančnega sektorja prek kreditnih zavarovanj

Banke so imele ob koncu leta 2004 za dobrih 310 mrd SIT oziroma skoraj 60% kreditov danih prebivalstvu zavarovanih pri zavarovalnicah. Škodni rezultat kreditnih zavarovanj, ki v strukturi celotne zbrane premije zavarovalnic predstavljajo 2%, se je leta 2004 z vrednostjo 0,66 precej izboljšal glede na zadnja leta, kar je predvsem posledica visoke rasti kreditov in s tem več vplačanih premij. Vendar pa zaradi velike koncentracije zavarovanih kreditov pri eni zavarovalnici, kar 73%, ostaja zavarovanje bančnih kreditov pri zavarovalnicah potencialno žarišče sistemskega finančnega tveganja, ki bi lahko prišlo do izraza v obdobju poslabšanja gospodarskih razmer z nižjo kreditno aktivnostjo in večjih zamud pri odplačilih posojil.

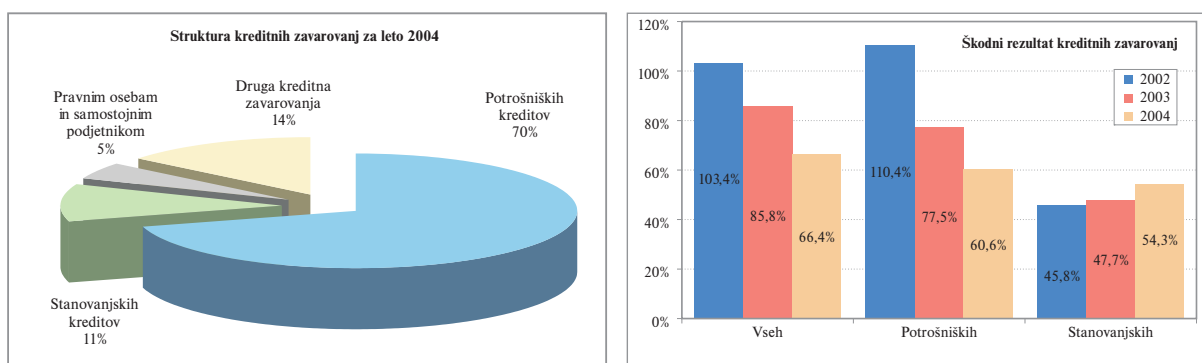
Slika 6.4: Zbrane premije in izplačane odškodnine ter škodni rezultat kreditnih zavarovanj brez Slovenske izvozne družbe (v mio SIT in škodni rezultat kot razmerje)



Vir: Agencija za zavarovalni nadzor

Zavarovanje potrošniških kreditov predstavlja v strukturi zbrane kreditne premije s 70% najvišji delež. Predvsem izboljšanje škodnega rezultata zavarovanj potrošniških kreditov z 0,78 na 0,61 je vplivalo na boljši celoten škodni rezultat kreditnih zavarovanj v letu 2004. Nižji škodni rezultat kreditnih zavarovanj sovпада s splošno boljšimi bonitetnimi ocenami komitentov bank.

Slika 6.5: Struktura zbrane premije kreditnih zavarovanj za leto 2004 in njihov škodni rezultat v zadnjih treh letih v odstotkih



Vir: Agencija za zavarovalni nadzor

Čeprav se škodni rezultat kreditnih zavarovanj v celoti izboljšuje, je skozi vsa zadnja tri leta opazen trend slabšanja škodnega rezultata zavarovanj stanovanjskih kreditov. Od leta 2002 se je poslabšal z

0,46 na 0,54 leta 2004. Slabšanje škodnega rezultata zavarovanj stanovanjskih kreditov je posledica slabše bonitete komitentov, ki se odločajo za stanovanjska posojila, in njihove sposobnosti izpolnjevanja obveznosti iz kreditne pogodbe.

6.2 Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje

Drugi steber slovenskega pokojninskega sistema se je leta 2004 z vključitvijo zaposlenih v javnem sektorju močno okrepil. Število dodatno pokojninsko zavarovanih se je v zadnjem letu skoraj podvojilo in je ob koncu leta 2004 že predstavljalo več kakor polovica delovno aktivnega prebivalstva. Ob koncu leta 2004 je bilo zbranih tudi že za več kakor 95 mrd SIT sredstev, kar je prav tako skoraj še enkrat toliko kot ob koncu leta 2003. Podobno velja za zbrano premijo, ki je leta 2004 dosegla že skoraj 43 mrd SIT. Glede na naravo pokojninskega zavarovanja, kjer prihaja do rednih mesečnih vplačil zavarovancev, je v naslednjih letih pričakovati nadaljnjo krepitev sredstev pokojninskih skladov. V prihodnosti pa ni več pričakovati tako visokih stopenj rasti novih zavarovancev kakor v zadnjih treh letih.

Tabela 6.8: Nekateri kazalci obveznega in prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja

					Letne stopnje rasti			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Obvezno pokojninsko zavarovanje								
Povpr. št. zavarovancev pri ZPIZ	814.170	812.998	811.049	812.995	0,9%	-0,1%	-0,2%	0,2%
Povpr. št.upokojencev ¹⁾	492.485	509.083	517.751	523.854	2,1%	3,4%	1,7%	1,2%
Razmerje	1,65	1,60	1,57	1,55	-1,2%	-3,4%	-1,9%	-0,9%
Neto povprečna plača (v SIT)	134.822	147.938	159.051	168.175	11,7%	9,7%	7,5%	5,7%
Povprečna pokojnina (v SIT) ²⁾	89.363	97.542	102.524	107.140	8,7%	9,2%	5,1%	4,5%
Razmerje v odstotkih	66,3%	65,9%	64,5%	63,7%	-2,7%	-0,5%	-2,2%	-1,2%
Povp. starost novih prejem. pokoj.	57,2	57,7	57,7	58,6	0,0%	0,9%	0,0%	1,6%
moški	59,3	59,9	59,9	60,6	0,0%	1,1%	0,0%	1,1%
ženske	55,4	55,5	55,7	56,6	0,0%	0,2%	0,3%	1,6%
Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje								
Število zavar. dod. prost. zavar.	81.895	173.089	212.060	404.885	-	111%	23%	91%
Delovno aktivno. preb.	779.041	783.499	777.247	782.206	1,4%	0,6%	-0,8%	0,6%
Razmerje v odstotkih	11%	22%	27%	52%	-	110%	24%	90%
Sredstva (v mio SIT)	6.000	23.722	48.904	95.442	-	295%	106%	95%
Sredstva v BDP v odstotkih	0,13%	0,45%	0,85%	1,54%	-	254%	91%	81%
Zbrana premija (v mio SIT)	5.289	12.372	22.487	42.810	-	134%	82%	90%

Opombi: ¹⁾ Vključeni so prejemniki vseh vrst pokojnin: starostnih, invalidskih, družinskih, vdovskih, vojaških, kmečkih in državnih.

²⁾ Vključene so starostne, invalidske, družinske in vdovske pokojnine, zmanjšane za obračunano akontacijo davka.

Vir: Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, Agencija za zavarovalni nadzor, Agencija za trg vrednostnih papirjev, Statistični urad RS

Trend obveznega pokojninskega zavarovanja kaže, da se mlajše generacije ne morejo več zanašati le na pokojnino države. Razmerje med vplačniki v državno pokojninsko blagajno in prejemniki državne pokojnine se je od leta 2001 do leta 2004 že znižalo z 1,65 na 1,55. Prav tako se znižuje razmerje med povprečno pokojnino in povprečno neto plačo. Leta 2001 je bilo to razmerje še 66,3-odstotno, medtem ko se je leta 2004 že spustilo na 63,7%. Tudi podaljševanje povprečne starosti novih prejemnikov pokojnin je vedno bolj izrazito. Vse to so posledice demografskih sprememb in reforme, ki močno vplivajo tudi na trg zdravstvenih zavarovanj.

Tabela 6.9: Število zavarovancev, zbrana premija in sredstva glede na izvajalce prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja

	2001	2002	2003	2004
Št. zavarovancev	81.895	173.089	212.060	404.885
Struktura				
Vzajemni pokoj. skladi	19%	18%	17%	51%
Zavarovalnice	25%	22%	22%	10%
Pokojninske družbe	55%	60%	62%	40%
Zbrana premija (v mio SIT)	5.289	12.372	22.487	42.810
Struktura				
Vzajemni pokoj. skladi	0%	0%	24%	52%
Zavarovalnice	37%	24%	16%	8%
Pokojninske družbe	63%	76%	60%	40%
Sredstva (v mio SIT)	6.000	23.722	48.904	95.442
Struktura				
Vzajemni pokoj. skladi	19%	25%	25%	38%
Zavarovalnice	27%	20%	18%	13%
Pokojninske družbe	53%	55%	57%	49%

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor, Agencija za trg vrednostnih papirjev

V letu 2004 so med izvajalci prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, z vključitvijo javnih uslužbencev in v zvezi s tem ustanovitvijo zaprtega vzajemnega sklada za javne uslužbence, postali pomembni glede na deleže sredstev v upravljanju predvsem vzajemni pokojninski skladi. Upravljajo že več kakor 50% dolgoročnih pokojninskih sredstev, v letu 2004 pa so zbrali tudi več kakor 50% prostovoljne dodatne pokojninske premije. V sklad država za vsakega javnega uslužbenca vsak mesec vplača minimalno premijo skoraj 4.600 SIT. Premija se zvišuje glede na dodatno dopolnjena leta delovne dobe. Sklad vključuje vse javne uslužbence, ki jih je čez 157.000, kar predstavlja slabih 40% vseh zavarovancev, vključenih v drugi pokojninski steber.

Struktura naložb izvajalcev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in primerjava s strukturo pokojninskih skladov v tujini

Natečena in oplemenitenjena sredstva prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja so ob koncu leta 2004 z dobrimi 95 mrd SIT predstavljala dobre 1,5% BDP. V drugih evropskih državah je bil ta delež že leta 2002 bistveno večji. Medtem ko je imela Nizozemska v pokojninskih skladih za 100% BDP sredstev in Švica kar za 125% BDP, so imele države, kakor so Češka, Poljska, Madžarska in tudi Francija, Nemčija in Švedska, sredstev v pokojninskih skladih za 3% do nekaj nad 5% BDP. Povprečje evroobmočja pa je znašalo nekaj čez 13% BDP, kar kaže, da v razvoju dodatnega pokojninskega zavarovanja še precej zaostajamo za evropskimi državami.

Struktura naložb pokojninskih sredstev v zahodnoevropskih državah je bistveno bolj nagnjena k tveganju kakor v državah Vzhodne Evrope. V delnicah in kuponih vzajemnih skladov imajo večinoma precej nad 10%, medtem ko na primer skandinavske države tudi blizu 30%. Več kakor polovico svojega premoženja pa so imeli v delnicah pokojninski skladi Velike Britanije in tudi ZDA. Slovenskim pokojninskim skladom s 7% naložb v delnicah so še najbolj podobni pokojninski skladi Slovaške in Češke.

Tabela 6.10: Sredstva pokojninskih skladov in njihova struktura nekaterih evropskih držav ob koncu leta 2002

	Slovenija ¹⁾	Evroobmočje ²⁾	Češka	Portugalska	Nemčija	Velika Britanija ³⁾
Investicije pokoj. skladov (v mrd SIT)	95	162.728	507	3.604	16.683	231.804
v odstotkih BDP	1,5%	13,4%	3,3%	13,4%	3,8%	73,3%
v odstotkih tržne kapit.	3,1%	30,1%	22,3%	37,8%	11,0%	45,4%
Struktura naložb						
Den. in depoziti	10%	-	15%	12%	2%	3%
Državne obveznice	50%	-	50%	25%	41%	15%
Druge obveznice	31%	-	-	24%	-	5%
Delnice	7%	-	6%	17%	16%	54%
Kuponi vzajemnih skladov	-	-	-	12%	8%	11%
Drugo	2%	-	29%	11%	32%	13%

Opombe: ¹⁾ Podatek za konec leta 2004.

²⁾ Med državami evroobmočja niso vključene Grčija, Irska in Luksembourg.

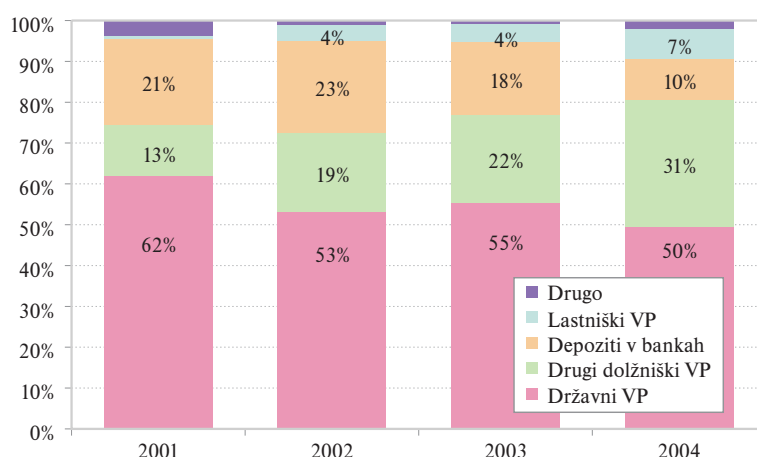
³⁾ Podatek za konec leta 2001.

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor; Agencija za trg vrednostnih papirjev; OECD, Financial Market Trends, No. 88, Marec 2005

Prav tako kot za zavarovalnice velja tudi za pokojninske sklade, da so med pomembnejšimi potencialnimi akterji na domačem kapitalskem trgu. Vendar pa so imeli ob koncu leta 2004 še 91% svojih naložb v državnih in drugih obveznicah ter bančnih depozitih, kar jih bo sicer glede na trenutne razmere na domačem kapitalskem trgu obvarovalo pred kratkoročno izgubo kapitalskih dobičkov, a hkrati prikrajšalo v primeru njihove rasti v prihodnosti. Značilnost pokojninskih skladov držav, ki imajo razvite kapitalske trge, je namreč, da imajo bistveno večji delež naložb v lastniških vrednostnih papirjih. Razlog za manjši delež naložb v delnice pri slovenskih pokojninskih skladih je tudi v predpisu izračuna minimalne zajamčene donosnosti, ki je vezana na donosnost državnih vrednostnih papirjev.

Glede na majhnost domačega kapitalskega trga se pokojninski skladi vse pogosteje odločajo za naložbe v tujino. Ob koncu leta 2004 so imeli teh že za skoraj 14 mrd SIT, kar predstavlja skoraj 15% vseh njihovih sredstev. Od tega so imeli za dobri 2 mrd SIT v delnicah tujih izdajateljev.

Slika 6.6: Struktura naložb pokojninskih skladov



Vir: Agencija za zavarovalni nadzor, Agencija za trg vrednostnih papirjev

Obstoječa konzervativna struktura naložb pokojninskih skladov je še vedno v glavnem posledica zakonsko predpisanega konstrukta minimalne zajamčene donosnosti, ki zagotavlja zavarovancem

minimalni donos. Minimalna zajamčena donosnost se je zaradi padanja obrestnih mer znižala s konca leta 2003 s 5,56% na 3,65% ob koncu leta 2004 oziroma na 2,39% marca 2005. Ob koncu leta 2004 so vsi pokojninski skladi presegli minimalno zajamčeno donosnost, in sicer se je njihova dejanska donosnost gibala od 5,40% do 10,41%.

6.3 Investicijski skladi

6.3.1 Značilnosti

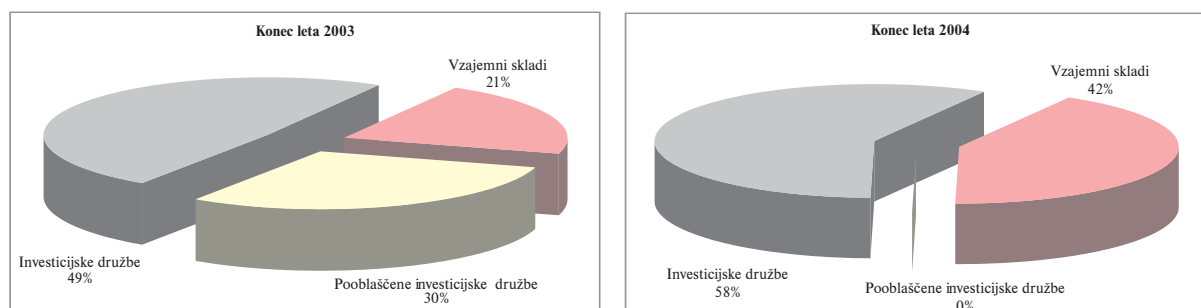
Naložbe investicijskih skladov so ob koncu leta 2004 dosegle 500 mrd SIT, kar predstavlja dobrih 8% BDP. V letu 2004 je bil zaradi zniževanja obrestnih mer opazen trend iskanja alternativnih domačih in tujih naložb. V vzajemne sklade se je v letu 2004 nateklo za 81 mrd SIT svežega denarja, kar je precej več kakor v preteklih štirih letih skupaj. Poleg obsežnih neto prilivov je k 126-odstotni letni stopnji rasti sredstev vzajemnih skladov prispevala tudi visoka letna donosnost njihovih naložb (rast vrednosti enot premoženja – VEP), ki je bila leta 2004 v povprečju nekaj nad 26%.

Tabela 6.11: Sredstva investicijskih skladov in njihova donosnost

	Vzajemni skladi				(Pooblaščene) investicijske družbe					Skupaj inv. skladi	
	Neto vplačila	Sredstva			VEP - VS	Sredstva					
						Pidi		Idi		PIX	Sredstva
		mrd SIT	mrd SIT	Letna rast		Letna rast	mrd SIT	Letna rast	mrd SIT	Letna rast	Letna rast
2000	1,2	11	22%	4%	574	-4%	-	-	3%	584	-
2001	1,8	15	37%	23%	548	-4%	-	-	4%	563	-4%
2002	29,3	55	277%	54%	324	-41%	138	-	72%	518	-8%
2003	25,7	93	68%	17%	132	-59%	214	55%	24%	439	-15%
2004	81,2	210	126%	18%	-	-	290	35%	39%	500	14%
2004 I	17,5	131	120%	30%	34	-89%	256	89%	48%	388	-23%
2004 II	22,5	156	153%	32%	27	-90%	259	71%	55%	414	-15%
2004 III	21,4	189	159%	24%	7	-97%	286	51%	49%	475	-8%
2004 IV	19,8	210	126%	18%	-	-	290	35%	39%	500	14%

Vir: Združenje družb za upravljanje, Vzajemci.com, Ljubljanska borza, lastni preračuni

Slika 6.7: Struktura investicijskih skladov



Vir: Združenje družb za upravljanje

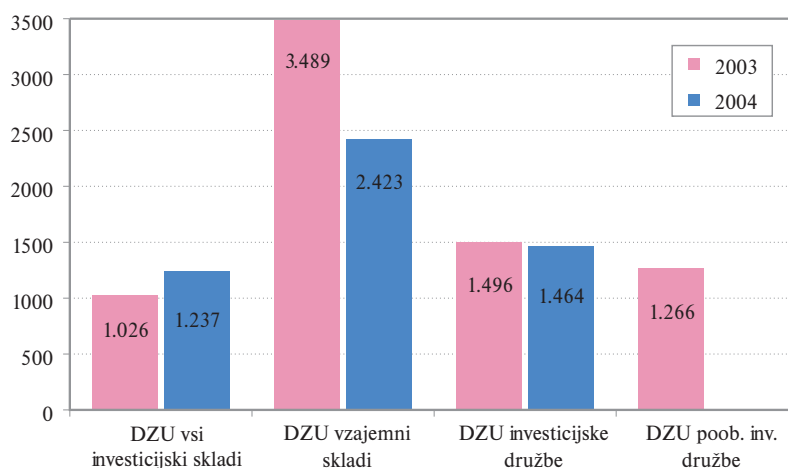
V letu 2004 je bil tudi povečan promet z delnicami investicijskih družb, ki zaradi kotiranja z diskontom in verjetnega preoblikovanja v vzajemne sklade veljajo za zelo privlačne naložbe. Koeficient obračanja

je za delnice investicijskih družb leta 2004 dosegel vrednost 0,25, medtem ko za druge delnice 0,13. Veliko povpraševanje po delnicah investicijskih družb se je leta 2004 odrazilo v visoki, kar 49-odstotni povprečni letni stopnji rasti indeksa PIX, ki meri donosnost delnic investicijskih družb.

Visoka rast delnic na kapitalskem trgu in visoki neto prilivi v vzajemne sklade so povzročili, da je v preteklem letu prvič po obdobju intenzivnejšega preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb prišlo do povečanja sredstev vseh investicijskih skladov, in sicer za 14%. Ob koncu leta 2004 med investicijskimi skladi ni bilo več pooblaščenih investicijskih družb⁶⁶. Na trgu je bilo prisotnih 44 investicijskih skladov s premoženjem 500 mrd SIT, od tega je bilo 33 vzajemnih skladov s premoženjem 210 mrd SIT in 11 investicijskih družb s premoženjem 290 mrd SIT.

V letu 2004 se je na trgu investicijskih skladov pojavila zelo močna konkurenca njihovih upravljavcev, kar se je izrazilo v znižanju njihove tržne koncentracije glede na sredstva, ki jih upravljajo. Nastalo je kar 13 novih domačih vzajemnih skladov⁶⁷. Znižanje tržne koncentracije je bilo najbolj izrazito pri upravljavcih sredstev vzajemnih skladov. Nekoliko se je povečala tržna koncentracija glede na vsa sredstva investicijskih skladov v upravljanju, kar je posledica dokončnega preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb.

Slika 6.8: Herfindahl-Hirschmanov indeks družb za upravljanje glede na celotna sredstva, ki jih upravljajo, in vrsto investicijskih skladov



Vir: Združenje družb za upravljanje

Poleg močne domače konkurence se na trgu upravljavcev vzajemnih skladov pojavlja tudi vse močnejša tuja konkurenca. Na slovenskem trgu vzajemnih skladov se je marca 2005 tržišilo 34 vzajemnih skladov domačih upravljavcev in 18 vzajemnih skladov tujih upravljavcev. Glede na pričakovano umiritev visokih donosov na domačem kapitalskem trgu upravljavci tujih vzajemnih skladov pričakujejo, da se bodo naložbe slovenskih rezidentov v tuje vzajemne sklade povečevale oziroma je pričakovati, da se bodo povečevale naložbe domačih vzajemnih skladov v tujino.

⁶⁶ Večina se jih je zaradi neustrezne strukture naložb in tudi želje njihovih upravljavcev, da se izognejo nadzoru Agencije za trg vrednostnih papirjev, preoblikovala v redne delniške družbe. Iz pooblaščenih investicijskih družb je tako nastalo 47 rednih delniških družb, 11 investicijskih družb in en vzajemni sklad.

⁶⁷ Od tega je novo nastala družba za upravljanje oblikovala 4, druge pa so oblikovali že obstoječi upravljavci investicijskih skladov. Prav tako sta se v letu 2004 preoblikovali še dve pooblaščenim investicijskimi družbami v investicijski družbi.

»Obdavčitev kuponov vzajemnih skladov«

Nova dohodninska zakonodaja, ki velja od 1. januarja 2005, dohodka, doseženega iz prodanih kuponov vzajemnih skladov, ne obravnava več preprosto kot kapitalski dobiček, temveč ga deli na štiri vire dohodka:

1. dohodek, dosežen z obrestmi, ki je obdavčen kot obresti;
2. dohodek, dosežen s prejemom dividend, ki je obdavčen kot dividende;
3. dohodek, dosežen iz kapitalskih dobičkov, ki je obdavčen kot kapitalski dobički in
4. drugi dohodki.

Po stari zakonodaji se je plačeval davek od dobička iz prodanih kuponov vzajemnih skladov različno glede na čas prodaje. Če je od nakupa do prodaje minilo manj kakor 6 mesecev, se je plačeval davek od celotnega prejetega dobička; če je minilo več kakor 6 mesecev, vendar manj kakor 3 leta, se je nakupna cena revalorizirala in je bil zato obdavčeni dohodek zmanjšan za revalorizacijo; če pa je od nakupa do prodaje preteklo več kakor 3 leta, dohodek ni bil obdavčen.

Skladi se po novi zakonodaji delijo na kvalificirane in nekvalificirane. Kvalificirani so vsi domači vzajemni skladi, ki jih upravljajo družbe za upravljanje, ki so rezidenti Slovenije, in vzajemni skladi v upravljanju družb za upravljanje držav članic EU, ki so usklajene z Direktivo o investicijskih skladih (UCITS) ter poročajo imetnikom kuponov ter davčni upravi o štirih vrstah doseženega dohodka. V Sloveniji je vseh 52 vzajemnih skladov kvalificiranih.

Dohodki iz prodanih kuponov nekvalificiranih vzajemnih skladov so obdavčeni ne glede na časovno obdobje, ki je preteklo med nakupom in prodajo. Dohodki kvalificiranih vzajemnih skladov so obdavčeni glede na vir:

1. del dohodka sklada, ki se nanaša na obresti, se všteva v dohodninsko osnovo, če je vlagatelj prejel več kakor 300.000 SIT obresti skupaj z obrestmi iz drugih svojih naložb (bančnih vlog, dolžniških vrednostnih papirjev), in sicer je leta 2005 obdavčenih 10% obresti, ki presegajo omenjeno vrednost, leta 2006 25%, leta 2007 40%, leta 2008 75% in leta 2009 celotne obresti nad 300.000 SIT;
2. prejete dividende sklada se prištevajo k davčni osnovi in so znižane za 35%;
3. del dohodka sklada, ki se nanaša na kapitalске dobičke, se vključuje v davčno osnovo, če je od nakupa do prodaje kuponov preteklo manj kakor tri leta, sicer pa ne.

Po novi zakonodaji je tako tudi po treh letih del dohodka iz prodanih kuponov vzajemnega sklada obdavčen.

Pri ugotavljanju davčne osnove se prodajna cena kuponov zmanjša za 2% normiranih stroškov provizij, ni pa revalorizacije nakupne cene, kakor je bilo po starem zakonu. Akontacija dohodnine od dohodka iz vzajemnih skladov je 25-odstotna in se odtegne ob prodaji kuponov, dokončna obdavčitev pa je odvisna od zavezančevega dohodninskega razreda.

Spremembe davčne zakonodaje so vplivale predvsem na dogajanje v decembru, in sicer so lastniki kuponov, ki so bili to že več kakor 3 leta, lahko ocenili, da je bolj smiselno kupone prodati in se izogniti vsaki obdavčitvi, vendar so se ob tem morali zavedati, da bo triletni rok glede izoginitve obdavčitvi kapitalskih dobičkov začel teči ponovno ob ponovnem nakupu kuponov.

Naložbe v delnice investicijskih družb so po treh letih proste davka. Neposredne naložbe v delnice so z davčnega vidika tako ugodnejše kakor naložbe v vzajemne sklade, ki tudi po treh letih niso popolnoma proste davka. Mali investitorji, ki se zaradi razpršitve portfelja odločajo predvsem za naložbe v vzajemne sklade, so s tega vidika davčno obravnavani slabše kakor veliki vlagatelji, ki se lažje odločajo za neposredne naložbe v vrednostne papirje.

6.3.2 Primerjava slovenskega trga investicijskih skladov z evropskim

Kljub visokemu povečanju sredstev vzajemnih skladov v zadnjih letih Slovenija po naložbah v vzajemne sklade na prebivalca še močno zaostaja za razvitejšimi državami Evrope in tudi za Grčijo in Portugalsko, ki sta po BDP na prebivalca Sloveniji primerljivi državi. Ob koncu leta 2004 je imela Slovenija dobrih 107.000 SIT sredstev vzajemnih skladov na prebivalca, kar je več kakor Češka, Madžarska, Poljska in Slovaška, vendar manj kakor druge evropske države.

Tabela 6.12: Sredstva slovenskih in evropskih investicijskih skladov

		Vred. sred. (mrd SIT)	Letna rast	Delež zaprtih inv. skladov	Struktura odprtih investicijskih skladov				
					delniški	obvezniški	uravnoteženi	denarni	drugi
Evropski	2002	979.087	-	22%	30%	29%	13%	19%	9%
	2003	1.140.189	16%	22%	31%	28%	12%	18%	11%
	2004	1.280.585	12%	22%	32%	25%	12%	19%	12%
Slovenski	2002	518	-	71%	23%	3%	74%	-	-
	2003	439	-15%	70%	25%	5%	70%	-	-
	2004	500	14%	58%	28%	5%	67%	-	-

Opomba: Med evropske investicijske sklade so vključeni investicijski skladi vseh držav Evropske unije, razen Slovenije, Cipra in Estonije. Vključeni pa so tudi investicijski skladi Liechtensteina, Norveške, Švice in Turčije. Med odprte investicijske sklade spadajo skladi, ki so določeni z UCITS Direktivo (EC OJ L375/3, 31.12.1985). Za Slovenijo so to vzajemni skladi brez investicijskih družb.

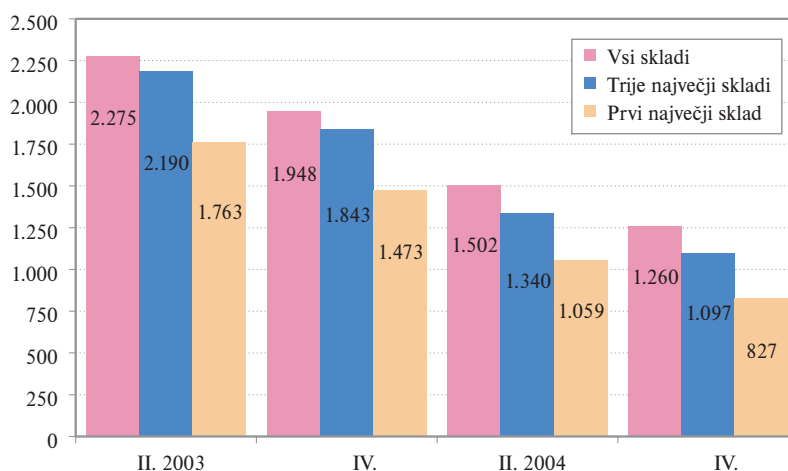
Vir: Združenje družb za upravljanje, EFAMA – European Fund and Asset Management Association

Med evropskimi državami je po višini sredstev vzajemnih skladov na prebivalca daleč najmočnejši Luxembourg, ki svoje sklade zelo uspešno trži zunaj svojih meja, sledi Irska, ki ima skoraj 21 mio SIT sredstev vzajemnih skladov na prebivalca. Zelo močno vlogo imajo vzajemni skladi tudi v Franciji, ki pa je imela ob koncu leta 2004 več kakor 4 mio SIT sredstev vzajemnih skladov na prebivalca; več kakor 2 mio SIT na prebivalca so imele tudi Avstrija, države Beneluxa, skandinavske države in Švica. Glede na primerjavo z drugimi evropskimi državami lahko sklepamo, da so vlaganja v vzajemne sklade v Sloveniji še na precej nizki ravni potenciala slovenskih vlagateljev.

V Sloveniji je med investicijskimi skladi še vedno 58% zaprtih investicijskih družb, medtem ko je ta delež v drugih evropskih državah z 22% precej nižji. Razlog je v načinu lastninjenja in v tej povezavi nastalimi pooblaščenimi investicijskimi družbami v Sloveniji. V Evropi med vrstami vzajemnih skladov prevladujejo delniški in obvezniški, medtem ko v Sloveniji prevladujejo uravnoteženi, vendar pa se njihov delež zmanjšuje predvsem na račun delniških vzajemnih skladov. V Evropi so s skoraj 20% precej pomembni tudi denarni skladi.

6.3.3 Pregled poslovanja vzajemnih skladov

Slika 6.9: Herfindahl-Hirschmanov indeks sredstev vzajemnih skladov



Vir: Združenje družb za upravljanje

Na slovenskem trgu vzajemnih skladov prihaja v zadnjem obdobju do precejšnjih premikov. Za sredstva slovenskih vlagateljev se je še ob koncu leta 2003 potegovalo komaj 20 vzajemnih skladov. Do marca 2005 se je 14 dodatnim domačim vzajemnim skladom pridružilo še 18 tujih vzajemnih skladov, tako da se zdaj v Sloveniji trži že 52 vzajemnih skladov. Tržni delež največjega vzajemnega sklada je v enem letu padel za 10 odstotnih točk na 28%. V prihodnje bo tržne deleže vseh vzajemnih skladov, ki se tržijo v Sloveniji, težko meriti, saj tuji vzajemni skladi niso zavezani k objavljanju podatkov, koliko sredstev zberejo od slovenskih vlagateljev.

Tabela 6.13: Pregled sredstev, neto pritokov in donosov po posameznih vrstah vzajemnih skladov

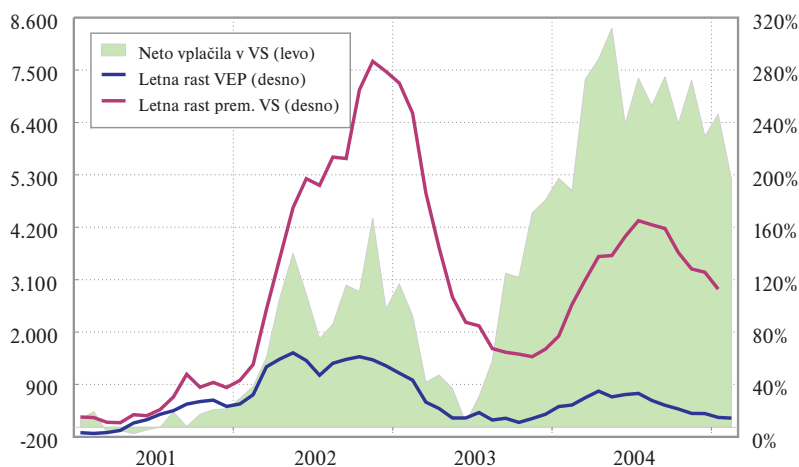
		2000	2001	2002	2003	2004
Število vzajemnih skladov	skupaj	18	18	18	20	33
	delniški	4	4	4	6	12
	obvezniški	3	3	3	3	7
	uravnoteženi	11	11	11	11	14
Sredstva (v mio SIT)	skupaj	10.699	14.722	55.776	93.118	210.149
Struktura	delniški	21%	20%	23%	25%	28%
	obvezniški	4%	6%	3%	5%	5%
	uravnoteženi	76%	74%	74%	70%	67%
Letna neto vplačila (v mio SIT)	skupaj	1.590	1.505	28.810	25.998	81.172
Struktura	delniški	50%	18%	24%	29%	35%
	obvezniški	2%	27%	3%	9%	8%
	uravnoteženi	48%	55%	73%	62%	58%
Letna stopnja rasti VEP	skupaj	4,0%	23,2%	54,2%	17,2%	17,8%
(konec leta)	delniški	2,2%	20,9%	57,0%	18,7%	18,7%
	obvezniški	10,9%	13,3%	17,7%	10,3%	6,9%
	uravnoteženi	4,2%	24,6%	55,0%	17,2%	18,1%
Min. letna stopnja rasti VEP	skupaj	0,5%	9,6%	12,3%	9,8%	3,6%
(konec leta)	delniški	1,0%	16,1%	42,6%	14,6%	3,6%
	obvezniški	9,4%	9,6%	12,3%	9,8%	6,6%
	uravnoteženi	0,5%	12,6%	28,9%	14,7%	9,8%
Mak. letna stopnja rasti VEP	skupaj	24,2%	32,5%	60,5%	23,6%	21,5%
(konec leta)	delniški	7,7%	32,5%	60,5%	22,1%	21,5%
	obvezniški	13,3%	20,2%	24,2%	10,7%	8,8%
	uravnoteženi	24,2%	27,2%	58,8%	23,6%	21,3%

Vir: Združenje družb za upravljanje, Vzajemci.com, lastni preračuni

Povprečni mesečni neto pritok v vzajemne sklade leta 2004 je bil skoraj 7 mrd SIT, medtem ko leta 2003 le dobre 2 mrd SIT. Neto pritoki v domače vzajemne sklade so se v prvih mesecih leta 2005 nekoliko znižali; v prvem četrtletju 2005 je bilo teh za dobrih 14 mrd SIT. Razlog je v konkurenčnih tujih skladih in predvsem v slabih možnostih na domačem borznem trgu na začetku letošnjega leta. Slednje se je izrazilo tudi v nižjih letni rasteh donosnosti naložb vzajemnih skladov (VEP). Ta je bila še aprila lanskega leta 34-odstotna, ob koncu leta 2004 pa le še slabe 18-odstotna in v prvih mesecih leta 2005 komaj dobre 14-odstotna. Nižji neto prilivi in nižja donosnost sredstev vzajemnih skladov se odraža v nižji rasti njihovih sredstev, ki je bila januarja 2005 s skoraj 113-odstotno medletno rastjo sicer še vedno visoka. Domači vzajemni skladi so leta 2004 svoja sredstva več kakor podvojili, saj so 93 mrd SIT sredstev iz konca leta 2003 povečali za 117 mrd SIT, na 210 mrd SIT.

Med slovenskimi vzajemnimi skladi po številu vseskozi prevladujejo uravnoteženi, čeprav so leta 2004 nastajali predvsem delniški. Oblikovalo se je 6 delniških, 4 obvezniški in 3 uravnoteženi vzajemni skladi ter v letošnjem letu do februarja še en obvezniški.

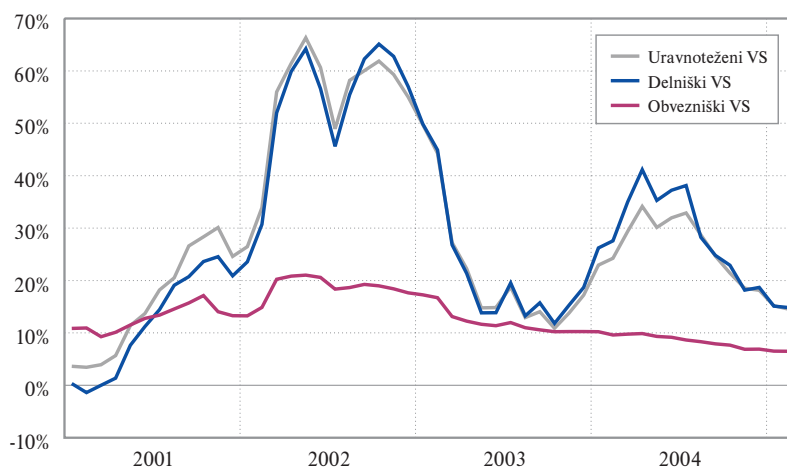
Slika 6.10: Neto mesečni pritoki v vzajemne sklade (v mio SIT), letna stopnja rasti indeksa vzajemnih skladov (VEP) in premoženja vzajemnih skladov v odstotkih



Vir: Združenje družb za upravljanje, Vzajemci.com, lastni preračuni

Delniški in uravnoteženi vzajemni skladi dosegajo precej podobne donose. V času razcveta domačega kapitalskega trga pa so višje donose leta 2004 dosegali delniški vzajemni skladi, saj imajo v domačih delnicah kar 52% vseh sredstev, medtem ko uravnoteženi 10 odstotnih točk manj. Ob koncu leta 2004 je minimalno in maksimalno letno stopnjo rasti VEP dosegel delniški vzajemni sklad. Minimalno stopnjo donosa je dosegel sklad, ki ima 90% sredstev vloženih v tujih vrednostnih papirjih.

Slika 6.11: Letne stopnje rasti VEP po posameznih vrstah vzajemnih skladov v odstotkih

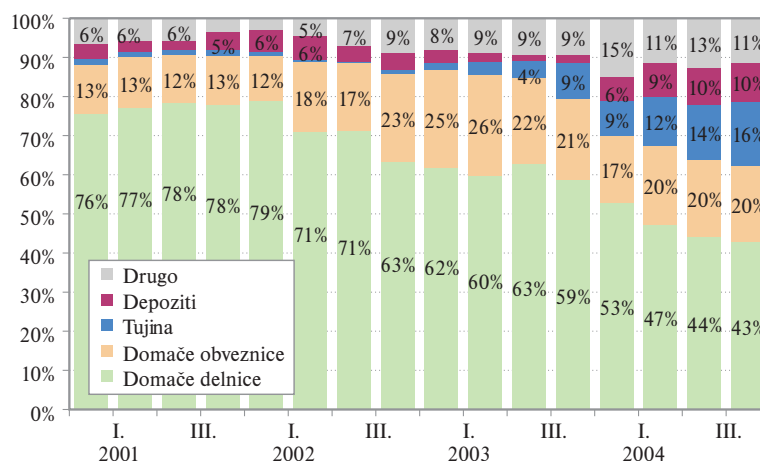


Vir: Vzajemci.com, lastni preračuni

Struktura naložb vzajemnih skladov

V strukturi naložb vzajemnih skladov se zmanjšuje delež domačih delnic. Upravljalci vzajemnih skladov investirajo predvsem nove denarne pritoke v tuje vrednostne papirje. Pomemben delež novih pritokov je tudi v domačih bančnih depozitih, kar je zgolj začasno do odločitve o nadaljnjem plasiranju sredstev. Naložbe v domače delnice so se od konca leta 2003 zmanjšale za 16 odstotnih točk, na 43%, medtem ko se delež naložb v domačih obveznicah ni bistveno spremenil in ostaja okoli 20-odstoten.

Slika 6.12: Struktura naložb vzajemnih skladov v odstotkih



Vir: Združenje družb za upravljanje

Tabela 6.14: Struktura naložb po posameznih vrstah vzajemnih skladov

	2000	2001	2002	2003	2004
Vsi vzajemni skladi					
Delnice	79%	78%	63%	59%	43%
Obveznice	12%	13%	23%	21%	20%
Bančni depoziti	2%	5%	4%	2%	10%
Tuje naložbe	2%	1%	1%	9%	16%
Drugo	5%	3%	9%	9%	11%
Delniški					
Delnice	90%	91%	76%	67%	52%
Obveznice	3%	1%	10%	5%	7%
Bančni depoziti	1%	4%	3%	2%	7%
Tuje naložbe	0%	1%	2%	16%	24%
Drugo	6%	4%	9%	10%	10%
Obvezniški					
Delnice	27%	14%	6%	3%	2%
Obveznice	63%	67%	84%	83%	53%
Bančni depoziti	2%	11%	3%	3%	12%
Tuje naložbe	0%	0%	0%	0%	20%
Drugo	8%	9%	8%	11%	13%
Uravnoteženi					
Delnice	78%	80%	62%	60%	42%
Obveznice	12%	11%	24%	22%	22%
Bančni depoziti	2%	5%	5%	2%	11%
Tuje naložbe	2%	2%	1%	7%	13%
Drugo	5%	3%	9%	9%	12%

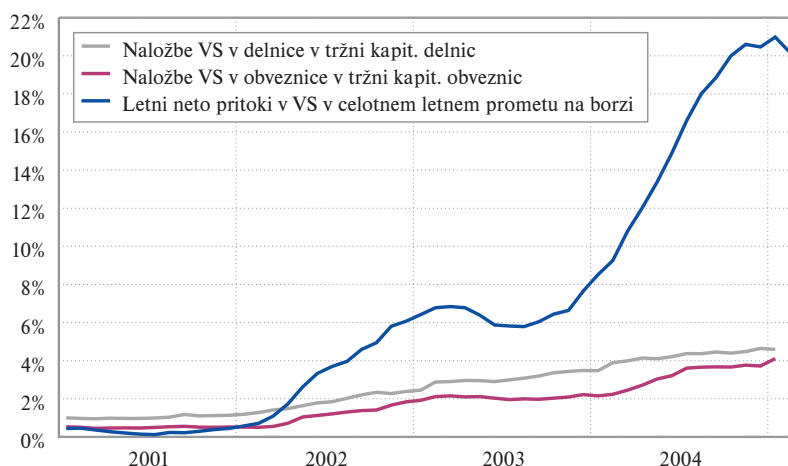
Vir: Združenje družb za upravljanje

Vse tri vrste vzajemnih skladov povečujejo naložbe v tujino, vzajemni skladi so ob koncu leta 2004 skupaj imeli že za 16% oziroma skoraj 35 mrd SIT naložb v tujino, kar je za 7 odstotnih točk več kakor ob koncu leta 2003. Največji delež tujih naložb so imeli s 24% delniški vzajemni skladi in najmanjši s 13% uravnoteženi. Glede na umiritev rasti domačega kapitalnega trga, njegovo nizko tržno kapitalizacijo, nizko likvidnost ter predvsem živahno rast borznih trgov v jugovzhodni Evropi je pričakovati dodatno

povečevanje naložb vzajemnih skladov v tujino. Do sredine marca 2005 se še 8 vzajemnih skladov ni uskladilo z novo zakonodajo. Uskladitev pomeni, da lahko sklad več kakor 10% svojih sredstev nalaga v tuje vrednostne papirje. Ob koncu leta 2004 je imelo 12 vzajemnih skladov s tržnim deležem 11% več kakor 10% svojih naložb v tujini, razen dveh od njih so imeli vsi v tujini več kakor 50% naložb.

Domače delnice, ki jih imajo vzajemni skladi v svojem portfelju, so ob koncu leta 2004 predstavljale skoraj 5% tržne kapitalizacije delnic na Ljubljanski borzi, medtem ko obveznice le malenkost manj tržne kapitalizacije obveznic. Nekoliko zaskrbljujoč je podatek, da so letni neto pritoki v vzajemne sklade leta 2004 predstavljali skoraj 21% letnega prometa na borzi, kar glede na obstoječo strukturo naložb domačih vzajemnih skladov kaže na njihov precejšen vpliv k rasti domačega borznega trga. Indeks SBI 20 in donosnost naložb vzajemnih skladov (VEP) se v vseh letih gibljeta zelo podobno, vendar pa je bila slednja leta 2004 nižja od rasti indeksa SBI 20.

Slika 6.13: Delež naložb vzajemnih skladov v domače delnice in obveznice v odstotkih tržne kapitalizacije ter letni neto pritoki v vzajemne sklade v odstotkih letnega prometa na borzi



Vir: Ljubljanska borza, Vzajemci.com, lastni preračuni

Povečevanje naložb vzajemnih skladov v tujino lahko z njihovim sorazmerno manjšim povpraševanjem po domačih delnicah precej vpliva na nižjo rast domačih borznih indeksov v prihodnje. Vzajemni skladi, ki imajo večji delež svojih naložb v domačih delnicah, so bolj podvrženi vplivom nižje rasti domačega kapitalnega trga, saj se ta neposredno izrazi v njihovih nižjih donosih (nižji rasti VEP). Nižji donosi pa vplivajo na vlagatelje in tako na nižje pritoke denarnih sredstev. To pa povzroča manjše povpraševanje vzajemnih skladov po domačih delnicah in tako nižje donose vzajemnih skladov, ki imajo pretežni delež sredstev na domačem kapitalnem trgu. Iz tega razloga je pričakovati, da bodo vzajemni skladi, ki so pomembnejši povpraševalci po domačih vrednostnih papirjih, kljub vsemu pri vlaganju v tujino previdni, saj bi sicer ogrozili stabilnost domačega kapitalnega trga.

Med tujimi izdajatelji vrednostnih papirjev se vzajemni skladi za zdaj odločajo predvsem za izdajatelje Zahodne Evrope in ZDA. Ob koncu leta 2004 so imeli od okoli 35 mrd SIT svojega portfelja 25% naložb v vrednostnih papirjih Velike Britanije, 21% v vrednostnih papirjih Nemčije, 14% Francije in 14% ZDA. V drugih državah so imeli po manj kakor 10% svojih naložb vloženih v tujini. Pričakovati je, da bodo glede na rast kapitalskih trgov Vzhodne Evrope povečevali naložbe na trge nekdanje Jugoslavije in vzhodnoevropske kapitalne trge. S povečevanjem naložb vzajemnih skladov v tuje vrednostne papirje se zmanjšuje odvisnost njihovega poslovanja od domačega kapitalnega trga in prispeva k njihovi boljši razpršenosti tveganja.

Slika 6.14: Letne stopnje rasti borznega indeksa SBI 20 in VEP vzajemnih skladov v odstotkih

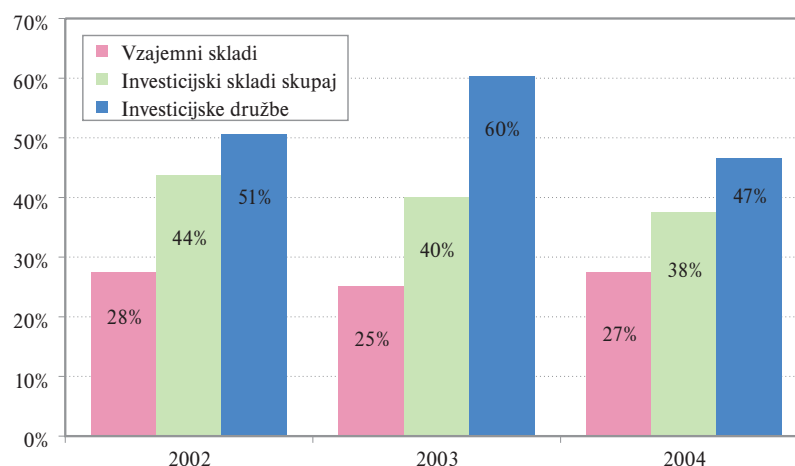


Vir: Ljubljanska borza, Vzajemci.com, lastni preračuni

Sredstva investicijskih skladov v upravljanju družb za upravljanje v večinski lasti bank

Delež premoženja investicijskih skladov, ki jih upravljajo družbe za upravljanje v večinski lasti bank, se zmanjšuje in je ob koncu leta 2004 padel pod 50%. Razlog je v preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb v redne delniške družbe. Glede na prejšnje leto se je povečal delež sredstev vzajemnih skladov v upravljanju družb za upravljanje v večinski lasti bank na 27%. Vedno več bank se odloča za trženje domačih in tujih vzajemnih skladov, in sicer tudi tistih, ki jih ne upravljajo družbe za upravljanje, ki so v večinski lasti bank. Ob koncu leta 2004 je tako že 11 bank ponujalo kupone vzajemnih skladov, medtem ko je bilo teh ob koncu leta 2003 le 5. Banke prek provizij iz tega naslova, ki jih je bilo leta 2004 za dobrih 380 mio SIT oziroma kar 7-krat več kakor leta 2003, dosegajo dodatne neobrestne prihodke. Prek bank je bilo leta 2004 sklenjenih za slabih 27 mrd SIT poslov s kuponi vzajemnih skladov, medtem ko leta 2003 le za slabe 3 mrd SIT.

Slika 6.15: Delež sredstev investicijskih skladov v upravljanju družb za upravljanje v večinski lasti bank v odstotkih

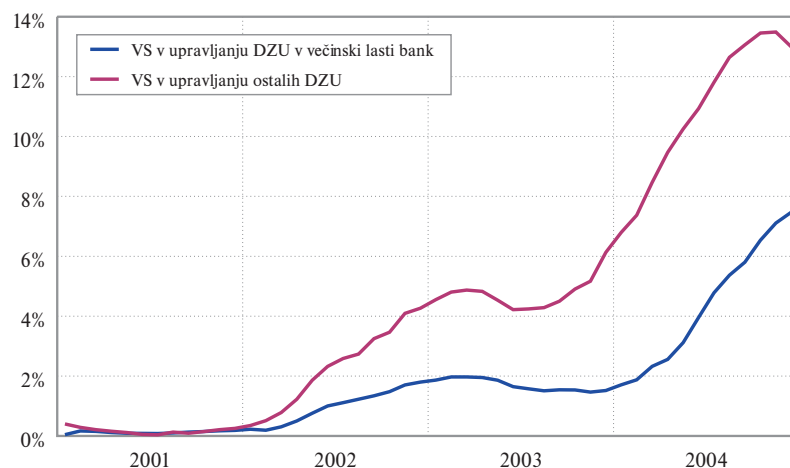


Vir: Združenje družb za upravljanje

Stanje odobrenih bančnih posojil prebivalstvu je ob koncu leta 2004 znašalo 670 mrd SIT, kar je 22% več kakor ob koncu leta 2003. Zavarovanje bančnih posojil je mogoče tudi z zastavo kuponov vzajemnih skladov, ki pa so v strukturi posojil glede na različna zavarovanja ob koncu leta 2004 dosegala z dobrimi

580 mio SIT še minimalen 0,1-odstotni delež, čeprav je ob koncu leta 2004 imelo že 7 bank kredite zavarovane tudi s kuponi vzajemnih skladov. Od tega je bilo 5 takih, ki so tržile tudi kupone vzajemnih skladov. Krediti prebivalstvu, zavarovani z zastavo vrednostnih papirjev in kuponi vzajemnih skladov so ob koncu leta 2003, z dobrimi 3 mrd SIT predstavljali 0,56% vseh kreditov prebivalstvu, medtem ko so se ob koncu leta 2004 že povzpeli na 6 mrd SIT oziroma 0,96% odobrenih kreditov prebivalstvu.

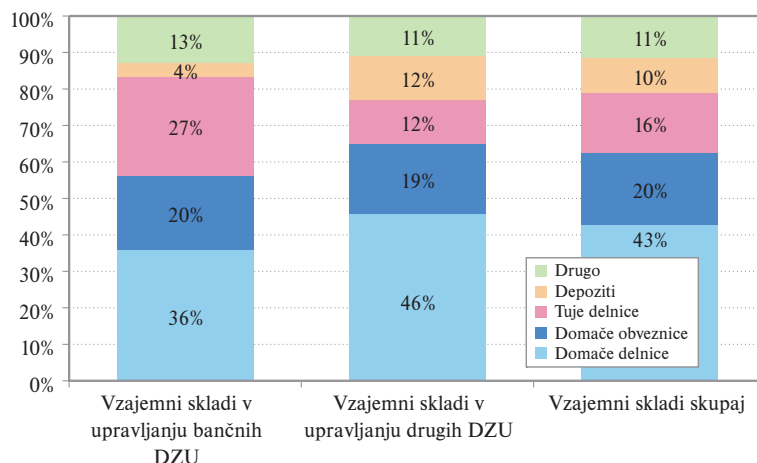
Slika 6.16: Delež letnih neto pritokov v vzajemne sklade, ki jih upravljajo družbe za upravljanje v večinski bančni lasti, in drugih v celotnem prometu na borzi, v odstotkih



Vir: Vzajemci.com, Ljubljanska borza

Tudi obstoječa struktura naložb vzajemnih skladov, ki jih upravljajo družbe za upravljanje v večinski lasti bank, zmanjšuje verjetnost obstoja omenjenega manipuliranja. Ob koncu leta 2004 so imeli ti skladi 36% sredstev v domačih delnicah oziroma 10 odstotnih točk manj kakor drugi in kar 27% sredstev v tujih vrednostnih papirjih oziroma 15 odstotnih točk več kakor drugi. Tudi zato je bila njihova donosnost leta 2004 nekoliko nižja od donosnosti drugih vzajemnih skladov.

Slika 6.17: Struktura naložb vzajemnih skladov v upravljanju družb za upravljanje v večinski lasti bank in drugih ter vzajemnih skladov skupaj ob koncu leta 2004 v odstotkih

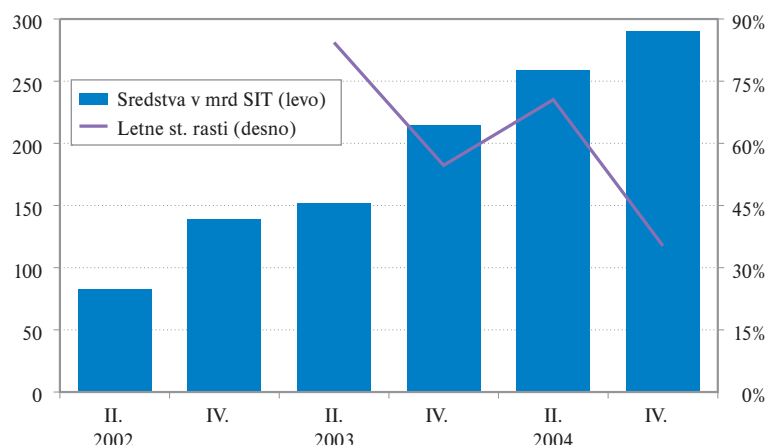


Vir: Združenje družb za upravljanje

6.3.4 Pregled poslovanja investicijskih družb

Premoženje 11 investicijskih družb je ob koncu januarja 2005 že doseglo slabih 300 mrd SIT. Letna rast premoženja se je v zadnjem letu nekoliko umirila, saj je le še posledica donosnosti naložb investicijskih družb in morebitnih dokapitalizacij in nič več tudi na novo preoblikovanih investicijskih družb iz pidov. Tržni delež investicijskih družb glede na njihovo premoženje je leta 2004 nekoliko padel, kar je posledica tudi nastanka dveh na novo preoblikovanih pooblaščenih investicijskih družb.

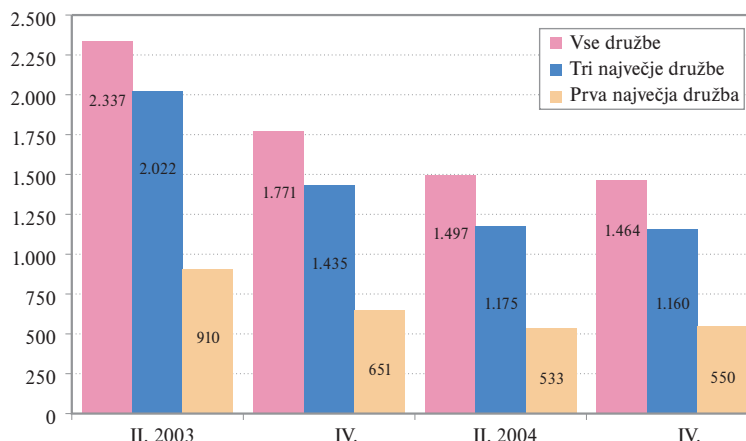
Slika 6.18: Polletni pregled sredstev investicijskih družb (v mrd SIT in v odstotkih)



Opomba: Pooblašcene investicijske družbe (pidi) niso vključene.

Vir: Združenje družb za upravljanje

Slika 6.19: Herfindahl-Hirschmanov indeks sredstev investicijskih družb

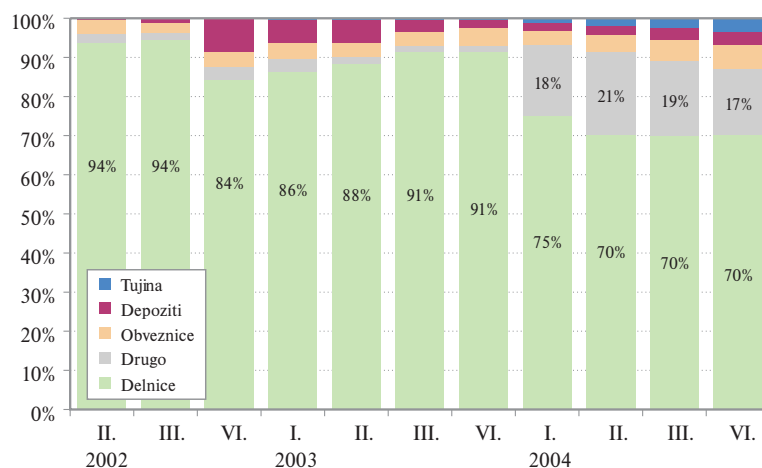


Opomba: Pooblašcene investicijske družbe (pidi) niso vključene.

Vir: Združenje družb za upravljanje

Za investicijske družbe velja prav tako kot za vzajemne sklade, da smejo pred uskladitvijo z novim zakonom o investicijskih skladih (ZISDU-1) v tujino vlagati največ 10% svojih naložb. Trenutno uskladitve ni izpolnila še nobena investicijska družba. Delež naložb v tujih vrednostnih papirjih se giblje okoli 3,5%, vendar je opazen trend njegovega izrazitejšega povečevanja. Podobno kakor vzajemni skladi imajo investicijske družbe naložbe predvsem v vrednostnih papirjih izdajateljev Zahodne Evrope, in sicer 42% v vrednostnih papirjih nemških izdajateljev, 16% francoskih in v drugih po manj kakor 10%. Največ naložb s 70% imajo investicijske družbe v domačih delnicah.

Slika 6.20: Struktura naložb investicijskih družb v odstotkih

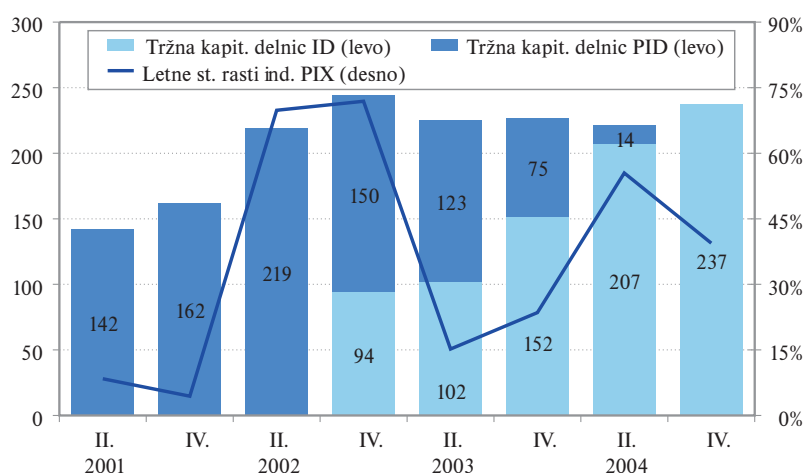


Vir: Združenje družb za upravljanje

Tržna kapitalizacija investicijskih družb predstavlja okoli 12% tržne kapitalizacije delnic na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, medtem ko promet z delnicami investicijskih družb okoli 20% celotnega prometa z delnicami. Borzni indeks investicijskih družb (PIX) se giblje sorazmerno z gibanjem slovenskega borznega indeksa SBI 20, le z nekoliko višjimi letnimi stopnjami rasti, kar kaže na večje zanimanje za delnice investicijskih družb kakor za druge delnice na borzi. Razlog je predvsem v višjih pričakovanih donosih delnic investicijskih družb, saj kotirajo z diskontom glede na knjigovodsko vrednost.

Vrednost indeksa PIX je leta 2004 ob 2.750 mrd SIT prometa z delnicami investicijskih družb narasla za skoraj 40%. Razlogi za povečanje so v rasti cen delnic, ki jih imajo investicijske družbe v svojem portfelju, večjem povpraševanju od ponudbe delnic investicijskih družb, ker gre za ene redkih podcenjenih delnic na borzi, in približevanju njihovem preoblikovanju v vzajemne sklade.

Slika 6.21: Polletna tržna kapitalizacija delnic (pooblaščenih) investicijskih družb (v mrd SIT) in letne stopnje rasti indeksa PIX v odstotkih

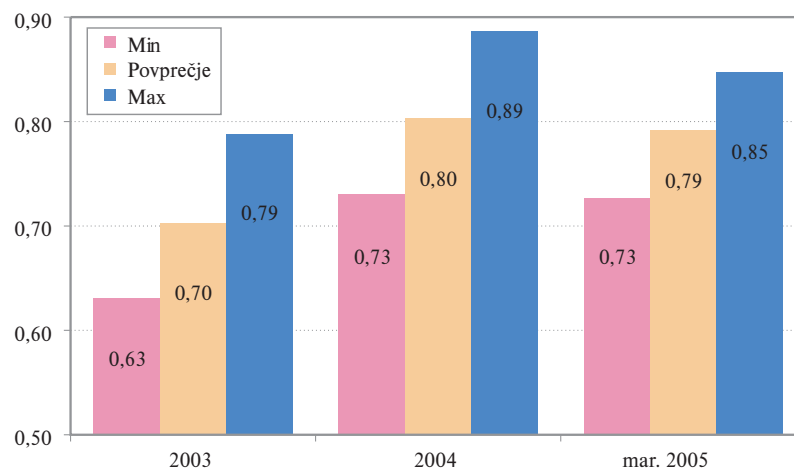


Vir: Ljubljanska borza

Investicijske družbe kotirajo približno na 80% knjigovodske vrednosti oziroma njihovi diskonti so v povprečju 20-odstotni. ZISDU-1 določa, da lahko vzajemni skladi prvo leto po preoblikovanju iz investicijskih družb vlagateljem, ki bi izstopili, zaračunajo do 20% kazenske izstopne provizije in drugo

leto do 10%. Do leta 2007 se morajo investicijske družbe uskladiti z novim zakonom (ZISDU-1) in nato glede na trenutno veljavno zakonodajo najpozneje do leta 2011 preoblikovati v vzajemni sklad⁶⁸. Ob preoblikovanju se bo lastnikom delnic investicijskih družb njihova vrednost izenačila z njihovo knjigovodsko vrednostjo. Do marca 2005 še ni bilo preoblikovanja investicijske družbe v vzajemni sklad, čeprav tri investicijske družbe to napovedujejo.

Slika 6.22: Razmerje med uradnim enotnim tečajem in knjigovodsko vrednostjo delnic investicijskih družb – T/KV

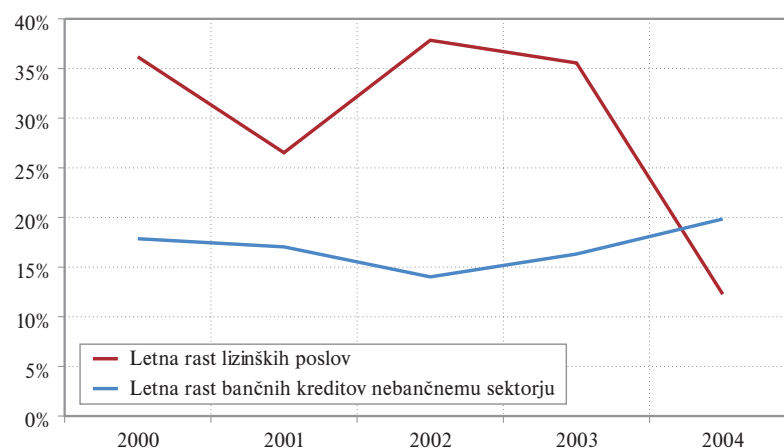


Vir: Ljubljanska borza

6.4 Lizinška podjetja

Obseg in struktura lizinške dejavnosti pri nas in v Evropi

Slika 6.23: Letna stopnja rasti lizinških poslov in bančnih kreditov nebančnemu sektorju v odstotkih



Opomba: Letna rast lizinških poslov se nanaša na tok obsega poslov, medtem ko letna rast bančnih kreditov na stanje.

Vir: Združenje lizinških podjetij Slovenije, Banka Slovenije

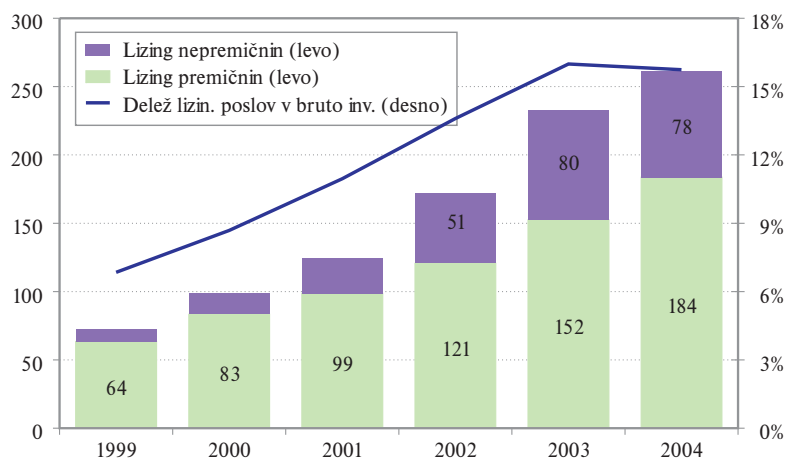
⁶⁸ Preoblikovati se jim ni treba, če tako sklenejo delničarji na skupščini s tričetrtinsko večino celotnega kapitala (5., 15. in 18. odstavek 236. člena ZISDU-1). ZISDU-1 tudi določa, naj bi bila višina izstopne provizije enaka ali večja od odstotka deleža netržnega in nelikvidnega premoženja vzajemnega sklada, v nižjem odstotku pa samo izjemoma.

Leta 2004 se je rast liziških poslov močno upočasnila in dosegla komaj 12%, medtem ko je bila rast bančnih kreditov nebančnemu sektorju 20-odstotna. V letih od 2000 do 2003 je bila povprečna letna rast liziških poslov 34-odstotna in tako precej višja od 17-odstotne povprečne letne rasti bančnih kreditov nebančnemu sektorju. Na znižanje rasti liziške dejavnosti sta vplivala močna konkurenca na trgu in predvsem znižanje bančnih obrestnih mer. Tolarske obrestne mere za posojila podjetjem so se leta 2004 znižale za 2,2 odstotne točke, na 6,4%, medtem ko devizne obrestne mere za 0,1 odstotne točke, na 3,6%.

»Oblike liziških poslov«

V podatkih sta skupaj prikazana finančni in operativni lizing, čeprav obstajajo med njima precejšnje razlike. Pri finančnem lizingu (finančnem najemu) postane predmet pogodbe po izteku pogodbe last lizingojemalca, medtem ko to ne velja za operativni lizing (poslovni najem). Operativni in finančni lizing se vodita tudi računovodsko in davčno različno. Operativni lizing omogoča lizingojemalcu zunajbilančno spremljanje oziroma se pojavlja zgolj kot strošek; amortizacijo obračunava lizingodajalec. Finančni lizing pa se obravnava kot bilančno financiranje; lizingojemalec ga vodi kot lastno osnovno sredstvo in zanj obračunava amortizacijo. Po uvedbi DDV je finančni lizing opredeljen kot promet blaga, in zato lizingojemalec celotni znesek DDV poravnava ob sklenitvi posla. Operativni lizing je opredeljen kot promet storitev in zato omogoča postopno plačevanje davka ob vsakem obroku. Poleg klasičnega operativnega in finančnega lizinga liziška podjetja ponujajo tudi prodajo na kredit, ki obsega le manjši del liziških poslov (9% leta 2004). Pri klasičnem lizingu je pravni lastnik do izteka pogodbe lizingodajalec, medtem ko pride pri prodaji na kredit do takojšnjega prenosa lastništva. Med posle, ki so zajeti pod prodajo na kredit, spadajo tudi posojila in prodaja s pridržkom lastninske pravice. Pri slednji velja, da ima prodajalec pridržano lastništvo do dokončnega poplačila vseh obveznosti. Poleg omenjenih pa obstaja še vrsta drugih različic liziških pogodb, npr. sale and lease back, leveraged lease, venture leasing ...

Slika 6.24: Obseg liziške dejavnosti (v mrd SIT) in njegov delež v bruto investicijah v odstotkih v Sloveniji



Vir: Združenje liziških podjetij Slovenije, Statistični urad RS

Obseg poslov lizinga nepremičnin se je znižal za dobre 3% in v strukturi vseh liziških poslov dosega slabih 30%. Lizing nepremičnin je močno odvisen od razmer na nepremičninskem trgu, ki se s postopno posodobitvijo nepremičninske evidence – zemljiškega katastra in zemljiške knjige – in vzpostavljanjem javno dostopne baze podatkov o posredovanju v prometu z nepremičninami le počasi urejajo. Na zmanjšanje obsega lizinga nepremičnin so poleg razmer na nepremičninskem trgu vplivali predvsem dostopnejši stanovanjski bančni krediti, in sicer glede pogojev za odobritev in cenovno. Tolarske obrestne mere za stanovanjska posojila so se leta 2004 znižale za 1,1 odstotno točko, na 6,5%, medtem ko devizne obrestne mere za 0,2 odstotne točke, na 4,9%. Prav tako so na zmanjšanje poslov lizinga

nepremičnin leta 2004 deloma vplivale odmevne afere v zvezi s potrošniškimi posojili, vezanimi na nekorektne poslovne pogoje in na nedopustno obliko pogodbe *'sale and lease back'*⁶⁹.

Podatki Evropskega združenja kažejo, da se je rast lizinske dejavnosti v Evropi začela zmanjševati že leta 2002 in je bila leta 2003 le še dobre polodstotna. Razlogi so v slabši gospodarski aktivnosti držav, ki predstavljajo pomembnejši delež lizinske dejavnosti v Evropi, kakor so Nemčija, Velika Britanija, Italija in Francija, katerih obseg lizinske dejavnosti dosega slabih 70% celotne lizinske dejavnosti članov Evropskega združenja. V Evropi je delež lizinga nepremičnin z 18% v strukturi vseh lizinskih poslov precej manjši kakor v Sloveniji.

Tabela 6.15: Obseg in struktura lizinske dejavnosti članov Slovenskega in Evropskega združenja lizinskih podjetij

	2000	2001	2002	2003	2004
<i>Slovenska lizinska podjetja</i>					
Obseg poslov (v mrd SIT)	98	125	172	233	261
Letna rast poslov	36,2%	26,5%	37,8%	35,6%	12,3%
Struktura poslov					
lizing nepremičnin	15,4%	20,8%	29,7%	34,5%	29,7%
lizing premičnin	84,6%	79,2%	70,3%	65,5%	70,3%
lizing prem. in nep. fiz.oseb za potrošnjo	24,3%	20,1%	20,0%	20,2%	22,2%
<i>Evropska lizinska podjetja</i>					
Obseg poslov (v mrd SIT)	35.753	41.796	45.028	45.318	-
Letna rast poslov	14,9%	16,9%	7,7%	0,6%	-
Letna rast kreditov neban. sektorju ¹⁾	-	6,0%	4,6%	4,1%	6,6%
Struktura poslov					
lizing nepremičnin	16,0%	17,2%	19,6%	18,4%	-
lizing premičnin	84,0%	82,8%	80,4%	81,6%	-

Opomba: Članice Evropskega združenja lizinskih podjetij so vse članice Evropske unije, razen Malte, Litve in Latvije; poleg članic Evropske unije pa so članice Združenja tudi Norveška, Švica, Romunija in Maroko.

¹⁾ Upoštevana so le posojila bank držav članic evroobmočja.

Vir: Združenje lizinskih podjetij Slovenije, Evropsko združenje lizinskih podjetij

Pomembnost lizinske dejavnosti v Sloveniji, merjene z razmerjem med obsegom lizinske dejavnosti in bruto investicijami, se je v zadnjih letih nenehno povečevala. Leta 2004 pa je s slabimi 16% financiranih bruto investicij z lizingom delež ostal na približno enaki ravni kakor prejšnje leto. Za celotno evropsko lizinsko industrijo je bilo razmerje leta 2003 nižje, dobrih 14-odstotno. Najvišje razmerje je leta 2003 dosegala med člani Evropskega združenja Estonija s slabimi 30% in najnižje Finska s 4%. Lizing je pomemben predvsem v rastočih gospodarstvih, kjer je potreba po alternativnih virih financiranja velika. Relativno visok prodor lizinske dejavnosti, ki se kaže v opisanem razmerju, na slovenskem in evropskem trgu kaže, da je lizing trenutno dokaj pomemben vir financiranja predvsem za majhna in srednje velika podjetja in za podjetja z nizkimi prihodki, vendar možnostmi visoke rasti. Iz tega sledi, da gre predvsem za podjetja z višjim kreditnim tveganjem.

*Uspešnost lizinske dejavnosti in njihovi viri financiranja*⁷⁰

V letih od 2000 do 2003 je bila povprečna letna rast bilančne vsote lizinskih podjetij 28-odstotna in je naraščala s povečevanjem obsega lizinskih poslov. Struktura sredstev lizinskih podjetij se je v letih od

⁶⁹ V pogodbi *sale and lease back* se lastnik premične ali nepremične stvari zaveže prodati stvar lizinskemu podjetju, ki plača ceno, in sočasno izroči v finančni lizing to stvar prodajalcu. Pomembno je, da sodobna sodna praksa določa, da ima v pogodbi *'sale and lease back'* prodaja za cilj lizing predmeta prodaje in ne zavarovanje posla za plačilo kredita.

⁷⁰ Razpoložljivi računovodski izkazi za lizinska podjetja so do konca leta 2003.

2000 do 2003 spreminjala v smeri povečevanja deleža stalnih sredstev glede na gibljiva sredstva. Ob koncu leta 2000 je bilo med sredstvi lizinskih podjetij še čez 70% gibljivih sredstev, ki pa so ob koncu leta 2003 predstavljala v strukturi sredstev le še 53% – med njimi je bilo 80% poslovnih terjatev. Drugih 47% aktive so ob koncu leta 2003 predstavljala stalna sredstva, med katerimi je bilo za 57% dolgoročnih finančnih naložb (posledica finančnega lizinga) in 42% opredmetenih osnovnih sredstev (posledica operativnega lizinga). Od leta 2000 se je delež dolgoročnih finančnih naložb v stalnih sredstvih lizinskih podjetij povečal že za 15 odstotnih točk.

Pri obveznostih do virov sredstev bilance stanja lizinskih podjetij so ob koncu leta 2003 z 91% prevladovala finančne in poslovne obveznosti – med katerimi je bilo za 62% obveznosti do podjetij v skupini in za 26% finančnih obveznosti do bank. Lizinska podjetja so imela tako ob koncu leta 2003 za dobrih 128 mrd SIT finančnih obveznosti do bank, ki so se glede na prejšnje leto povečale za slabih 31%. Ob koncu leta 2003 je bila kapitalska udeležba domačih bank v kapitalu lizinskih podjetij 13-odstotna. Na donosnost lizinske dejavnosti kažeta kazalca donos na kapital in donos na sredstva, ki sta se leta 2002 sicer nekoliko znižala, vendar že v naslednjem letu dosegla najvišje vrednosti od leta 2000.

Tabela 6.16: Uspešnost lizinskih podjetij na prvi pogled in njihovi viri financiranja

	v mrd SIT				letna rast (v %)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Bilančna vsota	239,7	315,4	387,3	485,8	34%	32%	23%	25%
Kapital	20,7	26,7	30,7	35,7	24%	29%	15%	16%
Celotni dobiček oz. izguba	3,5	4,8	5,1	9,8	3%	36%	6%	91%
ROA - donos na sredstva	1,70%	1,74%	1,46%	2,24%				
ROE - donos na kapital	18,9%	20,4%	17,8%	29,5%				
Finančne in poslovne obveznosti	190,9	259,8	348,4	444,5	-	36%	34%	28%
delež v bilančni vsoti	79,6%	82,4%	89,9%	91,5%				
Obveznosti do tujine	134,6	196,7	266,6	359,4	-	46%	36%	35%
Odporna devizna pozicija / sredstva	-55,9%	-62,1%	-68,4%	-72,6%				

Opomba: Podatki o obsegu lizinskih poslov se nanašajo na slovenska lizinska podjetja, ki so člani Slovenskega združenja lizinskih podjetij, medtem ko se podatki iz računovodskih izkazov nanašajo na podatke tistih lizinskih podjetij, ki so v Standardni klasifikaciji dejavnosti (SKD) pod šifro kategorije J65.21 Finančni zakup. Člani Združenja, ki spadajo pod šifro kategorije SKD J65.12, obsegajo 91% celotne bilančne vsote podjetij iz kategorije SKD J65.21 (ob koncu leta 2003). Pet podjetij, ki so člani Združenja, po SKD ne spada v kategorijo dejavnosti J65.21. Njihova bilančna vsota pomeni 8-odstotne bilančne vsote članov Združenja (ob koncu leta 2003).

Vir: AJ PES – Zaključni računi podjetij

Delež obveznosti do tujine v bilančni vsoti lizinskih podjetij se je v letih od 2000 do 2003 povečal za 12 odstotnih točk in je ob koncu leta 2003 predstavljal že skoraj tri četrtine bilančne vsote lizinskih podjetij. Delež kapitala tujcev predstavlja že 47% celotnega kapitala. Lizinska podjetja se tako precej zadolžujejo v tujini pri matičnih podjetjih (t. i. podjetjih mamah); ob koncu leta 2003 je bilo teh posojil že za skoraj 220 mrd SIT, kar predstavlja več kakor 60% celotnih obveznosti do tujine.

Pomemben delež med obveznostmi do tujine predstavljajo s 25% tudi posojila, najeta pri nepovezanih družbah. Odporna bilančna devizna pozicija lizinskih podjetij je kratka in se dodatno odpira vse od leta 2000. Ob koncu leta 2003 je predstavljala 73% vseh sredstev lizinskih podjetij, kar kaže na veliko izpostavljenost lizinskih podjetij do spremembe deviznega tečaja.

Strokovni prispevki s področja finančne stabilnosti

Mnenja in sklepi, objavljeni v prispevkih v tem delu Poročila o finančni stabilnosti, ne odražajo nujno uradnih stališč Banke Slovenije in njenih organov.

Vloga centralne banke pri zagotavljanju finančne stabilnosti

mag. Božo Jašovič

1. Uvod

Zakon o Banki Slovenije opredeljuje kot temeljni cilj institucije zagotavljanje stabilnosti cen. V okviru zagotavljanja cenovne stabilnosti pa Banka Slovenije »podpira splošno ekonomsko politiko in si prizadeva za finančno stabilnost ...«¹. Ob svoji tradicionalni nalogi zagotavljanja monetarne stabilnosti centralne banke neposredno in posredno prevzemajo tudi odgovornost za zagotavljanje nemotenega delovanja bančnega sistema in ohranjanja finančne stabilnosti. Kje so razlogi za čedalje večjo skrb za finančno stabilnost? Ali ni dovolj, da centralne banke skrbijo le za monetarno (cenovno) stabilnost? Kaj pomeni trditev, da je bil osnovni razlog za ustanovitev Sistema zveznih rezerv (U. S. Federal Reserve System) leta 1913 »zagotovitev stabilnega in nemoteno delujočega finančnega in plačilnega sistema« (Volcker, 1984)? Ali so potemtakem prizadevanja za finančno stabilnost implicitna naloga centralnih bank, ki sovpada s končno odgovornostjo zagotavljanja zaupanja v domači denar?

Vse kaže, da je v preteklih desetletjih centralnim bankam razvitih dežel v sodelovanju z drugimi nosilci ekonomskih politik uspelo dobiti boj z inflacijo. Celo nekatere tranzicijske dežele se lahko pohvalijo z inflacijskimi stopnjami, ki se jih ne bi sramovali niti v razvitih okoljih. Dosežki na področju obvladovanja inflacije pa so v zadnjem obdobju čedalje bolj zasenčeni s tveganji glede finančne nestabilnosti. Doseganje in vzdrževanje stabilnosti cen (monetarne stabilnosti) je potreben pogoj za finančno stabilnost, vsekakor pa ni zadosten. Finančni sistemi postajajo čedalje bolj zapleteni in medsebojno povezani (medsektorsko in mednarodno), kombinirani učinki liberalizacije in deregulacije ter finančnih inovacij pa jim zagotavljajo pomembnejšo vlogo pri alokaciji finančnih virov, kakor so jo imeli pred nekaj desetletji. To se kaže predvsem v hitrejši stopnji rasti obsega finančnih sistemov v primerjavi s stopnjo rasti gospodarske aktivnosti. Finančne inovacije in z njimi povezana večja kompleksnost finančnih instrumentov je za finančne nadzornike lahko že sama po sebi problem. Po drugi strani pa omogoča udeležencem na finančnem trgu lažje upravljanje s finančnimi tveganji. Upravljanje s tveganji pa ne pomeni drugega kot prenos tveganj na druge segmente finančnega sistema in nefinančne institucije. Ob takih možnostih pa je težko slediti, kje se tveganja koncentrirajo in koliko so finančni sistemi izpostavljeni tveganjem iz drugih okolij (contagion risk).

Finančni sistemi so zato danes precej bolj občutljivi za katere koli šoke, ki krnijo njihovo učinkovito delovanje in lahko povzročijo finančno nestabilnost. Centralne banke ne morejo biti ravnodušne do finančne nestabilnosti, saj slej ko prej pripelje tudi do monetarne nestabilnosti. Prav zato se tradicionalna vloga centralnih bank širi prek zagotavljanja monetarne stabilnosti na področje, na katerem mora v sodelovanju z drugimi nadzornimi institucijami (doma in v tujini) in z uporabo instrumentov, ki so ji na razpolago, zagotavljati finančno stabilnost.

Prispevek bo v nadaljevanju poskušal odgovoriti predvsem na naslednja vprašanja: zakaj je pomembna finančna stabilnost, kaj je definicija finančne stabilnosti, ali se monetarna in finančna stabilnost izključujeta ali dopolnjujeta, zakaj naj bi prav centralne banke bile pomembne institucije pri zagotavljanju finančne stabilnosti in nazadnje, kako konkretno centralne banke izvajajo funkcijo zagotavljanja finančne stabilnosti. V enakem zaporedju se vrstijo tudi poglavja v nadaljevanju teksta.

¹ Cilje Banke Slovenije opredeljuje 4. člen Zakona o Banki Slovenije. Uradni list RS, št. 58/02.

2. Finance in finančna stabilnost

Če »finance« razumemo kot celoto, ki zajema finančne institucije, finančne trge, na katerih se trguje s finančnimi instrumenti in finančno infrastrukturo, potem finance omogočajo učinkovito delovanje gospodarstva in mu zagotavljajo nekatere koristi. Koristi, ki jih finance omogočajo s svojimi storitvami gospodarskim subjektom, so povezane z obstojem in koristmi, ki jih zagotavlja denar kot zakonito plačilno sredstvo (Houben et. al., 2004), to je kot denar, ki ga nihče ne more odkloniti (Ribnikar, 2005). Koristi oziroma funkcije, ki jih opravlja denar, so vrednostna enota ali računski denar (unit of account), plačilno sredstvo (means of payment) in hranilec vrednosti. Denar kot zakonito plačilno sredstvo potemtakem zagotavlja dokončnost pri poravnavanju obveznosti, saj predstavlja »splošno sprejemljivo, takojšnjo kupno moč z najmanjšim možnim tveganjem« (Houben et. al., 2004).

Denar pa ni najbolj učinkovit hranilec vrednosti, razen morda v zelo kratkih obdobjih v izjemnih okoliščinah (finančne krize). Ob dejstvu, da tudi distribucija denarja v gospodarstvu v danem trenutku ne sovпада s potrebami posameznikov po kupni moči, so se razvile možnosti, ki s finančnimi transakcijami omogočajo zamenjavo takojšnje kupne moči (denarja kot zakonitega plačilnega sredstva) za superioren hranilec vrednosti – finančno naložbo. Tako »finance« ponujajo finančne oblike (pogodbe), ki bolje opravljajo funkcijo hranilca vrednosti od denarja in omogočajo medčasovno začasno zamenjavo kupne moči. Ali povedano drugače, bistvo financ je, da omogočajo začasno zamenjavo denarja kot zakonitega plačilnega sredstva (takojšnja kupna moč) za obljubo, da bo denar dobil boljšega hranilca vrednosti. Kdor namreč potrebuje kupno moč (denar), je pripravljen zanj plačati tudi določeno nadomestilo, ker pričakuje, da bo v prihodnosti dobil več denarja, kakor ga potrebuje danes. Vendar pa so v primerjavi z denarjem finančne transakcije (pogodbe) zgolj obljube prihodnjih plačil, in zato praviloma pomenijo negotovost. Tako po eni strani finance zagotavljajo privatne in družbene koristi s tem, ko omogočajo začasno zamenjavo denarja za obljubo plačila denarja v prihodnosti². Vendar pa, po drugi strani, finance tako vnašajo negotovost (tveganja) v finančne interakcije in s tem povzročajo, poleg koristi, tudi stroške. Negotovost oziroma tveganja, ki so povezana s finančnimi transakcijami, predstavljajo potencialno nestabilnost za finančne trge. V primerjavi s finančnimi trgi pa taka tveganja ne obstajajo na trgih blaga in storitev in slednje med drugim razlikuje finance od drugih ekonomskih aktivnosti (Houben, 2004). Morebitna finančna nestabilnost bi pomenila prevelike družbene stroške, ki se manifestirajo v okrnjeni ekonomski aktivnosti in zato manjši rasti, akumulaciji kapitala ter družbeni blaginji. Prav zaradi potencialnih stroškov, ki lahko nastanejo kot posledica finančnih kriz, interakcije v financah niso v celoti prepuščene tržnim mehanizmom. Zaradi številnih okoliščin³, zaradi katerih trg ne deluje optimalno, ni pričakovati, da bi razvoj dogodkov v financah, ki bi bil v celoti prepuščen tržnim silam, pripeljal do optimalnih rezultatov. Prav zaradi slednjega je opravičljiva vloga javnega sektorja, ki z regulativno in nadzorno funkcijo zagotavlja tolikšno korekcijo trgov, ki zagotavlja optimalno kombinacijo med stroški in koristmi delovanja finančnega sistema.

3. Definicija finančne stabilnosti

Dosedanja pestra praksa aktivnosti različnih držav na področju zagotavljanja finančne stabilnosti je tesno povezana tudi z različnimi definicijami finančne stabilnosti. V strokovni literaturi je mogoče razlikovati med dvema pristopoma pri definiranju finančne stabilnosti: z vidika finančnega sistema ali pa z vidika finančnih spremenljivk (Magyar Nemzeti Bank, 2004).

² Schinasi celo trdi, da finance pravzaprav širijo zasebne in družbene koristi, ki jih zagotavlja denar kot zakonito plačilno sredstvo na druge finančne oblike (Schinasi, 2004).

³ Najpogosteje se med okoliščinami, ki delujejo v financah in zaradi katerih trg ne daje optimalnih rezultatov, omenjajo narava financ kot javne dobrine, eksternalije, asimetričnost informacij, nepopolni trgi in pomanjkanje konkurenčnosti. Več o tem glej v Houben et. al., 2004.

Pristopi z vidika finančnega sistema povečini sledijo precej širokim definicijam stanja finančne stabilnosti oziroma nestabilnosti in pri tem ne opredeljujejo stabilnosti ekonomskih spremenljivk in instrumentov. V skladu s takim načinom razmišljanja se finančna nestabilnost pojavi takrat, ko je informacijski tok toliko oviran, da finančni sistem ne more več učinkovito izvajati svoje funkcije alokacije finančnih prihrankov v donosne naložbe (Mishkin, 1997). Iz tako zasnovane definicije finančne nestabilnosti je mogoče sklepati na nekoliko bolj konkretne naloge pristojnih institucij pri zagotavljanju finančne stabilnosti: prizadevanja za neoviran tok informacij in blažitev negativnih posledic oziroma problemov, ki izvirajo iz asimetričnih informacij (Mishkin, 1997). Kljub tako opredeljenim funkcijam finančne stabilnosti pa so te še vedno preveč splošne, da bi bilo na tej osnovi mogoče sklepati kaj »natančno« bi morale početi pristojne institucije, da bi zagotovile nemoten potek informacij in s tem učinkovito funkcioniranje finančnega sistema.

Naslednja v nizu definicij finančne stabilnosti s sistemskega vidika opredeljuje finančno stabilnost kot stanje, v katerem se je finančni sistem sposoben izogniti šokom brez večjih ekonomskih stroškov (Laker, 1999). Avtor iz te definicije izpelje ključne funkcije centralne banke pri zagotavljanju finančne stabilnosti, kakor so izboljševanje operativne učinkovitosti in izogibanje potencialnim odklonom v delovanju finančnega sistema. Vendar tudi ta poskus definiranja ne postreže z zelo konkretnimi aktivnostmi oziroma ukrepi, ki naj bi jih centralna banka uporabljala pri izvajanju te funkcije.

Morda je korak bliže konkretnosti definicija, ki opredeljuje finančno stabilnost kot stanje, v katerem se je finančni sistem sposoben upirati šokom na način, ki ne vodi do kumulativnih procesov, ki bi oslabili alokacijo prihrankov v produktivne naložbe in izvajanje plačil v gospodarstvu (Padoa-Schioppa, 2002). Čeprav je prvi del definicije še vedno zelo splošen in po vsebini ne dodaja nič novega k prejšnjima opredelitvama finančne stabilnosti, pa je zadnji del zelo konkreten, saj neposredno opredeljuje pomembno vlogo centralne banke pri zagotavljanju nemotenega izvajanja plačil med ekonomskimi agenti. V skrajni sili mora centralna banka poleg preventivnega delovanja prevzeti tudi funkcijo kriznega vodenja in delovati kot »varovalna mreža« z zagotavljanjem manjkajoče likvidnosti in s tem nemotenega delovanja plačilnega sistema. Opisani pristop je v tesni povezavi z ožjim konceptom centralnega bančništva, ki v glavnem velja prav za Evropsko centralno banko. Njen primarni mandat je zagotavljati monetarno stabilnost in ima manjšo vlogo pri prizadevanjih za finančno stabilnost, ki je v glavnem omejena na skrb za tekoče delovanje plačilnega sistema TARGET⁴ (Schinasi, 2003). Tako omejena vloga ECB v zvezi s finančno stabilnostjo je nedvomno posledica dejstva, da ta institucija nima neposredne pristojnosti nad nadzorom bančnih institucij in ima zato tudi omejen dostop do ustreznih informacij. Definiciji ECB je podobna tudi definicija nemške centralne banke, ki definira finančno stabilnost kot stanje, v katerem finančni sistem učinkovito opravlja ekonomske funkcije, kakor so alokacija resursov, razpršitev tveganj ter izvajanje plačilnega prometa, in je sposoben izvajati omenjene funkcije tudi pri šokih, stresnih situacijah in temeljitih strukturnih spremembah (Deutsche Bundesbank, 2003).

Naslednja opredelitev finančne stabilnosti že pomeni korak od sistemskega pristopa in približevanje definicijam z vidika ekonomskih spremenljivk. Schinasi opredeljuje finančno stabilnost kot skupno stabilnost ključnih finančnih institucij in stabilnost finančnih trgov (Schinasi, 2003). Oddalžitev od sistemskega pristopa predstavlja drugi del opredelitve, ki se nanaša na finančne trge. Stabilnost finančnih trgov namreč ni opredeljena institucionalno, temveč z vidika variabilnosti tržnih cen. Finančna stabilnost po tem pojmovanju pomeni odsotnost take variabilnosti cen, ki bi sicer lahko privedla do resnih ekonomskih posledic (Schinasi, 2003). K temu je treba dodati, kar sicer poudarja večina avtorjev, da variabilnost tržnih parametrov (cen) sama po sebi še ne predstavlja tržne nestabilnosti. Velja tudi nasprotno, da tržna stabilnost ne pomeni avtomatično zgolj stabilnih cen. Odsotnost natančnejše opredelitve, kdaj so cene preveč volatilne in spremembe katerih cen so ključne (cene obveznic, delnic, nepremičnin, obrestne mere), da postanejo finančni trgi nestabilni, botruje temu, da je tako postavljena definicija finančne

⁴ TARGET je kratica za Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System – sistem bruto poravnav plačil v realnem času v evroobmočju.

stabilnosti še vedno zelo abstraktna. Tudi predstavniki angleške centralne banke, ki imajo dolgoletne izkušnje v zvezi z izvajanjem funkcije finančne stabilnosti, pri opredeljevanju finančne stabilnosti izhajajo iz nestabilnosti. Zanj je značilno, da je ekonomska aktivnost okrnjena bodisi zaradi nihanja cen finančnih naložb ali pa nezmožnosti finančnih institucij izpolnjevati svoje pogodbene obveznosti (Houben et. al., 2004). Finančno stabilnost definirajo z njenim nasprotjem – nestabilnostjo – tudi ameriški strokovnjaki. Nestabilnost razumejo kot situacijo, ki jo je moč presojati z vidika treh kriterijev: nekatere pomembnejše cene finančnih naložb niso skladne z ekonomskimi osnovami, delovanje trga in ponudba bančnih kreditov sta distorzirani, posledično pa se agregatno trošenje oddalji od produkcijskih zmožnosti gospodarstva (Houben et. al., 2004). V primerjavi z definicijami, ki izhajajo iz nestabilnosti, je predstavnik angleške nadzorne institucije (U. K. Financial Services Authority) opredelil pogoje, ki morajo biti izpolnjeni, da imamo opraviti s finančno stabilnostjo. Ti pogoji so naslednji: monetarna stabilnost, stopnja zaposlitve v ekonomiji, ki je blizu naravni stopnji, zaupanje v delovanje finančnih institucij in odsotnost takih sprememb relativnih cen realnih ali finančnih sredstev, ki bi ogrozila prva dva pogoja (Schinasi, 2004).

Opredelitve finančne stabilnosti samo z vidika finančnih (ekonomskih) spremenljivk so manj številne. Njihovo osnovno sporočilo je, da je cenovna stabilnost značilna v okoljih, kjer ni bančnih kriz in prevladujejo stabilne cene sredstev (naložb), vključujoč tudi relativno stabilnost med cenami delnic in obrestnih mer. V takih okoliščinah morajo centralne banke vzpostaviti referenčne nivoje ključnih finančnih spremenljivk in konsistentno vztrajati pri njih (Magyar Nemzeti Bank, 2004).

Ne glede na pristop pri definiranju finančne stabilnosti – sistemski oziroma institucionalni ali z vidika finančnih spremenljivk – velja, da večina opredelitev izhaja iz finančne nestabilnosti in posledic v obliki realnih ekonomskih stroškov. Razlikujejo pa se predvsem v razlogih, ki lahko privedejo do finančne krize oziroma nestabilnosti. Med najpogostejše omenjenimi so informacijska neučinkovitost (asimetrične informacije), operativna neučinkovitost ključnih finančnih institucij, vključno s plačilnimi sistemi, in prevelika variabilnost ekonomskih (finančnih) spremenljivk. Bolj kot ugotavljanje, kateri so lahko »pravi« razlogi za nastanek finančne krize in katera definicija finančne stabilnosti je najbolj primerna, je pomembno, da so cilji finančne stabilnosti opredeljeni tako, da jih je mogoče realizirati in da so hkrati konsistentni tudi s funkcijo monetarne (cenovne) stabilnosti. Centralne banke, na primer, ne morejo direktno vplivati na cene nepremičnin oziroma na cene na trgu vrednostnih papirjev. Vsekakor pa mora centralna banka spremljati dinamiko cen in posledice za finančni sistem, kreditno aktivnost bank, pregrevanje cen nepremičnin oziroma delnic in svoje ugotovitve in opozorila sporočati z ustrezno komunikacijo. Neposredno pa centralne banke lahko vplivajo na ponudbo denarja oziroma obrestne mere denarnega trga in tako, spet posredno, tudi na cenovno stabilnost. Z vidika primarnega instrumentarija, ki je centralnim bankam na razpolago, se zdi, da je sistemski (institucionalni) pristop opredelitve finančne stabilnosti konsistenten z monetarnimi cilji. Vsiljuje pa se vprašanje, ali je še vedno mogoče govoriti o konsistentnosti obeh funkcij oziroma njunih ciljev, kadar se centralne banke odločajo za spremembe obrestnih mer, ki niso neposredno povezane z monetarnimi cilji (na primer zaradi šoka v agregatnem povpraševanju ...).

4. Ali se monetarna in finančna stabilnost izključujeta?

V skladu s tradicionalnim pogledom se monetarna (cenovna) in finančna stabilnost med seboj ne izključujeta. Visoka inflacija lahko zaradi asimetričnih informacij med posojilodajalci in posojilojemalci, visoke negotovosti v zvezi s prihodnjimi donosi in variabilnosti cen povzroča neučinkovito alokacijo prihrankov, pretirano porabo in posledično tudi cenovne balone. Gledano v taki luči, cenovna stabilnost že sama po sebi zagotavlja in je zato zadosten pogoj za finančno stabilnost. Seveda se mnogi ekonomisti ne strinjajo s tako postavljenjo tezo. Trdijo, da je cenovna stabilnost sicer nujen pogoj, ki podpira finančno stabilnost, ni pa zadosten, saj je ne zagotavlja avtomatično (Issing, 2003). Empirično potrditev take teze je

mogoče poiskati v zgodnjih devetdesetih letih na Japonskem in ZDA: kljub cenovni stabilnosti je recesija povzročila, da so se v bančnih sektorjih obeh držav začeli kazati znaki neravnotežij.

Obstajajo tudi drugačni pogledi na skladnost monetarne in finančne stabilnosti, ki vzročno-posledično povezavo med obema obrnejo: finančna stabilnost naj bi omogočala ohranjati cenovno stabilnost z učinkovito alokacijo kapitala med alternativne uporabe. Motnje pri posredovanju prihrankov (na primer kreditni aktivnosti) lahko povzročijo višjo inflacijo in upočasnjeno gospodarsko rast (Magyar Nemzeti Bank, 2004). Ne glede na različnost pristopov, kaj je vzrok in kaj posledica, je skupno vsem gornjim pogledom, da sta monetarna in finančna stabilnost med seboj konsistentni in vzajemno druga drugo podpirata.

Praktične izkušnje držav pri zagotavljanju finančne stabilnosti so pokazale, da teza o medsebojni konsistentnosti ne drži brezpogojno. Strokovna razmišljanja so botrovala njeni dopolnitvi, in sicer da cenovna in finančna stabilnost dopolnjujeta druga drugo le dolgoročno (Issing, 2003). Kratkoročno pa lahko soočenje s finančno krizo in posledičnimi neravnotežji povzroči konfrontacijo ciljev obeh politik. Lahko pride do situacije, ko bi obvladovanje inflacije in ohranjanje stabilnosti finančnega sistema zahtevalo nasprotno spremembo obrestnih mer ali pa spremembe različnih jakosti. Centralna banka, na primer, zaostri monetarno restriktivnost samo do take stopnje, ki kratkoročno zagotavlja cenovno stabilnost, toda taka stopnja restriktivnosti ne zadostuje za dušenje previsoke kreditne rasti, ki posledično lahko povzroči cenovne balone in finančno nestabilnost (Crockett, 2003).

Strokovna razmišljanja o izključevanju ciljev obeh stabilnosti kratkoročno so šla še korak dlje in poskušala definirati, kdaj je tako izključevanje upravičeno. Tako je nastalo priporočilo za obe politiki, po katerem bi morala monetarna politika začasno prepustiti prioriteto ohranjanju finančne stabilnosti, vse dokler so realni ekonomski stroški nestabilnega finančnega sistema višji od stroškov nepričakovane inflacije, medtem pa ohranjanje cenovne stabilnosti ostaja srednjeročni oziroma dolgoročni cilj (Issing, 2003). Težko bi bilo najti strokovne argumente proti takemu teoretičnemu abstraktnemu »priporočilu«, tako kot ga je tudi težko v praksi neposredno uporabiti. Ali empirične analize lahko postrežejo z dovolj zanesljivim merjenjem ekonomskih stroškov nestabilnega finančnega sistema oziroma inflacije? Ali niso nemara centralni bankirji po svoji pregovorni konzervativnosti vendarle pristranski glede monetarne stabilnosti in bi bil začasen odstop od take politike izrazito kratkoročen in zato premalo učinkovit? Na ta vprašanja teorija ne daje zadovoljivih odgovorov, prakse pa so raznolike in predvsem podrejene mnogoterim značilnostim okolij, v katerih so bile uporabljene.

Ugotovitev bo spet teoretična, tokrat z opozorilom: če centralne banke ne bodo znale kratkoročno izbrati med izključujočimi se cilji monetarne in finančne stabilnosti, lahko to povzroči odklon inflacije od njenega pričakovanega gibanja. Ali povedano drugače, izogibanje nestabilnostim v finančnem sistemu že samo po sebi povzroči dolgoročno vzdrževanje cenovne stabilnosti (Magyar Nemzeti Bank, 2004). Ali slednja ugotovitev relativizira primarnost ciljev monetarne stabilnosti v primerjavi s cilji finančne stabilnosti? Centralni bankirji bodo morda odgovorili z »da«, vendar ob pristavku »kratkoročno«. Dolgoročno je končni cilj monetarne politike zagotavljati cenovno stabilnost.

5. Centralna banka kot ena izmed ključnih institucij pri zagotavljanju finančne stabilnosti

Pri tako postavljeni trditvi se takoj postavi vprašanje, zakaj naj bi bila prav centralna banka ključna pri prizadevanjih za finančno stabilnost. Ali ima centralna banka neko »naravno« prednost za izvajanje omenjene funkcije? Odgovor je pritrdilen in v nadaljevanju bomo poskušali naštet naravne prednosti centralne banke v zvezi z zagotavljanjem finančne stabilnosti. Končali pa bomo z ugotovitvijo, da centralne banke pri tem niso edine institucije in v zvezi s tem predstavili mikro- in makropristop k finančni stabilnosti.

V predhodnem razdelku smo ugotovili, da je primarni cilj centralne banke zagotavljati monetarno stabilnost. Povsem drugačno pa je stališče nekdanjega guvernerja ameriške centralne banke Volckerja, ki je leta 1984 ob predstavitvi svojega sodobnega pogleda na vlogo centralne banke trdil, da Federal Reserve System (ameriška centralna banka) najprej zagotavlja finančno stabilnost in šele nato tudi monetarno stabilnost (Schinasi, 2003). Tako stališče preseneča le na prvi pogled, ob predstavitvi razlogov, zaradi katerih naj bi imele centralne banke ključno vlogo pri finančni stabilnosti, pa se zdi taka trditev logična.

Zakaj so centralne banke ključne institucije pri zagotavljanju finančne stabilnosti? Prvič, centralne banke so tiste, ki izdajajo denar kot zakonito plačilno sredstvo. Denar centralne banke je tisti, ki zagotavlja dokončnost plačil med posameznimi subjekti. Drugič, centralne banke so institucije, ki morajo vzpostaviti in nato vzdrževati nemoteno delovanje nacionalnih plačilnih sistemov. Plačilni sistemi predstavljajo eno izmed najbolj pomembnih infrastruktur finančnega sistema in razmišljanja o sistemskih tveganjih so se prvotno porodila prav v povezavi s plačilnimi sistemi. Težave finančnih institucij se običajno najprej pokažejo v nezmožnosti plačevanja, ki se nato lahko kumulativno širi po finančnem sistemu in celotni ekonomiji skozi plačilni sistem, ki združuje ekonomske subjekte. Tako imenovani domino efekt lahko sproži pravo finančno krizo, v kolikor težave v plačilnem sistemu niso pravočasno odpravljene. Tretjič, od centralne banke poteka prek bančnega sistema v realni sektor transmisijski mehanizem (obrestni oziroma kreditni) prek katerega učinkujejo monetarni ukrepi. Centralna banka ne more biti indiferentna do zagotavljanja dodatne likvidnosti finančnemu sistemu, ki se sooča s težavami, če potrebe po likvidnosti ogrožajo njene monetarne cilje. V taki optiki je centralna banka naravno zainteresirana za stabilnost finančnih institucij in trgov in je zato tudi pripravljena preventivno delovati. Četrto, v finančni krizi pride do kolapsa širših monetarnih agregatov. Ker je le denar centralne banke dokončen pri plačilih, se zaradi povpraševanja po gotovini hitro zmanjša razmerje med denarjem centralne banke (gotovino) in depoziti, kar ima v sistemu z delnimi rezervami za posledico hiter osip širših denarnih agregatov. Centralna banka mora zagotoviti dodatne količine svojega denarja, da se izogne poglobljanju finančne krize, to pa slej ko prej pripelje do točke, ko je v konfliktu z monetarnimi cilji, kar privede tudi do monetarne nestabilnosti. Tudi po tej plati imajo centralne banke spet naraven interes za ohranjanje finančne stabilnosti. Petič, centralne banke imajo pomembno vlogo pri nadzoru bank. Čeprav ni nujno, da neposredno izvajajo funkcijo nadzora nad bančnim sistemom⁵, imajo centralne banke dostop do številnih informacij, ki so potrebne za presojo preudarnega poslovanja posameznih bank. Z neposrednim zbiranjem ustreznih podatkov od posameznih bank lahko centralne banke vzpostavijo sistem zgodnjega opozarjanja pri pojavljanju znakov potencialnih kriznih žarišč in tako delujejo preventivno pri zagotavljanju finančne stabilnosti.

Centralne banke pa niso edine institucije, ki si prizadevajo za finančno stabilnost. Centralne banke identificirajo, analizirajo in kontrolirajo sistemska tveganja z vidika preudarnega poslovanja na makronivoju. V primerjavi s centralnimi bankami pa se s preudarnim poslovanjem na mikronivoju – z vidika individualnih institucij – ukvarjajo neodvisne nadzorne institucije. S svojim delovanjem skušajo zagotavljati čim varnejše poslovanje finančnih institucij in tako prispevajo k finančni stabilnosti. Na koncu velja omeniti še državo (običajno ministrstvo za finance), ki skrbi za ustrezni zakonodajno regulativni okvir, ki naj bi prav tako prispeval k stabilnosti finančnega sistema.

Na makro- in mikropristop k finančni stabilnosti ni mogoče gledati ločeno in ju tako tudi obravnavati. Med njima sicer obstajajo pomembne razlike v načinu delovanja in ciljnih delovanja. Če je na primer za makropristop stečaj posamezne institucije lahko zgolj normalen proces »tržnega čiščenja«, ob pogoju, da tak stečaj ne privede do sistemske krize, je za mikropristop k finančni stabilnosti pomembna vsaka posamezna institucija. Slednji pristop temelji na domnevi, da stabilnost posamičnih institucij zagotavlja zdravo in učinkovito poslovanje celotnega finančnega sistema. Pomembna je tudi razlika v ciljnih delovanja: mikropristop je usmerjen predvsem v zaščito investorjev in deponentov, makropristop pa v preprečevanje

⁵ Značilen je primer nemške centralne banke Bundesbank, ki formalno ni zadolžena za nadzor nad bankami, vendar neposredno pridobiva informacije od bank za neodvisno nadzorno institucijo.

finančnih kriz in s tem ekonomskih stroškov, ki jih krize lahko povzročijo (Magyar Nemzeti Bank, 2004). Med obema pristopoma obstaja tudi razlika v načinu analiziranja in interpretiranja potencialnih tveganj. Makropristop k finančni stabilnosti analizira sistemska tveganja, ki so lahko posledica endogenih in eksogenih šokov. Za ta pristop je pomembna prepletenost institucij in finančnih razmerij in skupne izpostavljenosti tveganjem, na osnovi katerih je mogoče ocenjevati občutljivost finančnega sistema za šoke. Pri mikropristopu k finančni stabilnosti medsebojna odvisnost sicer neodvisnih institucij zaradi izpostavljenosti skupnim tveganjem ni pomembna, saj se tveganja analizirajo v glavnem s primerjavo finančnih kazalnikov na agregatni in individualni ravni.

Lahko bi še nadaljevali naštevane razlik, na primer, da se oba pristopa ločita tudi po instrumentih, ki jih imata na razpolago pri svojem delovanju, vendar naš cilj ni analizirati razlike, temveč zaključiti s poudarkom, da na mikro- in makropristop k finančni stabilnosti ne smemo gledati izolirano. Izolirano delovanje, pomanjkanje komunikacij in izmenjave informacij med pristojnimi institucijami ter odsotnost koordinacije pri odpravljanju kriznih situacij praviloma vodi le do manj učinkovitih prizadevanj za finančno stabilnost. Centralne banke, na primer, če niso pristojne tudi za nadzor nad bankami, pri svojem delovanju nujno potrebujejo informacije oziroma podatke o posameznih institucijah, da bi lahko presodile, ali so banke sposobne v vsakem trenutku zagotavljati plačila v plačilnem prometu. Mikroinformacije so prav tako pomembne za analize makro preudarnega poslovanja. Po drugi strani pa so tudi nadzorne institucije odvisne od informacij, s katerimi razpolagajo le centralne banke (Magyar Nemzeti Bank, 2004): ocene posledic sprememb monetarne strategije in monetarnih instrumentov, ocene potreb po likvidnosti, analiza in nadzor nad plačilnimi sistemi ... Ugotovitev se ponuja na dlani: kljub razlikam v načinu delovanja, instrumentih in ciljih, mikro- in makropristop k finančni stabilnosti dopolnjujeta drug drugega in sta soodvisna pri prizadevanjih za finančno stabilnost.

Ne glede na to, katera institucija je ključna v konkretnem okolju pri zagotavljanju finančne stabilnosti, je pomembno, da celovit okvir aktivnosti zajema naslednje 3 stopnje (Houben et. al., 2004):

- kontinuirano periodično spremljanje in analiziranje makroekonomskih razmer, finančnih trgov, institucij in finančne infrastrukture,
- ocena, kje je finančni sistem glede na osnovne parametre: v območju stabilnosti, na meji stabilnosti ali v območju nestabilnosti,
- odločitev o politiki ukrepanja glede na oceno, kje je finančni sistem.

Nenehno spremljanje ter analiza tveganj in pomanjkljivosti v finančnem sistemu sta ključni pri pravočasnem odkrivanju nestabilnosti, ki lahko vodijo do finančnih kriz. Brez periodičnega izvajanja opisane faze ni možna kvalificirana ocena, ali zaznana neravnotežja lahko pomenijo nevarnost za stabilnost finančnega sistema in kakšna je potrebna reakcija institucij, ki so zadolžene za vzdrževanje finančne stabilnosti. Pri tem je ključnega pomena zanesljiva ocena, kje se giblje finančni sistem v kontinuumu med stabilnostjo in nestabilnostjo. Napačna ocena bo imela za posledico tudi neustrezne ukrepe in z njimi povezane stroške. Možna je, na primer, napačna ocena, da se finančni sistem giblje v koridorju stabilnosti in zato niso potrebne korektivne aktivnosti, ki bi bile sprožene, če bi se sistem približeval območju nestabilnosti. Ali nasprotno, pri napačni oceni, da je finančni sistem na meji območja stabilnosti, bi bile sprožene nekatere korektivne aktivnosti in ukrepi, katerih cilj je vrniti finančni sistem v območje stabilnosti. Običajno pa so ukrepi povezani z določenimi stroški, ki jih sicer ne bi bilo, če bi bila ocena pravilna. Pristranskost pristojnih institucij pri ocenah (na primer pretirana previdnost) potemtakem ni primerna, saj vsekakor lahko povzroči določene stroške: pri neukrepanju zaradi kopičenja neravnotežij in možnega razvoja dogodkov proti finančni krizi, pri nepotrebnem ukrepanju pa, na primer, zaradi stroškov finančne represije.

6. Kako konkretno centralne banke izvajajo funkcijo na področju zagotavljanja finančne stabilnosti

V zvezi s konkretnim, operativnim delovanjem centralnih bank na področju finančne stabilnosti obstajajo različni pogledi. Schinasi (2003) loči dva pristopa, ki izhajata iz domneve, da so centralne banke soočene z inherentnim konfliktom med cilji monetarne politike in drugimi cilji, ki jih prav tako zasledujejo kot pristojne institucije: pogled z vidika operacij odprtega trga in bančni pogled. Pri prvem se konflikt pojavi, če so centralne banke zadolžene za vodenje monetarne politike in za nadzor nad bankami. Vprašanje je, kako intenzivne bodo spremembe instrumentov centralne banke, ki so nujne zaradi doseganja monetarnih ciljev, če se centralna banka hkrati zaveda tudi posledic, ki bi jih te spremembe imele za pomembnejše predstavnice industrije, ki jo nadzoruje. Ali so centralne banke v takih okoliščinah prisiljene relaksirati zavezanost k izpolnjevanju monetarnih ciljev? Odgovor je nikalen, saj lahko samo centralne banke prek politike odprtega trga uresničujejo svoje monetarne cilje in hkrati zagotavljajo potrebno likvidnost in s tem preprečujejo kolaps finančnih institucij in širjenje krize prek finančnega sistema. Centralne banke zagotavljajo bankam likvidnost v zameno za kakovostno zavarovanje, če s takim zavarovanjem razpolagajo (torej naj bi bile nelikvidne, ne pa nesolventne), trg pa nato prerazporedi to likvidnost med druge solventne in varne udeležence in izloči nesolventne institucije, ki imajo težave.

Bančni pogled se razlikuje od pogleda politike odprtega trga po dvomu o trgu, ki bi lahko v praksi zelo učinkovito razlikoval med nelikvidnimi in nesolventnimi institucijami. Zato je vloga centralnih bank pri tem ključna, saj razpolagajo s številnimi informacijami o posameznih institucijah, na osnovi katerih je mogoče ocenjevati njihovo finančno zdravje. To je še posebno ključno v razmerah porajajočih se finančnih kriz, ko prevladujeta na trgih zmeda in panika in mehanizmi zagotavljanja tržne discipline ne delujejo.

Ne glede na to, kakšno vlogo naj bi centralne banke imele pri zagotavljanju finančne stabilnosti, je pomembno, da obstajajo mehanizmi, s katerimi je mogoče identificirati občutljivost in tveganja v finančnem sistemu. Ti mehanizmi morajo tudi pravočasno sprožiti preventivne aktivnosti, zato da ne pride do finančnih kriz oziroma zagotoviti čim učinkovitejše upravljanje v kriznih razmerah. Osnovna hrbtenica tako opisanega mehanizma bi morala vsebovati vsaj naslednje elemente (Schinasi, 2003)⁶:

Preventivno delovanje

1. Mehanizmi tržne discipline:
 - interni preventivni sistemi v finančnih institucijah,
 - upravljanje s tveganji in kontrolni mehanizmi,
 - nadzor deležnikov (delničarji, upniki ...).
2. Bančni nadzor.
3. Tržni nadzor.

Upravljanje v kriznih razmerah

1. Zakonodajni okvir za stečaje in restrukturiranje (prodajo) finančne aktive.
2. Strategije izstopa (restrukturiranj) za nesolventne institucije.
3. Funkcija posojilodajalca v skrajni sili.

Zagovornikom trga bi se porodilo vprašanje, ali niso mehanizmi tržne discipline dovolj, da bi preprečevali nastanek finančnih kriz. Če verjamemo v delovanje tega mehanizma, potem bo tržni udeleženec, ki dela napake, plačal za te napake. Tak način razmišljanja lahko velja za večino dejavnosti, kjer je možen vstop

⁶ Poleg preventivnega delovanja in upravljanja kriznih razmer nekateri avtorji predlagajo, da bi morale institucije, ki so odgovorne za zagotavljanje finančne stabilnosti, v določenih okoliščinah sprožiti tudi korektivne aktivnosti. To bi naj bilo še posebej aktualno, kadar se finančni sistem giblje proti območju nestabilnosti oziroma je že na meji stabilnosti.

v panogo praktično brez omejitev. To pa ne velja za večino finančnih institucij, kajti v njihovo delovanje so vgrajeni tudi nekateri varovalni mehanizmi (na primer zjamčene vloge v bankah). Prav zaradi tako postavljenih varovalnih mehanizmov je večina finančnih institucij zavezana nekaterim dodatnim zahtevam (kapitalske zahteve, upoštevanje dobre poslovne prakse ...) in kontinuiranemu nadzoru.

Prav tako se je mogoče vprašati, ali je sploh treba pripraviti strategije izstopa za nesolventne institucije. Po mnenju tržnih zagovornikov bi tudi to funkcijo lahko učinkovito opravil trg sam. Takemu mnenju bi lahko pritrdili, če gre za manj pomembne udeležence trga. Vprašanje pa je, ali prepustiti trgu reševanje, tudi kadar gre za saniranje večjih institucij, ki bi s svojimi finančnimi težavami lahko ogrozile stabilnost finančnega sistema. Ob nesolventnosti pomembnih udeležencev finančnega trga ni pričakovati, da bi zadostovala pomoč centralne banke v obliki posojilodajalca v skrajni sili, saj zagotavljanje likvidnosti ni ukrep proti odpravi nesolventnosti⁷. Zato mora v takih primerih vskočiti država (če trg sam ne ponudi ustrezne rešitve) s svojimi instrumenti oziroma ukrepi, s katerimi zagotovi dodaten kapital in tako odpravi finančne težave. Logično je, da ima država pravico določati pogoje, pod katerimi je pripravljena dati tako pomoč, in nenazadnje prevzeti tudi lastniško kontrolo, da bi pozneje lahko nadzorovano prodala sanirano institucijo.

Na koncu je iz osnovne strukture mehanizma zagotavljanja finančne stabilnosti vendarle treba nekoliko bolj konkretno opredeliti naloge centralnih bank oziroma instrumente, ki so jim na razpolago pri izvajanju te funkcije. Pri tem k ločevanju med preventivnim delovanjem in upravljanjem v kriznih razmerah dodajamo še delitev na osnovne in delne naloge oziroma vloge centralnih bank, ki jih prikazuje tabela v nadaljevanju.

Tabela 1: Orodja centralnih bank pri izvajanju funkcije finančne stabilnosti

VLOGA	PREVENTIVNO DELOVANJE	UPRAVLJANJE V KRIZNIH RAZMERAH
OSNOVNA VLOGA	Plačilni sistemi	
	Komunikacija	Sodelovanje pri organizaciji tržnih rešitev
	Nadzor	Posojilodajalec v skrajni sili
DELNA VLOGA	Regulacija	Nadzor
	Zavarovalne sheme	

Vir: Magyar Nemzeti Bank, 2004

Nekaj pomembnejših poudarkov v zvezi z zgoraj navedenimi aktivnostmi je bilo podanih v predhodnih delih teksta, podrobnejši opis naštetih aktivnosti pa bi presegal namene tega teksta. Kljub temu velja nekaj pozornosti nameniti dvema vidikoma: nadzoru v razmerah uveljavljanja principa pristojnosti domačega nadzornika (home country control) in komunikaciji. Prvi problem je povezan z uveljavljanjem principa enotne licence in možnostjo, da finančne institucije ponujajo svoje storitve neposredno na trgih držav članic EU. Za nadzor nad delovanjem finančnih institucij je v takih primerih zadolžena nadzorna avtoriteta v državi domicila finančne institucije. V državi, kjer finančna institucija ponuja svoje storitve, pa nadzornik nad njo nima pristojnosti izvajati nadzora. V takih okoliščinah postane še pomembnejše, da centralne banke spremljajo delovanje teh finančnih institucij v zvezi z zagotavljanjem finančne stabilnosti. Ni namreč nujno, da je interes centralne banke v državi, kjer ima finančna institucija sedež, enak interesu centralne banke v državi, kjer ponuja svoje storitve. To še posebej velja, če je za prvo državo

⁷ Večina strokovnjakov odsvetuje, da bi centralna banka intervenirala s svojim instrumentarijem (na primer kot posojilodajalka v skrajni sili), če gre za nesolventne institucije, saj se je v preteklosti taka intervencija v glavnem izkazala kot neučinkovita. Več o tem glej v Magyar Nemzeti Bank, 2004 ali Schinasi, 2003.

taka institucija zgolj neznatnega pomena, v drugi državi pa je pomemben tržni udeleženec, kar je lahko značilno predvsem za nove članice EU (Magyar Nemzeti Bank, 2004).

Zaključimo s komunikacijo kot eno izmed pomembnejših nalog preventivnega⁸ delovanja centralnih bank v okviru prizadevanj za finančno stabilnost. Omenjeno je že bilo, da imajo centralne banke pomembno informacijsko prednost pred drugimi udeleženci trga in njihova naloga je to informacijsko prednost dolgoročno zmanjševati. Z rednim izdajanjem publikacij, v katerih opozarjajo na potencialne sistemske rizike, prispevajo k osveščanju tržnih udeležencev in s tem tudi zmanjševanju možnosti za nastanek finančnih kriz. To je še posebno pomembno v manj razvitih okoljih, kjer so standardi poročanja in razkritij med tržnimi udeleženci nižji kakor v razvitih okoljih. Z zmanjševanjem informacijske prednosti se pomembnost centralnih bank pri zagotavljanju finančne stabilnosti ne bo v ničemer spremenila. Tržni udeleženci ne bodo sami izdelovali analiz učinkov sprememb monetarne politike, učinkov regulativno institucionalnih sprememb ali pa vpliva aktivnosti posameznih udeležencev na vse druge, saj za to niti nimajo ustreznih podatkov. Take informacije, ki jih pripravljajo centralne banke, vendarle lahko v marsičem prispevajo k optimalnemu obnašanju tržnih udeležencev in nenazadnje, morda tudi k dograjevanju posameznih delov finančne infrastrukture⁹, ki vodi k bolj učinkovitemu in stabilnemu finančnemu sistemu.

7. Zaključek

Namesto klasičnega zaključka, ki bi postregel z najpomembnejšimi poudarki iz pričujočega teksta, velja omeniti nekaj dejstev, ki pričajo, da bo skrb za finančno stabilnost pridobivala osrednjo pozornost. Medsebojna povezanost finančnih institucij in koncentracija tveganj v finančnih sistemih je dosegla skrb zbujajoče razsežnosti. V zadnjih dveh desetletjih prejšnjega stoletja se je povprečni dnevni promet na deviznem trgu povečal šestkrat, portfeljske naložbe so se povečale sedemkrat, mednarodno medbančno kreditiranje pa se je v enakem obdobju povečalo štirikrat (Quinn, 2004). Osnovna bojazen tiči v dejstvu, da je večina finančnih tveganj iz tako povečanih tokov še vedno koncentrirana v bančnih sektorjih kljub izraziti rasti obsega financiranja prek kapitalskih trgov (na primer obseg izdaj korporacijskih in državnih obveznic na mednarodnih trgih se je v zadnjih dveh desetletjih prejšnjega stoletja povečal sedemkrat (Quinn, 2004)). Dodatni razlog za zaskrbljenost predstavljajo podatki o direktnih fiskalnih stroških bančnih kriz v posameznih deželah v preteklosti in izračuni indirektnih izgub, ki se kažejo v izgubah BDP (Hoggarth et. al., 2001). Gledano s te plati se pomena finančne stabilnosti zavemo šele, ko se soočimo s posledicami finančne nestabilnosti. Zato ni naključje, da definicije finančne stabilnosti izhajajo pravzaprav iz opredelitev, kaj je nestabilnost, kakšne so njene posledice in kaj jo povzroča.

Skrb za finančno stabilnost pa ne sme sloneti samo na ramenih centralnih bank. Centralne banke imajo le osrednje mesto pri prizadevanjih za ohranjanje makro finančne stabilnosti, medtem ko niso nič manj pomembna prizadevanja institucij, ki na mikronivoju nadzirajo delovanje tržnih udeležencev. Sodelovanje med njimi je neizogibno pri ohranjanju finančne stabilnosti, prav tako pa tudi prenašanje izkušenj na državo pri snovanju zakonodajnega okvira, ki je nujno potrebna infrastruktura finančne stabilnosti.

⁸ Komunikacija je pomembna tudi v kriznih razmerah, ko na trgu vladata zmeda in panika, ko je treba umirjati zadeve, zato je ne smemo uvrščati zgolj med preventivne dejavnosti.

⁹ V zvezi s tem se omenja vzpostavitev kreditnega biroja, statistike cen nepremičnin ... (Magyar Nemzeti Bank, 2004).

8. Literatura

- Crockett, A. 1997. Why is financial stability a goal of public policy? Maintaining financial stability in a global economy. Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Crockett, A. 2003. Central banking under test. BIS speech on Conference on monetary stability, financial stability and business cycle. BIS, March 2003.
- Deutsche Bundesbank. 2003. Report on the Stability of the German Financial System. Monthly Report, December, Frankfurt.
- Hoggarth, G., Reis, R., Saporta, V. 2001. Cost of banking system instability: some empirical evidenc. Financial Stability Review, Bank of England.
- Houben, A., Kakes, J., Schinasi, G. 2004. Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability. IMF Working Paper WP/04/101, Intenational Monetary Fund, Washington, D. C.
- Issing, O. 2003. Monetary and financial stability – is there a trade-off? Conference on monetary stability, financial stability and business cycle. BIS, March 2003.
- Laker J. F. 1999. Monitoring financial system stability. Reserve Bank of Australia Bulletin, October 1999.
- Magyar Nemzeti Bank. 2004. Background paper for Seminar on »The Role of Accession Countries' Central Banks in Promoting Financial Stability«. Budapest, February 2004.
- Mishkin, S. F. 1997. Financial Consolidation: dangers and opportunities. Conference on Consolidation of the financial services industry. Federal Reserve Bank of New York, March 1997.
- Padoa-Schioppa, T. 2002. Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between. Second ECB Central Banking Conference: The transformation of the European financial system. Frankfurt.
- Ribnikar, I. 2005. Denar v obtoku in denar kot zakonito plačilno sredstvo. Bančni vestnik, letnik 54, št. 1–2, Ljubljana, 2005.
- Quinn, B. 2004. Best Practice in Promoting Financial Stability: the Role of the Central Bank. Seminar on »The Role of Accession Countries' Central Banks in Promoting Financial Stability«. Budapest, February 2004.
- Schinasi, G. J. 2003. Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets. IMF Working Paper, Intenational Monetary Fund, Washington, D. C.
- Schinasi, G. J. Defining Financial Stabiltiy. IMF Working Paper WP/04/187, Intenational Monetary Fund, Washington, D. C.
- Volcker, P. 1984. The Federal Reserve Position on Restructuring of Financila Regulation Responsibilities. Federal Reserve Bulletin, Vol. 70, Washington.

Makro stres testi za slovenski bančni sistem

dr. Matejka Kavčič, mag. Tomaž Košak
Franc Remšak, Tatjana Šuler

Povzetek

Makro stres testi so instrument ocenjevanja posledic simuliranega, na podlagi zgodovinskih izkušenj možnega, a praviloma manj verjetnega dogodka. Velikost simuliranih šokov faktorjev tveganja smo v slovenskem primeru omejili na zgodovinsko največje spremembe, ki so se pripetile ob 5-odstotni statistični verjetnosti v obdobju od 1995 do 2004.

Glede na različne metodološke pristope izvajanja makro stres testov smo se pri praktični izvedbi na slovenskem bančnem sistemu v prvem delu omejili na integriran pristop, ker omogoča celovitejšo analizo vpliva sistemskih tveganj na agregatno bilanco bank. Vendar ima ta pristop tudi pomanjkljivosti, kot je podcenjevanje endogenih tveganj, ki izhajajo iz povezav med bankami, ter upoštevanje zgolj neposrednih učinkov simuliranih šokov. Za določitev velikostnega reda šokov za posamezne faktorje tveganja smo analizirali zgodovinske podatke za zadnjih deset let.

Tabela 1: Šoki na osnovni scenarij

Faktorji tveganja	Šok – sprememba glede na osnovni scenarij	Obdobje šoka	Po koncu šoka
1) Realni BDP	Nižja rast za 2,5 odstotne točke	III/04-II/05	sledi svojemu trendu
2) Obrestne mere	Višje tolarške obrestne mere za 4 odstotne točke, devizne za 2 odstotni točki	III/04-II/05	se vrne na raven pred šokom
3) Obrestna marža	Za 1 odstotno točko nižja obrestna marža	III/04-II/05	se vrne na raven pred šokom
4) Apreciacija tečaja	Nižja rast tečaja za 5 odstotkov	III/04	se vrne na raven pred šokom
5) Depreciacija tečaja	Višja rast tečaja za 5 odstotkov	III/04	se vrne na raven pred šokom

Rezultati simuliranih šokov, ki se kažejo v spremembi dobička pred obdavčitvijo, donosnosti na kapital, spremembi kapitalске ustreznosti in rasti posojil in vlog, potrjujejo relativno stabilnost slovenskega bančnega sistema. Vendar so zmerne posledice simuliranih šokov tudi odraz metodološkega pristopa in dejstva, da tudi največje spremembe faktorjev tveganja v zadnjih desetih letih niso povzročale izrazitejših sistemskih nestabilnosti.

Iz odzivov na različne šoke je razvidno, da ima največji vpliv na rezultate bank sprememba obrestne marže. Kumulativno zmanjšanje dobička zaradi znižanja obrestne marže za eno odstotno točko v obdobju štirih četrtletij je praktično enako enoletnemu dobičku bančnega sektorja. Zelo močan je tudi odziv dobička na spremembo obrestne mere, kjer je v primerjavi s scenarijem spremembe marže upoštevan tudi učinek na kreditno in depozitno dejavnost bank. Znižanje gospodarske rasti in sprememba deviznega tečaja¹⁰ povzročita relativno majhne spremembe dobička glede na osnovni scenarij. Ob trajnem šoku spremembe ravni tečaja imata učinka apreciacije oziroma depreciacije podoben velikostni red kakor učinek šoka spremembe obrestnih mer. Ob dolgi odprti devizni poziciji (vključno z bilančnimi in zunajbilančnimi kategorijami) apreciacija tečaja tolarja zaradi tečajnih razlik zniža dobiček, donos na kapital in kapitalsko ustreznost, medtem ko ima depreciacija tečaja tolarja ravno nasproten – pozitiven – učinek na dobiček, donos na kapital in kapitalsko ustreznost.

¹⁰ Raven tečaja smo spremenili le za eno četrtletje in smo ga v naslednjem četrtletju vrnili na raven pred šokom.

Pri vseh scenarijih je opaziti, da je odziv nebančnega sektorja močnejši pri vlogah kakor pri posojilih. Kapitalska ustreznost se najmočnejše odziva na znižanje obrestne marže, učinek se v obdobju trajanja šoka stopnjuje. Tudi po prenehanju šoka, tj. po zvišanju obrestne marže na prejšnjo raven, se razlika glede na osnovni scenarij le počasi zmanjšuje. Pomemben je tudi vpliv višjih obrestnih mer, ki imajo nasproten učinek kakor znižanje obrestne marže. Zaradi višjega dobička in nekoliko nižje kreditne aktivnosti se kapitalska ustreznost poveča. Posledice spremembe deviznega tečaja in rasti BDP za kapitalsko ustreznost niso tako obsežne in se razmeroma hitro umirijo.

Tabela 2: Vpliv posameznih šokov na spremembe nekaterih kategorij bilanc bank, merjenje s spremembami glede na osnovni scenarij

Leto 2004

Šoki	Dobiček		ROE	Kapitalska ustreznost	Rast posojil neban. sekt.	Posojila/BV	Rast vlog neban. sektorja	Vloge/BV	Rast BV
	v mrd SIT	v %							
Šok 1 - BDP	0,0	0,0	0,0	0,01	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Šok 2 - sprem. OM	6,6	14,5	1,6	0,06	-0,1	-0,1	0,3	0,1	0,2
Šok 3 - zniž. marže	-25,0	-45,2	-5,8	-0,14	-	-	-	-	-
Šok 4 - aprec. tolarja	-0,4	-0,9	0,1	0,02	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Šok 5 - deprec. tolarja	-0,8	-1,7	-0,2	-0,01	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0

Leto 2005

Šoki	Dobiček		ROE	Kapitalska ustreznost	Rast posojil neban. sekt.	Posojila/BV	Rast vlog neban. sektorja	Vloge/BV	Rast BV
	v mrd SIT	v %							
Šok 1 - BDP	-1,0	-1,8	-0,2	0,01	-0,2	0,6	-2,0	-0,5	-1,3
Šok 2 - sprem. OM	7,5	13,6	1,5	0,20	-0,1	-0,5	1,1	0,3	0,7
Šok 3 - zniž. marže	-26,3	-47,7	-5,4	-0,60	-	-	-	-	-
Šok 4 - aprec. tolarja	-0,3	-0,5	-0,1	0,02	-0,2	0,0	-0,4	-0,1	-0,3
Šok 5 - deprec. tolarja	0,0	0,0	0,0	-0,01	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0

Ker ima ocenjeni učinek vpliva višjih obrestnih mer pri integriranem pristopu (stres testi) nasproten predznak, kot bi ga teoretično pričakovali, smo obrestno tveganje ocenili še s pristopom po delih. Opazovali smo neposredni učinek na spremembo neto obrestnih prihodkov in dobičke bank, če tujo obrestno mero zvišamo za eno odstotno točko ob nespremenjeni domači obrestni meri, če domačo obrestno mero zvišamo za eno odstotno točko, medtem ko tujo obrestno mero ohranimo nespremenjeno, in če hkrati zvišamo tujo in domačo obrestno mero, vsako za eno odstotno točko.

Ob upoštevanju ročnostne strukture aktive in pasive s pristopom po delih se neto obrestni prihodki znižajo. Razlika v ocenjenih učinkih obrestnega tveganja s pristopom po delih in integriranem pristopu se je pojavila, ker je bil pri stres testih uporabljen poenostavljen model, ki ne upošteva ročnostne strukture aktive in pasive, ampak le kumulativni učinek, izhajajoč iz dejstva, da je obrestonosna aktiva večja od obrestonosne pasive.

Ugotovitev, ki izhaja iz opravljenih stres testov, je, da so banke izpostavljene predvsem obrestnemu tveganju, medtem ko sta tečajno tveganje in tveganje nižje gospodarske rasti za banke manj pomembna. Vendar bi bilo ob trajnem šoku spremembe deviznega tečaja za banke pomembno tudi tečajno tveganje.

V drugem delu izvajanja stres testov s pristopom po delih smo se osredotočili na oceno kreditnega tveganja prek opazovanja spremembe strukture kvalitete portfelja bank. Ocenjevali smo odzivanje posameznega indikatorja finančne stabilnosti (deleža slabih posojil) na šoke.

Ob primerjavi dejanske strukture kreditnega portfelja z ocenami modela vidimo, da model napoveduje večji delež slabih posojil, kakor jih je dejansko po ocenah samih bank. Kaže, da banke z željo, pridobiti oziroma

ohraniti čim večji tržni delež, premalo upoštevajo tveganja in podcenjujejo delež neizterljivih terjatev. Poleg tega pri razvrščanju poslovnih subjektov v bonitetne razrede upoštevajo le tekoče stanje, medtem ko model upošteva tudi časovno komponento, saj njegove ocene temeljijo na zgodovinskih podatkih. Zato lahko sklepamo, da banke pri sklepanju novih kreditnih poslov poslovnim subjektom sistematično dodeljujejo boljše bonitetne ocene. Posnetek stanja kreditnega tveganja tako izkazuje boljše ocene.

Iz opravljenih stres testov izhaja, da ima večja kratkoročna zadolženost poslovnih subjektov dosti večji vpliv na bančni sektor kakor poslabšanje likvidnosti poslovnih subjektov. To ni presenetljivo, saj povečanje kratkoročne zadolženosti pomeni prestrukturiranje načina financiranja poslovnih subjektov.

I. SPLOŠNO O MAKRO STRES TESTIH IN OPIS POSTOPKA ZA SLOVENSKI BANČNI SISTEM

1. Kaj so makro stres testi in pristopi njihovega izvajanja?

V skladu s strokovnimi stališči IMF in BIS lahko makro stres test opredelimo kot sklop tehnik in metod in z njihovo uporabo ocenimo (kvantificiramo) občutljivost portfelja finančnega sistema za izjemne, vendar verjetne makroekonomske šoke (Sorge, 2004; Jones, Hilbers, Slack, 2004). Ob tem je treba upoštevati, da so makro stres testi analitično orodje, ki daje zgolj grobo oceno spremembe portfelja bančnega sistema ali posameznih vrednosti indikatorjev finančne stabilnosti (na primer kapitalska ustreznost, donosnost ...) zaradi relativno velike spremembe vrednosti faktorjev tveganja (na primer devizni tečaj, obrestna mera ...), ki so posledica sprememb v ekonomskem okolju. Groba ocena spremembe opazovanih bilančnih kategorij izhaja iz dejstva, da ne temelji zgolj na uporabi kvantitativnih metod, ampak tudi na domnevah in strokovnih presojah. Praviloma so makro stres testi omejeni zgolj na bančni sistem, kar velja tudi za slovenski primer, in le v redkih praktičnih primerih zajemajo tudi druge segmente finančnih posrednikov (zavarovalnice, investicijske sklade).

Makro stres testi niso instrument ocenjevanja verjetnosti določenega ekonomskega dogodka, ampak zgolj instrument ocenjevanja posledic simuliranega, na podlagi zgodovinskih izkušenj možnega, a praviloma manj verjetnega, lahko pa tudi zgolj namišljenega dogodka. Makro stres testi ali sistemski stres testi so tudi manj natančni, kot to velja za mikro stres teste ali portfolijo stres teste, ki so po novo sprejetih baselskih standardih tudi sestavni del ocenjevanja internih modelov spremljanja tveganj v posamezni banki. Obe obliki stres testov sta komplementarni in medsebojno nenadomestljivi.

V nadaljevanju so prikazani različni bolj ali manj zahtevni pristopi izvajanja makro stres testov s svojimi prednostmi in slabostmi, kar je vplivalo tudi na izbor načina izvedbe stres testov za slovenski bančni sistem.

Makro stres teste delimo glede na kompleksnost upoštevanih sprememb faktorjev tveganja na:

1. stres test občutljivosti (sensitivity stress test), kjer se opazujejo spremembe bilančnih kategorij ob spremembi zgolj posameznega faktorja tveganja (tj. šok ene same spremenljivke) in
2. stres test scenarijev (stress test scenario), kjer se opazujejo spremembe bilančnih kategorij ob spreminjanju več faktorjev tveganja istočasno, ki so združeni v samostojnem scenariju šoka.

Stres testi občutljivosti so preproste oblike scenarijev, ki pa omogočajo spremljanje odziva bilančnih kategorij oziroma posameznih indikatorjev finančne stabilnosti na ločene šoke faktorjev tveganja. Na drugi strani se skušajo s kompleksnejšimi scenariji stres testov simulirati realnejše ekonomske okoliščine, ki upoštevajo različne vrste ekonomskih šokov.

Pristopi pri izvajanju makro stres testov so različni glede na *smer postopka* izvajanja makro stres testov oziroma glede na postopek agregacije in interpretacije rezultatov stres testa:

1. Pristop »od spodaj navzgor« (bottom-up approach) temelji na izvedbi stres testov na nivoju posamezne banke ob uporabi njihovih lastnih modelov ocenjevanja tveganj. Centralizirano pa se izvede agregiranje posameznih rezultatov stres testov.
2. Pri pristopu »od zgoraj navzdol« (top-down approach) se uporabljajo agregatni podatki bančnega sistema za skupni portfelj celotnega sektorja. V tem pristopu rezultati stres testov temeljijo na modelu, ki ocenjuje spremembe agregatnega portfelja bančnega sistema zaradi simuliranih sprememb.

Prednost prvega pristopa je v možnosti opazovanja odzivanja portfelja posamezne banke na simulirani šok faktorjev tveganja ter upošteva sposobnost absorpcije izvedenega šoka posamezne banke. Njegova slabost pa je v različnih metodah ocenjevanja vpliva stres testa, ki jih banke uporabljajo. Seštevanje na različne načine ocenjenih rezultatov stres testov ni nujno medsebojno konsistentno. Drugi pristop, »od zgoraj navzdol«, je na agregatni ravni konsistenten in uporablja enoten model ocenjevanja vpliva šokov, vendar agregatni model stres testov za portfelj bančnega sistema, ki temelji na preteklih medsebojnih relacijah, ni nujno pravilen odraz realnega odziva posamezne banke na ekonomske šoke tudi v prihodnje. V idealnih okoliščinah se izvaja primerjava rezultatov stres testov, pridobljenih po obeh metodah.

Druga delitev pristopov izvajanja stres testov upošteva različna metodološka pristopa:

1. »Pristop po delih« (piecewise approach) ocenjuje občutljivost bančnega sistema za posamezne faktorje tveganja z ocenjevanjem gibanja različnih indikatorjev finančne stabilnosti (na primer kapitalna ustreznost, delež slabih posojil, donos na kapital). Gre torej za ocenjevanje z različnimi med seboj neodvisnimi modeli, ki ocenjujejo odzivanje posameznega indikatorja na šoke.
2. »Integriran pristop« (integrated approach) obsega analizo občutljivosti bančnega sistema za spremembo faktorjev tveganja z enotno oceno agregatne izgube, ki se lahko realizira ob izbranem scenariju.

Čeprav je prvi pristop bolj intuitiven in modelsko manj zahteven, ima pomanjkljivosti v manj stabilnih ocenah parametrov modela in upoštevanju linearnosti spremembe indikatorjev finančne stabilnosti na simulirane šoke. Integriran pristop omogoča celovitejšo analizo vpliva tveganj na agregatni portfelj bank in do določene stopnje zagotavlja nelinearnost rezultatov na spremembo velikosti šokov.

2. Način izvedbe makro stres testov za slovenski bančni sistem

Pri izvajanju stres testov za slovenski bančni sistem smo v prvem delu izvedli integriran pristop. Integriran pristop je bil omogočen z uporabo ocen ekonomskih gibanj, pridobljenih z makroekonomskim modelom napovedi (ARC, oktober 2004), z uporabo modela napovedi zbirne premoženjske bilance stanja in izkaza uspeha bančnega sistema ter modela ocene kapitalne ustreznosti. V drugem delu sledi izvedba ocene kreditnega tveganja prek opazovanja sprememb strukture kvalitete portfelja bank – piecewise approach – z modelom kreditnega tveganja (Kavčič, 2005).

Enostaven integriran pristop

Postopek izvedbe makro stres testov po integriranem pristopu je potekal v naslednjih korakih:

1. Analiza stres testov je omejena zgolj na bančni sistem, le pri analizi občutljivosti za tečajna tveganja smo opozorili tudi na izpostavljenost tečajnemu tveganju sektorja podjetij. Upoštevana sta zbirna premoženjska bilanca bank in zbirni izkaz uspeha bank.
2. Na podlagi ugotovitev srednjeročnih makroekonomskih napovedi iz oktobra 2004 (ARC), ki predstavljajo eksogene domneve za model napovedi zbirnih bilanc bank, je bil izdelan osnovni scenarij (baseline scenario) premoženjske bilance in izkaza uspeha bank za drugo polletje 2004 in leto 2005.
3. Določeni sta bili vrsta in velikost makroekonomskih šokov, t. i. faza kalibriranja šokov. Simulirane so

bile spremembe posameznih faktorjev tveganja: rast realnega BDP, obrestna mera, obrestna marža, devizni tečaj na podlagi njihovega gibanja v preteklosti, pri čemer je bila upoštevana 5-odstotna statistična verjetnost ponovitve dogodka; razen velikosti šoka spremembe obrestne marže, kjer je upoštevana sprememba za eno odstotno točko. Vsi šoki so bili simulirani z začetkom v tretjem četrtletju 2004.

4. Interpretacija rezultatov stres testov temelji na odklonu izbranih spremenljivk od njihovih vrednosti, ocenjenih po osnovnem scenariju. Izbrane spremenljivke, ki opisujejo občutljivost bančnega sistema za simulirane šoke, so naslednje:
 - dobiček pred obdavčitvijo,
 - donos na kapital,
 - kapitalska ustreznost,
 - stopnja rasti posojil nebančnemu sektorju in njihov delež v bilančni vsoti ter
 - stopnja rasti vlog nebančnega sektorja in njihov delež v bilančni vsoti.

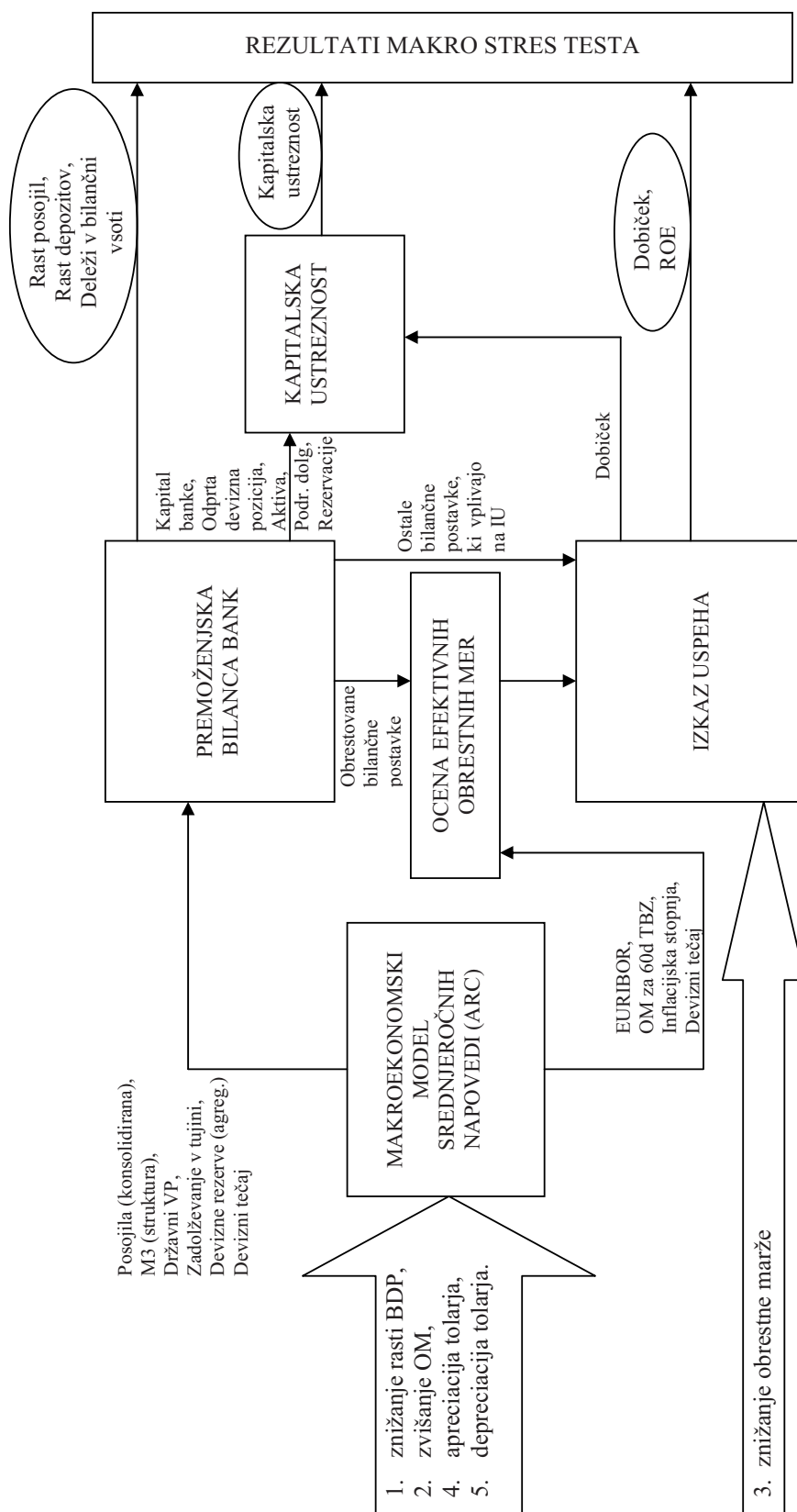
V proces integriranega pristopa makro stres testov so vključeni štirje modeli:

1. makroekonomski model srednjeročnih napovedi, katerega rezultati predstavljajo vhodne podatke za druge modele;
2. model napovedi zbirne premoženjske bilance bank in podmodel ocene efektivnih obrestnih mer;
3. model napovedi izkaza uspeha;
4. model ocene kapitalske ustreznosti.

Shematično je povezava med vsemi štirimi modeli prikazana na Sliki 1. Ker si v procesu izvajanja stres testov modeli sledijo v zaporednem sosledju, so rezultati simuliranih učinkov ekonomskih šokov le ocene neposrednih učinkov, zanemarjeni pa so sekundarni učinki, ki izvirajo iz t. i. povratnih učinkov. Prav tako integriran pristop izvajanja stres testov, ki temelji na uporabi konsolidirane bilance bančnega sistema, podcenjuje sistemska tveganja zaradi neupoštevanja endogenih tveganj. Slednja izvirajo iz večje ali manjše povezanosti (koreliranosti) med strukturo bilanc posameznih bank.

V nadaljevanju enostavnega integriranega pristopa izvajanja stres testov so najprej predstavljeni izbrani šoki z opisom velikosti in trajanja posameznih šokov faktorjev tveganja. Nato so predstavljeni rezultati stres testov po integriranem pristopu. Sledi poglavje s predstavitvijo in izvedbo stres testov s pristopom po delih.

Slika 1: Shematski prikaz modela izvedbe integriranega pristopa makro stres testov

**Legenda:**

pravokotnik = model

elipsa = rezultati stres testov

odebeljene puščice = šoki izvedeni na posameznih modelih

puščice = smer poteka vmesnih izračunanih (ocenjenih) podatkov med model

II. INTEGRIRAN PRISTOP IZVAJANJA STRES TESTOV

1. Opredelitev vrste in velikosti šokov faktorjev tveganja

Pri definicijah velikostnega reda šokov nam je bilo merilo, da je šok malo verjeten, a še vedno možen in smiseln. Za posamezne ekonomske spremenljivke faktorjev tveganja smo analizirali zgodovinske podatke za zadnjih 10 let (1995–2004) in opazovali njihovo variabilnost in standardni odklon. Velikost šoka smo izbrali kot dvakratno velikost standardnega odklona. Tako smo omejili velikost simuliranih šokov faktorjev tveganja na zgodovinsko največje, ki so se pripetili ob 5-odstotni statistični verjetnosti. V nadaljevanju so podrobneje opisane kalibracije posameznih šokov.

Tabela 1: Šoki na osnovni scenarij

Faktorji tveganja	Šok – sprememba glede na osnovni scenarij	Obdobje šoka	Po koncu šoka
1) Realni BDP	Nižja rast za 2,5 odstotne točke	III/04-II/05	sledi svojemu trendu
2) Obrestne mere	Višje tolarske obrestne mere za 4 odstotne točke, devizne za 2 odstotni točki	III/04-II/05	se vrne na raven pred šokom
3) Obrestna marža	Za 1 odstotno točko nižja obrestna marža	III/04-II/05	se vrne na raven pred šokom
4) Apreciacija tečaja	Nižja rast tečaja za 5 odstotkov	III/04	se vrne na raven pred šokom
5) Depreciacija tečaja	Višja rast tečaja za 5 odstotkov	III/04	se vrne na raven pred šokom

Tabela 2: Trajanje šokov

	2004				2005			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Šok 1 - BDP								
Šok 2 - sprem. OM								
Šok 3 - zniž. marže								
Šok 4 - aprec. tolarja								
Šok 5 - deprec. tolarja								

ŠOK 1: Znižanje stopnje rasti realnega BDP za 2,5 odstotne točke v obdobju od tretjega četrletja 2004 do drugega četrletja 2005

Pri kalibraciji šoka znižanja stopnje rasti realnega BDP smo medletno rast BDP znižali v štirih zaporednih četrletjih v obdobju od tretjega četrletja 2004 do drugega četrletja 2005 za 2,5 odstotne točke. Po koncu šoka smo predpostavili, da rast BDP sledi svojemu trendu, kar pomeni, da smo upoštevali četrletno rast, ki je enaka četrletni rasti v osnovnem scenariju.

ŠOK 2: Zvišanje tolarskih obrestnih mer za 4 odstotne točke in deviznih obrestnih mer za 2 odstotni točki v obdobju od tretjega četrletja 2004 do drugega četrletja 2005

Ko smo določili šok spremembe obrestnih mer, smo reprezentativno tolarsko obrestno mero (obrestno mero na 60-dnevne tolarske blagajniške zapise) zvišali za štiri odstotne točke v štirih zaporednih četrletjih v obdobju vključno od tretjega četrletja 2004 do drugega četrletja 2005. Po koncu šoka smo vrnili raven obrestne mere na raven pred šokom, kar pomeni, da smo jo znižali za štiri odstotne točke. Hkrati smo za enako obdobje reprezentativno devizno obrestno mero Euribor zvišali za dve odstotni točki glede na raven v osnovnem scenariju. Po koncu šoka smo tudi raven te obrestne mere vrnili na raven po osnovnem scenariju.

ŠOK 3: Znižanje obrestne marže za eno odstotno točko v obdobju od tretjega četrtnetja 2004 do drugega četrtnetja 2005

Pri opredelitvi znižanja obrestne marže bančnega sistema za eno odstotno točko v obdobju od tretjega četrtnetja 2004 do drugega četrtnetja 2005 smo znižali raven efektivnih aktivnih obrestnih mer bank za obseg, ki je posledično ustrezal znižanju obrestne marže za eno odstotno točko. Po koncu šoka, torej od tretjega četrtnetja 2005 naprej, se obrestne mere vrnejo na raven, določeno v osnovnem scenariju. Pri tem nas je zanimalo, kakšen učinek bi imela znižana raven obrestne marže, ki bi bila nekoliko nad trenutno ravniyo v EU, na dobiček, donosnost in kapitalsko ustreznost.

ŠOK 4: Apreciacija tečaja tolarja za 5% v tretjem četrtnetju 2004

Pri določitvi višine apreiacije tečaja tolarja smo raven tečaja v tretjem četrtnetju 2004 zvišali za 5% (oziroma znižali devizni tečaj z 239,64 SIT/EUR na 227,66 SIT/EUR). V naslednjem četrtnetju smo raven deviznega tečaja vrnili na raven pred šokom.

ŠOK 5: Depreciacija tečaja tolarja za 5% v tretjem četrtnetju 2004

Šok depreciaije tečaja tolarja smo določili tako, da smo raven tečaja v tretjem četrtnetju 2004 znižali za 5% (oziroma zvišali devizni tečaj z 239,64 SIT/EUR na 251,62 SIT/EUR). V naslednjem četrtnetju smo raven deviznega tečaja vrnili na raven pred šokom.

V nadaljevanju so obravnavani učinki šokov glede na osnovni (baseline) scenarij in iz njih izhajajoče spremembe v kategorijah bilanc bančnega sistema.

2. Rezultati stres testov po integriranem pristopu

Tabela 3: Vpliv posameznih šokov na spremembe nekaterih kategorij bilanc bank, spremembe glede na osnovni scenarij

Leto 2004									
Šoki	Dobiček		ROE	Kapitalska ustreznost	Rast posojil neban. sekt.	Posojila/BV	Rast vlog neban. sektorja	Vloge/BV	Rast BV
	v mrd SIT	v %							
Šok 1 - BDP	0,0	0,0	0,0	0,01	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Šok 2 - sprem. OM	6,6	14,5	1,6	0,06	-0,1	-0,1	0,3	0,1	0,2
Šok 3 - zniž. marže	-25,0	-45,2	-5,8	-0,14	-	-	-	-	-
Šok 4 - aprec. tolarja	-0,4	-0,9	-0,1	0,02	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Šok 5 - deprec. tolarja	-0,8	-1,7	-0,2	-0,01	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Leto 2005									
Šoki	Dobiček		ROE	Kapitalska ustreznost	Rast posojil neban. sekt.	Posojila/BV	Rast vlog neban. sektorja	Vloge/BV	Rast BV
	v mrd SIT	v %							
Šok 1 - BDP	-1,0	-1,8	-0,2	0,01	-0,2	0,6	-2,0	-0,5	-1,3
Šok 2 - sprem. OM	7,5	13,6	1,5	0,20	-0,1	-0,5	1,1	0,3	0,7
Šok 3 - zniž. marže	-26,3	-47,7	-5,4	-0,60	-	-	-	-	-
Šok 4 - aprec. tolarja	-0,3	-0,5	-0,1	0,02	-0,2	0,0	-0,4	-0,1	-0,3
Šok 5 - deprec. tolarja	0,0	0,0	0,0	-0,01	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0

Ključna ugotovitev, ki izhaja iz opravljenih stres testov, je, da so banke izpostavljene predvsem obrestnemu tveganju¹¹, medtem ko sta tečajno tveganje in tveganje nižje gospodarske rasti za banke manj pomembni. Vendar bi bilo pri trajnem šoku spremembe deviznega tečaja za banke pomembno tudi tečajno tveganje. Ob tem ni upoštevan posredni učinek prek sektorja podjetij, ki je po razpoložljivih indikatorjih prav tako občutljiv za tečajne spremembe, s čimer je izpostavljenost bank kreditnemu tveganju večja in pomeni za banke možnost povečanja kreditnega tveganja pri večji spremembi tečaja.

Učinke šokov smo opazovali glede na spremembe naslednjih kategorij: dobiček bančnega sistema, donosnost na kapital (ROE), kapitalsko ustreznost, rast posojil in vlog nebančnega sektorja oziroma na spremembe njihovega deleža v bilančni vsoti. Glede na to, da je trajanje posameznih šokov različno, so njihovi vplivi obravnavani posebej za leto 2004 in leto 2005.

Posledice šokov na dobiček pred obdavčitvijo

Iz odzivov na različne šoke je razvidno, da ima največji vpliv na rezultate bank znižanje obrestne marže. Kumulativno zmanjšanje dobička je zaradi znižanja obrestne marže za 1 odstotno točko v obdobju štirih četrtletij praktično enako enoletnemu dobičku bančnega sektorja. Vendar gre pri testiranju znižanja obrestne marže za pristop »po delih«, ko se testira učinek znižanja marže na neto obresti, bruto dohodek, dobiček in donosnost, ne pa tudi na gibanje posojil in vlog. Zelo močan je tudi odziv dobička na višje obrestne mere, kjer je v primerjavi s scenarijem spremembe marže upoštevan tudi učinek na kreditno in depozitno dejavnost bank. Manjša kreditna aktivnost bank in višji stroški zaradi večjega obsega depozitov tako nekoliko nevtralizirajo učinek višjih obrestnih mer, ki se zaradi višje obrestonosne aktive kot pasive odrazijo v povečanju dobička. Znižanje gospodarske rasti in sprememba tečaja povzročita relativno majhne spremembe dobička glede na osnovni scenarij.

Posledice šokov na strukturo zbirne bilance

Pri vseh scenarijih je opaziti, da je odziv nebančnega sektorja močnejši pri vlogah. Krajša ročnost vlog kot posojil omogoča lažje prilagajanje vlog nebančnega sektorja spremenjenim razmeram v gospodarstvu. Velikostni razred sprememb rasti posojil je pri vseh scenarijih podoben, do 0,2 odstotne točke odstopanja glede na osnovni scenarij. Pri rasti depozitov so razlike med scenariji precejšnje, pojavijo se z zamikom v letu 2005. Še posebno od osnovnega scenarija odstopata navzdol scenarij znižanja gospodarske rasti in navzgor scenarij zvišanja obrestnih mer.

Posledice šokov na kapitalsko ustreznost

Kapitalska ustreznost se najmočneje odziva na znižanje obrestne marže, učinek se v obdobju trajanja šoka stopnjuje. Tudi po prenehanju šoka, tj. po zvišanju obrestne marže na prejšnjo raven, se razlika glede na osnovni scenarij le počasi zmanjšuje. Pomemben je tudi vpliv višjih obrestnih mer, ki imajo nasproten učinek kakor znižanje obrestne marže. Zaradi višjega dobička in nekoliko nižje kreditne aktivnosti se kapitalska ustreznost poveča. Posledice spremembe tečaja in rasti BDP za kapitalsko ustreznost niso tako obsežne in se razmeroma hitro umirijo. Vendar pa so učinki apreciacije tečaja tolarja na kapitalsko ustreznost močnejši kot učinki depreciacije tečaja tolarja.

ŠOK 1: Znižanje stopnje rasti realnega BDP za 2,5 odstotne točke v obdobju od tretjega četrtletja 2004 do drugega četrtletja 2005

Posojila nebančnega sektorja se začnejo na šok odzivati z zamikom enega četrtletja, zato je večina učinka šoka izražena šele v letu 2005, ko je v primerjavi z osnovnim scenarijem dobiček nižji za 1 mrd SIT in

¹¹ Banke se obrestnemu tveganju ne izpostavljajo le zaradi uporabe različnih načinov obrestovanja na aktivni in pasivni strani bilance stanja, temveč tudi zaradi ročnosti neusklajenosti aktive in pasive.

ROE za 0,2 odstotne točke. Z nižjo gospodarsko rastjo se zmanjša obseg bančnega poslovanja, upočasnijo se rast posojil, še veliko bolj povečanje vlog nebančnega sektorja. Upočasnjena rast vlog opredeljuje tudi precej nižjo rast bilančne vsote, zato se kljub nižji rasti posojil kakor v osnovnem scenariju povečuje njihov delež v bilančni vsoti. Učinek znižanja gospodarske rasti na kapitalsko ustreznost je v obeh letih enak. Zaradi manjše kreditne aktivnosti in s tem manjše izpostavljenosti tveganjem je kapitalna ustreznost v povprečju višja kakor v osnovnem scenariju za 0,01 odstotne točke v vsakem letu.

Tabela 4: Rezultati stres testov znižanja stopenj rasti BDP

	Dobiček v mrd SIT	ROE	Kapitalska ustreznost	Rast posojil neban. sekt.	Posojila NS/BV	Rast vlog neban. sektorja	Vloge NS/BV	Rast BV
Osnovni scenarij								
2003	47,8	12,4	11,54	10,7	48,7	8,7	65,5	14,9
2004	45,9	10,7	11,05	19,0	52,0	6,0	62,3	11,5
2005	55,2	11,3	10,50	19,0	55,0	6,7	59,2	12,5
Znižanje rasti BDP za 2,5 odstotni točki od III 2004 do II 2005								
2004	45,9	10,7	11,05	18,9	52,0	5,8	62,3	11,4
2005	54,2	11,1	10,52	18,8	55,6	4,6	58,7	11,1
Razlike na osnovni scenarij								
2004	0,0	0,0	0,01	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
2005	-1,0	-0,2	0,01	-0,2	0,6	-2,0	-0,5	-1,3

ŠOK 2: Zvišanje tolarskih obrestnih mer za 4 odstotne točke in deviznih obrestnih mer za 2 odstotni točki v obdobju od tretjega četrtletja 2004 do drugega četrtletja 2005

Tabela 5: Rezultati stres testov zvišanja obrestnih mer

	Dobiček v mrd SIT	ROE	Kapitalska ustreznost	Rast posojil neban. sekt.	Posojila NS/BV	Rast vlog neban. sektorja	Vloge NS/BV	Rast BV
Osnovni scenarij								
2003	47,8	12,4	11,54	10,7	48,7	8,7	65,5	14,9
2004	45,9	10,7	11,05	19,0	52,0	6,0	62,3	11,5
2005	55,2	11,3	10,50	19,0	55,0	6,7	59,2	12,5
Zvišanje OM od III 2004 do II 2005 (SIT za 4 o. t. in DEV za 2 o. t.)								
2004	52,6	12,3	11,11	18,9	51,8	6,3	62,4	11,8
2005	62,7	12,9	10,71	18,8	54,5	7,8	59,6	13,1
Razlike na osnovni scenarij								
2004	6,6	1,6	0,06	-0,1	-0,1	0,3	0,1	0,2
2005	7,5	1,5	0,20	-0,1	-0,5	1,1	0,3	0,7

Odziv bank je najmočnejši na spreminjanje obrestnih mer. Glede na dejstvo, da je obrestonosna aktiva višja od obrestonosne pasive, dvig obrestnih mer zviša dobiček in s tem tudi kapitalno ustreznost. Na slednjo pozitivno vpliva tudi znižanje kreditne aktivnosti zaradi višjih obrestnih mer in s tem se zmanjša tveganje poslovanja bank, kapitalna ustreznost pa še dodatno naraste. V letu 2005 je tako kapitalna ustreznost za 0,2 odstotne točke višja kakor v osnovnem scenariju. Močno izboljšanje donosnosti varčevanja spodbudi nebančni sektor k hitrejši rasti depozitov, vendar šele dolgoročno, v letu 2005. Skladno z gibanjem depozitov se poveča tudi obseg poslovanja; rast bilančne vsote je v letu 2005 za 0,7 odstotne točke višja kakor v osnovnem scenariju, kar je precej več kakor v letu 2004 in posledično je tudi odstopanje dobička od osnovnega scenarija večje kakor v preteklem letu.

Ocena obrestnega tveganja s pristopom po delih

Ker ima ocenjeni učinek obrestnega tveganja pri stres testih nasproten predznak, kot bi ga teoretično pričakovali, smo obrestno tveganje ocenili še s pristopom po delih.

Opazovali smo neposredni učinek na spremembo neto obrestnih prihodkov in dobičke bank, če tujo obrestno mero zvišamo za eno odstotno točko ob nespremenjeni domači obrestni meri, če domačo obrestno mero zvišamo za eno odstotno točko, medtem ko tujo obrestno mero ohranimo nespremenjeno, in če hkrati zvišamo tujo in domačo obrestno mero, vsako za eno odstotno točko.

Tabela 6: Sprememba neto obrestnih prihodkov in dobiček pred obdavčitvijo v mrd SIT po zvišanju obrestnih mer za 1 odstotno točko

	2003			2004		
	dvig domače obrestne mere za 1 o. t.	dvig tuje obrestne mere za 1 o. t.	dvig obrestnih mer za 1 o. t.	dvig domače obrestne mere za 1 o. t.	dvig tuje obrestne mere za 1 o. t.	dvig obrestnih mer za 1 o. t.
Bilanca stanja - AKTIVA	12,3	12,1	24,4	11,2	15,3	26,5
Posojila	6,3	6,6	12,9	6,2	9,9	16,1
Vrednostni papirji z deviznimi rezervami	6,0	5,5	11,5	5,0	5,4	10,4
Bilanca stanja - PASIVA	21,8	15,1	36,9	23,3	18,1	41,4
Vloge (skupaj z bančnimi)	20,7	15,1	35,8	22,9	18,1	41,0
Druge obrestonosna pasiva	1,1		1,1	0,4		0,4
Neto obrestni prihodek	-9,5	-3,0	-12,5	-12,1	-2,8	-14,9
Dobiček pred obdavčitvijo	47,8	47,8	47,8	59,2	59,2	59,2
Dobiček pred obd. po spremembi obrestnih mer	38,3	44,8	35,3	47,1	56,4	44,3

Ob upoštevanju ročnostne strukture aktive in pasive je na strani sredstev sprememba obrestnih mer vplivala na posojila in vrednostne papirje s spremenljivo obrestno mero, na strani obveznosti pa na kratkoročne vloge s spremenljivo obrestno mero in na druge obrestonosne obveznosti. Za leti 2003 in 2004 smo ocenili, kako spremembe obrestnih mer vplivajo na bilanco stanja, neto obrestni prihodek in dobiček pred obdavčitvijo. Ob nespremenjeni tuji obrestni meri dvig domače obrestne mere za eno odstotno točko povzroči znižanje neto obrestnih prihodkov v 2003 za 9,5 mrd SIT in v 2004 za 12,1 mrd SIT. Posledično se dobiček pred obdavčitvijo zniža na 38,3 mrd SIT v 2003 in na 47,1 mrd SIT v 2004. Če zvišamo tujo obrestno mero za eno odstotno točko in ohranimo domačo obrestno mero nespremenjeno, se neto obrestni prihodki v letu 2003 znižajo za 3,0 mrd SIT, v letu 2004 pa za 2,8 mrd SIT. Dobiček pred obdavčitvijo v tem primeru znaša 44,8 mrd SIT v 2003 in 56,4 mrd SIT v 2004. Ob hkratni spremembi domače in tuje obrestne mere za eno odstotno točko se učinki seštejejo. Tako se neto obrestni prihodek v 2003 zniža za 12,5 mrd SIT in v 2004 za 14,9 mrd SIT. Dobiček pred obdavčitvijo ob spremembi obeh obrestnih mer je 35,3 mrd SIT v 2003 in 44,3 mrd SIT v 2004.

Razlika v ocenjenih učinkih obrestnega tveganja s pristopom po delih in integriranem pristopu (stres testi) se je pojavila, ker je bil pri stres testih uporabljen poenostavljen model, ki ne upošteva ročnostne strukture aktive in pasive, ampak le kumulativni učinek, izhajajoč iz dejstva, da je obrestonosna aktiva večja od obrestonosne pasive. To pomeni, da dvig obrestnih mer v kumulativi povzroči dvig neto obrestnih prihodkov in obrestne marže. Ob upoštevanju ročnostne strukture aktive in pasive s pristopom po delih se neto obrestni prihodki znižajo.

ŠOK 3: Znižanje obrestne marže za eno odstotno točko v obdobju od tretjega četrtnetja 2004 do drugega četrtnetja 2005

Posledice znižanja obrestne marže so opredeljene le skozi vidik dobička in ne vključujejo sprememb v bilanci stanja. Pri ohranjanju bilančnih postavk kot v osnovnem scenariju, kjer je obrestonosna aktiva višja od obrestonosne pasive, se zaradi znižanja obrestne marže za 1 odstotno točko dobiček zniža za približno 13 mrd SIT v posameznem četrtnetju. Kumulativna izguba dobička je tako približno enaka enoletnemu dobičku bančnega sektorja. Tudi kapitalska ustreznost se najbolj zniža ob spremembi obrestne marže in velikost učinka se v obdobju trajanja šoka stopnjuje. Tudi po koncu šoka, to je v zadnjih dveh četrtnetjih leta 2005, ko je poleg bilančnih postavk tudi dobiček enak osnovnemu scenariju, je, zaradi manjše kumulacije dobičkov in posledično nižjega temeljnega kapitala, kapitalska ustreznost še vedno nižja kakor v osnovnem scenariju. Učinek znižanja obrestne marže torej le počasi zamira, kapitalska ustreznost je tako v letu 2005 za 0,6 odstotne točke nižja kakor v osnovnem scenariju.

Tabela 7: Rezultati stres testov znižanja obrestne marže

	Dobiček v mrd SIT	ROE	Kapitalska ustreznost
Osnovni scenarij			
2003	47,8	12,4	11,54
2004	45,9	10,7	11,05
2005	55,2	11,3	10,50
Znižanje obr. marže za 1 o. t. (III 2004 - II 2005)			
2004	21,0	4,9	10,90
2005	28,9	5,9	9,91
Razlike na osnovni scenarij			
2004	-25,0	-5,8	-0,14
2005	-26,3	-5,4	-0,60

ŠOK 4: Apreciacija tečaja tolarja za 5% v tretjem četrtnetju 2004

Tabela 8: Rezultati stres testov apreciacije tečaja tolarja

	Dobiček v mrd SIT	ROE	Kapitalska ustreznost	Rast posojil neban. sekt.	Posojila NS/BV	Rast vlog neban. sektorja	Vloge NS/ BV	Rast BV
Osnovni scenarij								
2003	47,8	12,4	11,54	10,7	48,7	8,7	65,5	14,9
2004	45,9	10,7	11,05	19,0	52,0	6,0	62,3	11,5
2005	55,2	11,3	10,50	19,0	55,0	6,7	59,2	12,5
Apreciacija tečaja tolarja za 5% v tretjem četrtnetju 2004								
2004	45,5	10,6	11,07	18,9	52,0	5,9	62,3	11,5
2005	54,9	11,3	10,52	18,7	55,0	6,2	59,1	12,1
Razlike na osnovni scenarij								
2004	-0,4	-0,1	0,02	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
2005	-0,3	-0,1	0,02	-0,2	0,0	-0,4	-0,1	-0,3

Apreciacija tečaja tolarja (z 239,64 SIT/EUR na 227,66 SIT/EUR) v tretjem četrtnetju spremeni valutno strukturo v korist tolarjskih posojil in vlog. Delež deviznih posojil v celotnih posojilih se zmanjša za 1,8 odstotne točke, na 32,7%, delež deviznih vlog v vseh vlogah pa se zniža za 2,2 odstotne točke, na 41,6%.

Ker je obrestni razmik med efektivnimi obrestnimi merami v tolarški podbilanci višji kakor v devizni, se dobiček poveča za 0,6 mrd SIT. Ker imajo banke dolgo odprto devizno pozicijo (vključno z bilančnimi in zunajbilančnimi kategorijami), se hkrati zaradi tečajnih razlik dobiček v letu 2004 zmanjša za 1 mrd SIT. Tako se v letu 2004 dobiček zmanjša za 0,4 mrd SIT. Glede na to, da ima devizna bilanca kratko pozicijo in se devizne vloge zmanjšajo bolj kot devizna posojila, se pozicija nekoliko zapre glede na osnovni scenarij, s tem pa zmanjšajo valutna tveganja.

V zadnjem četrtletju 2004 se tečaj tolarja vrne na vrednost pred šokom, prav tako pa razmerja med devizno in celotno bilanco. V letu 2005 vplivajo na dobiček in kapitalsko ustreznost le še spremenjene rasti obsega poslovanja. Nebančni sektor zmanjša svojo aktivnost najemanja posojil pri domačih bankah, saj postanejo z apreciacijo tečaja tolarja posojila iz tujine bolj konkurenčna. Potrošnja se deloma financira tudi iz privarčevanih sredstev¹². Hkrati imajo depoziti v povprečju krajšo ročnost kakor posojila in se zato hitreje prilagodijo spremenjenim razmeram. Rast vlog nebančnega sektorja glede na osnovni scenarij upade za 0,4 odstotne točke v letu 2005, precej bolj kakor rast posojil. Vloge opredeljujejo tudi obseg poslovanja bančnega sektorja, rast bilančne vsote je v letu 2005 nižja kakor v osnovnem scenariju, s tem se zmanjša tudi dobiček bank. Kapitalska ustreznost je kljub nižjemu dobičku v letu 2005 višja kakor v osnovnem scenariju, kar je posledica nižjega obsega poslovanja in s tem manjših kreditnih tveganj. Tveganju prilagojena aktiva je manjša kakor v osnovnem scenariju.

Pri trajnem šoku – apreciaciji tečaja tolarja – bi se dobiček v letu 2004 zaradi tečajnih razlik zmanjšal za 7 mrd SIT. Posledično bi se donosnost na kapital v enakem obdobju znižala za 1,6 odstotne točke. Nižji dobiček pomeni tudi nižjo kapitalsko ustreznost. Kapitalska ustreznost bi se leta 2004 znižala za 0,03 odstotne točke, leta 2005 pa za dvakrat toliko, za 0,06 odstotne točke.

ŠOK 5: Depreciacija tečaja tolarja za 5% v tretjem četrtletju 2004

Tabela 9: Rezultati stres testov depreciacije tečaja tolarja

	Dobiček v mrd SIT	ROE	Kapitalska ustreznost	Rast posojil neban. sekt.	Posojila NS/BV	Rast vlog neban. sektorja	Vloge NS/ BV	Rast BV
Osnovni scenarij								
2003	47,8	12,4	11,54	10,7	48,7	8,7	65,5	14,9
2004	45,9	10,7	11,05	19,0	52,0	6,0	62,3	11,5
2005	55,2	11,3	10,50	19,0	55,0	6,7	59,2	12,5
Depreciacija tečaja tolarja za 5% v tretjem četrtletju 2003								
2004	45,1	10,5	11,04	19,0	52,0	6,1	62,4	11,5
2005	55,2	11,3	10,50	19,0	55,0	6,8	59,4	12,5
Razlike na osnovni scenarij								
2004	-0,8	-0,2	-0,01	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
2005	0,0	0,0	-0,01	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0

Pri depreciaciji tečaja tolarja (z 239,64 SIT/EUR na 251,62 SIT/EUR) se, nasprotno kakor pri šoku apreciacije, poveča delež devizne podbilance. Delež devizne aktive v bilančni vsoti se poveča za 1,4 odstotne točke, na 36,9%, delež devizne pasive še nekoliko bolj, za 1,9 odstotne točke, na 38,0%. Glede na to, da je devizni del bilance manj donosen od tolarkega, se zaradi depreciacije dobiček bančnega sektorja zmanjša v tretjem četrtletju 2004 za 0,5 mrd SIT. Ker je negativni vpliv tečajnih razlik v zadnjem četrtletju 2004, ko se tečaj vrne na raven pred šokom, večji od pozitivnega vpliva tečajnih razlik v tretjem četrtletju 2004, se dobiček leta 2004 zmanjša še za 0,3 mrd SIT. Zaradi nižjega dobička (skupaj za 0,8

¹² Poleg tega apreciacija tečaja tolarja spodbudi uvoz in zavre izvoz, kar poveča ponudbo na domačem trgu, spodbudi potrošnjo in še dodatno zavre rast varčevanja.

mrd SIT v letu 2004) se kapitalna ustreznost zmanjša. Ker se že tako kratka bilančna odprta devizna pozicija še dodatno skrajša (delež devizne pasive v bilanci se poveča bolj kakor delež devizne aktive), se kapitalna ustreznost poslabša tudi zaradi večjih valutnih tveganj. Leta 2005 se dobiček izenači z osnovnim scenarijem, vendar nižja kumulacija dobička ohranja kapitalno ustreznost pod vrednostjo iz osnovnega scenarija tudi v letu 2005.

Rast posojil nebančnega sektorja se na deprecijacijo tečaja tolarja praktično ne odzove. To bi bilo na prvi pogled mogoče razložiti z manjšo prilagodljivostjo domačih bank, ki ne izkoristijo ponujene priložnosti, ko postanejo domača posojila bolj konkurenčna v primerjavi s posojili iz tujine. Vendar se je treba zavedati, da so bile regresijske enačbe narejene glede na obdobje stalne deprecijacije in precej višjih domačih obrestnih mer kakor v tujini. Pričakovati je, da bi bil odziv na deprecijacijo po daljšem obdobju stabilnega tečaja močnejši. Nenazadnje je šok tudi relativno kratek – le eno četrtnetletje. Rast vlog nebančnega sektorja se odzove nekoliko bolj kakor rast posojil. Glede na to, da deprecijacija tečaja tolarja spodbudi izvoz, medtem ko se rast uvoza upočasni, to ugodno vpliva na varčevanje in s tem na rast vlog nebančnega sektorja. Bilančna vsota ohranja enake rasti kakor v osnovnem scenariju.

Ob trajnem šoku deprecijacije tečaja tolarja bi se dobiček v letu 2004 zaradi tečajnih razlik povečal za 5 mrd SIT. Večji dobiček bi zvišal donosnost na kapital v letu 2004 za 1,2 odstotne točke. V tem primeru bi se zvišala tudi kapitalna ustreznost, in sicer leta 2004 za 0,02 odstotne točke in leta 2005 za 0,04 odstotne točke. V skladu s pričakovanji je torej odziv bančnega sektorja na trajno deprecijacijo tečaja tolarja šibkejši kakor na trajno apreciacijo tečaja tolarja.

Tečajno tveganje pri podjetjih

Rezultati stres testov kažejo, da je za banke veliko bolj kakor tečajno tveganje pomembno obrestno tveganje. Vendar pa stres testi ne vključujejo posrednega učinka spremembe deviznega tečaja skozi podjetniški sektor, kar za banke predstavlja dodatno tveganje.

V tem delu analize je odprta devizna pozicija podjetij sestavljena iz dveh delov, odprte pozicije do tujine in do domačih bank. Odprta devizna pozicija podjetij do tujine je izračunana kot razlika med terjatvami in obveznostmi podjetij do tujine. Odprta pozicija do domačih bank pa kot razlika med obveznostmi in terjatvami bank do podjetij v tuji valuti. V letu 2003 je bila celotna odprta devizna pozicija podjetij kratka in je predstavljala 9,4% sredstev oziroma 21% kapitala podjetij. Odprtost devizne pozicije se povečuje vse od leta 2000, izrazito se je povečala v letu 2003, in to zlasti do bank. To potrjuje substitucijo zadolževanja v tujini z zadolževanjem pri domačih bankah v tuji valuti.

Pri deprecijaciji tečaja tolarja bi se odprta devizna pozicija podjetij še dodatno odprla, povečala bi se neto zadolženost, kar bi zmanjšalo njihovo sposobnost rednega odplačevanja (servisiranja) dolga in imelo zato negativne posledice tudi na poslovni izid podjetij.

Tabela 10: Odprta devizna pozicija podjetij, delež izvoza v prihodkih in donos na sredstva (ROA) (v odstotkih)

	odprta pozicija do tujine /aktiva				prihodki od izvoza v prihodkih od prodaje				ROA			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Kmetijstvo, gozdarstvo, ribištvo in rudarstvo	-0,3	-0,6	-0,1	-0,7	4,1	4,9	4,9	5,0	-0,8	-18,1	-0,5	0,0
Predelovalne dejavnosti	-2,8	-2,6	-1,5	-5,6	55,4	55,0	56,1	57,8	2,8	2,5	3,7	4,2
Elektrika, plin in voda	-2,6	-4,8	-5,1	-3,5	2,4	4,7	1,2	3,8	-1,1	-27,0	1,0	1,6
Gradbeništvo	0,4	-0,9	-1,6	-2,4	3,0	4,1	5,3	4,8	1,5	1,3	0,3	1,8
Trgovina in gostinstvo	-9,7	-10,2	-10,1	-9,3	9,6	9,5	10,4	10,3	2,3	2,4	2,5	3,5
Promet in zveze	-11,1	-11,9	-12,4	-8,6	28,1	27,7	27,4	26,8	1,9	0,9	-0,2	2,0
Finančne storitve, nepremičnine	-4,5	-5,4	-6,7	-4,9	13,8	15,1	15,1	14,5	1,0	-0,9	2,5	2,3
Javna uprava	-9,3	-8,3	-9,9	-13,4	25,3	23,9	22,8	22,2	-0,1	0,7	0,8	0,9
Skupaj podjetja	-5,5	-6,1	-6,2	-6,7	27,2	27,5	28,2	28,4	1,5	-2,2	2,1	2,9
odprta devizna pozicija do tujine in do bank / aktiva												
Skupaj podjetja	-6,5	-7,4	-7,8	-9,4								

Vir: Banka Slovenije

Po posameznih panogah so na razpolago le podatki o odprti devizni poziciji do tujine. Pozicija je kratka ne glede na panogo in se v zadnjih letih le še dodatno odpira. Tako je v letu 2003 predstavljala 6,7% vseh sredstev podjetij oziroma 14% kapitala. Najbolj je pozicija odprta pri podjetjih iz javne uprave – 13,4% – kjer se trend odpiranja pozicije še nadaljuje, samo v letu 2003 se je odprla za 3,5 odstotne točke. Bolj se je pozicija odprla le še v predelovalnih dejavnostih – za 4,1 odstotne točke – ta panoga predstavlja približno tretjino sektorja podjetij po bilančni vsoti, zato dajejo gibanja v njej pečat celotnemu sektorju. Več kakor 8% sredstev predstavlja odprta pozicija do tujine, poleg javne uprave še v panogah trgovina in gostinstvo ter promet in zveze, vendar se je v slednjih dveh panogah pozicija v letu 2003 nekoliko zaprla glede na leto prej.

Podjetja, ki imajo kratko devizno pozicijo, ob tem pa velik delež prihodkov od izvoza v celotnih prihodkih, so pred tečajnim tveganjem lahko precej zavarovana. Med panogami izstopajo predvsem predelovalne dejavnosti, ki večino prihodkov od prodaje ustvarijo z izvozom. V povprečju ustvarijo podjetja nekaj manj kakor tretjino prihodkov od prodaje s prodajo na tujih trgih. Delež ustvarjenih prihodkov od prodaje na tujih trgih v celotnih prihodkih se je še posebno izrazito povečal v letu 2002, ko so se tudi razmere v gospodarstvu glede na leto prej izboljšale.

III. IZVAJANJE STRES TESTA S PRISTOPOM PO DELIH

1. Predstavitev pristopa po delih

V tem delu analize smo se osredotočili na oceno kreditnega tveganja prek opazovanja sprememb strukture kvalitete portfelja bank z modelom kreditnega tveganja (Kavčič, 2005). Ta metodološki pristop imenujemo pristop po delih (piecewise approach). Ocenjuje občutljivost bančnega sistema za posamezne faktorje tveganja z ocenjevanjem gibanja različnih indikatorjev finančne stabilnosti (na primer delež slabih posojil). Gre torej za model, ki ocenjuje odzivanje posameznega indikatorja na šoke.

V nadaljevanju bomo najprej analizirali strukturo kreditnega portfelja bank. Pogledali bomo, kakšne so razlike v strukturi:

1. celotnega portfelja,
2. portfelja, ki smo ga uporabili pri oceni modela in
3. portfelja novonastalih poslov.

Na kratko bomo opisali, kako smo ocenili model kreditnega tveganja (v nadaljevanju model 2002), ki ga bomo uporabili kot osnovni scenarij stres testov. Rezultate modela bomo primerjali z dejanskimi podatki in tudi z rezultati, ki jih dobimo, če koeficiente modela ponovno ocenimo glede na obdobje od 1995 do 2003.

V okviru stres testov bomo opredelili dva šoka faktorjev tveganja in opisali njun vpliv na spremembe strukture kreditnega portfelja.

2. Analiza strukture bonitetnih ocen

Banke ocenjujejo kvaliteto svojega kreditnega portfelja in kreditna tveganja na podlagi bonitetnih ocen komitentov. Pri tem banka z bonitetno oceno predstavi oceno kvalitete komitenta in njegove sposobnosti, da bo izpolnjeval svoje obveznosti.

Naša analiza temelji na podatkih iz kreditnega portfelja bank. Opazovana populacija so poslovni subjekti v Republiki Sloveniji, ki so bili v letih 1995–2003 zadolženi pri vsaj eni izmed bank. Pri poslovnih subjektih smo se omejili na podjetja in samostojne podjetnike, saj je predmet naše analize poslovanje podjetij in samostojnih podjetnikov. Nadaljnji pogoj za vključitev poslovnega subjekta v analizo je bil, da imamo za izbrani poslovni subjekt na razpolago bilančne podatke¹³.

Oglejmo si strukturo kreditnega portfelja bank za leti 2002 in 2003 (Tabela 11). Predstavili bomo razlike v strukturi celotnega portfelja, portfelja, ki smo ga uporabili pri oceni modela¹⁴ in portfelja novonastalih poslov. Med slednje uvrščamo pare »banka – poslovni subjekt«, med katerima v danem letu obstaja poslovno sodelovanje, v letu pred tem pa tega sodelovanja ni bilo. Leta 2003 je bilo 7389 novih povezav med bankami in poslovnimi subjekti.

¹³ Podatkov o bilanci stanja in izkazu uspeha nimamo za samostojne podjetnike (baza vsebuje podatke le za 19 največjih samostojnih podjetnikov, pa še to le od leta 2001). Javnim zavodom (na primer RTV Slovenija) od leta 1994 ni treba oddajati bilanc v taki obliki, zato smo tudi njih izločili.

¹⁴ Pri oceni modela smo izmed celotne populacije izbrali tiste zapise, ki se nanašajo na delujoče (žive) banke.

Tabela 11: Struktura bonitetnih ocen za leti 2002 in 2003 (v odstotkih)

Leto 2002			
	Vsa	V modelu	Nova
A	58,42	58,12	59,11
B	27,48	27,00	28,25
C	7,42	7,06	8,24
D	4,66	5,17	3,84
E	2,01	2,65	0,56
Skupaj	100,00	100,00	100,00

Leto 2003			
	Vsa	V modelu	Nova
A	57,24	57,00	64,77
B	27,98	28,02	26,58
C	7,49	6,96	5,22
D	5,49	5,92	2,73
E	1,80	2,09	0,69
Skupaj	100,00	100,00	100,00

Če primerjamo leti 2002 in 2003, vidimo, da se struktura bonitetnih ocen v celotnem kreditnem portfelju in v delu, ki smo ga uporabili pri oceni modela, poslabša. Zmanjšuje se število komitentov z bonitetno oceno A, in sicer v celotni populaciji z 58,42% leta 2002 na 57,24% leta 2003 ter v modelu z 58,12% leta 2002 na 57,00% leta 2003. Na drugi strani pa imamo občutno izboljšanje bonitetnih ocen pri novonastalih poslih med bankami in poslovnimi subjekti, ki v prejšnjem letu niso poslovno sodelovali. Med temi se je število komitentov z bonitetno oceno A s 59,11% leta 2002 povečalo na 64,77% leta 2003. Kaže, da banke zaradi želje po pridobitvi oziroma ohranitvi čim večjega tržnega deleža premalo upoštevajo tveganja in podcenjujejo delež neizterljivih terjatev. Svojo pozornost usmerjajo v pridobivanje novih komitentov in povečevanje svojega tržnega deleža, ob tem pa so njihove rezervacije za neizterljive terjatve manjše, kakor bi morale biti ob upoštevanju povprečne klasifikacije komitentov vseh bank v daljšem obdobju. Opozoriti velja tudi na to, da banke razvrščajo svoje komitente glede na trenutno situacijo in trenutne informacije. Lahko rečemo, da gre za tako imenovano cikličnost; v dobrih časih so banke preoptimistične in podjetja praviloma razvrščajo v višje bonitetne razrede, ko pa se gospodarske razmere poslabšajo in podjetja ne morejo vračati svojih obveznosti, se banke obnašajo izrazito konservativno.

Za potrditev naše domneve si oglejmo, kako banke po pridobitvi komitentov spreminjajo njihove bonitetne ocene. V Tabeli 12 smo prikazali, kako banke rangirajo iste komitente v dveh zaporednih letih. Tokrat smo primerjali strukturo celotnega portfelja s strukturo portfelja v modelu. Pod drugo imamo zbrane zapise v portfelju, za katere nismo mogli izračunati vseh kazalnikov, potrebnih za oceno modela.

V vseh treh primerih vidimo enako spremembo. Število komitentov z bonitetno oceno A se zmanjšuje, medtem ko se število v vseh drugih bonitetnih razredih povečuje. To potrjuje našo domnevo, da banke nove komitente (pre-)visoko razvrščajo. Tako jim zagotavljajo boljše pogoje kreditiranja – nižje obrestne mere. Pozneje komitente (praviloma) razporedijo v slabše bonitetne razrede. Pri morebitni poznejši prerazporeditvi komitenta v slabši bonitetni razred pogoji (obrestna mera ...) praviloma ostanejo nespremenjeni. Pribitek na tveganje tako ostane nespremenjen, medtem ko morajo banke zaradi prerazporeditve komitentov v slabši bonitetni razred oblikovati večji delež rezervacij za neizterljive terjatve.

Tabela 12: Prikaz slabšanja bonitetnih ocen poslovnih subjektov (v odstotkih)

	Vsa		V modelu		Drugo	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
A	59,00	54,92	60,85	57,00	54,09	49,39
B	28,06	28,41	27,83	28,02	28,67	29,46
C	7,34	8,19	6,13	6,96	10,56	11,46
D	4,18	6,34	3,89	5,92	4,96	7,44
E	1,42	2,14	1,31	2,09	1,72	2,25
Skupaj	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

3. Model 2002

Model kreditnega tveganja uporablja metodo, ki temelji na izračunu verjetnosti, da bo posamezni poslovni subjekt glede na vrednost izbranih kazalnikov v nekem bonitetnem razredu.

Predstavljeni model z eno izbrano latentno spremenljivko (bonitetno oceno poslovnega subjekta) glede na vrednost izbranih kazalnikov razporedi poslovne subjekte z določeno stopnjo tveganja v bonitetne razrede in lahko analizira pričakovane migracije poslovnih subjektov med več bonitetnimi razredi. Z njim lahko za posamezni poslovni subjekt ocenimo, v katerem bonitetnem razredu bo najverjetneje v prihodnjem časovnem obdobju. Model smo ocenili z mnogočlenskim vrstilnim modelom probit slučajnih individualnih učinkov za panelne podatke (»a random-effect multinomial ordered probit model for panel data«). Model je bil natančneje predstavljen v Poročilu o finančni stabilnosti za leto 2003¹⁵.

Opazovano populacijo poslovnih subjektov smo omejili na tiste, ki so bili v letih 1995–2003 zadolženi pri vsaj eni izmed danes delujočih bank. Za ta kriterij smo se odločili, ker nas zanima, kako bodo v prihodnje banke razvrščale poslovne subjekte v bonitetne razrede. Zato je najbolje, da pogledamo, kako so to delale do zdaj. Za oceno verjetnosti spremembe bonitetne ocene poslovnih subjektov namreč potrebujemo kazalnike, izračunane iz bilančnih podatkov – nekateri med njimi so predstavljeni v nadaljevanju. Enota v populaciji je enolično določena s trojico »leto-poslovni subjekt-banka«. Model je ocenjen za obdobje od 1995 do 2002.

Opis kazalnikov

Kratkoročna zadolženost v predhodnem letu je delež kratkoročnih finančnih poslovnih obveznosti v sredstvih v preteklem letu in kaže kratkoročne obveznosti na enoto sredstev. Večja kratkoročna zadolženost poslovnega subjekta v predhodnem letu pomeni slabšo bonitetno oceno poslovnega subjekta.

Likvidnost (čisti denarni tok na enoto prodaje) predstavlja sposobnost poslovnega subjekta, da odplačuje obveznosti. Dobra likvidnost izboljšuje bonitetno oceno poslovnega subjekta.

Delež denarnega toka iz poslovanja v prihodkih (amortizacija in dobiček, zmanjšan za izgube v prihodkih) dovoljuje sklepanje, kakšen delež prihodkov pomeni denarne pritoke iz poslovanja. Ti pritoki so eden izmed najkakovostnejših pokazateljev uspešnosti podjetja. Za vsa stabilna, zrela in dobičkonosna podjetja se pričakuje, da ustvarjajo zadostne denarne tokove iz poslovanja, s katerimi lahko poplačujejo upnike in lastnike.

Povpraševanje (prodaja na enoto proizvodnje) predstavlja spremenljivko obsega in stabilnosti povpraševanja.

¹⁵ Poročilo o finančni stabilnosti za leto 2003, Banka Slovenije, 2004.

Za kontrolo makroekonomskih elementov, ki so skupni vsem komitentom in posojilom, a se s časom spreminjajo, smo vključili slamnate spremenljivke za leta.

* * *

Ko smo ocenili koeficiente modela 2002, smo z dejansko porazdelitvijo bonitetnih ocen določili kritično vrednost latentne spremenljivke, ki z določeno stopnjo tveganja ločuje med slabimi in dobrimi posojili. Med slaba posojila smo uvrstili posojila poslovnih subjektov, razvrščenih v bonitetna razreda D in E. Med poslovnimi subjekti, ki smo jih uporabili pri oceni modela 2002, jih je bilo leta 2002 1109 z bonitetno oceno D in E oziroma 7,82%. V letu 2003 je bilo 1405 takih poslovnih subjektov, kar predstavlja 8,02%. Kritično vrednost (1,155) smo določili tako, da je število poslovnih subjektov, ki so imeli leta 2002 vrednost latentne spremenljivke večjo od kritične vrednosti, enako številu poslovnih subjektov, ki so razporejeni v bonitetna razreda D in E. V Tabeli 13 prikazujemo primerjavo med dejansko strukturo kreditnega portfelja in porazdelitvijo latentne spremenljivke glede na določeno kritično vrednost. 1112 enot ima vrednost latentne spremenljivke za leto 2002 večjo od 1,155.

Tabela 13: Primerjava dejanske strukture kreditnega portfelja in porazdelitve latentne spremenljivke za leto 2002

	Število vseh	Število v D in E	Odstotek v D in E
Dejanski podatek	14185	1109	7,82
Model 2002	14185	1112	7,84

Model 2002 smo skupaj z določeno kritično vrednostjo latentne spremenljivke v nadaljevanju uporabili za napoved strukture kreditnega portfelja in delež slabih posojil (posojila, dana komitentom z bonitetno oceno D in E) za leto 2003. Za napoved smo potrebovali koeficient slamnate spremenljivke za leto 2003. Dobili smo ga s ponovno oceno koeficientov modela, tokrat za obdobje od 1995 do 2003 (v nadaljevanju model 2003).

Napoved strukture kreditnega portfelja, ki smo jo za leto 2003 dobili z modelom 2002, smo primerjali z dejanskimi podatki in oceno strukture kreditnega portfelja, dobljenega z modelom 2003. Rezultati so zbrani v Tabeli 14.

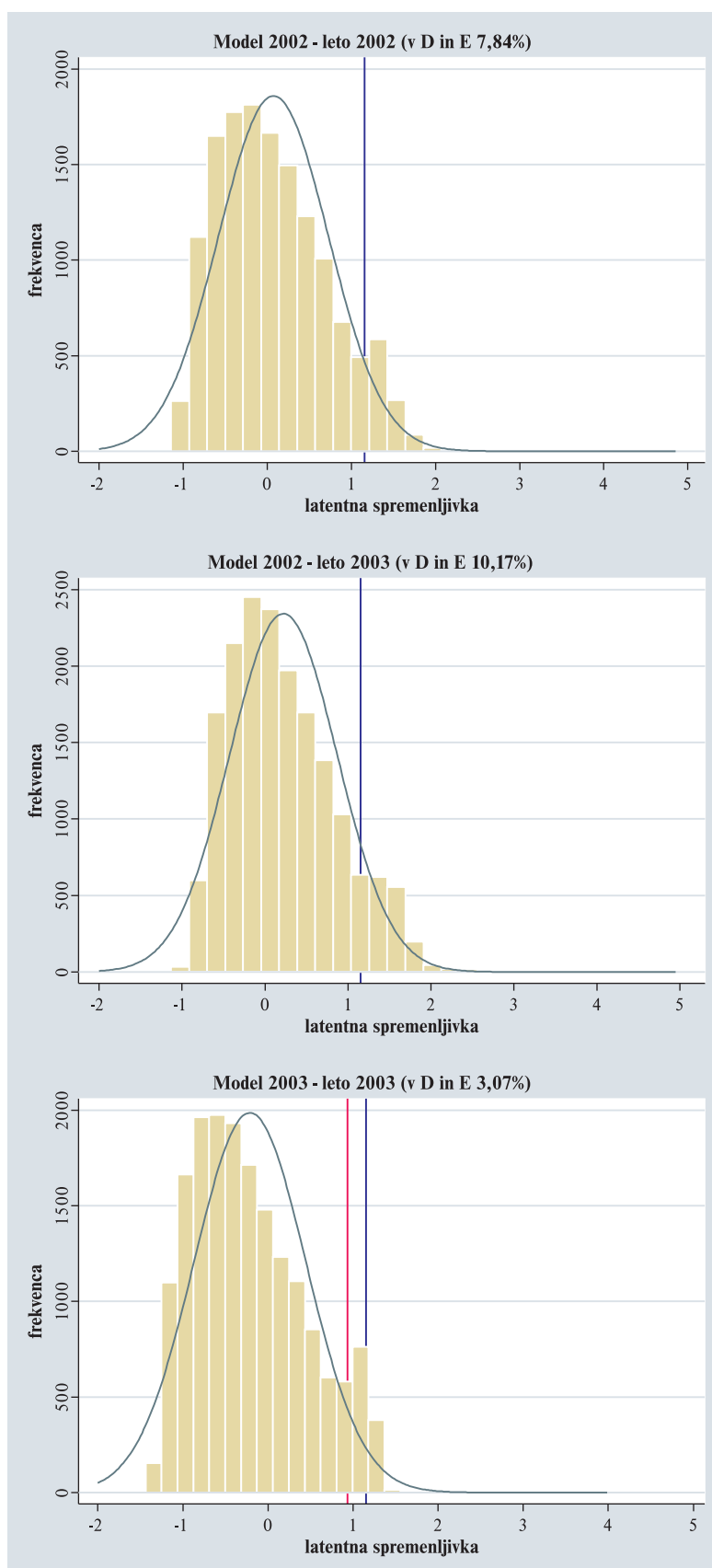
Tabela 14: Primerjava dejanske strukture kreditnega portfelja z rezultati modelov za leto 2003

	Število vseh	Število v D in E	Odstotek v D in E
Dejanski podatek	17523	1405	8,02
Model 2002	17523	1782	10,17
Model 2003	17523	538	3,07

Odstotek komitentov z bonitetno oceno D in E v letu 2003 s pomočjo modelov 2002 in 2003 smo določili kot število komitentov, ki imajo leta 2003 vrednost latentne spremenljivke večjo od kritične vrednosti, ki smo jo določili v modelu 2002 na osnovi dejanske strukture kreditnega portfelja za leto 2002. Model 2002 je napovedal za leto 2003 za 2,15 odstotnih točk več slabih posojil, kakor so jih dejansko ocenile banke, oziroma 10,17%. Nasprotno pa je model 2003 ob nespremenjeni kritični vrednosti latentne spremenljivke za leto 2003 napovedal le 3,07% slabih posojil.

To je odraz zmanjševanja deleža slabih posojil v bilancah slovenskih bank. Leta 2003 so ta posojila precej upadla. Napovedan 3,07-odstotni delež slabih posojil je predvsem posledica agresivnosti bank pri pridobivanju novih komitentov in posledično večjega tržnega deleža ter že prej omenjenega preoptimističnega razvrščanja poslovnih subjektov v bonitetne razrede. Banke pri razvrščanju poslovnih subjektov v bonitetne razrede upoštevajo le tekoče stanje, medtem ko model upošteva tudi časovno komponento, saj njegove ocene temeljijo na zgodovinskih podatkih daljšega obdobja.

Slika 7: Porazdelitev latentne spremenljivke za leti 2002 in 2003



Na Sliki 7 vidimo frekvenčno porazdelitev latentne spremenljivke in ocenjen delež slabih posojil za leti 2002 in 2003. Navpična modra črta predstavlja kritično vrednost (1,155) latentne spremenljivke. Vrednosti latentne spremenljivke, ki so večje od kritične (desno od modre črte), predstavljajo komitente v bonitetnih razredih D in E. Navpična roza črta na tretjem grafu Slike 7 je določena podobno kakor modra, le da smo kritično vrednost (0,935) latentne spremenljivke pri tem določili z modelom 2003 in dejanskimi podatki za leto 2003. Komitentov, ki so imeli v letu 2003 vrednost latentne spremenljivke, izračunane s koeficienti modela 2003, večjo od 0,935, je 1405 oziroma 8,02%.

Ob upoštevanju vsega navedenega lahko sklepamo, da banke pri sklepanju novih poslov (dajanju novih posojil) poslovnim subjektom sistematično dodeljujejo boljše bonitetne ocene, zato posnetek stanja kreditnega tveganja izkazuje boljše ocene od dejanskih. Model namreč ocenjuje glede na obdobje od 1995 do 2002 (oziroma 2003), medtem ko so dejanski podatki tekoče ocene bank, ki zanemarjajo časovno dimenzijo.

4. Opredelitev vrste in velikosti šokov faktorjev tveganja

Pri opredelitvi vrste in velikosti šokov smo se osredotočili na možne, a praviloma manj verjetne dogodke. Podlaga so bile zgodovinske izkušnje. V tem delu smo podobno kakor v integriranem pristopu izvajanja stres testov velikost simuliranih šokov faktorjev tveganja omejili na zgodovinsko največje spremembe, ki so se pripetile ob 5-odstotni statistični verjetnosti v obdobju od 1995 do 2003. Za posamezne ekonomske spremenljivke faktorjev tveganja smo opazovali njihovo variabilnost. Velikost šoka smo določili kot dvakratno velikost standardnega odklona.

Za faktorja tveganja smo izbrali kratkoročno zadolženost in likvidnost.

ŠOK 1: Povečanje kratkoročne zadolženosti

Pri opredelitvi šoka povečanja kratkoročne zadolženosti smo kratkoročno zadolženost vsem poslovnim subjektom, ki smo jih uporabili v izračunu, povečali kratkoročne obveznosti na enoto sredstev za 1,99.

ŠOK 2: Poslabšanje likvidnosti

Ko smo določili šok poslabšanja likvidnosti, smo vsem poslovnim subjektom njihovo likvidnost zmanjšali za 108,39 (čisti tok na enoto prodaje).

5. Rezultati stres testov po pristopu po delih

Stres teste smo opravili s predstavljenim modelom 2002. Z njim namreč lahko ocenimo vpliv pričakovanih šokov v likvidnosti in zadolženosti podjetij na strukturo kreditnega portfelja. Spremenljivke v modelu smo kalibrirali glede na izbrani šok in z modelom ocenili, kakšne so posledice za bančni sektor.

Ključna ugotovitev, ki izhaja iz opravljenih stres testov, je, da ima večja kratkoročna zadolženost poslovnih subjektov dosti večji vpliv na bančni sektor kakor pa poslabšanje likvidnosti poslovnih subjektov. To ni presenetljivo, saj povečanje kratkoročne zadolženosti pomeni prestrukturiranje načina financiranja poslovnih subjektov.

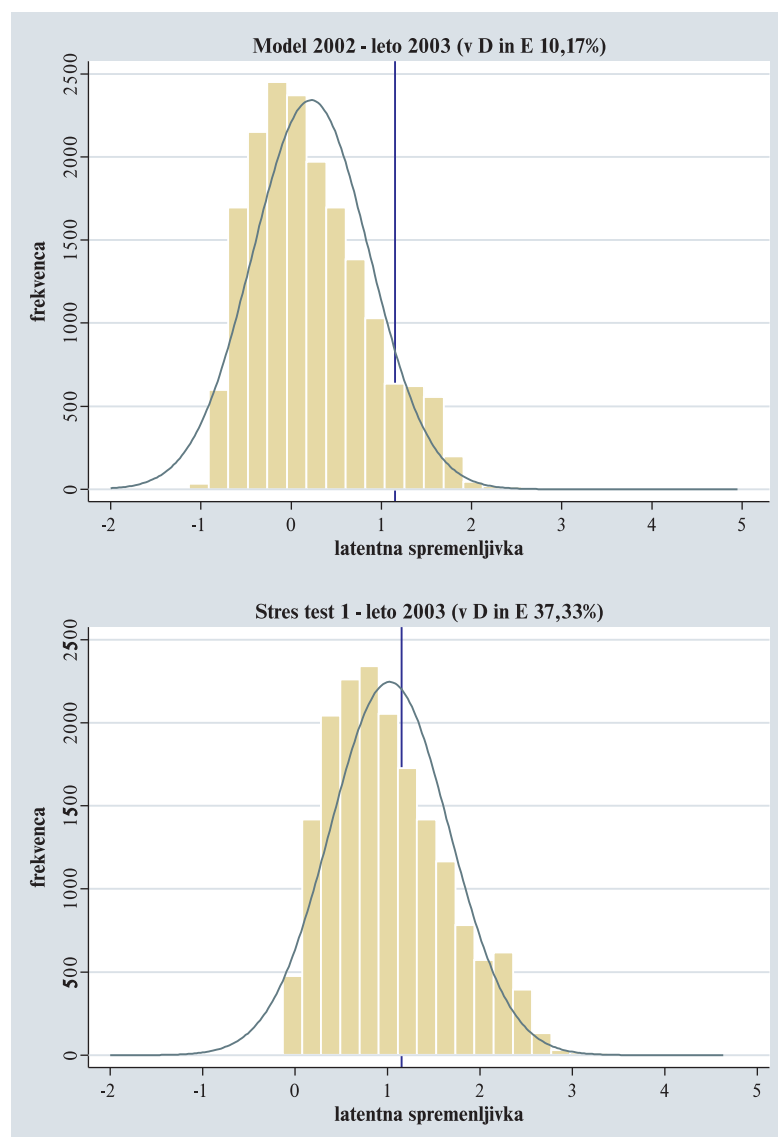
Učinke simuliranih šokov smo opazovali v luči deleža slabih posojil.

Tabela 15: Vpliv posameznih šokov na spremembo deleža slabih posojil za leto 2003

	Število vseh	Število v D in E	Odstotek v D in E
Dejanski podatek	17523	1405	8,02
Model 2002	17523	1782	10,17
Šok 1: povečanje kratkoročne zadolženosti	17523	6541	37,33
Šok 2: poslabšanje likvidnosti	17523	2645	15,09

ŠOK 1: Povečanje kratkoročne zadolženosti

Slika 8: Porazdelitev latentne spremenljivke za leto 2003 po šoku 1

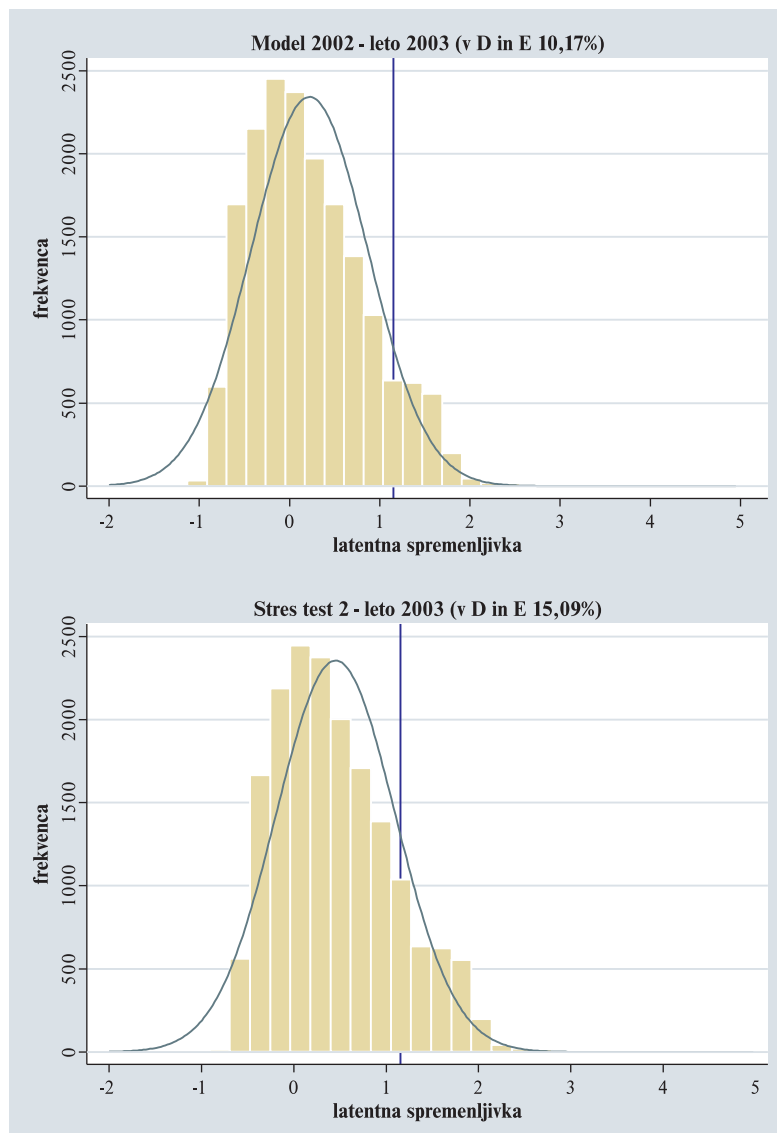


Po povečanju kratkoročne zadolženosti poslovnih subjektov za 1,99 se je delež slabih posojil izrazito povečal, in sicer za 27,16 odstotnih točk, na 37,33%. Kazalnik kratkoročne zadolženosti ima pri razvrščanju poslovnih subjektov v bonitetne razrede pri bankah velik pomen. Povečanje kratkoročne zadolženosti pomeni zmanjšanje lastniškega kapitala na račun večjega deleža dolžniškega kapitala. Slika 8 prikazuje porazdelitev latentne spremenljivke za leto 2003 po šoku 1.

ŠOK 2: Poslabšanje likvidnosti

Šok poslabšanja likvidnosti poslovnih subjektov za banke pomeni večjo verjetnost, da njihovi komitenti ne bodo redno poravnali svojih obveznosti. Ob zmanjšani likvidnosti (za 108,39) se delež slabih posojil poveča za 4,92 odstotnih točk, na 15,09%. Posledice šoka poslabšane likvidnosti na delež slabih posojil in strukturo kreditnega portfelja si lahko ogledamo na Sliki 9.

Slika 9: Porazdelitev latentne spremenljivke za leto 2003 po šoku 2

**IV. LITERATURA**

- Jones M. T., Hilbers P., Slack G.: "Stress Testing Financial Systems: What to Do When the Governor Calls", WP/04/127, IMF, 2004.
- Kavčič M.: "Ocenjevanje in analiza tveganj v bančnem sektorju", Prikazi in analize XIII/1, Banka Slovenije, april 2005.
- Soge M.: "Stress-testing Financial Systems: an Overview of Current Methodologies", BIS WP No 165, December 2004.
- Poročilo o denarni politiki, Banka Slovenije, oktober 2004.

Obdavčevanje obresti po novi davčni zakonodaji

dr. Mitja Čok in dr. Marko Košak¹⁶

1. Uvod

Nova davčna zakonodaja, konkretno Zakon o dohodnini in Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb, je prinesla določene posledice tudi za poslovanje bank v Sloveniji.

Novi Zakon o dohodnini (ZDoh-1, Uradni list RS št. 54/2004 in poznejši popravki) je tako odpravil prejšnji davčno privilegiran status obresti, ki so bile v vsem obdobju po osamosvojitvi oblika dohodka od kapitala, ki ni bila predmet davčne obravnave. Tak davčni status obresti je bil pogosto kritiziran, zlasti med zagovorniki večje vloge kapitalskega trga pri posredovanju finančnih prihrankov v gospodarstvu.

Poleg nove dohodnine je bil v letu 2004 sprejet tudi Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-1, Uradni list RS št. 40/2002 in poznejši popravek), ki z uvedbo davka po odbitku na obresti, plačane v tujino, slovenskim bankam, ob določenih pogojih, povečuje davčno obremenitev pri poslovanju. Zato se postavlja vprašanje, ali take davčne rešitve ne vplivajo preveč na relativni konkurenčni položaj bank, bodisi v primerjavi z drugimi deli finančnega sektorja bodisi v primerjavi s tujimi bankami oziroma njihovimi odvisnimi družbami. V prispevku se zato osredotočamo na predstavitev obeh vidikov obdavčitve obresti, opisane so možne posledice in navedeni nekateri alternativni predlogi za omilitev nastalih, za banke neugodnih, razmer.

Drugo poglavje prinaša pregled neenakosti pri obravnavi dohodkov od kapitala v novi dohodnini. V tretjem poglavju sledi prikaz različnih praks obdavčitve obresti v državah Evropske unije (EU) in nekaterih tranzicijskih državah. V četrtem poglavju so analizirane možne posledice vključitve obresti v dohodnino. Peto poglavje obravnava obdavčitev obresti po odbitku v okviru davka od dohodka pravnih oseb, šesto poglavje prinaša alternativne predloge za korekcijo nastalih razmer in sklepe ugotovitve.

2. Obravnava dohodkov od kapitala v zakonu o dohodnini (ZDoh-1)

V Zakonu o dohodnini (ZDoh-1) so dohodki od kapitala¹⁷ obravnavani različno:

- Dohodek iz oddajanja premoženja v najem (najemnine):

V osnovo za dohodnino so vključene najemnine od oddajanja premoženja in nepremičnega premoženja, zmanjšane za dejanske dokazane stroške vzdrževanja premoženja oziroma za 20% normiranih stroškov.

- Dohodek iz prenosa premoženjske pravice:

V osnovo za dohodnino je vključen dohodek iz prenosa premoženjske pravice, zmanjšan za 10% normiranih stroškov.

- Dividende:

V osnovo za dohodnino so vključene dividende, zmanjšane za 35%¹⁸.

¹⁶ Oba Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani.

¹⁷ Z izrazom »dohodek od kapitala« zajemamo dohodek iz oddajanja premoženja v najem, dohodek iz prenosa premoženjske pravice, obresti, dividende, dohodek iz vzajemnih skladov in dobiček, dosežen z odsvojitvijo kapitala.

¹⁸ To zmanjšanje pomeni omilitev dvojne obdavčitve dobička, saj bi bil sicer v celoti obdavčen dvakrat, na ravni podjetja z davkom od dobička in na ravni delničarja z dohodnino.

– Obresti:

Po zakonu so predmet davčne obravnave obresti od posojil, dolžniških vrednostnih papirjev, depozitov pri bankah in hranilnicah ter od drugih podobnih finančnih terjatev do dolžnikov, dohodek od oddajanja v finančni najem in dohodek iz življenjskega zavarovanja.

V osnovo za dohodnino so vključene nominalne obresti, poleg tega pa so nekatere vrste obresti obdavčene samo nad zneskom 300.000 SIT. To so obresti:

- na denarne depozite fizičnih oseb pri bankah in hranilnicah, vključno z dohodki iz varčevalnih pogodb po stanovanjski varčevalni shemi (razen desetletne sheme, katere obresti niso obdavčene),
- na denarne depozite fizičnih oseb pri bankah in hranilnicah, ki so rezidentke drugih držav članic EU,
- na dolžniške vrednostne papirje, s katerimi se trguje na borzi v Sloveniji in na priznanih borzah v drugih državah EU,
- del dohodka iz naložb v vzajemnih skladih v obliki obresti.

V nadaljevanju bomo za te vrste obresti, ki bodo obdavčene nad zneskom 300.000 SIT, uporabljali enoten pojem *bančne obresti*, za preostale obresti, ki bodo obdavčene v celoti, pa pojem *navadne obresti*.

Pri dohodku od življenjskega zavarovanja je davčna osnova razlika med prejetim izplačilom in vplačilom, pri finančnem najemu pa del plačila najemodajalcu, ki ne predstavlja vračila glavnice.

• Dobiček iz kapitala (kapitalski dobiček):

Kapitalski dobički, ustvarjeni pri prodaji različnih vrst kapitala, so obravnavani različno, odvisno od kapitala, pri katerem so nastali:

- nepremičnine: kapitalski dobiček je obdavčen, če je bila odsvojitev opravljena pred pretekom desetih let od nakupa nepremičnine. Izjemoma kapitalski dobiček ni obdavčen pri stanovanjih (stanovanjskih hišah), kjer ima zavezanec prijavljeno stalno bivališče in je tam dejansko prebival zadnja tri leta pred odsvojitvijo;
- pretežni lastniški delež: kapitalski dobiček je obdavčen ne glede na čas, ki preteče med odsvojitvijo in pridobitvijo pretežnega lastniškega deleža. Po treh letih pa se v dohodninsko osnovo vključi le 40% realiziranega kapitalskega dobička;
- vrednostni papirji in deleži v pravnih osebah, ki niso del pretežnega lastniškega deleža: kapitalski dobiček je obdavčen, če je bila odsvojitev opravljena pred pretekom treh let od nakupa vrednostnega papirja oziroma deleža.

Izjema, tj. kapitalski dobiček ni obdavčen, velja za prvo odsvojitev delnic ali kapitala, pridobljenih v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij. Kapitalska izguba, ki jo zavezanec doseže pri odsvojitvi kapitala, se v posameznem letu lahko odšteje od ustvarjenega kapitalskega dobička.

• Dohodek iz vzajemnih skladov:

Vsebinsko se dohodek, ki izvira iz naložbe v vzajemni sklad, razdeli na:

- dohodek, ki izvira iz delitve čistega dobička vzajemnega sklada,
- dohodek, ki izvira iz delitve prihodkov vzajemnega sklada v obliki dividend, obresti, iztrženih dobičkov pri naložbah in iz drugih prihodkov vzajemnega sklada.

Na vsebinsko enake dele se razdeli tudi dohodek, ki je ustvarjen pri odtujitvi kupona vzajemnega sklada. Posamezni deli dohodka, ki izvirajo iz različnih virov, se obdavčijo po načinih, ki veljajo za posamezne oblike dohodkov od kapitala. Z vidika vlagatelja je tako vseeno, ali dohodke od kapitala dosega samostojno (z lastnim vlaganjem) ali z vlaganjem v vzajemne sklade.

Iz navedenega lahko ugotovimo, da zakon neenako obravnava posamezne vrste dohodkov od kapitala in s tem uvaža prikrito cedularnost v siceršnji koncept integralne dohodnine.

Neenako je obdobje, v katerem so ustvarjeni kapitalski dobički, predmet davčne obravnave, saj za različne vrste kapitala veljajo različno dolga obdobja. Posamezne oblike dohodkov od kapitala so neenako obravnavane tudi glede višine, ki se vključi v davčno osnovo. Nekateri dohodki od kapitala se tako v osnovo vštevajo v celoti (navadne obresti), po morebitnem absolutnem ali proporcionalnem zmanjšanju (dejanski ali 20-odstotni normirani stroški pri najemninah, 10-odstotni normirani stroški pri prenosu premoženjskih pravic, 35-odstotno zmanjšanje pri dividendah itd.) ali nad določenim pragom (300.000 SIT za bančne obresti). Bančne obresti so tudi edina oblika dohodka iz kapitala, ki je diskriminirana z vidika absolutne višine.

Predvidena obdavčitev obresti bo tako zaobšla večino posameznikov, ki razpolagajo z relativno manjšimi depoziti (ob triodstotni letni obrestni meri približno 10 milijonov SIT). Z vidika konsistentnosti bi bilo potem logično, da se iz obdavčitve do določene absolutne višine izvzamejo tudi druge oblike dohodkov iz kapitala.

Poudariti je treba, da se bo obdavčljivi del bančnih obresti (tj. znesek nad 300.000 SIT) v dohodnino uvažal postopoma: 10% leta 2005, 25% leta 2006, 40% leta 2007 in 75% leta 2008. Taka postopnost je za banke dobrodošla, saj vsaj v prihodnjih letih (do konca prehodnega obdobja) dejansko odpravlja nevarnost bega večine prihrankov. Pri tem pa ostaja neznanka časovni horizont dolgoročnih varčevalcev z velikimi depoziti, ki je po vsej verjetnosti daljši od dveh ali treh let, saj obstaja možnost, da so taki varčevalci preprosto anticipirali vse učinke obdavčitve obresti takoj, ne oziraje se na časovni zamik prehodnega obdobja, kar lahko v praksi pomeni, da pri svojih naložbenih odločitvah že zdaj vnaprej upoštevajo polno vključitev obresti nad zneskom 300.000 SIT.

Poseben problem pri uvajanju obdavčitve obresti predstavlja »demonstracijski« učinek, ki se je pojavil že ob napovedih uvedbe obdavčitve obresti na bančne depozite. Gre namreč za to, da so (vsaj) ob samem uvajanju zakona varčevalci dokaj skromno poznali vse podrobnosti obdavčitve obresti (tj. efektivne stopnje obdavčitve), zato je prišlo tudi do pretiranega odziva varčevalcev, ki so se, dodatno spodbujeni z nizkimi obrestnimi merami, odločali za preusmerjanje prihrankov iz bančnih depozitov v alternativne naložbene oblike. Razsežnosti tega pojava je težko kvantificirati, saj je nemogoče oceniti, koliko je k empirično ugotovljeni počasnejši rasti depozitov¹⁹ prispevalo zniževanje obrestnih mer in koliko napovedana obdavčitev obresti.

Ker najbližjo (in najpogostejšo) alternativo bančnim depozitom predstavljajo portfeljske naložbe, je smiselno primerjati efektivno davčno stopnjo obdavčitve obresti z efektivno stopnjo obdavčitve kapitalskega dobička od portfeljskih naložb, ki ne prinašajo obresti. Upoštevati je treba, da se efektivne stopnje med davčnimi zavezanci razlikujejo predvsem zaradi različnih individualnih mejnih stopenj, ki so odvisne od skupne višine obdavčljivih dohodkov zavezancev, uporaba praga obdavčitve pri obdavčitvi obresti pa tudi neposredno vpliva na efektivno davčno stopnjo.

Zaradi vseh navedenih omejitvenih dejavnikov v tabeli 1 prikazujemo zgolj ilustrativno primerjavo efektivnih davčnih stopenj za prvih pet let po uveljavitvi ZDoh-1, ki zajemajo obdobje postopnega vključevanja obresti v davčno osnovo.

¹⁹ Obveznosti bank do gospodinjstev so se namreč v letu 2004 glede na 2003 povečale le za 8,1%, medtem ko je bila istočasno rast bilančne vsote 11%. Počasnejša rast vlog gospodinjstev se odraža tudi v manjšem deležu teh vlog v bilančni vsoti, ta je konec 2004 znašal 41,5% bilančne vsote, konec leta 2003 pa 42,3% bilančne vsote.

Tabela 1: Primerjava učinkovitih davčnih stopenj v prvih petih letih od uvedbe ZDoh-1 ob upoštevanju praga obdavčitve obresti pri 300.000 SIT in mejne dohodninske stopnje 37%

	Leto	2005	2006	2007	2008	2009
(A)	Kapitalski dobiček od portfeljskih naložb	37,0%	37,0%	37,0%	0,0%	0,0%
	Prehodno obdobje	10,0%	25,0%	40,0%	75,0%	100,0%
(B)	Znesek prejetih obresti	Mejne davčne stopnje pri dohodninski stopnji 37%				
DOH 37%	400.000	0,9%	2,3%	3,7%	6,9%	9,3%
	600.000	1,9%	4,6%	7,4%	13,9%	18,5%
	800.000	2,3%	5,8%	9,3%	17,3%	23,1%
(C)	Znesek prejetih obresti	Mejne davčne stopnje pri 15% cedularnem davku				
CD 15%	400.000	0,4%	0,9%	1,5%	2,8%	3,8%
	600.000	0,8%	1,9%	3,0%	5,6%	7,5%
	800.000	0,9%	2,3%	3,8%	7,0%	9,4%
(D)	Znesek prejetih obresti	Mejne davčne stopnje pri 20% cedularnem davku				
CD 20%	400.000	0,5%	1,3%	2,0%	3,8%	5,0%
	600.000	1,0%	2,5%	4,0%	7,5%	10,0%
	800.000	1,3%	3,1%	5,0%	9,4%	12,5%

Legenda: »DOH« = dohodnina; »CD« = cedularni davek

Vir: Lastni izračuni.

Primerjava pokaže, da bodo z vidika posameznega vlagatelja, bančne vloge z ročnostjo do treh let obremenjene z bistveno nižjo učinkovito davčno stopnjo (segment B tabele 1), kakor bi bil obremenjen kapitalski dobiček iz portfeljske naložbe, ki bi bil unovčen pred iztekom triletnega obdobja (segment B tabele 1). Pri naložbah z naložbenim horizontom daljšim od treh let pa primerjava učinkovitih davčnih stopenj v segmentu (A) in segmentu (B) tabele 1 pokaže, da imajo portfeljske naložbe absolutno prednost, saj so kapitalski dobički iz teh naložb po preteku treh let neobdavčeni, medtem ko pri obdavčitvi obresti časovnih omejitev ni. Če se bo obdržal opisani način obdavčevanja dohodkov od kapitala, lahko torej upravičeno pričakujemo dve vrsti posledic:

- Spreminjanje časovne strukture depozitov pri bankah, saj bodo naložbe v depozite z ročnostmi nad tremi leti obdavčene, kapitalski dobički od portfeljskih naložb pa ne. Pri naložbah, na primer v mešane vzajemne sklade, se omenjena razlika nekoliko relativizira, saj bo tisti del donosov vzajemnega sklada, ki bo prihajal od obresti, obdavčen enako kakor bančne obresti.
- Opisani proces pa utegne seveda pripeljati do drugačne strukture varčevanja, saj bodo zlasti dolgoročne naložbene oblike s fiksnimi donosi postale manj zanimive, portfeljske naložbe za daljša obdobja pa bolj.
- Opisana razlika v davčni obremenitvi donosov od obresti in donosov v obliki kapitalskega dobička od portfeljskih naložb bo še zlasti prisotna pri zavezancih v najvišjih dohodninskih razredih, ki bodo zato še hitreje prilagajali strukturo svojih naložb.

V tabeli 1 so v segmentih »C« in »D« prikazane še učinkovite davčne stopnje za obdavčitev obresti, če bi bile obresti obdavčene cedularno z enotnim 15- oziroma 20-odstotnim cedularnim davkom. Tak način obdavčitve sicer ne bi odpravil davčne prednosti portfeljskih naložb z ročnostmi nad tremi leti, bi pa prispeval k temu, da bi razlike med obdavčitvijo obresti in obdavčitvijo kapitalskih dobičkov od portfeljskih naložb lahko občutno zmanjšane za zavezanca iz najvišjih dohodkovnih razredov, katerih donosi od obresti bodo po veljavnem zakonu o dohodnini po izteku prehodnega obdobja lahko obremenjeni tudi s 50-odstotno mejno davčno stopnjo.

3. Obdavčitev obresti v drugih državah EU in uveljavitev Direktive 2003/48/EC o obdavčitvi obresti

3.1. Vsebina Direktive 2003/48/EC o obdavčitvi obresti

Kakor je navedeno v direktivi, se ta nanaša na urejanje obdavčitve dohodkov iz varčevanja v obliki obresti, ki so izplačane državljanom držav članic EU. Problem, s katerim se spopada direktiva, je namreč v tem, da pred sprejetjem direktive obdavčitev obresti, kljub številnim poprejšnjim poskusom, na območju EU ni bila usklajena. Še posebno problematično je bilo vprašanje obdavčitve obresti, ki so jih državljani držav članic EU dobili izplačane v nematičnih državah, torej kot nerezidenti. Zaradi privilegirane davčnega statusa nerezidentov v nekaterih državah članicah EU in zaradi precejšnjih razlik v načinu (in davčnih stopnjah) obdavčitve po državah članicah EU je bilo torej mogoče, da so državljani z naložbami svojih prihrankov zunaj države svojega domicila dosegli efektivno nižjo davčno stopnjo ali pa so se plačilu davka na obresti v celoti izognili. Dodatna težava so tudi države nečlanice EU, ki zaradi svoje geografske bližine (na primer Švica, Andora, Monako, San Marino) in/ali zaradi tradicionalne privlačnosti tamkajšnjih finančnih centrov za finančne naložbe (na primer ZDA, Švica) predstavljajo pomembne destinacije, na katere se stekajo tudi prihranki iz držav članic EU. Privlačnost teh držav za finančne prihranke iz drugih držav seveda temelji predvsem na relativno ugodnejši davčni obravnavi obresti, ki jo te države praviloma zagotavljajo nerezidentom na svojem ozemlju.

Končni (glavni) cilj direktive o obdavčitvi obresti, kakor je zapisan v preambuli direktive, je učinkovita obdavčitev obrestnih dohodkov iz varčevanja, ki se izplačajo rezidentom posameznih držav članic v drugih državah članicah, pri čemer naj bi bila obdavčitev v skladu z davčnimi predpisi rezidenčne države. Za obdavčitev obresti se tako predvideva uporaba nacionalnih davčnih zakonodaj posameznih držav in torej direktiva ne pomeni poskusa uvajanja nadnacionalnih davčnih predpisov, temveč samo daje pravne podlage za učinkovitejšo implementacijo nacionalnih predpisov dosledno za vse državljane posamezne države članice ne glede na to, kje dosegajo obrestne dohodke – doma ali v tujini. Tako opredeljeni cilj glede učinkovite obdavčitve obresti bi bilo mogoče doseči z dosledno uveljavitvijo sistema izmenjave informacij, prek katerega bi se informacije o izplačanih obrestih vsakemu posamezniku avtomatično zbirale pri davčnem organu njegove rezidenčne države. V prihodnosti se dosledna uveljavitev informacijskega sistema za avtomatično izmenjavo informacij (automatic exchange of information) v vseh državah članicah EU tudi vidi kot najboljši možni način za preprečevanje davčnih utaj in izogibanja plačevanja davkov na območju EU.

Kljub zavedanju o nujnosti dosledne implementacije informacijskega sistema za avtomatično izmenjavo informacij Direktiva 2003/48/EC trem državam članicam EU, tj. Belgiji, Luksemburgu in Avstriji, dodeljuje prehodno obdobje za uvedbo sistema avtomatične izmenjave informacij. V prehodnem obdobju navedene tri države ne bodo zagotavljale informacij o izplačanih obrestih posameznim rezidentom drugih držav članic, temveč bodo v tem obdobju za obdavčitev vseh obresti, izplačanih rezidentom drugih držav članic, uporabljale davek po odbitku s proporcionalno 15-odstotno stopnjo, ki se bo postopoma zviševala. Zanimivo je, da bodo vse tri države, ki so si izbojevale poseben položaj, lahko nemoteno in v celoti uporabljale informacije o obrestih, izplačanih njihovim državljanom v drugih državah članicah, ki bodo vključene v sistem avtomatične izmenjave informacij.

Davek po odbitku bo tako pomenil proporcionalno obdavčitev vseh obresti, ki se bodo izplačale nerezidentom na ozemlju Belgije, Luksemburga in Avstrije. V prvih treh letih od datuma uveljavitve te direktive (predvidoma od 2005 do 2007) bo davčna stopnja za davek po odbitku 15%, v naslednjem triletnem obdobju (predvidoma 2008–2010) se bo zvišala na 20%, po šestih letih (predvidoma z letom

2011) pa na 35%²⁰. Tako zbrani davki pa ne bodo v celoti pripadli državi, ki jih bo pobrala, temveč je bila v pogajanjih dogovorjena tudi formula delitve, po kateri bo 75% zbranih davkov pripadlo državi, iz katere bodo prihajali imetniki depozitov, 25% zbranih davkov pa bo pripadlo državi, v kateri bodo davki na izplačane obresti pobrani. Iz tega torej izhaja, da bodo vse tri države z izjemami posredno, prek razporejanja pobranih davkov, posameznim državam posredovale tudi agregatno informacijo o obsegu prihrankov pri finančnih institucijah v Belgiji, Luksemburgu in Avstriji.

Direktiva dopušča možnost, da deponent nerezident pooblasti banko, da razkrije njegove informacije oziroma da informacije o izplačanih obrestih posreduje davčnemu organu njegove matične države. V tem primeru bodo tudi banke v državah s prehodnim obdobjem morale zagotoviti avtomatično izmenjavo informacij za takega komitenta, katerega obresti bodo seveda dokončno obdavčene po davčnih predpisih njegove matične države. Ob tem naj omenimo tudi to, da direktiva omogoča preprečevanje dvojnega obdavčenja, saj načelno davčnim zavezancem daje pravico, da so prejete obresti kot vir dohodka vedno obdavčene v skladu z davčnimi predpisi matične države.

Direktiva o obdavčitvi obresti torej ureja izključno področje obdavčitve obresti, ki se v posameznih državah izplačujejo nerezidentom, in nikakor ne posega v nacionalne davčne predpise. Izbor načina obdavčitve in davčnih stopenj, po katerih se obdavčijo obresti, izplačane rezidentom po posameznih državah članicah EU, je torej povsem v pristojnosti nacionalnih držav. Prav zato se sheme obdavčitve obresti med državami članicami kar precej razlikujejo. Na nekatere od teh razlik opozarjamo v nadaljevanju, kjer podajamo kratko primerjavo obdavčitve obresti v državah članicah EU in nekaterih tranzicijskih državah.

3.2. Trenutna ureditev obdavčitve obresti v državah članicah EU in nekaterih tranzicijskih državah

Kljub dolgoletnim prizadevanjem za poenotenje so razlike, ki jih danes najdemo v načinu obdavčitve obresti med 15 »starimi« članicami EU, precejšnje. Skupna značilnost vseh teh držav je, da so obresti, izplačane fizičnim osebam, obdavčene, medtem ko se način obdavčitve in višina davčnih stopenj razlikujeta. Če nekoliko posplošimo, se uporabljajo trije pristopi:

1. Obdavčitev obresti s cedularnim davkom po odbitku, pri katerem se obresti ne glede na znesek ali pa v znesku nad določenim pragom obdavčijo proporcionalno z enotno stopnjo. V teh primerih davek praviloma obračuna in tudi odvede izplačevalec obresti (na primer banka) ob njihovem izplačilu in je tak davek tudi dokončen.
2. Vključitev obresti kot ene od oblik dohodka od kapitala v dohodninsko osnovo. V tem primeru je davčna obremenitev obresti odvisna od tega, kako visoki so skupni dohodki (obrestni in neobrestni) zavezanca in kakšne so dohodninske stopnje.
3. Davčni zavezanec iz prejetih obresti se sam odloči, ali se mu prejete obresti upoštevajo v celoti vseh prejetih dohodkov in so torej obdavčene v dohodnini ali pa so obdavčene cedularno.

²⁰ Direktiva določa, da se prehodno obdobje za Avstrijo, Belgijo in Luksemburg lahko konča tudi predčasno, če pride do dogovora s Švico, Liechtensteinom, San Marinom, Monakom in Andoro o izmenjavi informacij na zahtevo (v skladu s sporazumom OECD o izmenjavi davčnih informacij) ob sočasni uporabi davka po odbitku in če se k izmenjavi informacij na zahtevo (po standardu OECD) zavežejo tudi ZDA.

Med državami EU imajo čisti cedularni sistem davka po odbitku za obdavčitev obresti na primer na Finskem (29%), v Grčiji (15% in še nekatere posebne stopnje) in v Italiji (27% za obresti in vrednostne papirje s fiksnim donosom in ročnostjo do 18 mesecev). Davek po odbitku se uporablja tudi v Avstriji (25%), Belgiji (15%)²¹ in na Portugalskem (20%), vendar ima davčni zavezanec v teh državah možnost, da se odloči za vključitev obresti v dohodnino, kar pomeni, da so obresti lahko obdavčene tudi po dohodninskih stopnjah.

Tabela 2: Okvirni prikaz davčnih stopenj in načinov obdavčevanja obresti na bančne depozite in obveznice v »starih« državah EU, Švici, ZDA in na Japonskem

Država	Davčna stopnja za bančne depozite	Davčna stopnja za obveznice	Opomba
Avstrija	25	25	Možna vključitev v dohodnino (opcijsko)
Belgija	15	15	Možna vključitev v dohodnino (opcijsko)
Danska	59	59	Stopnja ustreza najvišji stopnji iz dohodninske lestvice.
Finska	29	29	
Francija	25	25	Različne posebne davčne stopnje
Grčija	15	15	Različne posebne davčne stopnje
Nizozemska	—	—	Obdavčitev na podlagi pripisanega dohodka
Irska	22	22	
Luksemburg	38,9	38,9	Stopnja ustreza najvišji stopnji iz dohodninske lestvice.
Nemčija	51,2	51,2	Stopnja ustreza najvišji stopnji iz dohodninske lestvice.
Portugalska	20	20	Možna vključitev v dohodnino (opcijsko)
Španija	48	48	Stopnja ustreza najvišji stopnji iz dohodninske lestvice.
Švedska	30	30	
Italija	27	12,4	Za ročnosti, krajše od 18 mesecev, tudi za obveznice 27%
Velika Britanija	40	40	Stopnja ustreza najvišji stopnji iz dohodninske lestvice.
Japonska	20	20	Možna vključitev v dohodnino (opcijsko)
Švica (Zürich)	41	41	Stopnja ustreza najvišji stopnji iz dohodninske lestvice.
ZDA (NYC)	45,6	45,6	

Vir: W. Becker, EU taxation of savings income coming down the home straight?, 2003

Na drugi strani so države, v katerih so obresti obravnavane kot integralni del dohodnine in so predmet obdavčenja tako kot vsi drugi neobrestni dohodki davčnih zavezancev (na primer Danska, Nemčija, Luksemburg, Španija, Velika Britanija). Posledično so zaradi različnih dohodninskih stopenj tudi učinkovite stopnje obdavčenja obresti precej različne in seveda praviloma zelo odvisne od višine vseh drugih dohodkov, ki jih prejema zavezanec. Poleg tega pa po posameznih državah obstajajo tudi številne izjeme, ki zavezancem včasih omogočajo celo to, da prejete obresti sploh niso obdavčene²².

²¹ V Belgiji, denimo, trenutno obresti do višine 1.250 evrov, ki so izplačane pri posebnem varčevalnem proizvodu, niso obdavčene. Za obresti, ki so predmet obdavčitve, pa imajo zavezanec dve možnosti. Prvič, da se obdavčijo z davkom po odbitku po 15-odstotni stopnji in je to tudi dokončni davek, in drugič, da obresti prijavijo v svoji dohodninski napovedi, pri čemer ne plačajo 15-odstotnega davka na obresti, ampak na obresti, tako kot na vse druge dohodke, plačajo dohodnino. Vključitev obresti v davčno osnovo za obračun dohodnine je torej opcijska in je odvisna od odločitve posameznega davčnega zavezanca.

²² V Veliki Britaniji se tako obresti in drugi donosi od varčevanja na posebnih računih in v investicijskih shemah (ISA, PEP, TESSA) ne vključujejo v dohodninsko osnovo, vse druge prejete obresti pa dohodninsko osnovo povečujejo.

Že iz te zelo skromne in poenostavljene primerjave načina obdavčitve obresti v državah EU vidimo, da celo med dolgoletnimi članicami EU obstajajo velike razlike v načinu obdavčitve obresti, izplačanih fizičnim osebam, ki v nekaterih primerih celo povsem onemogočajo neposredno primerjavo davčne obremenitve med državami. Očitno je torej, da posamezne države način obdavčitve obresti prilagajajo vsaka svoji nacionalni davčni ureditvi in da nikakor ni mogoče govoriti o obstoju kakršnih koli neformalnih, kaj šele formalnih standardov ali normativov, ki bi urejali način in višino obdavčitve obresti za rezidente po posameznih državah članicah EU.

Presenetljivo je, da vse do začetka leta 2003, ko je bil dosežen dogovor o vsebini Direktive 2003/48/EC, kljub številnim prizadevanjem, od katerih so se nekatera pojavila že leta 1967, nikoli ni bilo mogoče doseči niti sporazuma o poenotenju obdavčitve obresti, ki se v državah članicah EU izplačajo nerezidentom, in to kljub temu, da je bilo to vprašanje zaradi davčnih utaj za mnoge države članice zelo pereče. Na popolno neharmoničnost kaže že dejstvo, da so nekatere države članice EU nerezidente obravnavale drugače kakor rezidente, v nekaterih so davčne oblasti nerezidente obravnavale povsem enako kakor rezidente, med nekaterimi državami pa je potekala celo izmenjava informacij.

Tabela 3: Obdavčitev obresti v nekaterih tranzicijskih državah srednje in vzhodne Evrope (leto 2002)

Država	Davčna stopnja	Način obdavčenja
Albanija	10	Davek po odbitku (pri viru)
Češka republika	15	Davek po odbitku (pri viru)
Estonija	0	
Gruzija	10	Davek po odbitku (pri viru)
Hrvaška	0	
Latvija	0	
Litva	0	
Makedonija	0	
Poljska	20	Davek po odbitku (pri viru)
Slovaška	15	Davek po odbitku (pri viru)
Slovenija	0	
Ukrajina	20	Integralni del dohodnine

Vir: P. Oravec, 2002

Kakor je razvidno iz tabele 3, razlike tudi v davčnih obremenitvah obresti v tranzicijskih državah srednje in vzhodne Evrope niso bile enake. V splošnem lahko v tej skupini držav ločimo na eni strani države, kjer obresti sploh niso bile obdavčene (Estonija, Hrvaška, Latvija, Litva, Makedonija, Slovenija), za kar se kot razlog največkrat navaja spodbujanje varčevanja v domači valuti, na drugi strani pa so države, ki so obresti imele obdavčene, vendar po razmeroma nizkih stopnjah, pri čemer tudi prevladuje cedularna obdavčitev. Po podatkih študije slovaške centralne banke za nabor držav, ki so vključene v tabelo 3, naj bi bila obdavčitev obresti obravnavana kot integralni del dohodnine samo v Ukrajini.

Z zornega kota Slovenije je ob navedenem prikazu obdavčitve obresti v izbranih tranzicijskih državah treba izpostaviti predvsem dvoje ugotovitev:

- Tiste države, ki so leta 2004 skupaj s Slovenijo postale članice EU (Češka, Estonija, Latvija, Litva, Poljska, Slovaška ter Ciper, Malta in Madžarska), so s svojim članstvom avtomatično zavezane k izpolnjevanju Direktive 2003/48/EC o obdavčitvi obresti v tem smislu, da bodo vključene v sistem avtomatične izmenjave informacij, kar pomeni, da bodo slovenske davčne oblasti za slovenske državljane, ki bi v teh državah bili prejemniki obresti, avtomatično pridobile podatke o višini izplačanih obresti za posamezno davčno leto, kar bo seveda slovenskim državljanom onemogočalo davčne utaje iz tega naslova.

- Zanimiv je položaj Hrvaške, kjer obresti niso obdavčene, hkrati pa gre za državo, ki neposredno meji na Slovenijo in s katero ima Slovenija razmeroma intenzivne migracijske (na primer turizem) in gospodarske tokove. Čeprav Hrvaška v letu 2004 še ni postala članica EU tako kot Slovenija, in da bodo zato objektivno gledano ovire za pretok kapitala in ljudi bistveno večje kakor med državami članicami EU, bi se teoretično del prihrankov zaradi nižje davčne obremenitve lahko umaknil tudi v hrvaške banke, še posebno, če upoštevamo dejstvo, da so pomembnejše banke na Hrvaškem v večinski lasti uglednih tujih bank. Prav zato dejstvo vidik varnosti vlog ne bi smel biti vprašljiv kljub številnim negativnim čustvom, ki so jih vzbudili zapleti z deviznimi hranilnimi vlogami Ljubljanske banke na Hrvaškem v začetku devetdesetih let.

4. Posledice obdavčitve obresti za slovenske banke v kontekstu uveljavljanja Direktive 2003/48/EC

Najprej je treba poudariti, da t. i. davčni paket, katerega sestavni del je Direktiva 2003/48/EC o obdavčitvi obresti in o katerem je bilo v okviru ECOFIN-a doseženo soglasje januarja 2003, nato pa je bil formalno sprejet na zasedanju ECOFIN 3. junija 2003, državam članicam ne postavlja nobenih zahtev glede obdavčitve obresti za rezidente v njihovih matičnih državah. Obdavčitev obresti v državah članicah EU ostaja v celoti v pristojnosti posameznih držav in jo te države lahko spreminjajo, prilagajajo in urejajo po lastni presoji²³.

Slovenija bo v skladu z Direktivo 2003/48/EC o obdavčitvi obresti morala vstopiti v sistem avtomatične izmenjave informacij, prek katerega bo vsem državam članicam EU (torej tudi Avstriji, Belgiji in Luksemburgu, ki v začetni fazi ne bodo vključene v sistem) zagotavljala informacije o vseh izplačilih obresti državljanom drugih držav članic EU na ozemlju Republike Slovenije, in sicer na individualni podlagi, torej za vsakega posameznika posebej.

V praksi to pomeni, da samo zaradi davčnih razlogov slovenski bančni sistem nikakor ne bo zanimiv za pritok tujih prihrankov (posameznikov) iz drugih držav članic EU, in to ne glede na višino obdavčitve obresti v Sloveniji. Na drugi strani pa se lahko zgodi, da bo zaradi razlik v davčni obremenitvi obresti prišlo do bega slovenskih prihrankov (tj. prihrankov fizičnih oseb, ki so slovenski rezidenti) v druge države (ne glede na to, ali so ali niso članice EU), ki ne bodo vključene v sistem avtomatične izmenjave informacij in bodo hkrati imele (ob preostalih nespremenjenih pogojih) efektivno nižjo davčno obremenitev obresti.

Dejstvo je, da so najugodnejši pogoji za mobilnost prihrankov dejansko vzpostavljeni prav med članicami EU (na primer prosti pretok kapitala, poenoten plačilni promet, enotna bančna licenca ...), zato bodo banke v Avstriji, Belgiji in Luksemburgu, torej državah, ki znotraj EU ne bodo vključene v sistem izmenjave informacij, najlažje dosegljiva destinacija za morebiten beg prihrankov. Poleg teh držav pa bodo nedvomno zanimive tudi države, s katerimi bodo (ali so že) sklenjeni sporazumi o t. i. ekvivalentnih ukrepih (equivalent measures), če ti ukrepi ne bodo temeljili na avtomatični izmenjavi informacij (Švica, Liechtenstein, San Marino, Monako, Andora), tretjo skupino držav pa seveda predstavljajo vse tiste nečlanice EU, s katerimi sporazumi o ekvivalentnih ukrepih ne bodo podpisani in jih bodo v najboljšem primeru k morebitni izmenjavi informacij zavezovali drugi mednarodni sporazumi in standardi (na primer v okviru OECD), za katere pa ni realno pričakovati, da bi zagotavljali avtomatično izmenjavo informacij.

²³ Naj na tem mestu poudarimo, da se »Code of Conduct«, ki je sestavni del davčnega paketa, izrecno nanaša na področje obdavčevanja pravnih in ne fizičnih oseb.

V tabelah 4 in 5 so prikazane mejne efektivne davčne stopnje za obdavčitev dohodkov od obresti v Sloveniji za obdobje od leta 2005 naprej (ob upoštevanju praga obdavčitve pri 300.000 SIT) ter primerjava z davčnimi stopnjami po odbitku, ki se bodo v tem obdobju uporabljale v treh državah s prehodnim režimom (Avstrija, Belgija, Luksemburg) za obdavčevanje obresti varčevalcev iz drugih držav članic EU. Dejanske efektivne stopnje v Sloveniji bodo seveda odvisne od višine dohodkov (obrestnih in tudi neobrestnih) vsakega posameznega zavezanca in od postopnega vključevanja obresti v obdavčljivo osnovo.

Tabela 4: Meje efektivne davčne stopnje za obresti v znesku 500.000 SIT, upoštevan je prag obdavčitve 300.000 SIT ter primerjava z davčnimi stopnjami v državah s prehodnim obdobjem

Leto	Stopnja v državah s prehodnim obdobjem	Postopno vključevanje obresti v osnovo po Zdoh-1	Dohodninske stopnje				
			16%	33%	37%	41%	50%
2005	15%	10%	0,6%	1,3%	1,5%	1,6%	2,0%
2006		25%	1,6%	3,3%	3,7%	4,1%	5,0%
2007		40%	2,6%	5,3%	5,9%	6,6%	8,0%
2008	20%	75%	4,8%	9,9%	11,1%	12,3%	15,0%
2009		100%	6,4%	13,2%	14,8%	16,4%	20,0%
2010		100%	6,4%	13,2%	14,8%	16,4%	20,0%
2011 in dalje	35%	100%	6,4%	13,2%	14,8%	16,4%	20,0%

Vir: Lastni izračuni

Tabela 5: Meje efektivne davčne stopnje za obresti v znesku 800.000 SIT, upoštevan je prag obdavčitve 300.000 SIT ter primerjava z davčnimi stopnjami v državah s prehodnim obdobjem

Leto	Stopnja v državah s prehodnim obdobjem	Postopno vključevanje obresti v osnovo po Zdoh-1	Dohodninske stopnje				
			16%	33%	37%	41%	50%
2005	15%	10%	1,0%	2,1%	2,3%	2,6%	3,1%
2006		25%	2,5%	5,2%	5,8%	6,4%	7,8%
2007		40%	4,0%	8,3%	9,3%	10,3%	12,5%
2008	20%	75%	7,5%	15,5%	17,3%	19,2%	23,4%
2009		100%	10,0%	20,6%	23,1%	25,6%	31,3%
2010		100%	10,0%	20,6%	23,1%	25,6%	31,3%
2011 in dalje	35%	100%	10,0%	20,6%	23,1%	25,6%	31,3%

Vir: Lastni izračuni.

Pri primerjavi v tabelah 4 in 5 nas seveda zanima, če lahko nastopijo okoliščine, ko bi bile efektivne stopnje za obdavčitev obresti v Sloveniji višje od stopnje davka po odbitku v državah s prehodnim obdobjem, od katerih je zaradi svoje geografske bližine zanimiva zlasti Avstrija. V omenjenih pogojih bi bilo namreč mogoče, da bi prišlo do t. i. bega prihrankov.

Primerjava efektivnih stopenj obdavčitve obresti za primer, ko bi zavezanec prejel 500.000 SIT obresti (tabela 4), pokaže, da v nobenem davčnem razredu efektivna stopnja ne bi presegla davčne stopnje po odbitku v sosednji Avstriji, kar pomeni, da pri tej višini prejetih obresti davčni motiv za beg prihrankov ne obstaja. Nekoliko drugačna slika se pokaže pri izplačilu obresti v višini 800.000 SIT, ko bi bile efektivne stopnje obdavčitve obresti po letu 2008 v višjih davčnih razredih večje kakor v sosednji Avstriji, kar bi lahko bil motiv za beg prihrankov v avstrijske banke. V tem pogledu bi bili problematični zlasti leti 2009

in 2010, ko bi v Avstriji še veljala 20-odstotna davčna stopnja, v Sloveniji pa bo že zaključeno obdobje postopnosti in se bodo v obdavčljivo osnovo vključevale celotne prejete obresti.

Poleg morebitnega bega prihrankov pa je treba upoštevati še stroške, povezane z uvajanjem in izvajanjem opisanega sistema obdavčitve obresti. Stroški se ne pojavljajo samo v zvezi s pripravo in obdelavo informacij ter v zvezi s potrebnim usposabljanjem in angažiranjem kadrov, temveč tudi kot stroški plačilnega prometa oziroma nakazil akontacij državi. Gotovo niso zanemarljivi tudi stroški vzpostavljanja infrastrukture, ki bo omogočala servisiranje davčnih organov.

Vsekakor bodo morale banke budno spremljati vse morebitne poznejše posege v sistem obdavčitve obresti (do takega posega bo na primer gotovo prišlo pred uvedbo evra, ko se bodo spreminjali vsaj denarni zneski, zapisani v zakonu), saj lahko spreminjanje praga, do katerega obresti niso obdavčene, ponovno vpliva na efektivno davčno obremenitev davčnih zavezancev v vseh dohodninskih razredih.

5. Davek od dohodkov pravnih oseb, poslovanje slovenskih bank in Direktiva 2003/49/EC EU

V letu 2004 sprejeti Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-1) v primerjavi s prejšnjim davkom od dobička pravnih oseb uvaja vrsto novosti. Med njimi je za banke še posebno pomembna uvedba 25-odstotnega davka po odbitku, ki ga bodo morala podjetja plačati ob izplačilu obresti tujim pravnim osebam. Člen 68 v poglavju XI omenjenega zakona (Obdavčitev dohodkov z virom v Sloveniji) namreč določa, da se 25-odstotni davek plača za:

- dividende in posebej določene dividendam podobne dohodke,
- obresti, razen za obresti, ki jih plača ali za njihovo plačilo jamči Republika Slovenija,
- plačila za uporabo avtorskih in premoženjskih pravic,
- plačila za zakup in
- plačila za storitve nastopajočih izvajalcev in športnikov, če ta plačila pripadajo drugi osebi.

Izjeme, da torej davka ni, veljajo za zgoraj naštetih dohodke, ki se plačajo:

- Republiki Sloveniji ali samoupravnim lokalnim skupnostim,
- Banki Slovenije,
- zavezancu rezidentu, ki izplačevalcu sporoči svojo davčno številko,
- zavezancu nerezidentu, ki je zavezanec za davek od dohodka pravnih oseb, ki ga dosega z dejavnostmi v poslovni enoti ali prek poslovne enote v Sloveniji, in izplačevalcu sporoči svojo davčno številko, če gre za dohodke, plačane tej poslovni enoti.

V nadaljnjih členih zakona so poleg tega določeni pogoji, pod katerimi se davek po odbitku ne obračuna pri izplačilu tujim pravnim osebam (nerezidentom) in se nanašajo na upravičeno lastništvo, obliko, rezidentstvo družbe, ki je plačnik itd. Vsebinsko pa ti pogoji pomenijo, da se davek ne plačuje, če gre za izplačilo med povezanimi družbami iz različnih držav EU.

Taka zakonska ureditev pomeni, da morajo banke s sedežem v Sloveniji (ki niso odvisne banke ali podružnice tujih bank) od vseh obresti, ki jih plačujejo v tujino, plačati 25-odstotni davek po odbitku. Kriterij za odvisno oziroma povezano družbo je najmanj 25-odstotni lastniški delež v kapitalu banke v trajanju vsaj dveh let. S tem davkom bodo torej obremenjene naslednje transakcije:

- plačila obresti na posojila, ki jih banke najemajo v tujini,
- plačila obresti na obveznice v tujino,
- obresti na mednarodne medbančne depozitne posle.

Zakon nadalje predpisuje, da se uporablja tudi drugačna stopnja od splošne 25-odstotne, če je tako določeno v skladu z mednarodnimi sporazumi o izogibanju dvojnega obdavčevanja. Stopnje v teh sporazumih se razlikujejo in znašajo 0, 5- ali 10%. V praksi pa taka ureditev prinaša bankam več dodatnih tehničnih težav, povezanih z mednarodno razpršenimi prejemniki obresti, na primer pri sindiciranih posojilih ali vrednostnih papirjih, saj so prejemniki obresti lahko iz zelo različnih držav, s katerimi ima Slovenija v sporazumih o izogibanju dvojnega obdavčenja dogovorjene različne stopnje davka po odbitku.

Določbe glede poslovanja med povezanimi osebami sledijo direktivam EU, ki urejajo obdavčevanje pravnih oseb. Obdavčitve obresti ureja Direktiva 2003/49/EC z dne 3. junija 2003 o skupnem sistemu obdavčenja, ki se uporablja v zvezi s plačili obresti in plačili uporabe premoženjskih pravic med povezanimi družbami iz različnih držav članic (Council Directive 2003/49/EC of 3 June 2003 on a common system of taxation applicable to interest and royalty payments made between associated companies of different Member States). Namen direktive je odpraviti morebitno dvojno obdavčenje teh plačil oziroma omogočiti, da so v državi članici EU obdavčena le enkrat. To je doseženo z ureditvijo (na način in pod pogoji), po kateri se obresti in licenčnine ne obdavčijo v državi članici EU, v kateri nastanejo (ta država članica se s tem torej odpove delu davčnih prihodkov), pri čemer pa direktiva ne ovira države članice EU, da v obdavčitvi zajame obresti in licenčnine, ki jih prejmejo njene družbe, stalne poslovne enote njenih družb ali stalne poslovne enote, ki so v tej državi članici EU. Direktivo bi morale članice implementirati do 1. januarja 2004, iz proračunskih razlogov pa je za Španijo, Portugalsko in Grčijo določeno prehodno obdobje²⁴.

V drugih državah se izplačilo obresti tujim pravnim osebam večinoma obdavči, če gre za kreditiranje gospodarskih družb, medtem ko so finančne institucije iz tega izvzete. Po nam znanih podatkih nima podobne ureditve večina držav EU (razen nekaterih novih članic). V Avstriji na primer obresti, izplačane tujim podjetjem (pravnim osebam nerezidentom), niso obdavčene z davkom po odbitku, v Franciji so iz davka po odbitku izvzete obresti za posojila, najeta v tujini, bančni depoziti itd.

V praksi se zato poslabšuje konkurenčni položaj slovenskih bank, ki se financirajo na mednarodnih trgih kapitala, v primerjavi z odvisnimi bankami ali podružnicami tujih bank, ki se financirajo pri svojih matičnih bankah. Zelo verjetno bodo tuje banke, ne glede na podpisane sporazume o izogibanju dvojne obdavčitve, pri kreditiranju slovenskih bank zahtevale izplačilo celotnih obresti in bo znesek davka po odbitku pomenil dodaten strošek za slovenske banke.

²⁴ Drugi dve direktivi, ki sta upoštevani v ZDDPO-1, sta Direktiva 90/434/EEC o skupnem sistemu obdavčenja, ki velja za združitve, delitve, prenose sredstev in zamenjave kapitalskih deležev družb iz različnih držav članic, z dopolnitvami (Council Directive 90/434/EEC of 23 July 1990 on the common system of taxation applicable to mergers, divisions, transfers of assets and exchanges of shares concerning companies of different Member States), in Direktiva 90/435/EEC o skupnem sistemu obdavčenja, ki velja za matične in odvisne družbe iz različnih držav članic ter se nanaša na davčni režim v zvezi z razdelitvijo dobičkov (Council Directive 90/435/EEC of 23 July 1990 on the common system of taxation applicable in the case of parent companies and subsidiaries of different Member States).

6. Alternativni predlogi za rešitev aktualnih zadreg in sklep

Po našem mnenju bi bila za trenutne razmere v Sloveniji primernejša oblika obdavčenja bančnih obresti s čistim cedularnim davkom (tj. zunaj sistema integralne dohodnine) in pri tem bi bili možni dve različici:

- 1) Davek na bančne obresti z enotno proporcionalno stopnjo, na primer 15-odstotno, s katerim bi bile obdavčene celotne bančne obresti.
- 2) Davek na bančne obresti z enotno proporcionalno stopnjo, na primer 15-odstotno, in pragom obdavčenja na primer 300.000 SIT. Tak davek je po svoji naravi progresiven, saj povprečna davčna stopnja narašča skupaj z rastjo osnove. Ta oblika davka bi bila za zakonodajalca zaradi progresivnosti verjetno sprejemljivejša, hkrati pa je mogoče stopnjo progresivnosti spreminjati s spreminjanjem praga obdavčenja.

Tehnične podrobnosti davka (definicija obresti, stopnja, način zbiranja itd.) bi bile določene v zakonu o dohodnini, sam davek pa ne bi bil del integralne dohodnine. V obrazcu za dohodnino bi sicer imel svojo rubriko (vrstico), v katero bi zavezanci vpisali letni znesek obresti in med letom plačane akontacije tega davka, odmeril pa bi se ločeno od integralne dohodnine. Z letno integralno dohodnino bi se pobotal samo morebitni saldo tega davka.

Uporabo 15-odstotne davčne stopnje na tem mestu navajamo za ilustracijo, saj bi lahko bila tudi nekaj višja ali nižja, vsekakor pa razmeroma nizka (pod 20%).

Cedularno ureditev poznajo tudi nekatere druge države s siceršnjo integralno dohodnino (na primer Švedska) in predlagana rešitev torej ne bi odstopala od uveljavljene prakse (European Tax Handbook, 2003). Dejstvo je namreč, da je dohodke od kapitala zaradi njegove mobilnosti težje obdavčevati kot dohodke od dela, in kot navaja Stanovnik (2002), je v svetu zaznavna težnja, da se dohodki od kapitala vedno bolj obdavčujejo na cedularni podlagi. V Zdoh-1 določena obdavčitev posameznih dohodkov od kapitala že zdaj vsebuje prikrito (implicitno) cedularnost in vsebinsko pomeni, da se dohodki od kapitala v celoti in enopomensko ne vključujejo v integralno dohodnino oziroma so obdavčeni prikrito cedularno. Z uvedbo proporcionalnega cedularnega davka bi šlo zgolj za odkrito priznanje koncepta, ki je že vključen v slovensko davčno zakonodajo.

Prednosti proporcionalnega cedularnega 15-odstotnega davka bi bile naslednje:

- verjetno bi se zmanjšala možnost prelivanja prihrankov iz bančnega sektorja v druge oblike naložb in v tujino, kar bi bil zlasti primer pri zavezancih, ki prejemajo višje dohodke v obliki obresti,
- ureditev bi bila preprosta in pregledna,
- ministrstvo za finance bi na podlagi podatkov bank lahko natančno ocenilo višino tega davka.

Obstaja sicer tudi tretja možnost, tj. da bi obresti kot oblika dohodka od kapitala bile neobdavčene oziroma bi bila uporabljena ničelna stopnja, vendar se po našem mnenju ta možnost ne zdi uresničljiva.

Glede davka po odbitku na obresti, ki jih banke (finančne institucije) plačujejo v tujino nerezidentnim pravnim osebam, pa bi bilo najbolje, da se iz tega sistema izvzamejo medbančni posli. Taka ureditev bi odpravila razliko med bankami, ki so odvisne banke ali podružnice tujih bank in se lahko financirajo pri svojih matičnih bankah, ter bankami, ki to niso.

Zaradi vsega navedenega menimo, da je pri uvajanju obdavčitve obresti z dohodnino in davkom po odbitku v okviru davka od dohodka pravnih oseb potrebna ustrezna mera previdnosti in zmernosti.

Da se tega zaveda tudi zakonodajalec, dokazujejo radikalni popravki aktualnega Zdoh-1 v primerjavi s prejšnjimi delovnimi različicami zakona (dvig praga obdavčitve in program postopnega povečevanja deleža obdavčljivih obresti). Žal pa ni tako tudi pri davku od dohodka pravnih oseb (razen tega, da je bila odpravljena retroaktivnost). Zavedati se je treba dejstva, da bo vsaka obdavčitev obresti, ob preostalih nespremenjenih pogojih, pomenila spreminjanje neto donosnosti (donosnosti po davkih) naložb, ki prinašajo obresti, in vplivala na položaj bančnega sektorja. Ker se Slovenija uvršča med t. i. bančne ekonomije, kar pomeni, da je bančno financiranje podjetij relativno pomembnejše kakor financiranje prek kapitalskega trga, bi morala biti uporaba davčnih instrumentov, ki spodbujajo prestrukturiranje naložb v škodo naložb v bančnem sektorju in (diskriminatorno) vplivajo na položaj posameznih bank, skrajno previdna in skrbno preiščljena, še posebno v razmerah, ko zaradi nefiskalnih razlogov postaja varčevanje v bankah manj zanimivo kakor alternativne oblike naložb.

7. Literatura

- A note on the taxation of savings in the form of interest payments (http://europa.eu.int/comm/taxation_customs/taxation/information_notes/tax_saving).
- Becker W. (2003): EU taxation of savings income coming down the home straight? Deutsche Bank Research, Financial Market Special, No. 5, 11 str.
- Bell S. (2003): EU Directive on the Taxation of Savings Income. International Bureau of Fiscal Documentation, september/oktober 2003, str. 201–211.
- Bertonec M. (2003): Nižja dohodnina tudi za srednji sloj. Finance, 27. 11. 2003.
- Bundesministerium für Finanzen. Wahrscheinliches Weiterbestehen des Koexistenzmodells über 2010 hinaus. Presseinformation, Dunaj, 22. 1. 2003.
- Council Directive 2003/48/EC of June 3 2003 on taxation of savings income in the form of interest payments. Official Journal of the European Union, 26. 6. 2003.
- Council Directive 2003/49/EC of 3 June 2003 on a common system of taxation applicable to interest and royalty payments made between associated companies of different Member States. Official Journal of the European Union, 26. 6. 2003.
- Council Directive 90/434/EEC of 23 July 1990 on the common system of taxation applicable to mergers, divisions, transfers of assets and exchanges of shares concerning companies of different Member States.
- Council Directive 90/435/EEC of 23 July 1990 on the common system of taxation applicable in the case of parent companies and subsidiaries of different Member States.
- European Commission (2003): Structures of the Taxation Systems in the European Union. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 277 str.
- Kesti J. /ur./ (2003): European Tax Handbook 2003. International Bureau of Fiscal Documentation, Amsterdam, 720 str.
- Lindstrom-Ihre L., Huygen W., Couzin R., Gonzalo J. L. (2003): EU Finance ministers reach final agreement on tax package. Journal of International Taxation, 14 (9), str. 9–10.
- Oravec P. (2002): Taxation of interest income in European Union countries. Narodna Banka Slovenska, BIATEC, Vol. X, 7/2002, str. 19–24.
- Popit I. (2003): Davčne obljube gospodarstvu. Delo, 28. 11. 2003.
- Price Waterhouse Coopers: Luxembourg income taxes: guide for individuals.
- Spencer D. E. (2003): EU agrees at last on taxation of savings. Journal of International Taxation, 14 (5), str. 6–17.
- Stanovnik T. (2002), Javne finance, Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Taxation: Commission welcomes adoption of package to curb harmful tax competition (<http://europa.eu.int/rapid/start/cgi/>), 3. 6. 2003.
- The EU Savings Tax Directive (<http://www.pwcglobal.com>).

- The Tax Package (http://europa.eu.int/comm/taxation_customs/taxation/information_notes).
- Valenduc C. (2003): Effective taxation of household savings in Belgium, Belgian Ministry of Finance.
- Withholding Tax on Interest Payments Taxation of Savings Within the European Union, Kaupthing Bank Luxembourg S. A., 2003.
- Zakon o dohodnini (ZDoh-1), Uradni list RS 54/2004 in poznejši popravki.
- Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-1), Uradni list RS 40/2002 in poznejši popravek.

Merjenje podcenjenosti delnic v Sloveniji

Simon Mastnak²⁵

1. Uvod

Ali so delnice podcenjene ali precenjene? To je prav gotovo eno najstarejših vprašanj na svetovnih kapitalskih trgih. Vsak dan milijoni vlagateljev iščejo podcenjene delnice, s katerimi želijo doseči nadpovprečne donose. Pri tem jih številne akademske razprave o učinkovitosti trga, na katerem naj ne bi bilo ne podcenjenih ne precenjenih delnic, niti najmanj ne motijo.

Ko govorimo o podcenjenosti in precenjenosti delnic, moramo donosnost delnic vedno primerjati z neko drugo obliko naložbe. Upravljavec investicijskega sklada na primer sredstva sklada razporeja tako, da je njihova pričakovana donosnost kar najvišja. Tako kupuje delnice, kadar je njihova pričakovana donosnost višja od donosnosti drugih vrst naložb (obveznic, instrumentov denarnega trga). Delnice so torej podcenjene takrat, ko je njihova potencialna donosnost višja kakor potencialna donosnost podobne, enostavno zamenljive naložbe.

2. Borzni baloni – od tulipanov do interneta

Borzni balon je široko sprejet izraz za občutno precenjenost delnic. Primeri iz preteklosti nas opozarjajo na nevarnosti, ki pretijo na vlagatelje, če pustijo, da jih lasten pohlep zavede v nakupe delnic po nerazumno visokih cenah. V takih trenutkih se trgi delnic vedejo glede na teorijo večjega bedaka. Po tej teoriji je delnica namreč vredna toliko, kolikor je naslednji bedak pripravljen plačati zanjo. Kot prvi pravi borzni balon v zgodovini večina avtorjev (Malkiel, 1999) navaja manijo za tulipanovimi čebulčki na Nizozemskem v 16. stoletju prejšnjega tisočletja.

Vsaj za današnje razmere precej bizarna zgodba se je začela leta 1593, ko je profesor botanike v nizozemski Leyden iz Dunaja prinesel zanimivo novo rastlino turškega izvora. Čebulčke tulipanov je želel prodati po čim višji ceni, a niti sanjalo se mu ni, kakšen val navdušenja bodo sprožile te rastline. Tulipane je napadel sicer neškodljiv virus, imenovan »mozaik«, ki je povzročil, da so čebulčki postali pisanih barv. Bolj kot so bile barve pisane, dražji so bili čebulčki. »Tulipmanija«, kot je pojav znan po svetu, je doživel vrhunec januarja 1637, ko so se cene čebulčkov v enem samem mesecu dvignile za kar dvajsetkrat. Cena čebulčka je bila takrat tako visoka, da bi »vlagatelj« za enak denar takrat lahko kupil hišo v Amsterdamu. Tako hitro kot so cene zrasle, pa so nato tudi padle in s seboj pokopale tudi precej naivnih vlagateljev, ki jih je vonj po denarju preveč omamil.

Davnega leta 1600 vlagatelji še niso imeli na razpolago vseh igralk, s katerimi se zabavajo moderni profesorji botanike. Informacije so se širile počasi in težko jih je bilo preveriti. Kljub vsemu napredku kapitalskih trgov v zadnji polovici tisočletja pa je seznam borznih balonov daljši, kakor bi si lahko mislili. Od angleških družb s posestvi v Indiji v sedemnajstem stoletju do ameriških »dotkomov« v dvajsetem. Vzorec je vedno podoben. Baloni se držijo naložb, ki imajo trenutno sicer relativno majhno vrednost, a bodo »zanesljivo« že čez leto ali dve zrasle za sto in več odstotkov. Baloni se pojavijo tudi pri naložbah, katerih vrednost je težko ovrednotiti. Družbe z malo sredstvi in praktično brez prihodkov, a z novimi izdelki

²⁵ Ljubljanska borza, d. d., Ljubljana.

ali storitvami, ki bodo v nekaj letih del vsakega modernega doma, so za nastanek balonov idealne. Tak primer se je zgodil v dvajsetem stoletju predvsem v ZDA na področju interneta. Ko se pričakovanja prvih vlagateljev uresničijo, pride na trg vse več novih z vse višjimi pričakovanji. Kmalu pride do neverjetnih vrednotenj, ki nimajo nobene podlage v realnem poslovanju družb. Na vrhu internetne mrzlice je bila, denimo, tržna cena družbe Priceline.com enaka kakor vrednost petih največjih letalskih prevoznikov v ZDA. Priceline pa je zanj zgolj prodajal karte. V središču vlagateljevih dilem je torej vprašanje: »Koliko je vredna delnica?«

3. Vrednost delnic

Delnica je vrednostni papir, ki predstavlja del kapitala podjetja, ki je izdalo delnice. Dolgoročno se cena delnice torej mora približevati notranji vrednosti delnice. Ne pozabimo, da prav cena delnice določa tržno vrednost podjetja. Tako podjetje, ki objavi stečaj, ne more imeti tržne vrednosti veliko višje kakor nič. Na drugi strani pa družba z večletnim uspešnim razvojem in sredstvi v vrednosti več milijard evrov ne more imeti tržne vrednosti enake nič. Na delniški trg tako lahko gledamo kot na ocenjevalca vrednosti podjetij.

4. Ekonomski in psihološki donos

V praksi se pri vrednotenju podjetij pojavi več težav. Ko vlagatelj kupi delnice podjetja na trgu, ne kupi samo njegove sedanjosti, ampak predvsem njegovo prihodnost. Temeljno vprašanje je torej, koliko bo kupljeno podjetje vredno čez nekaj let, ko bo vlagatelj želel naložbo unovčiti. Zaradi osnovne značilnosti prihodnosti, da je namreč nepredvidljiva, je ocenjevanje prihodnje vrednosti delnic zelo težko. Lahko bi rekli, da na borzi vlagatelji trgujejo s pričakovanji. Cena vsake delnice na trgu tako odraža dve komponenti:

- trenutno ekonomsko vrednost delnice (statična komponenta) in
- vrednost pričakovanega razvoja podjetja (dinamična komponenta).

Statično vrednost podjetja dobimo, če seštejemo tržne vrednosti vseh sredstev, ki so v lasti podjetja, in od tega odštejemo dolgove. Merjenje statične vrednosti podjetja je lahko večkrat problematično. Veliko opreme, ki jo podjetje uporablja pri proizvodnji, ima namreč zelo težko določljivo tržno vrednost. Tudi vrednosti v bilanci stanja nam pri tem ne pomagajo pogosto, o čemer pričajo tudi velike razlike med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnic (T/KV).

Osnovni namen vsakega podjetja je, da ustvarja dodano vrednost za svoje delničarje. To stori s pozitivnim poslovanjem. Dobiček podjetja se namreč direktno prišteva h kapitalu podjetja in tako povečuje vrednost delnic. Prihodnja vrednost delnic je tako odvisna od prihodnjih poslovnih rezultatov podjetja. Podjetja, ki poslujejo nadpovprečno uspešno, bodo imela tako kazalnik T/KV višji kakor tista, ki poslujejo slabše. Vlagatelji bodo za tolar kapitala uspešnega podjetja pripravljeni plačati več kakor za tolar kapitala manj uspešnega podjetja.

Prihodnji dobički podjetij so vedno pod vplivom številnih dejavnikov, ki jih je vnaprej zelo težko predvideti. Zato cena delnic vedno vključuje tudi špekulativni element. Glede prihodnosti so namreč vlagatelji lahko bolj ali manj optimistični. Borzni baloni nastanejo v obdobjih ekstremnega optimizma na borzah. V teh trenutkih so v cene delnic vključena zelo visoka pričakovanja glede prihodnjega poslovanja podjetij. Ta so nato zelo težko uresničena. Tudi pri novih industrijah, ki na začetku zelo hitro rastejo, je namreč značilno, da njihova stopnja rasti po nekaj letih limitira proti rasti zrelejših industrij.

5. Merjenje pričakovanega donosa

Dolgoročno je pričakovani donos delnic odvisen predvsem od poslovanja podjetja in je tako bolj ali manj enak ekonomskemu donosu. Vpliv psihološkega donosa se dolgoročno zmanjšuje, saj se obdobja optimizma in pesimizma dolgoročno izničijo. Zato se večina modelov za merjenje podcenjenosti delnic osredotoča na dolgoročno pričakovano donosnost delnic. Upravljaec največjega svetovnega vzajemnega sklada John Bogle je sestavil model, ki razdeli donosnost delnic na ekonomski in psihološki donos (Bogle, 1999). Ekonomski donos je v njegovem modelu merjen s stopnjo rasti dobička podjetja in dividendnim donosom. Na drugi strani pa je psihološki donos merjen s spremembo kazalnika T/D (tečaj/dobiček).

Kazalnik T/D namreč prikazuje, koliko tolarjev so vlagatelji pripravljeni plačati za tolar dobička družbe. V optimističnih časih lahko vrednost kazalnika zraste tudi prek sto, medtem ko v obdobjih pesimizma lahko pade tudi nižje od sedem. O pomenu kazalnika T/D se je v letih razvilo precej polemik. Precej je za to odgovoren marketinški pristop Wall Streeta pri oblikovanju kazalnika. Kazalnik T/D ni namreč nič drugega kakor inverzni izraz za ekonomski donos delnice (ROE merjen na tržno vrednost kapitala). V obdobjih borznih balonov, ko se T/D približuje vrednosti sto, se pričakovani donos delnic torej približuje 1% (100^{-1}). Lahko si predstavljamo, da bi taka razlaga kazalnika marsikaterega vlagatelja odvrnila od nakupa delnic. Na drugi strani pa se vrednost T/D zdi na prvi pogled neomejena in po navadi se v času borznih balonov pojavljajo številne študije, ki dokazujejo, da so tudi vrednosti kazalnika med 500 in 1000 lahko upravičene.

6. Težave in rešitve kazalnika T/D

Težava kazalnika T/D je v tem, da meri donos delnic na podlagi podatka o dobičku v preteklem letu (ker prihodnjega dobička pač ne poznamo). To pomeni, da s približevanjem objave novih poslovnih rezultatov pričakovani donos navidezno pada (če je novi dobiček višji od prejšnjega). Temu problemu se lahko izognemo tako, da upoštevamo napovedi dobička borznih analitikov. Najbolj znani svetovni model za ocenjevanje podcenjenosti delnic (FED-ov model) uporablja kot vhodni podatek prav take napovedi (Bose, 1999). V izračunu upoštevajo povprečno oceno rasti dobička številnih analitikov, ki dnevno spremljajo posamezne delnice.

7. Vrednotenje delnic

Nizka donosnost delnic (visoka vrednost kazalnika T/D) sama po sebi še ni dovolj, da bi lahko delnice razglasili za preценjene. Vlagatelj se namreč v vsakem trenutku odloča o vlaganju v posamezne vrste naložb glede na pričakovano donosnost. Poleg donosnosti imata pri poslovnih odločitvah pomembno vlogo vsaj še dva dejavnika: tveganje in likvidnost.

Delnice so preценjene takrat, ko ima vlagatelj na razpolago drugo obliko naložbe, ki mu prinaša ob enakem tveganju in likvidnosti višjo donosnost. Prej omenjeni FED-ov model uporablja za primerjavo donosnost ameriških desetletnih državnih obveznic. Zaradi precejšnje razlike v varnosti državnih obveznic in delnic ne preseneča, da je model uspešnejši pri merjenju podcenjenosti kakor preценjenosti delnic. Z drugimi besedami, kadar donosnost delnic pade pod donosnost obveznic, je velika verjetnost, da so delnice dejansko podcenjene. Na drugi strani pa višja donosnost delnic od obveznic še ni zadosten pogoj za podcenjenost delnic.

8. Težave pri oblikovanju modela merjenja podcenjenosti delnic v Sloveniji

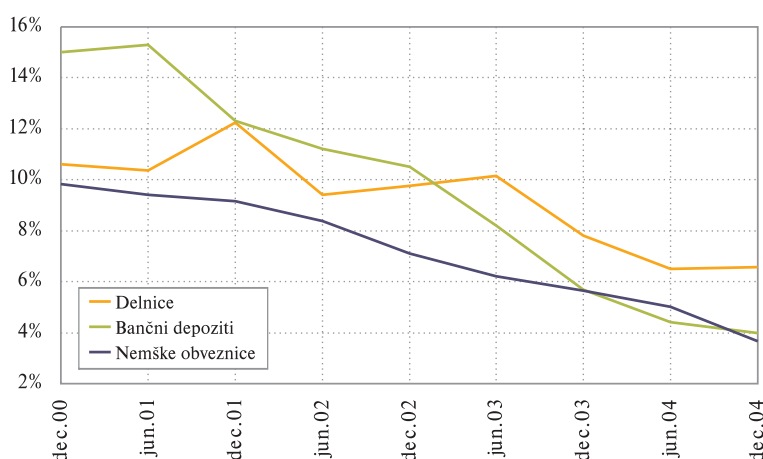
Pri merjenju podcenjenosti delnic v Sloveniji naletimo na precej težav. Če želimo preprosto prenesti FED-ov model v Slovenijo, imamo težave pri merjenju donosnosti delnic in obveznic. Na domači borzi se trguje z relativno majhnim številom delnic. V glavni borzni indeks jih je trenutno vključenih le petnajst. Poslovni rezultati enega podjetja imajo tako velik vpliv na vrednost T/D kazalnika celotnega trga. Prav tako je malo borznih analitikov, ki napovedujejo poslovne rezultate družb. Zato uporaba napovedanih poslovnih rezultatov lahko popači rezultate.

Na težave pa naletimo tudi na dolžniški strani. Časovna vrsta donosnosti desetletnih državnih obveznic je namreč prekratka. Tudi drugih alternativ za merjenje donosnosti dolžniških naložb je relativno malo. Še najlažje so dostopni podatki o dolgoročnih bančnih obrestnih merah, ki pa so po varnosti in likvidnosti precej drugačne od državnih obveznic, tako da se rezultati lahko ponovno popačijo.

9. So slovenske delnice precenjene?

Za potrebe te primerjave sem oblikoval portfelj, sestavljen iz devetih delnic, ki so bile v obdobju med 31. 12. 2000 in 31. 12. 2004 vseskozi vključene v indeks SBI 20. To so delnice: Krka, Mercator, Petrol, Gorenje, Luka Koper, Pivovarna Laško, Intereuropa, Merkur in Droga Portorož. Delnice so v portfelju ponderirane s tržno kapitalizacijo. Donosnost delnic sem meril s kazalnikom D/T, pri čemer sem vzel polletne podatke o tržnih tečajih. Dobičke podjetij sem upošteval v tekočem letu. Pri izračunu D/T na dan 31. 12. 2002 sem tako upošteval tržne tečaje delnic na dan 31. 12. 2002 in dobiček podjetij za leto 2002. Na dan izračuna družba sicer še ni mogla objaviti dobička, vendar pa lahko predpostavimo, da so vlagatelji poslovni rezultat lahko dovolj dobro predvideli in se je ta že vgradil v ceno delnic. Pri polletju sem upošteval dobiček za preteklo leto. To pomeni, da sem pri izračunu D/T na 30. 6. 2003 upošteval dobiček za leto 2002. Pri celotni donosnosti delnic sem upošteval tudi dividendno donosnost. Upošteval sem dividende, izplačane v preteklem letu. To pomeni, da sem na 31. 12. 2002 upošteval dividende, izplačane v letu 2002.

Slika 1: Pričakovane donosnosti slovenskih delnic, bančnih depozitov in nemških obveznic v obdobju 2000–2004



Pri bančnih depozitih sem upošteval donosnost bančnih depozitov prek enega leta za prebivalstvo s tolarsko revalorizacijo.

Če primerjamo pričakovane donosnosti delnic (merjene kot D/T) in bančnih dolgoročnih depozitov med letoma 2000 in 2005, dobimo precej nenavadno sliko. Na začetku tega obdobja so se bančne obrestne mere gibale okrog 15 odstotkov. Zato so bile domače delnice za vlagatelje takrat relativno drage oziroma, z drugimi besedami, precenjene. Njihova pričakovana donosnost je znašala namreč le 10,6 odstotka. V tem trenutku bi se racionalen vlagatelj raje odločil za naložbo v bančni depozit.

V praksi je bila slika precej drugačna. Ekonomski donosi delnic med letoma 2000 in 2004 so znašali 19,8 odstotka letno (za toliko je v povprečju zrasel kumulativen dobiček vključenih podjetij). K temu moramo dodati še dva odstotka dividendnega donosa. Poleg tega so lastniki delnic omenjenih podjetij v teh letih dobili še skoraj deset odstotkov psihološkega donosa (donos zaradi spremembe vrednotenja delnic oziroma povečanje kazalnika T/D). Skupni donos za lastnike omenjenega portfelja je tako znašal prek 30 odstotkov oziroma skoraj trikrat več, kakor je v istem obdobju prejel lastnik bančne vloge.

10. Odkod tako visok donos?

V enakem obdobju je bančni depozit vlagatelju prinesel občutno manj donosa. Čeprav je donosnost depozita na začetku obdobja znašala 15 odstotkov, je bila v praksi v naslednjih štirih letih donosnost za vlagatelja nižja. To je posledica padajočih obrestnih mer. Letno so tako bančni varčevalci zaslužili nominalno le okoli 10,8 odstotka. Glede na omenjene rezultate lahko predvidevamo, da je bilo gibanje domačih obrestnih mer zaradi vključevanja Slovenije v Evropsko unijo relativno predvidljivo. Vlagatelji so tako lahko predvidevali, da bodo bančne obrestne mere s časom vse nižje in so izbrali na prvi pogled manj donosno naložbo v delnice.

Zaradi te domneve sem opravil naslednjo primerjavo. V njej sem primerjal donosnost domačih delnic z nemškimi desetletnimi obveznicami. To sliko nekoliko spremeni. V primerjavi z nemškimi obveznicami so bile slovenske delnice v celotnem obdobju med letoma 2000 in 2004 podcenjene in so take tudi v tem trenutku. Na začetku obdobja so imele nemške obveznice (ob koncu leta 2000) donosnost nekaj pod deset odstotki (prirejeno slovenskemu tolarju). V istem obdobju so imele domače delnice pričakovano donosnost 10,6 odstotka.

Razvoj dogodkov po letu 2000 kaže, da so slovenski vlagatelji uspešno predvideli vsaj dva razvoja dogodkov:

- da se bodo domače obrestne mere občutno znižale,
- da bodo dobički podjetij nadpovprečno rasli (v omenjenem obdobju kar devetnajst odstotkov letno).

Kot posledica tega toka dogodkov se je v zadnjih štirih letih dejanski donos slovenskih delnic povzpел precej nad pričakovani donos (trideset odstotkov v primerjavi s pričakovanimi 10,6 odstotki). Za okoli dve tretjini rasti je zaslužno dobro poslovanje slovenskih podjetij, druga tretjina rasti pa je zasluga psihološkega donosa (rasti kazalnika T/D). Glavni razlog za rast T/D pa imajo prav nižje bančne obrestne mere. Zaradi nizkih obrestnih mer so bili namreč vlagatelji pripravljeni znižati svoje pričakovane donose pri vlaganju v delnice in s tem pognati cene delnic vse višje.

11. Pričakovani delniški donosi v naslednjih štirih letih

Prihodnji delniški donosi bodo še naprej odvisni od zgoraj navedenih dejavnikov. Obrestne mere so zdaj na nivojih, od koder bodo po vsej verjetnosti le stežka padle še bistveno nižje. Po drugi strani pa je vprašanje, koliko časa bodo lahko domača podjetja še tako hitro povečevala dobiček (v zadnjem letu dvanajst odstotkov).

Tabela 1: Matrica donosov slovenskih delnic v naslednjih štirih letih

			Povprečna rast dobička podjetij						
T/D - konec obdobja	Implicirana obrestna mera		4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%
	8	12,5%	-15,8%	-14,2%	-12,6%	-11,0%	-9,5%	-7,9%	-6,3%
	10	10,0%	-11,1%	-9,4%	-7,7%	-6,0%	-4,4%	-2,7%	-1,0%
	12	8,3%	-7,0%	-5,2%	-3,5%	-1,7%	0,0%	1,8%	3,5%
	14	7,1%	-3,4%	-1,6%	0,2%	2,1%	3,9%	5,7%	7,5%
	16	6,3%	-0,2%	1,7%	3,6%	5,5%	7,4%	9,2%	11,1%
	18	5,6%	2,7%	4,7%	6,6%	8,6%	10,5%	12,5%	14,4%
	20	5,0%	5,4%	7,4%	9,4%	11,4%	13,4%	15,4%	17,4%
	22	4,5%	7,9%	10,0%	12,0%	14,1%	16,1%	18,2%	20,2%
	24	4,2%	10,3%	12,4%	14,5%	16,5%	18,6%	20,7%	22,8%
	26	3,8%	12,5%	14,6%	16,7%	18,9%	21,0%	23,1%	25,3%
	28	3,6%	14,5%	16,7%	18,9%	21,1%	23,2%	25,4%	27,6%
	30	3,3%	16,5%	18,7%	20,9%	23,1%	25,3%	27,5%	29,8%
			Povprečna rast dobička podjetij						
T/D - konec obdobja	Implicirana obrestna mera		18%	20%	22%	24%	26%	28%	30%
	8	12,5%	-4,7%	-3,1%	-1,5%	0,1%	1,7%	3,2%	4,8%
	10	10,0%	0,7%	2,4%	4,0%	5,7%	7,4%	9,1%	10,7%
	12	8,3%	5,3%	7,1%	8,8%	10,6%	12,3%	14,1%	15,8%
	14	7,1%	9,4%	11,2%	13,0%	14,8%	16,7%	18,5%	20,3%
	16	6,3%	13,0%	14,9%	16,8%	18,7%	20,6%	22,5%	24,3%
	18	5,6%	16,3%	18,3%	20,2%	22,2%	24,1%	26,1%	28,0%
	20	5,0%	19,4%	21,4%	23,4%	25,4%	27,4%	29,4%	31,4%
	22	4,5%	22,2%	24,3%	26,3%	28,4%	30,4%	32,5%	34,5%
	24	4,2%	24,9%	27,0%	29,1%	31,2%	33,2%	35,3%	37,4%
	26	3,8%	27,4%	29,5%	31,6%	33,8%	35,9%	38,0%	40,2%
	28	3,6%	29,7%	31,9%	34,1%	36,2%	38,4%	40,6%	42,8%
	30	3,3%	32,0%	34,2%	36,4%	38,6%	40,8%	43,0%	45,2%

Vir: Matrika povzeta po Bogle, 1999. Podatki: Ljubljanska borza

Če bi podjetjem uspelo zadržati lanskoletno stopnjo rasti dobička, lahko vlagatelji pričakujejo pozitivne donose, če se bodo obrestne mere v naslednjih štirih letih ohranile pod nivojem osmih odstotkov. To se zdi, glede na zdajšnje stanje, precej verjeten scenarij. Seveda pa se moramo zavedati, da je dvanajstodstotna rast dobička zelo visoka na nivoju celotnega trga in da lahko dolgoročno pričakujemo nižanje tudi te stopnje, s tem pa dodaten padec delniških donosov. Za nadaljevanje dvajsetodstotnih delniških donosov bi se morale, denimo, obrestne mere znižati še za četrtno (na 3 odstotke), ali pa bi podjetja morala povečati rast dobička na 16 odstotkov. Vsak izmed teh scenarijev je v praksi možen, vendar pa je po mojem mnenju njihova verjetnost relativno majhna.

12. Literatura

- Bogle, C. John and Peter L. Berskin. 2000. Common Sense on Mutual Funds: New Imperatives for the Intelligent Investor. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Bose, Robert. 1999. The Federal Reserve Board Valuation Model. Brown Economic Review 1999, str 37. Dosegljivo: http://www.brown.edu/Students/Brown_Economic_Review/archive/1999/
- Malkiel, G. Burton. 2000. A Random Walk Down The Wall Street 7th Edition. New York: W.W. Norton & Company.

