

**BANKA**  

---

**SLOVENIJE**

**EVROSISTEM**

**POROČILO**  
**O FINANČNI**  
**STABILNOSTI**

**STROKOVNI ČLANKI S PODROČJA**  
**FINANČNE STABILNOSTI**

**MAJ 2007**

Izdajatelj:  
Banka Slovenije  
Slovenska 35

1505 Ljubljana

Tel: 01 47 19 000  
Faks: 01 25 15 516

This publication is also available in English on line.

Mnenja ali zaključki, objavljeni v člankih v tej publikaciji, ne odražajo nujno uradnih stališč Banke Slovenije, Mednarodnega denarnega sklada ali njunih organov.

ISSN 1581-9752 (tiskana izdaja)  
ISSN 1581-9760 (spletna izdaja)

## **GLAVNO KAZALO**

### **BANČNA TVEGANJA ČEZMEJNEGA KREDITIRANJA IN ZADOLŽEVANJA V SLOVENIJI**

*dr. Jochen Andritzky, dr. Matejka Kavčič,  
mag. Tomaž Košak, mag. Tatjana Šuler*

**1**

### **TVEGANOST POSOJIL V ŠVICARSKIH FRANKIH**

*mag. Tatjana Šuler*

**12**

### **STRUKTURA SLOVENSKEGA FINANČNEGA PREMOŽENJA**

*Ana Gorišek*

**25**



# **BANČNA TVEGANJA ČEZMEJNEGA KREDITIRANJA IN ZADOLŽEVANJA V SLOVENIJI**

dr. Jochen Andritzky, dr. Matejka Kavčič, mag. Tomaž Košak, mag. Tatjana Šuler<sup>1</sup>

## **POVZETEK**

*Slovenske banke se za financiranje kreditov vedno bolj opirajo na tuje financiranje, zlasti na posojila bank iz EU. Hkrati banke, da bi povečale dobičke, vse bolj povečujejo svojo izpostavljenost v regijah z višjimi maržami, kot je območje bivše Jugoslavije.*

*Naraščanje čezmejnega kreditiranja in zadolževanja lahko poveča občutljivost slovenskih bank na obrestno tveganje in tveganje financiranja, medtem ko lahko kreditiranje v bolj tveganih državah poveča kreditno in tečajno tveganje.*

*Stres testi, glede na še vedno majhen delež tuje aktive, ne kažejo večjih ranljivosti, vendar pa bi bilo dobro izboljšati podatke o kreditni izpostavljenosti do tujine. Pozorno je treba spremljati prihodnja gibanja, v stres teste pa vključiti scenarije kombiniranih šokov.*

## **SUMMARY**

*Slovene banks are increasingly relying on foreign funding to finance credit, mostly on loans from EU banks. At the same time, to boost profits, banks are increasing their exposure into regions with wider margins, such as the rest of former Yugoslavia.*

*The expansion of cross-border lending and borrowing can make Slovene banks more vulnerable to interest rate and funding risks, while lending in riskier countries can raise credit and currency risks.*

*Stress tests do not point to high vulnerabilities, given the still small share of foreign assets, but information on foreign credit exposure could be improved. Future developments should be closely monitored, and stress tests should include more disruptive scenarios of combined shocks.*

---

<sup>1</sup> Dr. Jochen Andritzky, Mednarodni denarni sklad, drugi Banka Slovenije

## Uvod

Slovenske banke so povečale čezmejno kreditiranje in zadolževanje, da bi kompenzirale pritiske na dobičkonosnost doma. Dobičkonosnost je pod pritiskom od pridružitve EU in sprejetja evra dalje. Večja konkurenčnost zmanjšuje obrestne marže, obenem pa se zmanjšujejo prihodki od deviznih transakcij. Da bi slovenske banke povečale prihodke, so začele širiti čezmejno kreditiranje in kapitalske naložbe v regije z višjimi obrestnimi maržami, kot je Jugovzhodna Evropa. Hkrati so se za financiranje rastočega povpraševanja po kreditih, pri tem ko se vlagatelji preusmerjajo na donosnejše vzajemne sklade, zatele k zadolževanju v tujini.

Ta gibanja lahko povečajo izpostavljenost do različnih tveganj. Posli s tujino izpostavljajo slovenske banke tveganjem, ki so povezana s spremembami obrestnih mer, neposrednim ali posrednim tečajnim in kreditnim tveganjem zaradi izpostavljenosti do bolj tveganih trgov. Odvisnost od posojil iz tujine lahko poveča tudi tveganja financiranja, če tuje banke zaradi splošnega šoka nenadoma zmanjšajo kreditiranje v regiji.

V tem članku ocenjujemo značilnosti teh ranljivosti s stres testi. Po kratkem opisu obsega čezmejnih povezav slovenskih bank, v članku na podlagi stres testov, ki jih je izvedla Banka Slovenije, analiziramo izpostavljenost bank obrestnemu, kreditnemu, tečajnemu in likvidnostnemu tveganju. Članek se zaključuje z nekaterimi napotki za nadaljnje spremljanje čezmejnih povezav slovenskih bank.

V članku ugotavljamo, da je izpostavljenost tveganjem omejena predvsem zaradi še vedno skromne izpostavljenosti do tujine. Analiza kaže, da zmerna šoka obrestne mere in obrestne marže ne povzročata nevzdržnega pritiska na bančni sistem, ker je zadolževanje v tujini zmanjšalo neusklajenost ročnosti in znižalo občutljivost na obrestno mero. Medtem ko je uvedba evra zmanjšala tečajno tveganje, pa večja izpostavljenost kreditnim tveganjem iz tujine povečuje ranljivost bank v primeru poslabšanja položaja v Jugovzhodni Evropi. Čeprav ta tveganja zahtevajo večjo pozornost, zlasti ker so koncentrirana v nekaj bankah, pa je trenutni obseg kreditiranja tujine v primerjavi z bilančno vsoto še vedno majhen. Likvidnostna tveganja zaradi umika finančnih virov iz tujine so na primer omejena na banke v domači lasti, medtem ko so banke v večinski tuji lasti močno odvisne od financiranja s strani svojih matičnih ustanov.

## Obseg čezmejnega kreditiranja in zadolževanja

Povečanje terjatev do tujine je koncentrirano v nekaj slovenskih bankah. Čeprav je to deloma posledica povečanja imetij evropskih vrednostnih papirjev po vstopu Slovenije v EU v letu 2004, so se posojila nerezidentom v letu 2006 s 6 odstotkov bilančne vsote bank, kolikor so znašala v letu 2004, povečala na približno 8 odstotkov bilančne vsote. Do največje rasti je prišlo na območju bivše Jugoslavije, izpostavljenost do tega območja je v letu 2006 dosegla 3,3 odstotka bilančne vsote bank, predvsem zaradi največje banke v Sloveniji. Izpostavljenosti vključujejo posojila, zunajbilančne obveznosti in vrednostne papirje. Čeprav pri izpostavljenosti nerezidentom prevladuje kreditiranje tujih bank, se povečujejo tudi terjatve do tujega nebančnega sektorja. Največja banka je svojo tujo aktivo povečala tudi s prevzemi, kar bo povečalo tveganja zaradi čezmejnega poslovanja (okvir 1). Vendar pa ta članek pri ocenjevanju ranljivosti bank obravnava le neposredna posojila tujini.

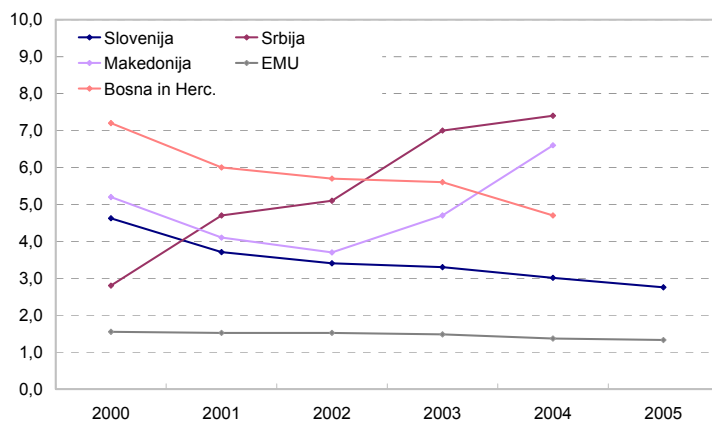
Tabela 1: Viri rasti bilanc slovenskih bank od leta 2001 do 2005, medletna sprememba, v odstotnih točkah BDP

(v o. t. BDP)	2001	2002	2003	2004	2005
Kreditni zasebnemu sektorju	2,3	0,5	2,4	4,7	7,6
Kreditni državi	0,3	-0,1	-0,3	0,9	0,4
Druge finančne organizacije	0	0,3	0,3	0,2	1,1
Terjatve do tujine	6,5	-7,8	-0,9	0,2	4,7
Vloge	7,7	0,6	-1,2	-0,2	0,9
Obveznice	0,1	0,3	0,2	0,7	0,3
Obveznosti do tujine	0,9	2,3	3,4	4	12,4
Instrumenti denarnega trga	0,5	0,6	0,3	-0,8	-0,3
Druge finančne organizacije	0,2	0,2	0,4	0,2	0
BDP (mrd SIT)	4.800	5.355	5.814	6.272	6.620
Bilančna vsota bank (% BDP)	83	80	82	85	100

Vir: Banka Slovenije

Večina bank je povečala zadolževanje pri bankah v tujini. Odvisnost slovenskih bank od posojil iz tujine se je med letoma 2002 in 2005 povečala z 2 na 12 odstotkov BDP. Letna rast, ki je v zadnjih letih presegala 50 odstotkov, je bila višja od povprečja drugih novih držav članic EU. To je pomagalo financirati približno 20-odstotno letno rast domačih kreditov. Obveznosti do tujih bank sedaj znašajo 30 odstotkov vseh obveznosti in so najvišje pri bankah v večinski tuji lasti.

Slika 1: Neto obrestna marža v odstotkih



Vir: Bankscope, ocene MDS

Glavni razlog za večjo aktivnost slovenskih bank v tujini so večje marže in nižji stroški financiranja. Marže se v Sloveniji postopoma približujejo ravnem evroobmočja. V letu 2006 je neto obrestna marža v domačih bankah znašala 2,3 odstotne točke v primerjavi z 1,8 odstotne točke pri bankah v večinski tuji lasti. Vendar pa druge države Jugovzhodne Evrope ponujajo precej višje, čeprav bolj volatilne marže, ki lahko segajo do 7 odstotnih točk. Širitev na te trge z višjimi maržami je slovenskim bankam pomagala ohraniti dobičke, ki so bili v zadnjih letih pod pritiskom. Opiranje na tuje kredite je bilo po drugi strani cenejše od rastočih domačih obrestnih mer za vloge, ki tekmujejo z donosi vzajemnih skladov.

Tabela 2: Indikatorji stabilnosti slovenskega bančnega sektorja od leta 2003 do 2005, konec obdobja, v odstotkih

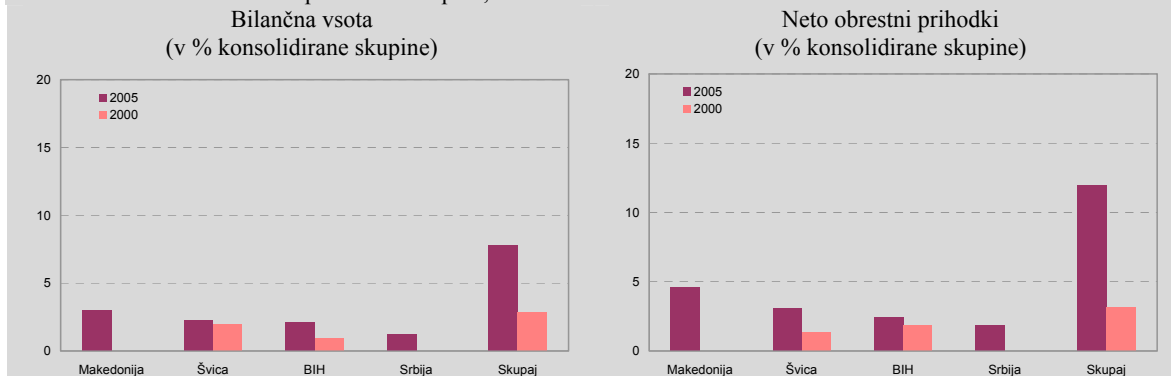
	2003	2004	2005
Kapitalska ustreznost	11,5	11,8	10,6
Neto obrestna marža na povprečno obrestonosno aktivo	3,2	2,8	2,5
Donos na aktivo pred obdavčitvijo (ROA)	1,0	1,1	1,0
Povprečne kratkoročne terjatve na obveznosti	93,2	88,4	84,8
Pogodbe z variabilno obr. mero (delež novih posojil osmih največjih bank)	30,1	38,5	54,5

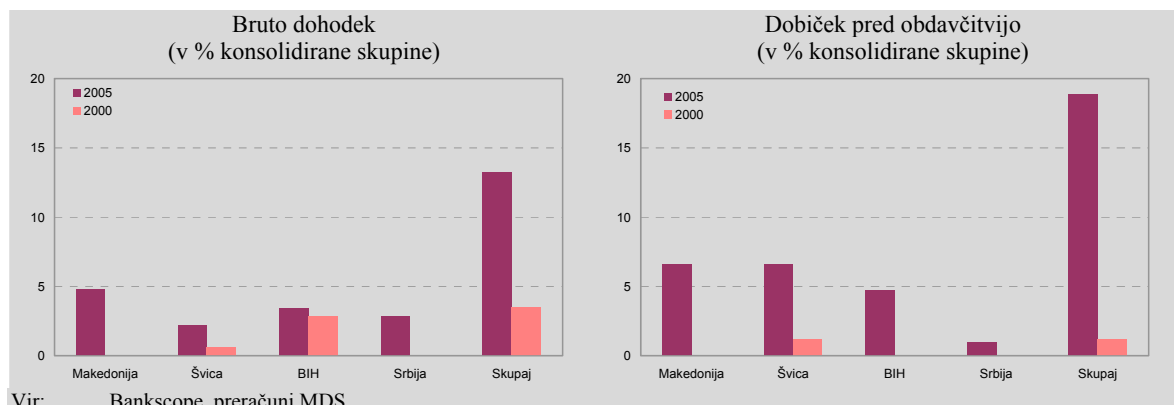
Vir: Banka Slovenije

### Okvir 1.3: Širitev dejavnosti Nove Ljubljanske banke (NLB) v tujino

Na čelu širjenja bančnega sistema v tujino je NLB, največja slovenska bančna skupina. NLB predstavlja 40 odstotkov bilančne vsote slovenskega bančnega sektorja in je neposredno ali posredno v večinski lasti države. Pri širjenju v tujino izstopata dve dejstvi – izpostavljenost tuje aktive prek hčerinskih družb v Jugovzhodni Evropi in Švici se je med letoma 2000 in 2005 več kot podvojila, obenem pa skupina NLB iz svoje širitve v tujino zasluži nesorazmeren delež prihodka in dobičkov. Na primer, skupna bilančna vsota v Makedoniji, Srbiji, Bosni in Hercegovini in Švici se je s treh odstotkov, kolikor je znašala v letu 2000, v letu 2005 povečala na osem odstotkov celotne bilančne vsote skupine. V istem obdobju se je delež dobička teh štirih držav zvišal z enega odstotka na 19 odstotkov dobička skupine. Podobno je pri bruto dohodku in neto obrestnih prihodkih.

Slika 2: Delež bilančne vsote, neto obrestnih prihodkov, bruto dohodka in dobička pred obdavčitvijo v konsolidiranih postavkah skupine, v odstotkih





## Stres testi tveganj čezmejnega financiranja

Ranljivosti bank, povezane s širjenjem v tujino, so ocenjene s stres testi za obrestno, kreditno, tečajno in likvidnostno tveganje. Testi temeljijo na rezultatih modela Banke Slovenije (BS). Pri tem so slovenske banke zaradi razlik v pomenu aktivnosti v tujini v nekaterih primerih razdeljene na tri skupine: velike banke v domači lasti (šest), majhne banke v domači lasti (sedem) in banke v večinski tuji lasti (devet pod tujim nadzorom). Podrobni podatki o metodologiji in predpostavkah so navedeni v prilogi.

## Obrestno tveganje

Kreditiranje in zadolževanje v tujini vpliva na obrestno tveganje preko obrestnih marž in ročnosti. Na neto obrestne prihodke lahko vplivajo odstopanja v obrestnih merah za kreditiranje in zadolževanje v tujini. Slovenske banke so z opiranjem na poceni financiranje iz evroobmočja in investiranjem v območja z visokimi maržami povečale tveganje prihodkov zaradi sprememb obrestnih mer. Kreditiranje in zadolževanje v tujini lahko spremeni tudi strukturo ročnosti v bilancah stanja bank z različno občutljivostjo na spremembe obrestnih mer.

Slovenske banke so odporne na začasne manjše obrestne šoke. Šok z dvema standardnima odklonoma za obrestne mere (2,4 odstotne točke) kaže, da bi se efektivna obrestna mera (ki upošteva rigidnosti v bilancah stanja) povečala za manj kot dve odstotni točki. Zaradi tega so obrestni prihodki in odhodki v letu 2006 in 2007 višji od osnovnega scenarija, neto obrestni prihodki pa se znižajo. To znižanje se delno izravna z nižjimi stroški, kot so nižje rezervacije, s čimer se zmanjša negativen učinek na dobiček.<sup>2</sup> Na kapitalsko ustreznost bolj kot nižji dobiček vpliva zmanjšana rast posojil, kapitalaska ustreznost se zato v času šoka izboljša. Test tako kaže, da ostajajo spremembe v bilancah stanja bank kot odziv na spremembe obrestnih mer zmerne, pri čemer prevladuje precejšen učinek na rast posojil. Vendar pa je mogoče, da je šok obrestnih mer, ki je bil uporabljen v testu, premajhen, kar vpliva na rezultate. Na primer, stres testi, ki jih izvaja MDS v programu ocene finančnega sektorja (Financial Sector Assessment Program), navadno uporabljajo šok s tremi odkloni za obrestne mere, sprememba kapitalskega sporazuma Baselskega odbora pa predlaga pri stres testih zvišanje obrestnih mer za 100 do 300 baznih točk.

<sup>2</sup> Pričakuje se, da bo sprejetje mednarodnih standardov računovodskega poročanja (MSRP) v letu 2006 prispevalo k srednjeročni rasti dobičkov.



Tabela 3: Rezultati stres testov zvišanja obrestnih mer v odstotnih točkah

	Dobiček (v mio EUR)	ROE	Kapitalska ustreznost	Rast posojil neban. sekt.	Posojila neban. sekt./BV	Rast vlog neban. sektorja	Vloge neban. sekt./BV	Rast BV
Osnovni scenarij								
2006	346,4	13,3	11,2	26	57,4	8,8	53	19,9
2007	399,8	13,7	11	22,5	61,7	8,2	50,3	13,8
2008	416,5	12,6	10	22,5	65,3	7,4	46,7	15,7
Zvišanje obrestnih mer v obdobju od 4. četrtega 2006 do 3. četrtega 2007								
2006	318,4	12,2	11,3	25,6	57,3	8,9	53,1	19,7
2007	251,6	8,6	11,1	18,5	60,9	8,5	51,6	11,6
2008	419,8	12,7	9,9	26	65,2	7,7	47,2	17,7
Razlike v primerjavi z osnovnim scenarijem								
2006	-28,0	-1,1	0	-0,4	-0,1	0	0,1	-0,2
2007	-148,1	-5,1	0,2	-4	-0,9	0,3	1,3	-2,3
2008	3,3	0,1	-0,1	3,6	-0,2	0,3	0,5	2

Vir: Banka Slovenije

Zadolževanje bank v tujini je s podaljšanjem ročnosti in zmanjšanjem neuskladenosti ročnosti zmanjšalo občutljivost bank na obrestno tveganje. Čeprav približno dve tretjini domačih vlog zapade v enem letu, je le 12 odstotkov posojil najetih pri bankah v tujini kratkoročnih. Povečanje obveznosti do tujih bank je izboljšalo strukturo ročnosti bančnih bilanc in zmanjšalo obrestno tveganje in tveganje refinanciranja posojil. Tudi čas za ponovno določitev obrestne mere (čas, ki ostaja do začetka veljavnosti spremembe referenčnih obrestnih mer) kaže, da je za 94 odstotkov domačih vlog obrestna mera ponovno določena v roku enega leta, medtem ko je tujih kreditih delež nekoliko nižji in znaša 88%. Tudi povprečno obdobje spremembe obrestnih mer za tujo aktivo se je med letoma 2005 in 2006 skrajšalo za 19 na 16 mesecev, medtem ko je ostalo za obveznosti do tujine v glavnem nespremenjeno in je znašalo 6 mesecev. Zaradi tega je financiranje iz tujine zmanjšalo neuskladenost ročnosti za slovenske banke in zmanjšalo občutljivost na obrestne šoke.

Banke lahko nadomestijo manjša povečanja stroškov financiranja iz tujine z zmanjšanjem dobičkov. Znižanje neto obrestne marže za 0,5 odstotka, kar ustreza dvigu obrestne mere zadolževanja pri bankah v tujini za približno dve odstotni točki, bi banke prenesle z znižanjem dobičkov. Šok ne bi bistveno prizadel kapitalske ustreznosti bank tudi zato, ker je pri tem šoku upoštevana predpostavka, da ne vpliva na bilančne kategorije. Možno je, da je šok premajhen, saj bi neto obrestna marža ostala na približno zdajšnji ravni povprečja EU. V eni od prejšnjih ocen je MDS uporabil večji šok, ki je obrestne marže zmanjšal na polovico. Banke bi zaradi tega imele izgube, tri banke pa bi potrebovale dokapitalizacijo.<sup>3</sup>

Tabela 4: Rezultati stres testov znižanja obrestne marže v odstotnih točkah

	Dobiček (mio EUR)	ROE	Kapitalska ustreznost
Osnovni scenarij			
2006	346,4	13,3	11,2
2007	399,8	13,7	11
2008	416,5	12,6	10
Zvišanje obrestne marže za 0,5 o. t. v obdobju od 4. četrtega 2006 do 3. četrtega 2007			
2006	308,0	11,8	11,2
2007	274,6	9,4	10,8
2008	416,5	12,6	9,8
Razlike v primerjavi z osnovnim scenarijem			
2006	-38,0	-1,5	0
2007	-124,8	-4,3	-0,2
2008	0,0	0	-0,2

Vir: Banka Slovenije

Stres test kaže, da slovenski bančni sistem z lahko absorbira zmerne šoke obrestnih mer in marž. Analiza občutljivosti na začasni šok obrestnih mer kaže nižje dobičke, rast kreditov in kapitalska ustreznost pa se ohranita. Zadolževanje v tujini je podaljšalo ročnost obveznosti bank in s tem zmanjšalo neuskladenost ročnosti. Precejšen dvig obrestnih mer za zadolževanje v tujini, ki zmanjša neto obrestno maržo, bi lahko močno zmanjšal dobičke, vendar bi izgube in dokapitalizacijo povzročilo le zelo močno znižanje marž. Pri večjih šokih ali kombinacijah šokov, kot je poslabšanje kakovosti kreditov, kreditne izgube ali nenadna ustavitev financiranja iz tujine, pa se lahko pokaže večja izpostavljenost, kar bi lahko še dodatno testirali.

<sup>3</sup> Glej MDS (2004), str. 14.

## Kreditno in tečajno tveganje

Tabela 5: Bilančne in izvenbilančne terjatve bank in posebne rezervacije (September 2006)

	Posojila bankam	Posojila nebančnemu sektorju		
		EU	zunaj EU	nekd. Jugosl.
Terjatve do tujine (delež v bilančni vsoti)	18,4	7,6	5,2	2,2
Razvrščene terjatve do tujine (delež v bilančni vsoti)	14,4	3,0	3,6	2,1
Rezervacije (delež v razvrščenih terjativah do tujine)	0,5	10,5	5,5	5,5

Vir: Banka Slovenije, preračuni MDS

Kreditna in tečajna tveganja izhajajo predvsem iz izpostavljenosti do Jugovzhodne Evrope. Sprejem evra in članstvo v EU sta zmanjšala nekatera od teh tveganj za Slovenijo, medtem ko vse večja izpostavljenost do Jugovzhodne Evrope povečuje predvsem kreditno in tečajno tveganje do regije, v kateri se gospodarska rast še ni začela umirjati.

Večja kreditna tveganja vezana na kreditiranje tujine se v slovenskih bankah odražajo v večjih rezervacijah, kar naj bi zmanjšalo ranljivost bank. Banke posojila nerezidentom uvrščajo med bolj tvegana kot domača posojila – rezervacije za posojila nerezidentom znašajo približno 9 odstotkov, za vsa posojila pa 4 odstotke. To je posledica večjega deleža nedonosnih posojil na nekaterih območjih, kot je Jugovzhodna Evropa, kjer ocene za stopnjo nedonosnih posojil znašajo od 3 do 10 odstotkov.

Vendar pa je sposobnost bank za absorpcijo šokov zmanjšana zaradi nizkih rezervacij za posojila hčerinskim družbam slovenskih bank in slovenskim podjetjem v Jugovzhodni Evropi. Hčerinske družbe v tujini izkazujejo posojila v svojih kreditnih portfeljih in jih refinancirajo prek svojih matičnih institucij v Sloveniji. Vendar pa slednje ta posojila uvrščajo med nizko tvegana posojila.<sup>4</sup> To je morda tudi razlog, zakaj je v Sloveniji oblikovanje rezervacij za države zunaj EU manjše kakor za države članice EU. Ker podatki o nadaljnjem posojanju hčerinskih družb v tujini niso na razpolago, je težko ugotoviti, kolikšno je kreditno tveganje pri hčerinskih družbah in verjetnost za prenos tveganja. To lahko pomeni, da so v bilancah stanja bank v Sloveniji kreditna tveganja, ki izhajajo iz tujine, podcenjena.

Z uvedbo evra se je v slovenskih bankah močno zmanjšalo tečajno tveganje, ki izhaja iz poslov v tujini. Na strani virov je uvedba evra odpravila večji del tečajnega tveganja, pri kreditiranju pa posredna tečajna tveganja ostajajo, ker so posojila v Jugovzhodni Evropi navadno nominirana v tujih valutah.<sup>5</sup> Čeprav je evro v teh državah najpogostejša valuta, v kateri so nominirana posojila, so nekatera posojila, zlasti stanovanjska posojila, nominirana v drugih valutah, kot je švicarski frank. Del kreditiranja je lahko namenjen nezavarovanim posojilojemalcem, ki so lahko izpostavljeni nenadnim spremembam razmer na trgu ali menjalnih tečajev. To lahko pri izpostavljenosti v Jugovzhodni Evropi tečajno tveganje nadomesti s kreditnim tveganjem. Ker kreditiranje v času ugodnih gospodarskih razmer hitro narašča, je treba kakovost tega segmenta kreditiranja in ustrezno reševanje poslabšanja razmer še testirati.

Na splošno ostajajo tečajna in kreditna tveganja, ki izhajajo iz poslov slovenskih bank v tujini, majhna glede na še vedno omejeno izpostavljenost v bilančni aktivni. Kljub hitri rasti kreditiranja Jugovzhodne Evrope in morebitnega premajhnega obsega rezervacij za kreditna tveganja v tej regiji, je ta izpostavljenost v višini treh odstotkov v bilančni vsoti bank še vedno majhna. To skupaj z uvedbo evra kaže, da so celotna tveganja zaradi izpostavljenosti v Jugovzhodni Evropi majhna. Vendar pa je treba njihova gibanja pozorno spremljati. Rast posojil tej regiji je visoka in kljub uspešnemu sodelovanju pri nadzoru izgleda, da so informacije o prenosu kreditnih tveganj kreditiranja v tujini omejene.

## Likvidnostno tveganje

Vedno večja odvisnost financ slovenskih bank od virov iz tujine povečuje izpostavljenost sektorja likvidnostnemu tveganju. Glede na zadolževanje bank v evroobmočju in njihovo kreditno izpostavljenost do Jugovzhodne Evrope, bi lahko nenadno poslabšanje razmer v tej regiji imelo resne posledice za slovenske banke. Scenarij okužbe, ki bi ga na primer sprožil šok v nekaterih državah Jugovzhodne Evrope, ne bi le poslabšal kakovosti aktive slovenskih bank, temveč bi lahko hkrati nenadoma zaustavil financiranje iz tujine. Da bi ocenili ta tveganja, v nadaljevanju ugotavljamo poreklo kapitalskih tokov v Slovenijo ter ocenjujemo potencialni učinek ukinitve kreditiranja v tujini na likvidnost in dobičkonosnost bank.

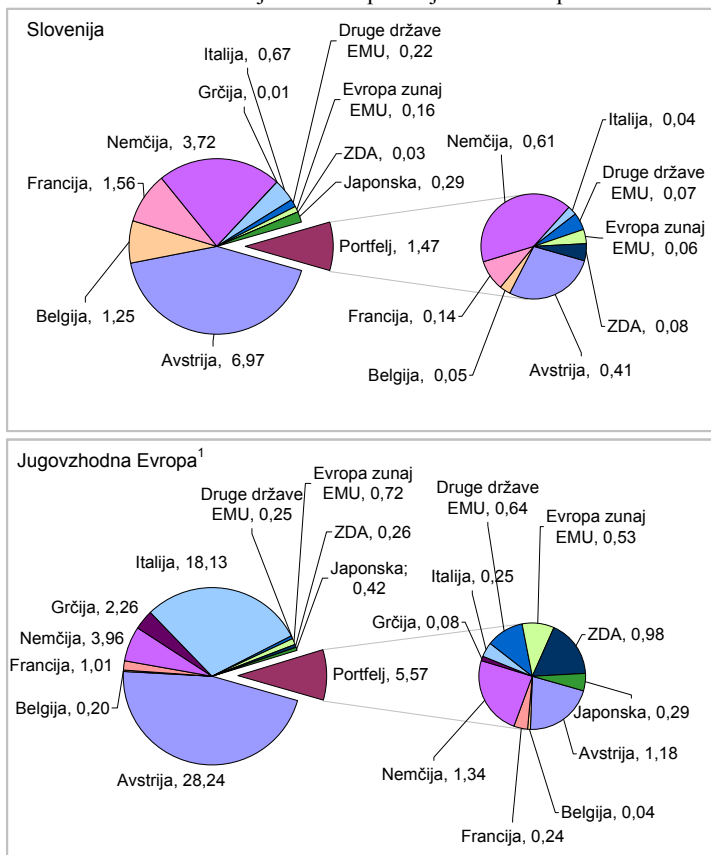
Izpostavljenost okužbi v Sloveniji in Jugovzhodni Evropi povečuje dejstvo, da je zadolževanje bank v tujini skoncentrirano na nekaj držav EU. Avstrija je najpomembnejši vir kapitala za Slovenijo, kakor tudi za Jugovzhodno Evropo na splošno, sledi ji Nemčija. Večina naložb so bančna posojila, kar je posledica razmeroma nerazvitih finančnih trgov. Prevladovanje nekaj držav pri bančnih posojilih je lahko posledica porazdelitve deleža tujega kapitala v Sloveniji – več kot 35 odstotkov kapitala v tuji lasti izvira iz Avstrije in Nemčije. Ker so te banke dejavne tudi v drugih državah

<sup>4</sup> Posojila hčerinskim družbam so na bonitetni lestvici od A do E uvrščena v bonitetno skupino A.

<sup>5</sup> 78% posojil na Hrvaškem in 85% posojil v Srbiji (zlasti za dolgoročna posojila) je izraženih v tuji valuti.

regije, je možnost tveganj okužbe povečana. Do konca leta 2005 je bila polovica aktive vzhodnoevropskih bank v tuji lasti skoncentrirana v osmih bančnih skupinah.

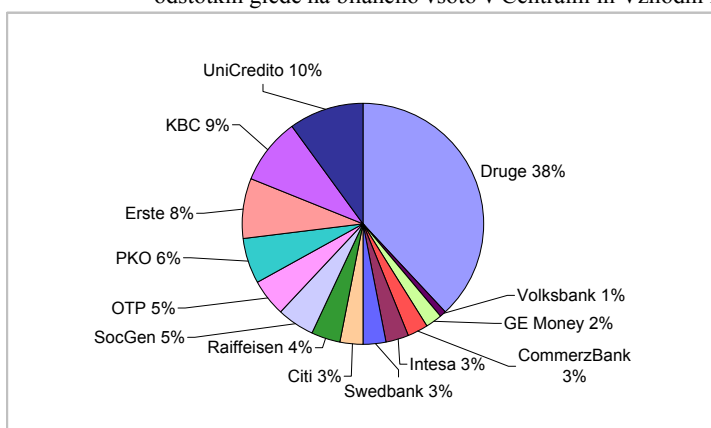
Slika 3: Naložbe tujih bank in portfeljske naložbe po državi investitorja v mrd USD



Opomba: <sup>1</sup>Albanija, Bosna in Hercegovina, Hrvaška, Makedonija, Srbija in Črna gora. Druge države evroobmočja so Nizozemska, Portugalska, Španija; evropske države zunaj evroobmočja so Danska, Norveška, Švedska, Švica, Velika Britanija. Podatki o bančnih posojilih iz Norveške in portfeljskih naložbah iz Velike Britanije niso na razpolago ali so zaupni.

Vir: BIS; CPIS in ocene strokovnjakov.

Slika 4: Struktura terjatev ključnih bančnih skupin v državah Srednje in Vzhodne Evrope, konec leta 2005<sup>1</sup>, v odstotkih glede na bilančno vsoto v Centralni in Vzhodni Evropi



Opomba: <sup>1</sup>Vsebuje Albanijo, Belorusijo, Bosno in Hercegovino, Bolgarijo, Hrvaško, Češko Republiko, Estonijo, Madžarsko, Kosovo, Latvijo, Litvo, Poljsko, Romunijo, Rusijo, Srbijo (podatki so za Srbijo in Črno goro), Slovaško, Slovenijo in Ukrajino.

Vir: RZB Group (2006).

Izpostavljenost slovenskih bank nenadni ustavitvi financiranja iz tujine je bila testirana s spremembami likvidnostnega količnika. Ta test izjemnih situacij ocenjuje spremembo likvidnostnega količnika (ki je opredeljen kot razmerje med likvidnimi sredstvi ter obveznostmi do bank in kratkoročnimi obveznostmi do nebančnega sektorja) in dobička pred obdavčitvijo z dvema scenarijema – zmanjšanjem obveznosti do tujih bank za 20 in 100 odstotkov. Zmanjšanju obveznosti do tujih bank sledi prilagoditev na strani aktive v skladu z likvidnostnim količnikom. Stres test, odvisno od

likvidnostnih potreb in razpoložljivih likvidnih sredstvih, kaže, ali morajo banke zmanjšati svojo kreditno dejavnost. Vendar pa lahko ta test nekoliko podceni učinek nenadnih ustavitvev financiranja iz tujine, ki lahko povzročijo posledice za celotno gospodarstvo.

Tabela 6: Rezultati stres testa likvidnosti: bilančne postavke (dejanske in po scenarijih)

(v mrd EUR)	Dejanske					Umik virov iz tujine za 20%				Umik virov iz tujine za 100%				
	Skupaj		Domače banke		Tuje banke	Skupaj		Domače banke		Tuje banke	Skupaj		Domače banke	
	Dec. 05	Sep. 06	Velike	Majhne		Velike	Majhne	Velike	Majhne		Velike	Majhne		
Terjatve	36,4	32,4	21,5	3,4	7,5	30,6	20,5	3,4	6,7	23,3	16,6	3,3	3,4	
terjatve do bank	3,6	3,2	2,1	0,4	0,8	1,6	1,1	0,3	0,2	0,3	0,0	0,2	0,0	
gotovina	0,6	0,5	0,4	0,1	0,1	0,5	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	
dolžniški instrumenti primerni za refinanciranje pri CB	6,9	5,1	3,5	0,6	0,9	5,0	3,5	0,6	0,8	1,8	1,2	0,6	0,0	
vrednostni papirji za trgovanje	2,0	1,4	1,0	0,2	0,2	1,4	1,0	0,2	0,2	1,1	0,9	0,2	0,0	
kratkoročne terjatve do NBS	6,5	6,4	4,3	0,9	1,2	6,4	4,3	0,9	1,2	5,6	4,3	0,9	0,4	
druge terjatve	16,7	15,8	10,2	1,3	4,3	15,8	10,2	1,3	4,3	14,5	10,2	1,3	3,0	
Obveznosti														
obveznosti do tujih bank	9,8	9,2	4,9	0,2	4,1	7,3	3,9	0,1	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	
obveznosti do domačih bank	0,6	0,7	0,3	0,3	0,1	0,7	0,3	0,3	0,1	0,7	0,3	0,3	0,1	
kratkoročne obveznosti do NBS	9,5	8,2	5,8	1,1	1,3	8,2	5,8	1,1	1,3	8,2	5,8	1,1	1,3	
druge obveznosti	16,4	14,4	10,5	1,9	2,0	14,4	10,5	1,9	2,0	14,4	10,5	1,9	2,0	
Obveznosti do tujih bank/BV	0,3	0,3	0,2	0,1	0,5	0,2	0,2	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	
Likvidnostni količnik	1,0	0,9	1,0	1,4	0,6	0,9	1,0	1,4	0,5	0,9	1,0	1,4	0,3	

Vir: Banka Slovenije

Banke v večinski tuji lasti so najbolj izpostavljene do ukinitve financiranja iz tujine. Približno polovica vseh terjatev in obveznosti v slovenskem bančnem sistemu je kratkoročnih. Delež kratkoročnih obveznosti, zagotovljenih iz tujine, znaša 40 odstotkov pri domačih bankah in tri četrtine pri bankah v večinski tuji lasti. Zaradi tega imajo manjše banke najugodnejši likvidnostni količnik, medtem ko je za banke v večinski tuji lasti ta nižji. To je lahko posledica vloge bank v večinski tuji lasti, ki prenašajo sredstva iz svojih matičnih bank v dolgoročna posojila v Sloveniji. Stres test, ki predpostavlja, da je mogoče kratkoročna sredstva unovčiti brez težav, kaže, da lahko domače banke vzdržijo popoln umik financiranja iz tujine brez likvidnostnih težav. Nasprotno pa so banke v večinski tuji lasti, ki so odvisne od financiranja iz tujine, bolj izpostavljene. Ob popolnem umiku bi imele banke v večinski tuji lasti težave zaradi nezadostne likvidnosti in bi morale unovčiti svoja dolgoročna sredstva. Vendar pa scenarij stres testa predpostavlja, da matične institucije ne bi podprle svojih hčerinskih družb, kar je malo verjetno.

Tabela 7: Vpliv likvidnostnega šoka na dobiček

	Tehtan obrestni razmik (v %)	Dobiček		Sprememba dobička (mio EUR)
		pred šokom (mio EUR)	po šoku (mio EUR)	
Umik finančnih virov iz tujine za 20%				
velike domače banke	4,25	238	196	-42
majhne domače banke	2,71	38	38	0
banke v večinski tuji lasti	3,03	29	4	-25
Skupaj	3,67	300	234	-67
Umik finančnih virov iz tujine za 100%				
velike domače banke	4,25	238	29	-209
majhne domače banke	2,71	38	33	-4
banke v večinski tuji lasti	3,03	29	-96	-125
Skupaj	3,67	300	-33	-338

Vir: Banka Slovenije

Banke v večinski tuji lasti so najbolj izpostavljene nenadnim ustavitvam financiranja iz tujine, pri čemer večji šok povzroči veliko izgubo dohodka. Pri 20-odstotnem zmanjšanju obveznosti do bank v tujini bi šest od devetih bank v večinski tuji lasti imelo izgube. Pri popolnem umiku bi imele izgube vse banke v večinski tuji lasti in dve veliki domači banki.

Če vključimo povratne učinke, bi likvidnostni šok onesposobil tudi večje domače banke. Trenutni test predpostavlja, da lahko banke izberejo unovčenje medbančnih posojil, pri tem pa ni upoštevan učinek na bilanco nasprotne strani. Ob popolnem umiku financiranja iz tujine bi bilo popolno unovčenje vseh medbančnih terjatev verjetno nerealistično, saj bi

to preneslo šok v valovih po vsem bančnem sistemu. Če upoštevamo povratne učinke unovčenja vseh medbančnih posojil, bi večje domače banke ostale brez zadostne likvidnosti.

Analiza kaže, da je likvidnostno tveganje v Sloveniji nizko. Čeprav test kaže na določeno izpostavljenost šoku nenadne ustavitve financiranja iz tujine, je malo verjetno, da bi se v Sloveniji lahko zgodil. Tuje banke bi zaradi šoka v Jugovzhodni Evropi sicer lahko zmanjšale izpostavljenost v regiji, vendar pa bi verjetno pri Sloveniji, glede na njeno članstvo v evroobmočju in EU, ravnale drugače. Poleg tega je izpostavljenost Slovenije do Jugovzhodne Evrope še vedno prenizka, da bi lahko pomenila večje skrbi za njen bančni sistem. To pa ne pomeni, da na Slovenijo, zaradi njene velike odvisnosti od zadolževanja v tujini pri omejenem številu virov, zmanjšanje kreditov iz tujine ne bi vplivalo. Z razpršitvijo virov financiranja bi torej bolje razporedili tveganja in zmanjšali izpostavljenost likvidnostnemu tveganju.

## Sklep

Čeprav kaže, da so v Sloveniji izpostavljenosti različnim tveganjem zaradi izpostavljenosti do tujine omejena, je treba zaradi večanja čezmejnega poslovanja dogajanje pozorno spremljati. Kljub povečanju odvisnosti od financiranja v tujini je zadolževanje v tujini razpršilo vire financiranja in zmanjšalo neuskkljenost ročnosti aktive in pasive, s čimer se je zmanjšala izpostavljenost obrestnemu tveganju. Velik porast kreditiranja tujine je ublažil pritisk na marže slovenskih bank, vendar hkrati povečal kreditno tveganje. Čeprav ostaja ta izpostavljenost kot celota majhna, trenutne rezervacije teh tveganj ne pokrivajo nujno v celoti. Možno poslabšanje kakovosti posojil v tujini po koncu zdajšnjega obdobja visoke rasti kreditov v Jugovzhodni Evropi, bi lahko zmanjšalo dobičke bank. Kljub koncentraciji virov financiranja na le nekaj držav v Evropi, ki so izpostavljene tudi drugod v Vzhodni Evropi, in velikega učinka nenadnih zaustavitev oziroma umika virov iz tujine ocenjenega s stres testi, ostajajo, upoštevajoč članstvo Slovenije v evroobmočju, tveganja okužbe majhna.

Pozorno spremljanje, zlasti kreditnega tveganja, in širše zastavljeni stres testi lahko prispevajo k razumevanju tveganj čezmejnega kreditiranja in zadolževanja. Analiza kreditnega tveganja je omejena z razpoložljivostjo podatkov in bolj na splošno morda tudi zaradi blažjih predpostavk. Boljše informacije o kakovosti posojil nerezidentom in podatki o kreditnem portfelju podružnic slovenskih bank v tujini bi omogočali boljšo opredelitev izpostavljenosti bank do držav Jugovzhodne Evrope ter valutne strukture kreditiranja in zadolževanja v tujini. Podrobnejše informacije o kakovosti posojil nerezidentom in kreditnem portfelju hčerinskih družb slovenskih bank v tujini so potrebni tudi za spremljanje ustreznosti rezervacij.<sup>6</sup> Stres teste bi lahko potem še razširili, tako da bi analizirali scenarij, ki povezuje nenadno zmanjšanje financiranja iz tujine in istočasno poslabšanje kakovosti posojil danih tujini, vključno s posojili hčerinskim družbam slovenskih bank v tujini.

Pri odkrivanju izpostavljenosti bo še naprej pomembno čezmejno sodelovanje nadzornikov. Sodelovanje nadzornikov različnih držav EU je lahko merilo za vzpostavitev enakih pogojev poslovanja za tuje banke, dejavne v državah zunaj EU.<sup>7</sup> Sporazumi o sodelovanju lahko poleg čezmejne izmenjave informacij med agencijami vključujejo tudi preprečevanje kriz.<sup>8</sup>

<sup>6</sup> Priporočila FSAP 2004 so že opozorila, da bi bilo treba bančni nadzor bolj osredotočiti na tveganja ter zagotoviti ustrezno vrednotenje tveganj in oblikovanja rezervacij. Poleg tega bi morali nadzorniki ugotoviti, kako se lahko pri obravnavi tveganj uporabijo instrumenti bonitetnega nadzora, vključno s politikami oblikovanja rezervacij.

<sup>7</sup> Glej Belaisch in drugi (2001).

<sup>8</sup> Glej MDS (2007).

## **PRILOGA**

### **Stres testi z obrestno mero kot dejavnikom tveganja**

Uporabljeni šok obrestne mere – začasno zvišanje obrestne mere za 2,4 odstotne točke – ustreza dvema standardnima odklonoma odstopanja v zadnjih enajstih letih in pol. Scenarij predvideva, da sta dve glavni referenčni obrestni meri, donos za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise in enoletni EURIBOR, v štirih zaporednih četrtletjih (4. četrtletje 2006–3. četrtletje 2007) višji za 2,4 o.t. glede na osnovni scenarij, nato pa se vrmeta na prejšnjo raven. Učinek na neto obrestne prihodke izračunavamo prek učinka na bilančne kategorije ob upoštevanju povprečnega obdobja spremembe aktivnih in pasivnih obrestnih mer. Za druge vhodne spremenljivke so upoštevane napovedi iz Projekcij gospodarskih gibanj, ki temeljijo na strukturnem modelu Banke Slovenije in so bile objavljene v Poročilu o denarni politiki, iz oktobra 2006.

Iz stres testa sledi, da šok obrestnih mer zmanjša povpraševanje po posojilih in spodbuja varčevanje, čeprav z zamikom in zakasnelim prenosom višjih obrestnih mer na vloge. Po eni strani se nebančni sektor na dvig obrestnih mer odzove z zmanjšanjem najemanja novih posojil. Tako je stopnja rasti posojil nebančnemu sektorju v primerjavi z osnovnim scenarijem v letu 2006 nižja za 0,4 odstotne točke. Rast skupne vrednosti sredstev sledi rasti posojil nebančnemu sektorju. Tekoča posojila potrebujejo več časa, da se prilagodijo novim razmeram, zato se večina učinka višjih obrestnih mer pokaže šele v letu 2007. Po drugi strani pa višje obrestne mere spodbujajo varčevanje, čeprav z zamikom. Ob večjem dvigu obrestnih mer bi nebančni sektor razpoložljivi dohodek raje kot v vloge usmeril v predčasno poplačilo obstoječih posojil. Višje obrestne mere bi lahko spodbudile prenos sredstev iz alternativnih naložb v bančne vloge, čeprav do te preusmeritve ne pride takoj in je le delna.

V drugem testu se predvideva, da pride v četrtem četrtletju leta 2006 do šoka znižanja obrestne marže za 0,5 odstotne točke, do preobrata pa eno leto pozneje. V nasprotju s stres testom za obrestne mere je šok obrestne marže modeliran tako, da vpliva le na obrestne odhodke, medtem ko šok obrestnih mer vpliva na obrestne odhodke in prihodke. Predpostavlja se, da šok marž ne vpliva na strukturo bilance. Znižanje obrestne marže poskuša posnemati dvig stroška financiranja iz tujine. Temu ustrezen dvig tujih obrestnih mer bi bil najvišji v prvem četrtletju šoka in bi znašal 2,3 odstotne točke. V naslednjih četrtletjih se obrestna mera zaradi baznih učinkov dvigne v manjši meri (2 odstotni točki v drugem četrtletju, 1,9 v tretjem in 1,8 v četrtem četrtletju).

### **Stres testi z likvidnostjo kot dejavnikom tveganja**

Likvidnostni količnik je opredeljen kot razmerje med likvidnimi sredstvi ter obveznostmi do bank in kratkoročnimi obveznostmi do nebančnega sektorja. Likvidna sredstva so na podlagi Boss in drugi (2004) opredeljena kot vsota medbančnih sredstev, gotovinskih rezerv, državnih obveznic na razpolago za prodajo, dolžniških instrumentov in lastniških vrednostnih papirjev, namenjenih trgovanju, ter drugih kratkoročnih sredstev nebančnega sektorja. Obveznosti so opredeljene kot vsota obveznosti do tujih bank, obveznosti do domačih bank in kratkoročnih obveznosti do nebančnega sektorja.<sup>9</sup>

Likvidnostni šok predpostavlja, da tuje banke ustavijo svoje kratkoročno financiranje in prisilijo slovenske banke, da unovčijo svoja kratkoročna sredstva. Ko se zmanjšajo kratkoročne obveznosti do tujih bank, se stran terjatev prilagodi najprej z unovčenjem večine likvidnega premoženja, nato pa se zmanjša dolgoročno kreditiranje. Dobiček se odvisno od potrebe po zmanjšanju kratko- in dolgoročnih kreditiranja izračuna na podlagi trenutnih tehtanih obrestnih marž.

<sup>9</sup> Glej Boss in drugi (2004).

## **Literatura**

- Banka Slovenije, 2006, *Poročilo o finančni stabilnosti*, maj 2006.
- Banka Slovenije, 2006, *Poročilo o denarni politiki*, oktober 2006.
- Belaisch, A., Kodres, L., Levy, J., and Ubide, A., 2001, „Euro-Area Banking at the Crossroads,“ IMF Working Paper No. 01/28. (Washington: International Monetary Fund).
- Boss, M., G. Krenn, M. Schwaiger M., and W. Wegschaider, 2004, „Stress Testing the Austrian Banking System,“ Bank-Archiv, Austrian Society for Bank-Research, ÖBA 11/2004, str. 841–56.
- International Monetary Fund, 2004, FSSA Update, IMF Country Report No. 04/137 (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund, 2007, Global Financial Stability Report, April 2007, Chapter III (Washington: International Monetary Fund).



## **TVEGANOST POSOJIL V ŠVICARSKIH FRANKIH**

mag. Tatjana Šuler<sup>1</sup>

### **POVZETEK**

*V Sloveniji se je obseg posojil v švicarskih frankih v letu 2006 več kot podvojil, visoka rast se nadaljuje tudi v prvih mesecih leta 2007. Predvsem gospodinjstva so pripravljena prevzeti večje tveganje, medtem ko so nefinančne družbe pri odnosu do posojil v švicarskih frankih veliko bolj konzervativne. Ocenjujemo, da gospodinjstva svoje odločitve o najemu posojil sprejemajo zgolj na podlagi primerjave trenutne višine obrestnih mer in obroka posojila in ne upoštevajo dejstva, da so posojila, vezana na tečaj švicarskega franka, izpostavljena obrestnemu in tečajnemu tveganju. Na podlagi narejenih simulacij je razvidno, da lahko pri majhni verjetnosti postane obrok posojila v švicarskih frankih že ob ponovni določitvi referenčne obrestne mere (večinoma čez šest mesecev) večji kot obrok posojila v evrih, precej večji je lahko zato tudi celoten znesek poplačila posojila. Da bi bili posojilojemalci v večji meri zavarovani pred tečajnim in obrestnim tveganjem, bi morale biti razmerje med obrokom posojila in prejemki posojilojemalca ob odobritvi pri posojilih v švicarskih frankih precej nižje kot pri posojilih v evrih. Smiselno bi bilo, da posojilojemalec najame posojilo le do višine, pri kateri je kreditno sposoben, tudi če bi najel enako posojilo v evrih, to je v enaki višini in pod pogoji, kot veljajo za posojila v evrih. To bi mu zagotavljalo, da bi lahko ob neugodnem gibanju tečaja ali referenčne obrestne mere poplačal obstoječe posojilo z najetjem novega posojila v evrih. Za posojilo v evrih bo imel naravno varovanje, ker bo imel prihodke v valuti posojila in ne bo izpostavljen tečajnemu tveganju. Z manjšo volatilitnostjo referenčne obrestne mere EURIBOR v primerjavi z LIBOR na švicarski frank je pri posojilu v evrih manjša tudi izpostavljenost obrestnemu tveganju.*

### **SUMMARY**

*In Slovenia the amount of loans in Swiss francs more than doubled in 2006, with accelerated growth continuing in the first months of 2007. As a rule, households are prepared to assume greater risk, while the attitude of non-financial corporations to loans in Swiss francs is more conservative. Our assessment is that households base their decisions for taking out loans solely by comparing current interest rates and loan instalments and do not take into account the fact that loans linked to the Swiss franc exchange rate are exposed to interest rate and foreign exchange risk. Based on simulations it is evident that, given a low probability, loan instalments for loans in Swiss francs could be higher than loan instalments for loans in euros when the reference interest rate is repriced (usually after six months). This could also mean a considerably higher loan repayment amount. For borrowers to be protected to a greater extent against foreign exchange and interest rate risks, the loan to income ratio should be considerably lower for loans in Swiss francs than for loans in euros. It would therefore make sense that a borrower takes out a loan up to an amount for which he/she has the same credit capacity for an equal loan in euros (i.e. in the same amount and under the same conditions valid for loans in euros). This would enable a borrower to repay an existing loan by taking out a new loan in euros in the event of unfavourable fluctuations of exchange rates and interest rates. A loan in euros would be naturally hedged; a borrower having income in the same currency as the loan would not be exposed to currency risk. A loan in euros is also less exposed to interest rate risk given that the EURIBOR reference interest rate is less volatile compared to the LIBOR for Swiss francs.*

---

<sup>1</sup> Banka Slovenije



## Uvod

V zadnjih dveh letih se v Sloveniji zelo hitro povečuje obseg posojil vezanih na tečaj švicarskega franka. Rast posojil nebančnemu sektorju v švicarskih frankih oziroma z valutno klavzulo na švicarski frank je v letu 2006 dosegla 108%. Samo v prvih treh mesecih leta 2007 se je obseg teh posojil povečal še za dodatnih 18% in tako ob koncu marca 2007 dosegel 1 mrd EUR oziroma 5% vseh posojil nebančnemu sektorju. Delež posojil, vezanih na tečaj švicarskega franka, je še posebno visok pri stanovanjskih posojilih gospodinjstvom in je marca 2007 znašal že 22,4%.

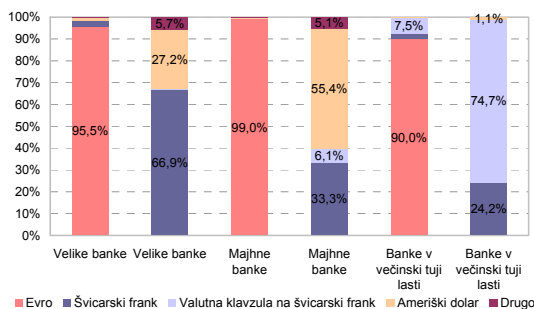
Ker so slovenska gospodinjstva v preteklosti od deviznih posojil najemala predvsem posojila v evrih, tečaj evra pa je bil v zadnjih dveh letih zelo stabilen, tudi v preteklih obdobjih pa relativno predvidljiv, je zavedanje tečajnega tveganja pri nas lahko manjše kot v državah z drsečim režimom deviznega tečaja. Čeprav po drugi strani tudi v državah z izkušnjami z velikimi nihanji tečaja ugotavljajo, da so posojilojemalci pripravljene najeti posojilo v tuji valuti brez dodatnega zavarovanja, še zlasti če se pričakuje apreciacija domače valute in je razlika v obrestnih merah dovolj ugodna. Tudi v Sloveniji sta višina obrestne mere in višina obroka ob odobritvi posojila glavna dejavnika pri sprejemanju odločitev o najemu posojila, pri tem pa se pozablja na tečajno in obrestno tveganje. Zaradi spremembe referenčne obrestne mere in tečaja se lahko že v nekaj mesecih obrok posojila v švicarskih frankih močno poveča, poslabša kreditna sposobnost posojilojemalca in kvaliteta posojila.

V nadaljevanju so predstavljene simulacije najetja posojila v evrih in švicarskih frankih. Ocenjen je učinek spremembe tečaja in referenčnih obrestnih mer na obrok posojila, kreditno sposobnost stranke in celoten znesek plačila posojila. Ker se s podobno situacijo kot Slovenija soočajo tudi nekatere druge države EU, so predstavljene tudi izkušnje teh držav na področju posojil v tuji valuti oziroma posojil v švicarskih frankih. Povzete so ugotovitve neformalne skupine enajstih držav, ki je analizirala razmere na področju posojil v tuji valuti, tveganja, ki se ob tem pojavljajo, kako se pred tveganji zavaruje nebančni sektor in kako banke ter kaj lahko stori centralna banka oziroma nadzorne institucije za zmanjšanje sistemskega tveganja, vezanega na posojila v tuji valuti.

## Valutna struktura posojil

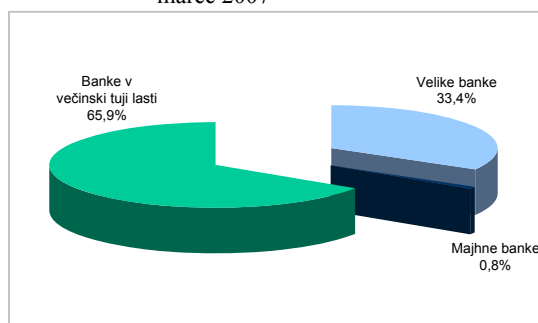
Po uvedbi evra se je izpostavljenost bank in nebančnega sektorja tečajnemu tveganju občutno zmanjšala. Delež posojil nebančnemu sektorju v tuji valuti se je s približno 55% zmanjšal na okrog 6%. Vendar postajajo ob tem vse pomembnejša posojila, vezana na tečaj švicarskega franka. Upoštevajoč tudi posojila z valutno klavzulo, je znašal delež posojil, vezanih na tečaj švicarskega franka, v marcu 2007 84,5% vseh posojil nebančnemu sektorju, ki so vezana na gibanje tečajev drugih valut. Zadolževanje v švicarskih frankih je zanimivo predvsem zaradi nižjih referenčnih obrestnih mer. Kljub višjim pribitkom na referenčne obrestne mere je skupna obrestna mera zadolževanja v švicarskih frankih še vedno nižja kot pri posojilih v evrih.

Slika 1: Valutna struktura posojil nebančnemu sektorju po skupinah bank za marec 2007



Vir: Banka Slovenije

Slika 2: Tržni deleži posameznih skupin bank v strukturi posojil nebančnemu sektorju, vezanih na tečaj švicarskega franka, za marec 2007



Vir: Banka Slovenije

Pri ponudbi posojil v švicarskih frankih oziroma posojilih z valutno klavzulo na švicarski frank so najaktivnejše banke v večinski tuji lasti. Pri bankah v domači lasti imajo pomemben delež tudi posojila v ameriških dolarjih, medtem ko so pri bankah v večinski tuji lasti skoraj vsa posojila v tuji valuti oziroma z valutno klavzulo vezana na tečaj švicarskega franka. Pri bankah v večinski tuji lasti predstavljajo posojila, vezana na tečaj švicarskega franka, po podatkih za marec 2007 10% celotnega obsega posojil nebančnemu sektorju, medtem ko pri velikih bankah le 3%. V celotni strukturi posojil nebančnemu sektorju, vezanih na tečaj švicarskega franka, je v marcu 2007 delež bank v večinski tuji lasti znašal skoraj 66%, delež velikih bank 33,4%, medtem ko je bil delež majhnih bank zanemarljiv.

Tabela 1: Valutna struktura vseh posojil nebančnemu sektorju ter posojil nebančnemu sektorju v tuji valuti in z valutno klavzulo, struktura po sektorjih ob koncu let 2005 in 2006 ter marca 2007

	Nefinančne družbe		DFO		Država		Gospodinjstva		Skupaj	
	Vsa posojila	Posojila v tuji valuti	Vsa posojila	Posojila v tuji valuti	Vsa posojila	Posojila v tuji valuti	Vsa posojila	Posojila v tuji valuti	Vsa posojila	Posojila v tuji valuti
<b>2005</b>										
Tolar in evro	96.9%		90.3%		97.9%		94.2%		95.9%	
Švicarski frank	1.4%	43.6%	2.5%	25.7%	0.6%	31.1%	0.1%	2.2%	1.1%	26.2%
Valutna klavzula na CHF	0.4%	12.4%	0.1%	1.4%	0.3%	14.7%	5.7%	97.8%	1.7%	41.6%
Ameriški dolar	1.3%	42.1%	6.5%	67.6%	1.1%	54.2%	0.0%	0.0%	1.3%	30.5%
Drugo	0.1%	2.0%	0.5%	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%
<b>2006</b>										
Tolar in evro	96.5%		91.5%		97.4%		89.4%		94.4%	
Švicarski frank	1.9%	54.5%	3.9%	45.9%	0.3%	12.7%	2.8%	26.3%	2.2%	39.5%
Valutna klavzula na CHF	0.5%	14.9%	0.3%	3.6%	1.1%	43.5%	7.8%	73.6%	2.4%	41.9%
Ameriški dolar	0.9%	27.2%	3.2%	38.1%	1.1%	43.9%	0.0%	0.0%	0.9%	15.8%
Drugo	0.1%	3.4%	1.0%	12.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.8%
<b>mar.2007</b>										
Evro	96.4%		90.6%		96.8%		88.5%		94.0%	
Švicarski frank	2.1%	59.6%	5.2%	54.8%	0.3%	10.1%	3.0%	25.8%	2.5%	42.3%
Valutna klavzula na CHF	0.5%	15.2%	0.3%	3.1%	1.6%	50.7%	8.5%	74.2%	2.5%	42.2%
Ameriški dolar	0.8%	22.0%	3.0%	31.9%	1.2%	39.2%	0.0%	0.0%	0.8%	13.0%
Drugo	0.1%	3.2%	1.0%	10.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%

Vir: Banka Slovenije

Poleg tega obstajajo tudi precejšnje razlike v valutni strukturi posojil po sektorjih. Pripravljenost gospodinjstev na prevzete tečajnega tveganja je zelo velika, medtem ko so nefinančne družbe pri odnosu do posojil v švicarskih frankih precej bolj konzervativne. Tako je v strukturi posojil nefinančnim družbam in državi po podatkih za marec 2007 več kot 96% posojil, vezanih na evro, medtem ko je pri gospodinjstvih takih posojil le 88,5%, kar je manj kot pri drugih finančnih organizacijah (DFO). Prav pri gospodinjstvih se je delež posojil, vezanih na tečaje tujih valut, najbolj povečal, v primerjavi s koncem leta 2005 je bil v marcu 2007 višji za 5,7 odstotne točke. Vsa posojila gospodinjstev v tuji valuti oziroma z valutno klavzulo so vezana na tečaj švicarskega franka, s tem da se zmanjšuje delež posojil, vezanih na valutno klavzulo, in se na ta račun povečuje delež posojil v čisti valuti. Tudi pri preostalih sektorjih je v primerjavi s podatki za leto 2005 opaziti spreminjanje valutne strukture posojil, vezanih na tečaje tujih valut. Povečuje se delež posojil, vezanih na tečaj švicarskega franka, predvsem na račun zmanjševanja deleža posojil v ameriških dolarjih.

Še opaznejše so razlike v valutni strukturi novih posojil. Med novimi posojili, ki so jih banke v letu 2006 odobrile gospodinjstvom, je bilo kar 13,4% posojil vezanih na tečaj švicarskega franka, medtem ko je bilo med novo odobrenimi posojili nefinančnim družbam in DFO takih posojil le 2,7%.

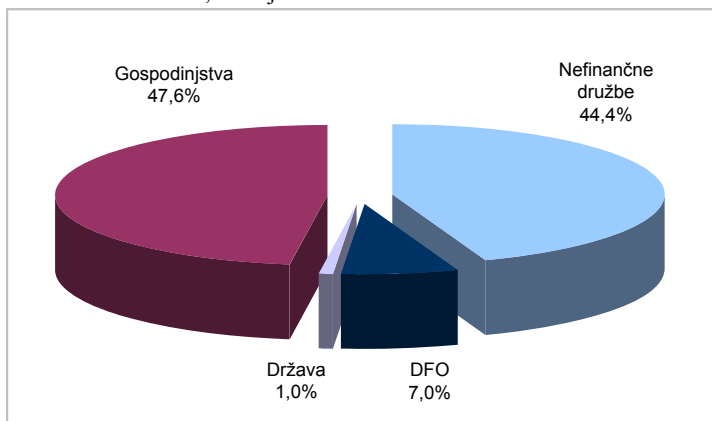
Tabela 2: Valutna struktura novih posojil nebančnemu sektorju in novih posojil nebančnemu sektorju v tuji valuti, struktura po sektorjih za novo odobrena posojila v letu 2006 in v prvih treh mesecih 2007

	Nefinančne družbe		DFO		Država		Gospodinjstva		Skupaj	
	Nova posojila	Nova posojila v tuji valuti	Nova posojila	Nova posojila v tuji valuti	Nova posojila	Nova posojila v tuji valuti	Nova posojila	Nova posojila v tuji valuti	Nova posojila	Nova posojila v tuji valuti
<b>2006</b>										
Tolar in evro	96,2%		87,7%		99,0%		86,5%		93,9%	
Švicarski frank	2,4%	62,8%	2,5%	20,0%	0,4%	36,7%	2,1%	15,9%	2,3%	37,3%
Valutna klavzula na CHF	0,3%	8,5%	0,2%	1,7%	0,6%	63,3%	11,3%	83,8%	2,0%	32,5%
Ameriški dolar	1,0%	25,6%	7,2%	58,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	1,5%	24,3%
Drugo	0,1%	3,0%	2,4%	19,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,4%	5,8%
<b>jan-mar 2007</b>										
Evro	97,5%		88,6%		99,0%		86,6%		95,1%	
Švicarski frank	1,9%	74,9%	6,1%	53,7%	0,0%	0,5%	3,7%	27,5%	2,6%	51,9%
Valutna klavzula na CHF	0,2%	8,4%	0,0%	0,0%	1,0%	99,5%	9,7%	72,3%	1,4%	28,8%
Ameriški dolar	0,4%	15,2%	4,3%	38,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,8%	16,4%
Drugo	0,0%	1,5%	1,0%	8,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	2,9%

Vir: Banka Slovenije

Gospodinjstva so imela v strukturi vseh novih posojil v švicarskih frankih oziroma z valutno klavzulo na švicarski frank, ki so jih banke v letu 2006 odobrile nebančnemu sektorju, največji delež, ta je znašal 47,6%, medtem ko je znašal delež nefinančnih družb 44,4%.

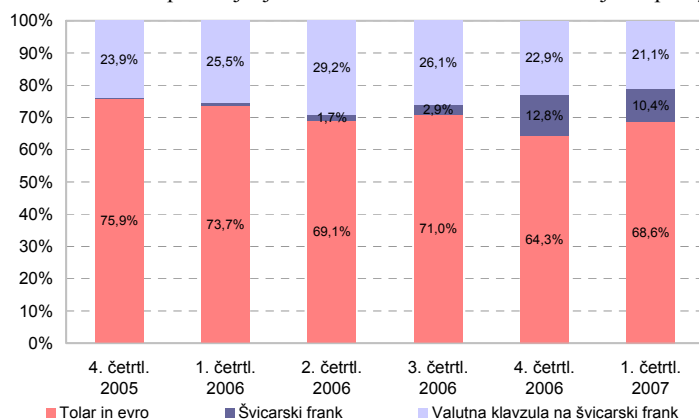
Slika 3: Delež posameznih sektorjev v strukturi posojil v švicarskih frankih ali z valutno klavzulo na švicarski frank, ki so jih banke odobrile v letu 2006



Vir: Banka Slovenije

Gospodinjstva najemajo v švicarskih frankih zlasti dolgoročna posojila za stanovanjske namene. Ob koncu marca 2007 je znašal obseg stanovanjskih posojil v švicarskih frankih oziroma z valutno klavzulo na švicarski frank 454 mio EUR, to je 22,4% vseh stanovanjskih posojil. Med novo odobrenimi stanovanjskimi posojili je delež posojil, vezanih na tečaj švicarskega franka, še večji. V povprečju je bilo leta 2006 med novimi stanovanjskimi posojili 30,9% posojil vezanih na tečaj švicarskega franka, medtem ko je v zadnjem četrtletju leta 2006 ta delež dosegel celo 35,7%.

Slika 4: Spreminjanje valutne strukture novih stanovanjskih posojil gospodinjstvom



Vir: Banka Slovenije

Na podlagi predstavljenih primerjav je razvidno, da je ocena nefinančnih družb glede tveganosti in prednosti posojil v švicarskih frankih precej bolj konzervativna kot ocena gospodinjstev. Razlike v strukturi kažejo, da se gospodinjstva premalo zavedajo tveganj, ki jih prevzemajo, in se odločajo samo na podlagi trenutne višine obrestnih mer in višine obroka ob odobritvi posojila. Na premajhno zavedanje tveganj kaže dejstvo, da se delež posojil v švicarskih frankih najhitreje povečuje na segmentu stanovanjskih posojil, kjer se zaradi zelo dolge ročnosti in zelo velike višine posojila vsaka razlika v višini obrestne mere še posebno močno odrazi. Anuitetni načrti, ki so predstavljeni posojilojemalcem, pokažejo le stroške posojila pri trenutni višini obrestne mere in tečaja, ne upoštevajo pa možnosti spremembe teh dejavnikov in njihovega vpliva na višino obroka in celotno posojilo.

Na neugodna gibanja obrestnih mer ali deviznega tečaja se lahko gospodinjstva odzovejo predvsem s spreminjanjem svojih odločitev glede najemanja novih posojil ali s poplačilom manjših, predvsem potrošniških posojil. Pri že najetih stanovanjskih posojilih imajo zaradi višine posojila še zlasti v primerjavi s prejemi le malo možnosti za bistveno spreminjanje načina financiranja. Pojavljajo se posojila z možnostjo prehoda iz ene v drugo valuto, večinoma pa banke ponujajo strankam ob neugodnem gibanju deviznega tečaja le poplačilo starega posojila z najemom novega posojila v drugi valuti in kritjem s tem povezanih stroškov. Ob neugodnem gibanju tečaja oziroma referenčne obrestne mere lahko posojilojemalec zaprosi tudi za reprogramiranje dolga, to je podaljšanje ročnosti oziroma začasno znižanje obroka posojila, vendar tudi to prinaša dodatne stroške.

Pomembno pri posojilih v švicarskih frankih je dejstvo, da posojilojemalci običajno nimajo prihodkov v valuti posojila. Banke gospodinjstvom ne ponujajo izvedenih finančnih instrumentov zavarovanja pred tečajnim in obrestnim tveganjem oziroma se gospodinjstva zaradi stroškov in nepoznavanja zanje ne odločajo.

Tveganja, ki izhajajo iz najetja posojila v švicarskih frankih, bremenijo predvsem gospodinjstva. Banke so pred temi tveganji dobro zavarovane. Zaradi zaprtosti njihovih deviznih pozicij v švicarskih frankih in izenačenosti deležev obrestno občutljive aktive in pasive, vezane na referenčno obrestno mero LIBOR na švicarski frank, je neposredna izpostavljenost bank tečajnemu in obrestnemu tveganju iz naslova postavk v švicarskih frankih relativno majhna. Večja je posredna izpostavljenost, ker bi se ob neugodnih gibanjih, ki bi zmanjšala sposobnost nebančnega sektorja in posebej gospodinjstev, da redno poravnava svoje obveznosti do bank, pri bankah povečalo kreditno tveganje, vendar glavno breme tveganj nosijo v primeru posojil v švicarskih frankih gospodinjstva.

Namen tega sestavka je predvsem spodbuditi razmislek o tveganjih. Odločitev za najetje posojila, vezanega na tečaj švicarskega franka, je lahko povsem na mestu, če se posameznik zaveda, prvič, da je posojilo v švicarskih frankih bolj tvegano kot posojilo v evrih. Drugič, je seznanjen s tveganji, ki jih ob takem posojilu prevzema. Tretjič, se zaveda svojega odnosa do tveganj, je po naravi bolj konzervativen ali pripravljen prevzeti tudi bolj tvegane odločitve. Četrtič, pozna in spremlja gibanja na finančnih trgih, in petič, mu razlika v višini obrestnih mer med posojilom v evrih in švicarskih frankih pokriva njegovo oceno večje tveganosti slednjih.

Močnejše zavedanje posojilojemalcev glede tveganj, ki jih prevzemajo z najetjem posojila v valuti, ki ni valuta njihovih prejemkov, bi preprečilo, da bi bili ob neugodnem gibanju obrestnih mer in tečaja povsem nepripravljeni in ne bi bili seznanjeni z dejstvom, da so tem tveganjem tudi sami izpostavljeni. Večje zavedanje tveganj bi vodilo tudi do tega, da pogovori posojilojemalcev z bančnimi uslužbenci ob najemanju novih posojil ne bi tekli samo o višini obrestnih mer, temveč bi se posojilojemalci že ob sklenitvi kreditne pogodbe zavedali, na katera tveganja morajo biti pozorni, kaj lahko stori ob neugodnih gibanjih na finančnih trgih in kako se lahko zavarujejo pred različnimi tveganji.

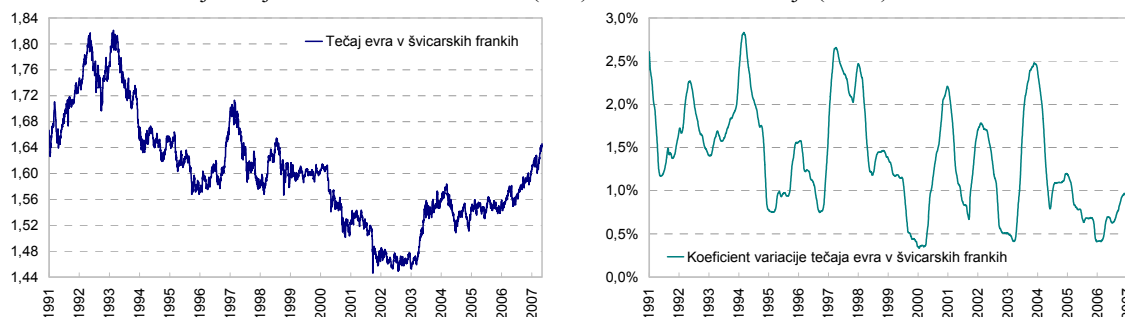
## Tveganja, povezana z najemanjem posojil v švicarskih frankih

Bistveno je zavedanje, da posojila v švicarskih frankih vsebujejo tečajno in obrestno tveganje. Višino obrestne mere in tečaja pozna posojilojemalec ob najetju posojila, tveganje je povezano z volatilnostjo teh dveh dejavnikov, torej z vprašanjem verjetnosti in višine spremembe tečaja in obrestne mere v obdobju odplačevanja posojila.

Medtem ko posojila v evrih niso izpostavljena tečajnemu tveganju, se lahko pri posojilih v švicarskih frankih višina tečaja spremeni. Čeprav ima švicarski frank sloves stabilne valute, za gibanjem tečaja švicarskega franka in referenčnih obrestnih mer na to valuto stoji denarna in tečajna politika, ki ni odvisna od politike ECB.

Koeficient variacije<sup>2</sup>, ki meri volatilnost, se je za tečaj evra v švicarskih frankih med letoma 1991 in 2007 večinoma gibal v pasu med 0,5% in 2,5%, v povprečju celotnega obdobja je znašal 1,4% in se od začetka leta 2006 spet povečuje.

Slika 5: Gibanje tečaja evra v švicarskih frankih (levo) ter koeficient variacije (desno)



Opomba: Prikazan je tečaj evra v švicarskih frankih. Rast tečaja pomeni apreciacijo evra glede na švicarski frank oziroma, merjeno v evrih, zmanjšanje višine obroka posojila, vezanega na tečaj švicarskega franka.

Vir: Banka Slovenije, BuBa, Bloomberg, BBA, lastni preračuni

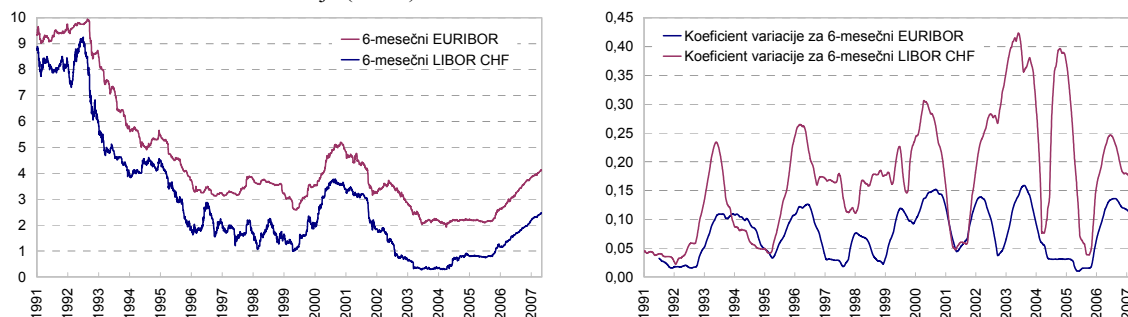
Pomen volatilnosti se še bolj kot pri tečajnem pokaže pri obrestnem tveganju. Tako posojilo v evrih kot posojilo v švicarskih frankih je izpostavljeno obrestnemu tveganju. Pri tem so posojila v evrih večinoma vezana na 6-mesečni EURIBOR, medtem ko posojila v švicarskih frankih na 6-mesečni LIBOR. V celotnem opazovanem obdobju, od leta 1991 naprej, je LIBOR na švicarski frank zaostajal za EURIBOR-jem. Ob koncu aprila 2007 je razlika med obema referenčnima obrestnima merama znašala 1,75 odstotne točke, 6-mesečni EURIBOR je znašal 4,32%, LIBOR na švicarski frank iste ročnosti pa 2,47%.

Če se posameznik pri odločitvi o najetju posojila odloča samo na podlagi te razlike, zanemari dejstvo, da je volatilnost in s tem nepredvidljivost pri referenčni obrestni meri LIBOR na švicarski frank veliko večja kot pri EURIBOR-ju. Povprečen koeficient variacije za celotno opazovano obdobje, to je od začetka leta 1991 do konca aprila 2007, znaša za

<sup>2</sup> Koeficient variacije kot razmerje med standardnim odklonom in povprečjem je računano za drseče okno enega leta dnevnikih zapoljenih podatkov.

6-mesečni EURIBOR 7,4%, medtem ko za LIBOR na švicarski frank enake ročnosti 17,3%. V primerjavi z volatilnostjo deviznega tečaja je torej volatilnost referenčnih obrestnih mer precej višja, kar kaže na velik pomen obrestnega tveganja za obrok posojila.

Slika 6: Gibanje 6-mesečnih referenčnih obrestnih mer EURIBOR in LIBOR na švicarski frank (levo) ter njuna koeficienta variacije (desno)



Vir: Banka Slovenije, BuBa, Bloomberg, BBA, lastni preračuni

## Primerjava tveganosti posojila v evrih in v švicarskih frankih

V nadaljevanju primerjamo tveganost posojila v evrih s tveganostjo posojila v švicarskih frankih. Zanimata nas tečajno in obrestno tveganje. Na posojila v evrih vpliva le sprememba obrestnih mer, medtem ko vpliva na posojila v švicarskih frankih gibanje obrestnih mer in gibanje deviznega tečaja.

### • Predpostavke

Za primerjavo tveganosti posojil je izbrano hipotetično posojilo, ki ga posojilojemalec najame bodisi v evrih bodisi v švicarskih frankih. Predpostavimo, da gre za stanovanjsko posojilo, zavarovano z zastavo hipoteke. V vseh obravnavanih primerih je višina posojila 40.000 evrov in ročnost posojila deset let. Ob najetu posojila so za tečaj švicarskega franka in referenčni obrestni meri EURIBOR oziroma LIBOR na švicarski frank uporabljeni podatki za zadnji dan aprila 2007. Višina obrestne mere posojila je bila določena na podlagi upoštevanja ponudb 15 slovenskih bank za posojila v evrih in švicarskih frankih, objavljenih na spletnih straneh poslovnih bank. Na podlagi teh podatkov so bile banke ob koncu aprila stanovanjsko posojilo, zavarovano z zastavo hipoteke, pripravljene ponuditi v povprečju po obrestni meri 6-mesečni EURIBOR s pribitkom 1,9 odstotne točke za posojilo v evrih oziroma 6-mesečni LIBOR na švicarski frank in pribitkom 2,2 odstotne točke za posojilo v švicarskih frankih ali z valutno klavzulo na švicarski frank.

Pri ocenjevanju učinkov sprememb v gibanju tečaja in obrestnih mer na najeto posojilo so za opredelitev mogoče višine sprememb teh dejavnikov upoštevani zgodovinski podatki za tečaj švicarskega franka in obe referenčni obrestni meri, in sicer so uporabljeni zapolnjeni dnevni podatki od julija 1990 naprej. EURIBOR je za obdobje pred uvedbo evra dopoljen z nemško referenčno obrestno mero FIBOR. Tudi tečaji posameznih valut v evrih so za nazaj preračunani prek nemške marke ob upoštevanju fiksnega razmerja 1,95583 marke za 1 evro. Učinki posameznih sprememb so ne glede na valuto posojila izračunani v evrih.

### • Primerjava posojil brez upoštevanja tečajnega in obrestnega tveganja

Ob predpostavki, da v celotnem obdobju odplačevanja posojila ne bo prišlo do spremembe obrestnih mer ali spremembe deviznega tečaja, je obrok posojila v evrih v primerjavi s posojilom v švicarskih frankih višji za 26 EUR, medtem ko je vsota vseh obrokov, to je znesek celotnega poplačila, višja za 3073 EUR. Celotno poplačilo je tako pri posojilu v evrih glede na glavnico višje za 32,5%, medtem ko pri posojilu v švicarskih frankih za 24,8%.

Tabela 3: Primerjava posojila v evrih in švicarskih frankih, če v celotnem obdobju posojila ne pride do spremembe obrestnih mer in tečaja – osnovni scenarij

Višina posojila v evrih	40.000	
Število mesecev	120	
Valuta posojila	<b>EUR</b>	<b>CHF</b>
Referenčna obrestna mera	4,14%	2,47%
Pribitek	1,90%	2,20%
OM	6,04%	4,67%
Tečaj evra v švicarskih frankih	1,646	
Obrok odplačila v evrih	442	416
Celotno posojilo v evrih	52.987	49.915
Obresti	32,5%	24,8%
Zahtevani prihodki za kreditno sposobnost v evrih		
33%	1.338	1.260
55%	803	756
Povprečna neto plača za marec 2007 v evrih	815	
Razmerje med obrokom posojila in povprečno plačo	54,2%	51,0%

Opomba: Kot referenčni obrestni meri sta upoštevani 6-mesečni EURIBOR in LIBOR na CHF.

Vir: Banka Slovenije, BuBa, Bloomberg, BBA, lastni preračuni

V zadnjem obdobju banke zaradi močnih konkurenčnih pritiskov zelo intenzivno znižujejo kreditne standarde in s tem dvigujejo oceno kreditne sposobnosti posojiljemalcev. Povečuje se delež investicije, ki ga je banka pripravljena financirati, in lahko pri nekaterih bankah doseže tudi 100%. Banke so ob zastavi nepremičnine posojiljemalcu pripravljene precejšen delež posojila izplačati tudi v gotovini. Nenazadnje pa se povečuje tudi razmerje med obrokom posojila in prejemi posojiljemalca. Še pred nekaj leti so banke odobravale posojila le do višine, pri kateri je obrok posojila predstavljal tretjino prihodkov komitenta.<sup>3</sup> V zadnjem času lahko to razmerje doseže tudi do 2/3 prihodkov, večina bank pa kot najvišje dopustno razmerje med obrokom posojila in prihodki posojiljemalca opredeljuje mejo 55%. Banke pogosto poleg plače upoštevajo tudi druge prejeme posojiljemalca.

Poleg izračuna višine obroka posojila je v zgornji tabeli prikazana tudi potrebna višina prejemkov posojiljemalca, da razmerje med obrokom posojila v evrih oziroma v švicarskih frankih in mesečnimi prejemi znaša 33% oziroma 55%. Za posojiljemalca s povprečno slovensko neto plačo, ki je za marec 2007 znašala 815 EUR, bi obrok posojila v evrih znašal 54,2%, obrok posojila v švicarskih frankih pa 51% povprečne neto plače. Če je banka posojiljemalcu pripravljena odobriti posojilo le do višine, pri kateri obrok posojila ne preseže 55% plače, bi mu za dobo desetih let odobrila posojilo v evrih največ do višine 40.606 EUR, medtem ko bi lahko bil maksimalni znesek posojila v švicarskih frankih za približno 2500 EUR višji in bi v evrski protivrednosti znašal 43.105 EUR.

Pri ohranjanju tečaja in obrestnih mer na enaki ravni v celotnem obdobju odplačevanja posojila je razlika v višini obroka med posojilom v evrih in švicarskih frankih res odvisna le od višine obrestne mere in so zaradi nižjih referenčnih obrestnih mer posojila v švicarskih frankih cenovno ugodnejša. Vendar je predpostavka, da bodo referenčne obrestne mere in devizni tečaj ostali na enaki ravni v zelo dolgem časovnem obdobju, v našem primeru je to deset let, zelo nerealna, zato je v nadaljevanju predstavljen tudi učinek spremembe deviznega tečaja in referenčne obrestne mere na višino obroka in celoten znesek poplačila posojila.

### • **Primerjava posojil ob upoštevanju tečajnega in obrestnega tveganja**

Izhodišče za metodologijo, predstavljeno v nadaljevanju, je historična metoda tvegane vrednosti. Vse ugotovitve temeljijo torej na zgodovinskih podatkih in izhajajo iz predpostavke, da so zgodovinske porazdelitve spremenljivk in korelacije med njimi dovolj dober približek za prihodnost.

Na podlagi informacij bank, objavljenih na spletnih straneh, le-te referenčne obrestne mere posojil običajno na novo določijo vsakih šest mesecev, v vmesnem obdobju pa ostajajo nespremenjene. Zato so v nadaljevanju upoštevane časovne vrste dnevni podatkov polletnih stopenj rasti referenčnih obrestnih mer in tečaja švicarskega franka v evrih za obdobje od začetka leta 1991 do konca aprila 2007. Za vsak (dnevni) par šestmesečne rasti referenčne obrestne mere in deviznega tečaja (za posojila v evrih samo rast obrestne mere) je izračunano, kolikšen bi bil obrok posojila čez šest mesecev ob ponovitvi take rasti. V celotni porazdelitvi obrokov posojila pri posameznih rasteh tečaja in referenčne obrestne mere je izbran 95. in 99. centil. Ob predpostavki, da bodo ostale porazdelitve spremenljivk in korelacije med njimi enake tudi v prihodnje, lahko rečemo, da je 95-odstotna verjetnost, da bo obrok posojila čez šest mesecev manjši ali enak vrednosti obroka pri 95. centilu, oziroma da je 5-odstotna verjetnost, da obrok čez šest mesecev preseže to vrednost in da obstaja 1-odstotna verjetnost, da bo obrok čez šest mesecev ob ponovni določitvi obroka višji, kot je opredeljen z 99. centilom.

<sup>3</sup> Analiza nizozemske centralne banke (DNB, WP 83) navaja, da je razmerje med obrokom in prejemi, višje od 35%, tvegano.



Tabela 4: Učinek spremembe referenčne obrestne mere EURIBOR na posojilo v evrih ter spremembe referenčne obrestne mere LIBOR na švicarski frank in tečaja evra v švicarskih frankih na posojilo v švicarskih frankih. Scenariji 5- in 1-odstotne verjetnosti za zgodovinske stopnje rasti od leta 1991 oziroma od leta 2001 naprej

CENTILI	Posojilo v EUR, referenčna OM 6m EURIBOR				Posojilo v CHF, referenčna OM 6m LIBOR na CHF			
	Od leta 1991		Od leta 2001		Od leta 1991		Od leta 2001	
	95	99	95	99	95	99	95	99
Rast tečaja					-1,3%	-2,0%	-0,8%	-0,9%
Tečaj EUR v CHF					1,625	1,613	1,633	1,631
Rast referenčne OM	26,7%	35,1%	25,2%	31,7%	77,7%	135,4%	119,0%	160,9%
Referenčna OM	5,24%	5,58%	5,18%	5,45%	4,39%	5,81%	5,41%	6,44%
Obrok v EUR	461,8	468,1	460,6	465,6	456,2	486,5	473,0	492,9
Razlika na osnovni scenarij	20,2	26,6	19,0	24,0	40,2	70,5	57,0	77,0
Celotno posojilo	55.290	56.016	55.155	55.723	54.534	58.004	56.433	58.712
Razlika na osnovni scenarij	2.302	3.029	2.167	2.736	4.618	8.089	6.517	8.797
Obresti in tečajne razlike	38,2%	40,0%	37,9%	39,3%	36,3%	45,0%	41,1%	46,8%

Opomba: Učinki so merjeni v evrih, tudi za posojila v švicarskih frankih.

Vir: Banka Slovenije, BuBa, Bloomberg, BBA, lastni preračuni

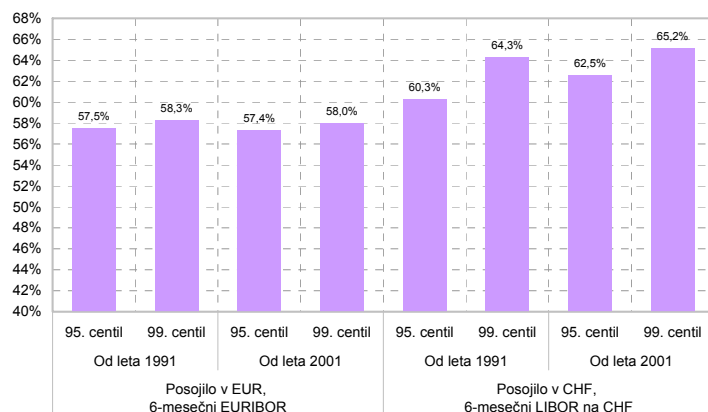
Za posojila v evrih je na podlagi zgodovinskih podatkov od leta 1991 naprej 5-odstotna verjetnost, da bo čez pol leta obrok višji za več kot 20 EUR, in 1-odstotna verjetnost, da bo višji za več kot 26,6 EUR. Če upoštevamo krajše časovno obdobje zgodovinskih podatkov od leta 2001 naprej, so razlike podobne, čeprav nekoliko manjše. Pri posojilih v švicarskih frankih je lahko povečanje obroka precej večje. Pri upoštevanju podatkov od leta 1991 naprej in 5-odstotni verjetnosti je obrok posojila v švicarskih frankih višji za 40,2 EUR, kar je dvakrat več kot pri posojilu v evrih. Pri 1-odstotni verjetnosti je povečanje obroka skoraj trikrat večje kot pri posojilu v evrih in znaša 70,5 EUR. Razlike so še večje, če upoštevamo podatke samo od leta 2001.

Pri posojilu v švicarskih frankih lahko pride zaradi spremembe tečaja in spremembe referenčne obrestne mere LIBOR, ki je precej bolj volatilna kot EURIBOR, torej do precej večje spremembe višine obroka kot pri posojilu v evrih. Obrok posojila v švicarskih frankih je lahko pri sicer zelo majhni verjetnosti že po šestih mesecih višji kot obrok posojila v evrih. Glede na zgodovinske podatke je samo pri upoštevanju podatkov od leta 1991 naprej pri 5-odstotni verjetnosti obrok posojila v švicarskih frankih še manjši kot pri posojilu v evrih, v vseh drugih primerih, to je pri 1-odstotni verjetnosti oziroma ob upoštevanju podatkov od leta 2001 naprej, pa postane obrok posojila v švicarskih frankih višji kot obrok posojila v evrih.

Da izračunamo učinek na celotno posojilo, predpostavimo, da pride po šestih mesecih do že opisane spremembe tečaja in obrestnih mer, po spremembi pa ostaneta tečaj in referenčna obrestna mera nespremenjena do konca obdobja posojila. Pri tej predpostavki bi ob upoštevanju podatkov od leta 1991 naprej pri 95. centilu za posojilo, najeto v višini 40.000 EUR, banki skupaj s celotnimi obrestmi in tečajnimi razlikami plačali približno 55.290 EUR za posojilo v evrih in 54.534 EUR za posojilo v švicarskih frankih. Tudi pri upoštevanju podatkov od leta 2001 naprej se znesek celotnega poplačila posojila v evrih bistveno ne spremeni, medtem ko je pri posojilu v švicarskih frankih višji za približno 2000 EUR in znaša 56.433 EUR. Tudi pri upoštevanju 1-odstotne verjetnosti ostaja znesek celotnega poplačila posojila v evrih na enaki ravni, medtem ko pri posojilu v švicarskih frankih preseže 58.000 EUR.

Pri toliko večji občutljivosti posojila v švicarskih frankih na gibanje tečaja in referenčne obrestne mere se kot ključno postavi vprašanje kreditne sposobnosti. Ali bo posojiljemalec, če pride do realizacije teh sprememb tečaja in obrestne mere, še sposoben redno poravnati svoje obveznosti do banke? Predpostavimo, da je ob odobritvi posojila obrok predstavljal 55% plače posojiljemalca in upoštevamo enake scenarije kot prej. Čez šest mesecev, ob ponovni določitvi obrestne mere, bi lahko razmerje med obrokom posojila v evrih in plačo posojiljemalca pri 5-odstotni verjetnosti doseglo dobrih 57% oziroma pri 1-odstotni verjetnosti 58%. Pri posojilu v švicarskih frankih se lahko zaradi nižjih obrestnih mer posojiljemalec do iste višine posojila zadolži pri nižji plači, vendar vsaka sprememba obrestne mere in tečaja potem njegove dohodke še toliko bolj obremeni. Razmerje med obrokom in plačo lahko tako pri posojilu v švicarskih frankih po šestih mesecih ob ponovni določitvi referenčne obrestne mere pri 5-odstotni verjetnosti preseže 60%, pri 1-odstotni verjetnosti pa lahko preseže 64% oziroma, ob upoštevanju podatkov od leta 2001 naprej, celo 65%. Če se je posojiljemalec ob odobritvi zadolžil do maksimalne višine mogočega najetja posojila v švicarskih frankih in je 55% plače največ, kar lahko nameni za poplačilo posojila, je lahko ob sicer zelo majhni verjetnosti že čez šest mesecev nesposoben poravnati celoten obrok posojila.

Slika 7: Razmerje med obrokom posojila in plačo posojilojemalca po spremembi tečaja in obrestne mere pri predpostavki o 55-odstotnem razmerju med obrokom in plačo ob odobritvi posojila



Vir: Banka Slovenije, BuBa, Bloomberg, BBA, lastni preračuni

Pomembno torej je, da posojilojemalec najame posojilo, ki ga bo sposoben redno odplačevati, tudi če pride do večje spremembe tečaja in obrestnih mer. Če predpostavimo, da ima posojilojemalec povprečno slovensko neto plačo, ki je v marcu 2007 znašala 815 EUR in je 55-odstotno razmerje med obrokom in plačo maksimum, ki ga je posojilojemalec še sposoben redno poravnati, obrok posojila tudi ob neugodnem gibanju obrestnih mer in tečaja ne bi smel preseči višine 448 EUR. Da bo lahko glede na zgodovinske stopnje rasti tečaja in obrestnih mer posojilojemalec z 99-odstotno verjetnostjo poravnal svoje obveznosti tudi pri naslednji opredelitvi višine obroka (čez šest mesecev), bi lahko namesto 40.000 EUR najel le 38.300 EUR posojila v evrih oziroma 36.375 EUR posojila v švicarskih frankih.

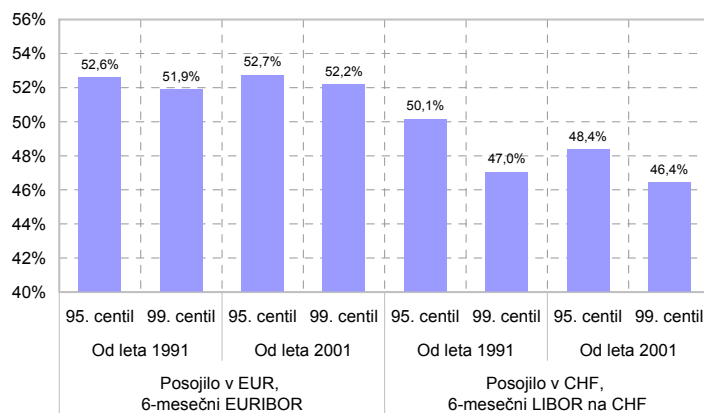
Tabela 5: Višina glavnice in obroka posojila ob odobritvi pod pogojem, da tudi po spremembi referenčnih obrestnih mer EURIBOR oziroma LIBOR na švicarski frank in spremembi tečaja obrok ne preseže 55% povprečne neto plače

CENTILI	Posojilo v EUR, referenčna OM 6m EURIBOR				Posojilo v CHF, referenčna OM 6m LIBOR na CHF			
	Od leta 1991		Od leta 2001		Od leta 1991		Od leta 2001	
	95	99	95	99	95	99	95	99
Obrok v EUR po spremembi	448,3							
Glavnica ob odobritvi v EUR	38.830	38.301	38.930	38.513	39.304	36.858	37.911	36.375
Obrok ob odobritvi v EUR	428,6	422,8	429,7	425,1	408,7	383,3	394,2	378,3

Vir: Banka Slovenije, BuBa, Bloomberg, BBA, lastni preračuni

Ob predpostavki, da razmerje med obrokom in povprečno neto plačo po spremembi tečaja in referenčnih obrestnih mer z 99-odstotno verjetnostjo ne bo preseglo meje 55%, bi lahko razmerje med obrokom posojila in plačo ob odobritvi posojila znašalo približno 52% pri posojilu v evrih in slabih 47% pri posojilu v švicarskih frankih.

Slika 8: Razmerje med obrokom posojila in povprečno neto plačo pri odobritvi ob pogoju, da znaša po spremembi tečaja in referenčne obrestne mere razmerje med obrokom in povprečno neto plačo 55 odstotkov.



Vir: Banka Slovenije, BuBa, Bloomberg, BBA, lastni preračuni

Posojila v švicarskih frankih so za posojilojemalce zanimiva predvsem zaradi nižjih referenčnih obrestnih mer, kar omogoča, da je višina najetega posojila višja oziroma obrok odplačila nižji kot pri najetju posojila v evrih. Vendar pri tem ni upoštevana izpostavljenost tečajnemu in obrestnemu tveganju. Ob upoštevanju možnih sprememb tečaja in obrestnih mer lahko obrok posojila v švicarskih frankih že po šestih mesecih (ob ponovni določitvi referenčne obrestne mere)



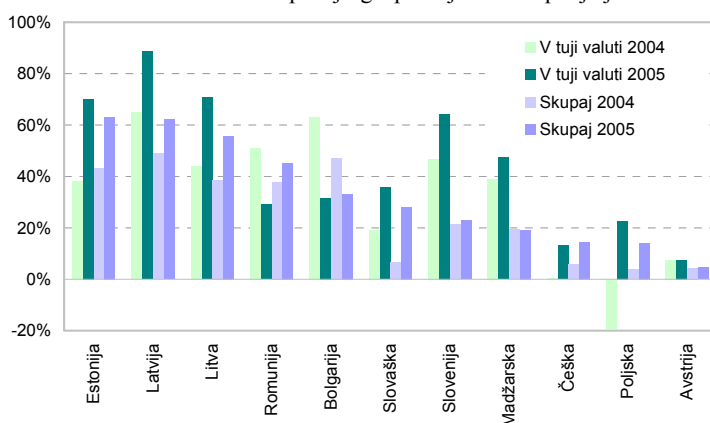
preseže višino obroka posojila v evrih. Če se posojiljemalec ob odobritvi zadolži do maksimalne višine obroka glede na prejemke, se lahko to razmerje pri posojilih v švicarskih frankih že čez šest mesecev toliko poveča, da posojiljemalec ne bo več sposoben redno poravnati svojih obveznosti.

Na podlagi rezultatov simulacij lahko ugotovimo, da bi bilo smiselno, če posojiljemalec najame posojilo oziroma mu banka odobri posojilo največ do višine, pri kateri je kreditno sposoben, tudi če bi najel enako posojilo v evrih, to je v enaki višini in pod pogoji, kot veljajo za posojila v evrih. Dva razloga pritrjujeta taki odločitvi. Prvič, kot je bilo razvidno iz primerjave simulacij, se lahko že v enem polletju razmerja med obroki posojila v evrih in švicarskih frankih povsem spremenijo, celo toliko, da postane posojilo v evrih ugodnejše. Drugič, zadostna kreditna sposobnost za najetje posojila v isti višini v evrih posojiljemalcu zagotavlja, da bi ob neugodnem gibanju tečaja ali obrestne mere lahko poplačal obstoječe posojilo z najetjem novega posojila v evrih. Za posojilo v evrih bi imel naravno varovanje, ker bi imel prihodke v valuti posojila in zato ne bi bil izpostavljen tečajnemu tveganju. Z manjšo volatilnostjo referenčne obrestne mere EURIBOR v primerjavi z LIBOR na švicarski frank je pri posojilu v evrih manjša tudi izpostavljenost obrestnemu tveganju.

## Izkušnje drugih držav s posojili v tuji valuti

Na pobudo avstrijske centralne banke je ob koncu leta 2005 nastala neformalna skupina predstavnikov centralnih bank enajstih držav (FCL11<sup>4</sup>), ki je analizirala razmere na področju posojil v tuji valuti. Avstrija se sooča predvsem z visokimi deleži posojil v švicarskih frankih. Z močno prisotnostjo avstrijskih bank v državah srednje in vzhodne Evrope se je tovrstna ponudba bank razširila tudi na ta območja. Še toliko bolj, ker večina novih držav članic EU v zadnjih letih dosega zelo visoke stopnje rasti posojil nebančnemu sektorju. V letu 2005 je bila v državah FCL11, razen na Madžarskem, Češkem, Poljskem in v Avstriji, rast posojil podjetjem in gospodinjstvom vsaj 20-odstotna, v treh baltskih državah pa je presegla 55%.

Slika 9: Medletna rast posojil gospodinjstvom in podjetjem



Vir: Podatki centralnih bank držav FCL11

V večini držav, razen v Bolgariji, Romuniji in na Češkem, je bila rast posojil v tuji valuti višja kot rast celotnega obsega posojil podjetjem in gospodinjstvom. Najvišja je bila rast posojil v tuji valuti v letu 2005 v Latviji, kjer je dosegla 89%.

Med najpomembnejšimi dejavniki, ki prispevajo k hitri rasti posojil v tuji valuti, je razlika v višini obrestnih mer med posojili v domači in v tuji valuti. Vendar je obrestni razmik le nujen, ne pa tudi zadosten pogoj, o čemer pričajo precejšnje razlike v deležu posojil v tuji valuti med državami z zelo majhnimi obrestnimi razmiki.

Pomembno vlogo pri povečevanju deleža posojil v tuji valuti ima tudi stabilnost deviznega tečaja. Delež je večji v državah s fiksnim režimom deviznega tečaja oziroma v državah, kjer je volatilnost deviznega tečaja zelo majhna. V državah z večjo volatilnostjo deviznega tečaja pa lahko zadolževanje v tuji valuti spodbudijo pričakovanja o apreciaciji domače valute. Na povečevanje deleža posojil v tuji valuti vpliva tudi približevanje datuma prevzema evra.

Omeniti je treba še veliko odprtost gospodarstev držav FCL11. Pomembni niso le blagovni, temveč tudi finančni tokovi s tujino. V večini držav je pomen neposrednega zadolževanja podjetij v tujini še vedno zelo velik, vendar z zniževanjem obrestnih mer prihaja do substitucije z zadolževanjem doma, kar je tudi eden od razlogov za visoke rasti posojil v nekaterih državah. Z visoko rastjo posojil naraščajo potrebe bank po finančnih virih. Ker rast vlog nebančnega sektorja ne dohaja rasti posojil, se banke vse bolj zadolžujejo v tujini. Viri sredstev v tuji valuti bi lahko bili motiv, da bi banke bolj kot posojila v domači valuti spodbujale najetje posojila v tuji valuti, vendar lahko banke po relativno nizki ceni zamenjujejo likvidnost v tuji in domači valuti prek centralne banke.

<sup>4</sup> Avstrija, Bolgarija, Češka, Estonija, Latvija, Litva, Madžarska, Poljska, Romunija, Slovaška, Slovenija.

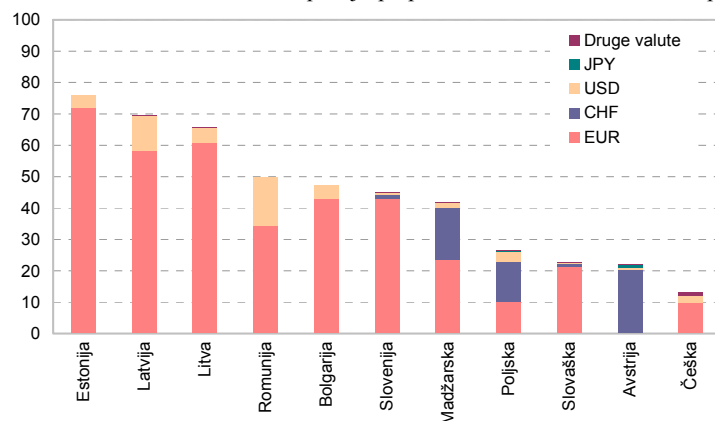
Več držav ugotavlja, da hitro rast posojil v tuji valuti spodbuja tudi pomanjkanje zavedanja tveganj, ki jih posojiljemalci s takimi posojili prevzemajo. Pomembno vlogo imajo tudi banke v tuji lasti, ki pogosto prve ponudijo inovativnejše produkte in storitve, ugodni viri financiranja, ki jih lahko dobijo pri bankah materah, pa jim omogočajo, da lahko ponudijo tudi ugodne cenovne pogoje. Tuje banke so večinoma prisotne prek podružnic in hčerinskih bank, večja posojila pa zaradi omejitve velike izpostavljenosti odobrijo banke matere, te pogosto sodelujejo tudi pri izdajah sindiciranih posojil.

V mnogih državah novih članicah EU so imele pomembno vlogo pri naraščanju posojil v tuji valuti, zlasti posojil v švicarskih frankih, predvsem avstrijske banke. V Avstriji so banke posojila v švicarskih frankih najprej ponudile v zahodnem delu države, kjer je veliko posameznikov zaposlenih v Švici in imajo zato prihodke v švicarskih frankih. Od tam se je ponudba zaradi ugodnih obrestnih mer širila po vsej Avstriji, kar pa pripisujejo tudi črednemu obnašanju, saj posojiljemalci v drugih delih države nimajo naravnega varovanja v valuti prihodkov in so izpostavljeni tečajnemu tveganju (Epstein, Tzanninis, 2005, str. 7). Predvsem pri gospodinjstvih so posojila v tuji valuti v Avstriji po navadi posojila, pri katerih se plačujejo le obresti, glavnica pa se v celoti poplača ob zapadlosti. Približno tri četrtine posojil gospodinjstvom v tuji valuti je vezano na investicijske produkte, katerih spekter je zelo širok in sega od konzervativnih življenjskih zavarovanj z zajamčenim minimalnim donosom do tveganih investicij v tuje delnice. Ob tem avstrijska centralna banka opozarja, da banke niso vedno dovolj dobro obveščene o vrednosti investicijskega produkta. Z močno prisotnostjo avstrijskih bank v novih državah članicah EU se taka ponudba posojil širi tudi na ta območja.

Države skupine FCL11 lahko glede na razmere na področju posojil v tuji valuti razdelimo v tri skupine.

V **prvi skupini** so predvsem baltske države, Romunija in Bolgarija. Te države imajo zelo visoke deleže posojil v tuji valuti (npr. Estonija 76% v letu 2005), vendar je večina posojil v evrih, njihovi tečajni režimi (razen Romunije) pa so denarna uprava ali fiksni režimi deviznega tečaja, vezani na evro. Bolj kot visok delež posojil v tuji valuti je za večino teh držav problematična visoka rast celotnega agregata posojil.

Slika 10: Delež deviznih posojil po posameznih valutah v celotnih posojilih gospodinjstvom in podjetjem



Vir: Podatki centralnih bank držav FCL11

V državah **druge skupine**, v katero lahko uvrstimo Madžarsko, Poljsko in Avstrijo, je delež posojil v tuji valuti manjši, vendar imajo te države največje deleže posojil v valutah, različnih od evra, predvsem v švicarskih frankih.

V **tretji skupini** držav sta Češka in Slovaška, ki imata zelo malo posojil v tuji valuti.

Slovenija se je pred uvedbo evra uvrščala v prvo skupino držav, velik delež posojil je bil v tuji valuti, vendar pretežno v evrih. Po uvedbi evra jo lahko uvrstimo med tipične predstavnice druge skupine z majhnim deležem posojil v tuji valuti, vendar naraščajočim deležem posojil v švicarskih frankih.

Pri ročnosti posojil ob odobritvi ne prihaja do pomembnih razlik med posojili v domači in tuji valuti, če razlike že obstajajo, je ročnost posojil v tuji valuti daljša kot ročnost posojil v domači valuti. Posojila v tuji valuti so skoraj v vseh državah pretežno posojila z variabilno obrestno mero. Prav tako so v glavnem obročna posojila, le v Avstriji so posojila v tuji valuti večinoma posojila s poplačilom glavnice ob zapadlosti. Ponudba posojil, vezanih na investicijske produkte, je značilna za Avstrijo, se pa taka ponudba posojil pojavlja poleg Slovenije še na Madžarskem in v Estoniji.

Večinoma posojila, ki jih najamejo gospodinjstva, niso zavarovana pred tečajnim tveganjem. V nekaterih državah lahko posojiljemalec ob neugodnih gibanjih deviznega tečaja v okviru iste pogodbe zamenja valuto posojila, vendar enotne prakse na tem področju ni. Bolj kot gospodinjstva so pred tečajnim tveganjem zavarovana podjetja. Zlasti izvozniki imajo običajno naravno varovanje, njihovi prihodki so vsaj deloma v valuti, v kateri najamejo posojila. Večja podjetja se zavarujejo tudi z izvedenimi finančnimi instrumenti.

V nekaterih državah imajo banke možnost, da lahko v določenih pogojih (če npr. devizni tečaj ali razmerje med višino posojila in vrednostjo zastavljenega premoženja doseže določeno raven) same spremenijo posojilo v tuji valuti v posojilo v domači valuti. Banke lahko že v osnovi omejijo svojo izpostavljenost kreditnemu tveganju in posredno izpostavljenost tečajnemu tveganju, ki izhaja iz posojil v tuji valuti, z uporabo višje premije za tveganost, z boljšim zavarovanjem in na splošno s strožjimi standardi pri odobravanju posojil v tuji valuti. V večini držav do tega ne prihaja oziroma, celo nasprotno, v nekaterih državah so zaradi močnih konkurenčnih pritiskov standardi pri odobravanju posojil v tuji valuti celo nižji kot pri posojilih v domači valuti.

V posameznih državah so se na visoke deleže posojil v tuji valuti oziroma na visoko rast celotnega agregata posojil nebančnemu sektorju odzvale tudi nadzorne institucije oziroma centralne banke. Na Poljskem in v Avstriji so bili sprejeti minimalni standardi oziroma pravila dobre prakse pri odobravanju posojil v tuji valuti. V nekaterih državah so okrepili nadzor nad bankami, povečali zahteve glede razkrivanja podatkov bank, izboljšali komunikacijo z nadzorniki drugih držav in več pozornosti namenili komunikaciji s širšo javnostjo ter poudarjanju tveganj, vezanih na posojila v tuji valuti. Predvsem baltske države, Romunija in Bolgarija so sprejele tudi nekoliko ostrejše ukrepe za upočasnitev rasti posojil v tuji valuti in celotnega agregata posojil nebančnemu sektorju. Med ukrepi, ki so jih uporabile posamezne države, so bile omejitve rasti posojil, zaostrovanje zahtev glede obveznih rezerv in spremembe davčne zakonodaje. Izvedeni so bili tudi bonitetni ukrepi; višje kapitalske zahteve, zlasti za stanovanjska posojila, ter zaostreno oblikovanje rezervacij in razvrščanje posojil v bonitetne razrede.

Države so tako pokrile cel spekter ukrepov, ki jih v osnovi delimo v šest skupin: izboljšanje razumevanja tveganj, okrepljen nadzor, bonitetni ukrepi, razvoj trga, makroekonomski ukrepi (monetarni, fiskalni, tečajni) in administrativni ukrepi<sup>5</sup>. Zaradi vse večje integracije finančnih sektorjev posameznih držav v evropski prostor je učinkovitost takih ukrepov omejena, ker večinoma ne vplivajo na vire financiranja bank, zlasti na zadolževanje pri bankah materah. Poleg tega lahko, če so ukrepi zastavljeni preozko ali prestrogo, prihaja do arbitraže regulative in se posojilojemalci zadolžujejo neposredno pri bankah v tujini ali pa pri manj reguliranih finančnih posrednikih, kot so na primer lizinska podjetja.

## Sklep

Mnoge srednje in vzhodnoevropske države dosegajo v zadnjem obdobju zelo visoke rasti posojil nebančnemu sektorju in še zlasti posojil v tuji valuti, slednje predvsem zaradi nizkih referenčnih obrestnih mer. V Sloveniji narašča pomen posojil v švicarskih frankih, predvsem na segmentu stanovanjskih posojil gospodinjstvom, kjer je približno tretjina novih posojil vezanih na tečaj švicarskega franka. Največje breme višjih obrestnih mer in apreciacije švicarskega franka bi tako nosila gospodinjstva.

Neposredna izpostavljenost bank tečajnemu in obrestnemu tveganju iz naslova posojil v švicarskih frankih je relativno majhna, saj so njihove devizne pozicije v švicarskih frankih večinoma zaprte in tudi delež obrestno občutljivih aktivnih in pasivnih postavk, vezanih na referenčno obrestno mero LIBOR na švicarski frank, je zelo izenačen. Večja je posredna izpostavljenost bank, saj bi bile ob neugodnem gibanju tečaja švicarskega franka in obrestnih mer izpostavljene večjemu kreditnemu tveganju zaradi težav posojilojemalcev pri poravnavanju obveznosti do bank.

Odločitev o najemu stanovanjskega posojila je dolgoročna odločitev, ki običajno zaznamuje precejšen del aktivnega življenjskega obdobja posameznika. Zato zahteva od posameznika tehten premislek, dobro seznanitev s ponudbo bank in tudi s tveganji, ki jih ob tem prevzema. Novi bančni produkti so lahko zelo privlačni, vendar se mora posameznik zavedati njihove tveganosti in imeti dovolj zaščite pred tveganji. Pomembno je, da ima posojilojemalec prihodek v valuti posojila, ker v tem primeru ni izpostavljen tečajnemu tveganju, oziroma da se zadolži le do višine, ki mu ob manj ugodnih gibanjih na finančnih trgih omogoča poplačati obstoječe posojilo z najemom novega posojila v valuti prihodkov. Nizka obrestna mera ob odobritvi posojila ne zagotavlja, da bo obrestna mera ostala na enaki ravni v celotnem obdobju odplačevanja posojila. Prav tako lahko na višino obroka posojila v tuji valuti vpliva tudi sprememba deviznega tečaja. Novi bančni produkti postajajo vse bolj kompleksni, zato morajo banke svoje stranke dobro seznaniti s ponudbo in tveganji, zlasti pri stanovanjskih posojilih. Povečevanje obsega poslovanja in rast tržnih deležev ne moreta biti edini merili uspešnosti poslovanja bank. Previdnost pri poslovnih odločitvah je še kako pomembna, saj še vedno velja, da večina slabih posojil nastane v obdobjih visoke rasti posojil in ugodnih gospodarskih razmer.

<sup>5</sup> Hilbers et al. IMF WP/05/151.

**Viri in literatura:**

- Brounen Dirk, Neuteboom Peter, van Dijkhuizen Arjen: House Prices and Affordability, a First and Second Look Across Countries, DNB Working Paper 83, Januar 2006.
- Epstein Natan, Tzanninis Dimitri: Austria: Selected Issues, IMF Country Report No. 05/249, Washington: International Monetary Fund, 2005, julij.
- Hilbers Paul et al.: Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies, IMF Working Paper, WP/05/151.
- Saunders Anthony, Millon Cornett Marcia: Financial Institution Management: A Risk Management Approach, McGraw-Hill Education, International Edition 2006.
  
- Spletne strani poslovnih bank v Sloveniji.
- Podatki centralnih bank enajstih držav EU članic neformalne skupine FCL11.
- BuBa: spletne strani nemške centralne banke <http://www.bundesbank.de/>
- BBA: spletne strani British Bankers' Association <http://www.bba.org.uk/bba/jsp/polopoly.jsp?d=103>

# STRUKTURA SLOVENSKEGA FINANČNEGA PREMOŽENJA

Ana Gorišek<sup>1</sup>

## POVZETEK

*V strukturi finančnega premoženja postajajo institucionalni investitorji, predvsem življenjske zavarovalnice, pokojninski in investicijski skladi, v Sloveniji vse pomembnejši. Njihov pomen narašča z ozaveščenjem javnosti o staranju prebivalstva in s tem povezanim nujnim dodatnim varčevanjem za starost z namenom ohranitve določenega standarda v tretjem življenjskem obdobju. Ne gre le za slovenski fenomen, saj je želja po večjem varčevanju narodnega gospodarstva prisotna v širšem evropskem prostoru. Institucionalni investitorji so v zahodnoevropskih in anglosaksonskih državah bolj prepoznavni, njihovo delovanje ima daljšo zgodovino, zato je bolj preizkušeno in njihova vloga jasneje določena. Pričakujemo, da bodo v Sloveniji postala pomembnejša predvsem dolgoročna varčevanja v obliki življenjskih in pokojninskih zavarovanj, zato je potrebna njihova institucionalno jasnejša in tudi preprostejša opredelitev.*

*Osnovni namen članka je orisati obstoječo strukturo in trend razvoja finančnega premoženja posameznih narodnogospodarskih sektorjev, od gospodinjstev, podjetij, do finančnih institucij, s poudarkom na varčevanju in vlogi institucionalnih investitorjev. Želeni in nujni ukrepi za spodbujanje varčevanja se lahko oblikujejo le na podlagi natančnega poznavanja trenutnih razmer in trendov. V članku je predstavljena osnovna analiza stanj finančnih sredstev in obveznosti, dosegljivih v finančnih računih Slovenije, ki jih sestavlja statistični oddelek Banke Slovenije<sup>2</sup>.*

## SUMMARY

*In Slovenia, institutional investors, in particular life insurance companies and pension and investment funds are becoming increasingly important in the structure of financial assets. Their importance is growing with public awareness of the ageing of the population and the associated supplemental savings required to maintain a specific standard of living following retirement. This is not only a Slovenian phenomenon: the desire for increased savings of the national economy is present in the wider European area. Institutional investors in Western Europe and in Anglo-Saxon countries are more recognisable: their operations have a longer history and they are therefore more experienced and their roles more clearly defined. In Slovenia we can expect that long-term savings in the form of life and pension insurance will gain significance. They therefore need to be more clearly and simply defined.*

*The main purpose of this article is to outline the existing structure and development trend of financial assets of individual economic sectors, including households, companies and financial institutions with an emphasis on the savings and role of institutional investors. The desired and required measures to stimulate savings can only be formed based on precise knowledge of current conditions and trends. The article presents a basic analysis of the balance of disposable financial assets and liabilities in the financial accounts of Slovenia, prepared by the Bank of Slovenia's statistical department.<sup>3</sup>*

---

<sup>1</sup> Banka Slovenije

<sup>2</sup> Spletna stran Banke Slovenije, kjer so dosegljivi finančni računi za Slovenijo:  
<http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=922>

<sup>3</sup> Bank of Slovenia's web page, where financial accounts for Slovenia are published:  
<http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=922>

## 1 Uvod

Finančni računi predstavljajo neprecenljiv vir informacij o finančnem premoženju gospodarstva z vidika medsektorskega pregleda nad finančnimi viri (sredstvi) in obveznostmi, in sicer stanj, transakcij in vrednostnih sprememb. Za Slovenijo so finančni računi dosegljivi od leta 2001 naprej, njihova frekvenca je četrtletna. Sestavljajo se po mednarodni metodologiji ESA95, ki je evropska različica SNA93, in zato omogočajo širšo mednarodno primerljivost. V članku je narejena primerjava Slovenije z evroobmočjem in v določenih delih s Portugalsko kot državo, ki je po razvitosti glede na BDP p.c. najbližje Sloveniji.

Finančni računi so postali pomembnejši potem, ko je Statistični urad Republike Slovenije (SURS) sredi leta 2007 objavil preostale dele nacionalnih sektorskih računov (tekoči račun in račun kapitala) za leta od 2000 do 2005. Eurostat in ECB sta leta 2006 prvič objavila letne evropske sektorske račune za evroobmočje, EU25 in posamezne države članice.<sup>4</sup> Objava evropskih sektorskih računov je rezultat skupnega dela Eurostata in ECB ob tesnem sodelovanju z nacionalnimi statističnimi uradi in centralnimi bankami držav članic.

Sektorski računi prikazujejo glavne makroekonomske agregate po sektorjih, kot so bruto dodana vrednost, bruto razpoložljivi dohodek, varčevanje in neto posojanje oziroma izposojanje. Poleg tega prikazujejo vrednost blaga in storitev, ki jih je posamezni sektor proizvedel, kako je pridobil dohodek, ali ga je potrošil ali privarčeval, kako je reševal svoje potrebe po zadolževanju in katera finančna sredstva je pridobil. Podrobnejše metodološke obrazložitve posameznih postavk nacionalnih računov so dostopne na spletnih straneh Organizacije združenih narodov in SURS-a.<sup>5</sup>

Za zdaj obstajajo v Sloveniji še precejšnja odstopanja med finančnimi računi in preostalimi deli sektorskih računov. Ta se najbolj izrazijo prek agregata Neto posojanje/Neto izposojanje (oznaka agregata v nacionalnih računih B.9), ki predstavlja izravnalno postavko nefinančnega dela sektorskih računov (računa kapitala) in tudi transakcijskega dela finančnega računa. Usklajenost te postavke pri kompilaciji finančnega in kapitalskega računa je eden izmed najzahtevnejših delov sestavljanja sektorskih nacionalnih računov. Glede na še zelo velik razkorak pri tej postavki med obema računoma bo potrebno nadaljnje usklajevanje med Banko Slovenijo (finančni račun) in SURS-om (kapitalski račun).

V nadaljevanju sledi poglavje s kratkim povzetkom teoretične vloge finančnega sektorja v gospodarstvu, ki je najpomembnejši z vidika posredništva med suficitnimi in deficitnimi gospodarskimi subjekti in ima pomembnejšo vlogo pri oblikovanju strukture finančnega premoženja ter spodbujanju varčevanja. Poleg tega na kratko povzema novejšo trende obnašanja institucionalnih investitorjev v mednarodnem okolju in z njimi povezana tveganja. V tretjem poglavju je večji del pozornosti že usmerjen na domače gospodarstvo, s poudarkom na finančnem stanju sektorja gospodinjstev. Sledita četrti in peti del s predstavitevijo finančne pozicije slovenskih nefinančnih in finančnih podjetij. Zadnji del je posvečen pregledu finančnega premoženja celotnega slovenskega gospodarstva in njegovim odnosom do tujine, ki postaja zanj vse pomembnejša.

## 2 Pomen finančnega sektorja in trenutni trendi obnašanja institucionalnih investitorjev

Poglejmo poenostavljeno teoretično razmejitev med finančnimi in realnimi sredstvi ter njihov medsebojni odnos. Premoženje posameznega gospodarstva predstavljajo realna sredstva, finančna sredstva pa nasprotno predstavljajo samo terjatev do realnih sredstev oziroma terjatev na dohodek, proizveden z realnimi sredstvi. Finančna sredstva omogočajo ločitev lastništva od upravljanja podjetja in spodbujajo prenos sredstev k podjetjem s privlačnejšimi investicijskimi priložnostmi. Dohodek, proizveden na podlagi realnih sredstev, je prerazporejen med investitorje glede na njihov delež v lastništvu izdanih vrednostnih papirjev podjetja. Finančna sredstva tako posredno prispevajo k produktivnim zmožnostmi gospodarstva. Če povedano konkretiziramo: posameznik se odloča o alokaciji trenutnih dohodkov in izbira med potrošnjo danes in investicijo. V slednjem primeru se lahko odloči za naložbo v finančna sredstva. Podjetje, ki bo sredstva prejelo (neposredno ali posredno prek institucionalnih investitorjev), bo investiralo v nakup realnih sredstev in dohodek, pridobljen iz realnih sredstev, bo predstavljal donos finančnih sredstev oziroma donos vlagatelja (Bodie et al., 2005).

<sup>4</sup> Spletna stran SURS-a, kjer je mogoče dostopati do nefinančnih sektorskih računov Slovenije: [http://www.stat.si/novica\\_prikazi.aspx?ID=981](http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?ID=981)

Spletna stran ECB, kjer so dostopni sektorski računi za evroobmočje: <http://www.ecb.int/press/pr/date/2006/html/pr060531.en.html>

Spletna stran EUROSTAT-a, kjer so dostopni sektorski računi za države Evropske unije:

[http://epp.eurostat.cec.eu.int/portal/page?\\_pageid=1090,30070682,1090\\_30298591&\\_dad=portal&\\_schema=PORTAL](http://epp.eurostat.cec.eu.int/portal/page?_pageid=1090,30070682,1090_30298591&_dad=portal&_schema=PORTAL)

<sup>5</sup> Metodološka razlaga nacionalnih računov:

SNA 93: <http://unstats.un.org/unsd/sna1993/toctop.asp>

SURS, Evropski sistem nacionalnih in regionalnih računov: [http://www.stat.si/pub\\_esr1995.asp](http://www.stat.si/pub_esr1995.asp)

Mojca Škrlec Šinkovec: Nefinančni sektorski računi. Statistični dnevi 2006, Radenci. SURS.



Razlika med realnimi in finančnimi sredstvi je vidna tudi v bilanci. Medtem ko so realna sredstva le na aktivni strani bilance, so finančna sredstva na aktivni in pasivni strani. Terjatev do podjetja je aktiva, a hkrati je izdaja te terjatve, ki jo izvede podjetje, njegova obveznost. Pri agregiranju vseh bilanc se finančna sredstva nevtralizirajo in ostane le vsota realnih sredstev kot neto premoženje agregatnega gospodarstva (Bodie et al., 2005).

Z varčevalnega vidika je v gospodarstvu običajno najpomembnejši sektor gospodinjstev, medtem ko z investicijskega vidika podjetniški sektor. Za uspešno delovanje gospodarstva je potreben učinkovit prenos sredstev od gospodinjstev k podjetjem, kar zahteva dobro delujoč finančni sistem. Vrednost sredstev v upravljanju institucionalnih investitorjev razvitejših gospodarstev se že približuje sredstvom bančnega sektorja. Vloga institucionalnih investitorjev je pomembna pri poglobljanju finančnih trgov, spodbujanju njihove funkcionalnosti ter za učinkovito prerazporejanje privarčevanih sredstev. Vse pomembnejšo vlogo imajo tudi pri soočanju z nižjimi stopnjami varčevanja gospodinjstev, povezanimi s stanjem prebivalstva (BIS CGFS Papers, 2007).

Delovna skupina baselske Banke za mednarodne poravnave in razvoj »Committee on the Global Financial System – CGFS« je v poročilu Institucionalni investitorji, globalno varčevanje in prerazporeditev sredstev (BIS CGFS Papers, 2007) izpostavila nekatere novejšje trende v globalnih finančnih sistemih, ki so pomembni tudi za slovenski finančni sistem:

(1) S pravnimi in računovodskimi reformami se skušajo povečati funkcionalnost in stabilnost finančnih sistemov ter učinkovitost prerazporeditve finančnih sredstev. V Evropski uniji izstopata uvedba Mednarodnih standardov računovodskega poročanja (MSRP) in projekt Solvency II, ki uvaja nova pravila vrednotenja za tehnične rezervacije in t.i. "risk-based" kapitalske zahteve za zavarovalnice. Projekt naj bi bil sprejet v letu 2007, implementiran pa v letu 2010. Vedno več držav se odloča tudi za spremembe v pravnem okviru pokojninskih zavarovanj drugega stebra. Glede na obsežne reforme v finančnih institucijah je treba izboljšati informacijski in analitični okvir za ocenjevanje problemov, s katerimi se ob tem lahko sooči finančna stabilnost. Medtem ko bodo koristi reform za finančno stabilnost razvidne dolgoročno, lahko njihova implementacija začasno deformira cene na finančnih trgih. Priporoča se izvedba raznih študij za ocenjevanje učinkov, ki izvirajo iz reform pred njihovo dokončno uveljavitvijo.

(2) Povečuje se povpraševanje globalnih institucionalnih investitorjev po premoženju razvijajočih se gospodarstev, kar na slednje učinkuje pozitivno s povečevanjem globine in likvidnosti njihovih finančnih trgov. Vendar postajajo donosi dolgoročnih obveznic razvijajočih se gospodarstev s tem vse bolj odvisni od globalnih dejavnikov.

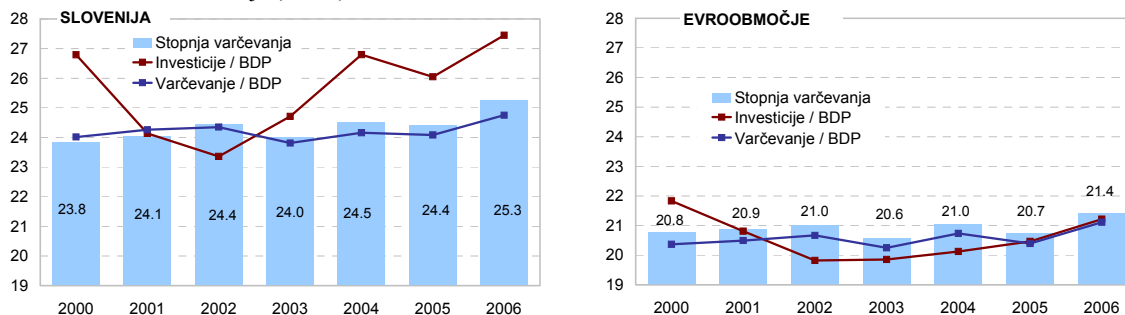
(3) Povečuje se zanimanje za alternativne strategije investiranja institucionalnih investitorjev (»hedge funds«, surovine, nepremičnine, premoženje razvijajočih se trgov, »private equity«) z željo po višjih donosih in tudi boljši razpršitvi premoženja. Glede na to, da je njihov delež v celotnih sredstvih še omejen, alternativne investicijske politike za zdaj še ne vplivajo negativno na finančno stabilnost.

(4) Z razvojem finančnih sistemov, ki je povezan z novimi in tudi težje predvidljivimi tveganji, institucionalni investitorji vse pogosteje prenašajo tveganja na sektor gospodinjstev. Pri tem izstopajo življenjska zavarovanja z naložbenim tveganjem, ki tudi v Sloveniji dosegajo vedno večji delež med vsemi življenjskimi zavarovanji, in pokojninski načrti z vnaprej določenimi vplačili (DC – defined contribution plans), ki nadomeščajo pokojninske načrte z vnaprej določenimi izplačili (DB – defined beneficial plans). Tudi v Sloveniji se kažejo težnje po takem obratu v drugem stebru pokojninskega zavarovanja. Gospodinjstva prevzemajo vse več tveganj tudi na strani obveznosti, ko se odločajo za posojila z variabilno obrestno mero, posojila v tuji valuti in tudi t.i. "bullet" posojila. Pri tem se postavlja vprašanje o sposobnosti gospodinjstev v primerjavi z institucionalnimi investitorji, pri prepoznavanju in upravljanju z investicijskimi tveganji, predvsem pri soočanju z volatiliteto na finančnih trgih. Če se bo pokazalo, da gospodinjstva niso primerno usposobljena za upravljanje tveganj in če ne bodo namenila dovolj varčevanja za pokojnine v prihodnosti, bodo njihovi bodoči (pokojninski) dohodki močno okrnjeni.

### 3 Finančno stanje sektorja gospodinjstev s poudarkom na varčevanju

Varčevanje, domače ali tuje, prek investicij omogoča gospodarski razvoj. Pri nižjem domačem varčevanju od investicijskih potreb je potrebno neto izposojanje iz tujine. V zadnjih letih je v Sloveniji delež varčevanja v BDP nižji od deleža investicij, kar se izraža v povečevanju primanjkljaja finančnega računa. Večje zadolževanje v tujini pomeni večjo ranljivost domačega gospodarstva glede na razmere v tujini, predvsem z vidika tečajnega in obrestnega tveganja. Po drugi strani slovenski investitorji vedno več vlagajo v tuje vrednostne papirje in k temu jih spodbuja večja razpršitev tveganja in majhna globina ter likvidnost domačega kapitalskega trga. Pri dražjem financiranju iz tujine glede na donosnost, ki jo naši investitorji prejmejo v tujini, ob upoštevanju pripadajočih tveganj, bi to lahko pomenilo slabšo učinkovitost alokacije domačih sredstev.

Slika 1: Stopnja varčevanja in delež investicij ter varčevanja v % BDP za gospodarstvo Slovenije (levo) in evroobmočja (desno)

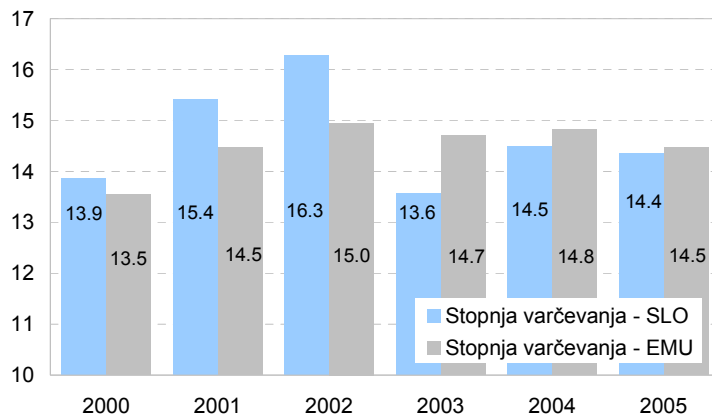


Vir: SURS, Eurostat – sektorski računi

Slovensko gospodarstvo do leta 2006 s 25% bistveno višjo stopnjo varčevanja, kot delež bruto varčevanja v bruto razpoložljivem dohodku,<sup>6</sup> od evroobmočja z 21%. Razloga sta nižja stopnja varčevanja državnega sektorja evroobmočja in dejstvo, da razvitost slovenskega gospodarstva še dohiteva razvitost gospodarstva evroobmočja.

Čprav je stopnja varčevanja celotnega slovenskega gospodarstva višja od stopnje varčevanja v evroobmočju, je ta le za sektor gospodinjstev, kot najpomembnejši suficitni sektor, s 14,4% ob koncu leta 2005 skoraj enaka povprečju evroobmočja.<sup>7</sup> V letih od 2000 do 2002 je za gospodinjstva Slovenije in evroobmočja značilna rast stopnje varčevanja, pri čemer je bila stopnja varčevanja slovenskih gospodinjstev nad povprečjem evroobmočja. V letu 2003 se je stopnja varčevanja slovenskih gospodinjstev znižala pod povprečje evroobmočja in nato v letu 2004 spet narasla in skoraj dosegla njegovo povprečje. Stopnja varčevanja gospodinjstev evroobmočja je po znižanju leta 2003 ostala relativno stabilna na ravni okoli 14,6%. Razlog za znižanje stopnje varčevanja evroobmočja ob koncu devetdesetih let je zviševanje davkov in socialnih prispevkov ter finančnega in nefinančnega premoženja kot posledica ugodnih razmer na kapitalskih in nepremičninskih trgih, kar je vplivalo na večjo potrošnje gospodinjstev. Premik k višjim stopnjam varčevanja po letu 2000 je med drugim posledica finančne negotovosti v številnih državah evroobmočja, povezane z nevdržnostjo obstoječih sistemov socialne varnosti (Hertkon et al., 2007).

Slika 2: Stopnja varčevanja gospodinjstev Slovenije in evroobmočja v %



Vir: SURS, Eurostat – sektorski računi

Na povečevanje stopnje varčevanje slovenskih gospodinjstev bi lahko pomembno vplivalo odzivanje na staranje prebivalstva, ki je posledica podaljševanja življenjske dobe in padanja stopnje rodnosti. Razmerje med povprečno pokojnino in neto povprečno plačo se je v zadnjih štirih letih že znižalo z 0,66 na 0,63.<sup>8</sup> Pokojninska reforma se je začela pozno, šele leta 2000, a še vedno ni končana. Sledile naj bi večje spremembe predvsem v drugem pokojninskem stebru,

<sup>6</sup> Stopnja varčevanja je indikator, izračunan iz sektorskih računov. Predstavlja delež bruto varčevanja v bruto razpoložljivem dohodku – poleg sredstev za zaposlene in socialnih prejemkov vključuje tudi bruto poslovni presežek proizvodnje, druge tekoče transferje, kot so odškodnine iz neživljenjskih zavarovanj, dohodke od lastnine, kot so obresti, deljeni dohodek družb in podobno. Vendar pa ne vključuje vrednostnih sprememb oziroma kapitalskih dobičkov (Škrlec Šinkovec, 2006). Za definiciji bruto varčevanja in bruto razpoložljivega dohodka glej priloženi Dodatek.

<sup>7</sup> Med gospodinjstva so vključene tudi nepridobitne institucije, ki opravljajo storitve za gospodinjstva (institucionalni sektor S.15).

<sup>8</sup> Razmerje je še vedno bistveno višje kot v državah evroobmočja. V razvitejših državah zahodne Evrope, kot so Švica, Nizozemska, Velika Britanija, socialna pokojnina, temelječa na dokladnem sistemu, oziroma pokojnina iz prvega stebra pokojninskega zavarovanja predstavlja bistveno nižji delež v neto plači. Omenjene države imajo bistveno nižje socialne prispevke, saj prebivalstvo večji delež pokojninskih sredstev privarčuje prek drugega pokojninskega stebra. V Švici, na primer, predstavlja delež pokojnine, pridobljene iz prvega pokojninskega stebra, le 40% celotne pokojnine (AHV-Statistik 2006). V Sloveniji ta še vedno predstavlja pravzaprav celotno pokojnino.



ki je za spodbujanje individualnega varčevanja za starost pomembnejši. Primerjava z evroobmočjem kaže, da sta pri individualnih pokojninskih zavarovanjih v Sloveniji potrebni večji učinkovitost in prepoznavnost med ljudmi. Pri morebitnih spremembah drugega stebra je nujno, da so te obravnavane celostno, skupaj s prvim in tretjim stebrom, z jasnimi razmejitvami med njimi in z jasno opredelitvijo prevzemnikov tveganj.

Na stopnjo varčevanja med drugim vpliva premoženjski učinek prek gibanj na kapitalskih in nepremičninskih trgih. Če premoženje gospodinjstev kot posledica rasti na kapitalskih in nepremičninskih trgih raste, so zaradi občutka varnosti glede svojega premoženja gospodinjstva pripravljena več trošiti. V letih 2003 in 2004 so bili donosi na slovenskem kapitalskem in nepremičninskem trgu zgledni. Stopnja varčevanja slovenskih gospodinjstev pa se je glede na leto 2002, ko je bila s 16,3% precej visoka, znižala. Visoka stopnja varčevanja v letu 2002 je lahko posledica takratne upočasnitve rasti cen nepremičnin. Za slovenska gospodinjstva je namreč značilen velik delež lastniških stanovanj. Letna rast cene dvosobnega stanovanja v Ljubljani je bila takrat negativna z 2,6%. Letna rast indeksa SBI 20 je bila sicer kar 55-odstotna, vendar kot kaže glede na še relativno nizko delniško kulturo leta 2002 v Sloveniji ni imela pomembnejšega učinka na potrošnjo.

Gospodinjstva privarčevana sredstva investirajo v finančno ali nefinančno premoženje. Slednjega predstavljajo predvsem nakupi nepremičnin in investicije samostojnih podjetnikov, ki se običajno vsaj delno financirajo z najemom dolga. Najetje novih posojil je v finančnih računih vključeno v transakcijah iz finančnih obveznosti. Prek odločanja glede varčevanja, realnih investicij in financiranja z dolgom, gospodinjstva preložijo del svojega dohodka v poznejše obdobje, kar jim omogoča normalno potrošnjo v celotnem življenjskem obdobju. Transakcije iz finančnih obveznosti so v obdobju od 2002 do 2004 zaradi nižjega zadolževanja gospodinjstev padle s 3% na 2,5% bruto razpoložljivega dohodka. Od leta 2004 naprej se zadolževanje gospodinjstev precej povečuje. S povečanjem finančnih obveznosti se je razmerje med transakcijami iz obveznosti in bruto razpoložljivim dohodkom gospodinjstev povečalo na 6% leta 2005.<sup>9</sup> Tudi gospodinjstva evroobmočja so beležila znižanje omenjenega razmerja v letih od 1999 do 2002, ki pa je v nadaljevanju naraslo in doseglo okoli 5% leta 2004 (Hertkon et al., 2007).

Slovenska gospodinjstva so v letih od 2002 do 2005 v povprečju dosegala 8,7-odstotni delež bruto (realnih) investicij v razpoložljivem dohodku, gospodinjstva evroobmočja pa 9,7%. Predvsem v zadnjih letih je glede na obdobje nizkih obrestnih mer in visokih rasti cen nepremičnin opaziti povečevanje omenjenega razmerja v obeh gospodarstvih. V letih od 2002 do 2005 so celotne investicije slovenskih gospodinjstev v povprečju dosegale okoli 22% njihovega bruto razpoložljivega dohodka; pri tem so s 13,2% prevladovala finančne investicije.

### 3.1 Finančna sredstva gospodinjstev

Finančno premoženje slovenskih gospodinjstev je bilo ob koncu leta 2006 ocenjeno na 106% BDP (31,5 mrd EUR). V zadnjih petih letih je bila njegova rast skoraj 90-odstotna. Dobrih 70% rasti je posledica transakcij oziroma tekočih prihrankov,<sup>10</sup> preostalih 30% pa vrednostnih sprememb, ki med drugim zajemajo kapitalske dobičke.<sup>11</sup> Kljub visoki rasti je delež še bistveno nižji od skoraj 200% BDP finančnih sredstev gospodinjstev evroobmočja.<sup>12</sup> Proces dohitevanja na področju kumulacije finančnih sredstev gospodinjstev je nujen in tudi pričakovan zaradi finančnega poglobljanja in dohitevanja ravni gospodarskega razvoja evroobmočja in zaradi že omenjene vse večje finančne negotovosti v tretjem življenjskem obdobju.

Med pomembnejšimi razlogi za nižji obseg finančnih sredstev slovenskih gospodinjstev so:

- (1) Slovensko gospodarstvo je s 56% BDP p.c. evroobmočja še precej nižje razvito.<sup>13</sup> Slovensko prebivalstvo v povprečju prejme le 46% mesečne bruto plače evroobmočja.<sup>14</sup> Zaradi nižjih tekočih dohodkov lahko tudi varčuje manj, ob čemer je treba upoštevati nižji življenjski standard Slovenije.
- (2) Za Slovenijo je značilen velik delež socialnih prispevkov – 22,1% bruto plače (za pokojninsko in invalidsko zavarovanje 15,5% ter za zdravstveno zavarovanje 6,36% bruto plače).<sup>15</sup> Višji delež socialnih prispevkov pomeni manjši preostanek tekočih dohodkov za varčevanje.
- (3) Za slovenska gospodinjstva je značilen visok delež premoženja v nepremičninah, tudi kot posledica lastninjenja stanovanj iz leta 1991.<sup>16</sup> Po podatkih popisa iz leta 2002 živi okoli 82% prebivalcev v lastniških oziroma solastniških stanovanjih. Šele z izvedbo množičnega vrednotenja nepremičnin pa bo mogoče določiti delež nepremičnin v celotnih sredstvih slovenskih gospodinjstev.

<sup>9</sup> Podatki iz nefinančnega dela sektorskih računov so dosegljivi za obdobje od 2000 do 2005, medtem ko transakcije iz finančnih računov za obdobje od 2002 do 2006.

<sup>10</sup> Reinvestiran je tudi določen del prejetih obresti in dividend, čeprav se vrednosti ne da natančno določiti. Poleg tega gre lahko v določenem deležu tudi za prenos iz realnih v finančna sredstva.

<sup>11</sup> Vodilni slovenski borzni indeks SBI 20 je od konca leta 2001 do 2006 narasel za skoraj 200%.

<sup>12</sup> Gospodinjstva portugalske dosegajo celo 210% BDP finančnih sredstev.

<sup>13</sup> Podatek za leto 2006; vir: Eurostat.

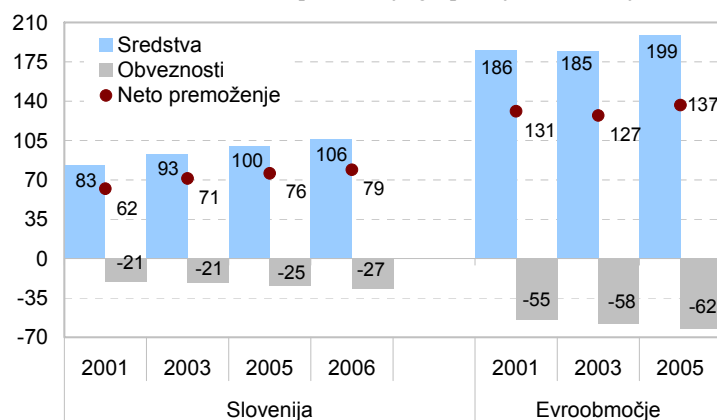
<sup>14</sup> Podatek za leto 2002; vir: Eurostat.

<sup>15</sup> Poleg tega delodajalec plača za socialne prispevke še 16,1% bruto plače (za pokojninsko in invalidsko zavarovanje 8,85% ter zdravstveno zavarovanje 6,56% bruto plače).

<sup>16</sup> Stanovanjski zakon iz leta 1991 (Ur. list RS, št. 18-652/1991).

(4) Pospešen razvoj institucionalnih investitorjev (življenjskih zavarovalnic, pokojninskih in investicijskih skladov), ki so za dolgoročna varčevanja zelo pomembni, se je v Sloveniji začel šele v zadnjem obdobju.

Slika 3: Neto finančno premoženje gospodinjstev Slovenije in evroobmočja v % BDP



Vir: Banka Slovenije, Eurostat – finančni računi, SURS

Slovenska gospodinjstva imajo še precej drugačno strukturo finančnega premoženja kot gospodinjstva evroobmočja. Med tremi glavnimi oblikami varčevanja (naložbe v institucionalne investitorje, bančni depoziti, neposredne naložbe v vrednostne papirje) ob koncu leta 2006 z 38% še vedno prevladujejo bančne vloge. V zadnjih letih je opazno približevanje strukture finančnega premoženja domačih gospodinjstev k strukturi evroobmočja. Delež vlog je v petih letih padel za 10 odstotnih točk in je še za okoli sedem odstotnih točk višji kot v evroobmočju. Na drugi strani se je delež institucionalnih investitorjev – zavarovalnic, pokojninskih in investicijskih skladov – povečal za 7 odstotnih točk, na 17% finančnega premoženja gospodinjstev. Vendar pa je zaradi prevladujočega dokladnega ("pay-as-you-go") pokojninskega sistema delež premoženja slovenskih gospodinjstev v upravljanju institucionalnih investitorjev še vedno za 23 odstotnih točk nižji kot v evroobmočju. V evroobmočju med institucionalnimi investitorji prevladujejo zavarovalnice in pokojninski skladi, ki so bistveno pomembnejši od investicijskih skladov.

Tabela 1: Struktura finančnega premoženja gospodinjstev Slovenije in evroobmočja

	(v %)	1995	2001	2005	2006
<b>Slovenija</b>					
Vloge			48	40	38
Zavarovalno tehnične rezervacije			6	8	9
Investicijski skladi			4	7	8
Delnice in obveznice			28	26	27
Drugi			15	19	19
<b>Evroobmočje</b>					
Vloge		41		31	
Zavarovalno tehnične rezervacije		23		29	
Investicijski skladi		8		11	
Delnice in obveznice		27		27	
Drugi		2		2	

Opomba: Evroobmočje vključuje le Belgijo, Francijo, Nemčijo, Italijo, Nizozemsko in Španijo.

Vir: Banka Slovenije; BIS CGFS Papers, 2007, str. 37

Primerjava s celotnim evroobmočjem je zaradi omejene dosegljivosti podatkov mogoča le po glavnih instrumentih finančnih računov.<sup>17</sup> Ugotovitve pa so podobne:

(1) Razviden je očiten trend umika slovenskih gospodinjstev iz bančnih vlog v alternativne finančne oblike. Razlogi so večja prepoznavnost institucionalnih investitorjev, nizke obrestne mere in tudi konvergenca slovenskega gospodarstva k evroobmočju. Delež gotovine in vlog v strukturi premoženja slovenskih gospodinjstev je z 48% še vedno visok glede na slabih 32% v evroobmočju (38% na Portugalskem). Delež vlog je v finančnem premoženju gospodinjstev evroobmočja relativno stabilen. V letu 2002 se je sicer povzpел na 34%, predvsem kot posledica vzpona obrestnih mer sredi leta (6-mesečni EURIBOR je dosegel vrednost 3,7%) in medvedjega trenda na kapitalskih trgih (indeks DAX je izgubil 40% vrednosti v letu 2002).

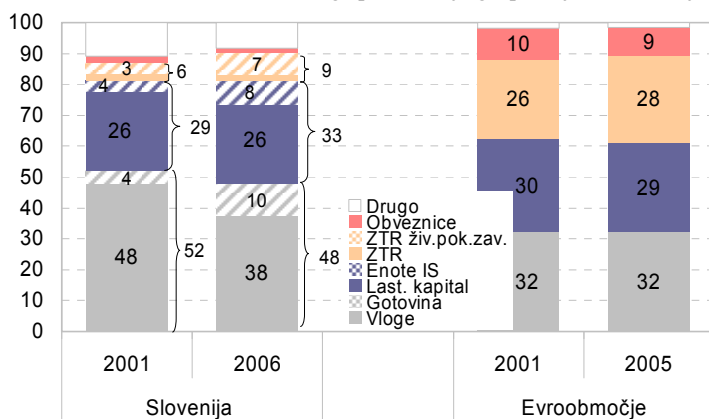
<sup>17</sup> Glavni instrumenti finančnih računov: F.1 – Monetarno zlato in SDR (posebne pravice črpanja); F.2 – Gotovina in vloge; F.3 – Vrednostni papirji razen delnic; F.4 – Posojila; F.5 – Delnice in drug lastniški kapital; F.6 – Zavarovalno-tehnične rezervacije; F.7 – Druge terjatve in obveznosti.

(2) Slovenska gospodinjstva razpolagajo z bistveno nižjim deležem finančnega premoženja v obliki zavarovalno-tehničnih rezervacij (9%) – vključujejo rezervacije iz življenjskih in pokojninskih zavarovanj – kot v evroobmočju (28%) ali na Portugalskem (19%). Razlog je višji delež bančnih vlog. Glede na dolgoročno nevzdržnost obstoječega dokladnega pokojninskega sistema in pričakovane spremembe, se bo delež življenjskih in pokojninskih zavarovanj po pričakovanih povečeval.

(3) Delež premoženja slovenskih gospodinjstev v lastniškem kapitalu<sup>18</sup> in obveznicah neposredno je s 35% primerljiv z 38-odstotnim deležem v evroobmočju (42% na Portugalskem). V Sloveniji so naložbe gospodinjstev v lastniški kapital tudi posledica načina lastninjenja podjetij. Med obema gospodarstvoma je velika razlika v razmerju med naložbami v lastniški kapital in obveznice. Gospodinjstva evroobmočja imajo z 9% finančnega premoženja v obveznicah (10% na Portugalskem) bistveno višji delež kot s slabima 2% v Sloveniji. Razlog je že omenjeni način lastninskega preoblikovanja podjetij in precejšnja nagnjenost k tveganju slovenskih gospodinjstev pri izbiri bančnim depozitom alternativnih naložb. To se odraža tudi v majhnem zanimanju za obvezniške in denarne vzajemne sklade, ki v Evropi glede na sredstva v upravljanju dosegajo bistveno višje deleže kot v Sloveniji.

Delež premoženja v lastniškem kapitalu slovenskih gospodinjstev se je v zadnjih petih letih povečal za okoli 4 odstotne točke. 70 % rasti je posledica vrednostnih sprememb, ki izhajajo predvsem iz povečanega zanimanja za vzajemne sklade in kapitalskih dobičkov. Tudi v evroobmočju se delež finančnega premoženja gospodinjstev v lastniškem kapitalu od leta 2002 povečuje, predvsem na račun obveznic. Referenčna obrestna mera ECB je leta 2002 padla na 3,75% in se nato spustila do 2% v letu 2005. Poleg nizkih obrestnih mer so k višjemu deležu lastniškega kapitala prispevale pozitivne rasti na evropskih delniških trgih. Reprezentativni delniški indeks za zahodno Evropo – DJ Eurostox – je v obdobju od leta 2002 do 2005 pridobil 60%. Glede na višje obrestne mere v zadnjem obdobju bi lahko v prihodnje prišlo do preobrata, kar pa je odvisno tudi od dogajanj na kapitalskih trgih.

Slika 4: Struktura finančnega premoženja gospodinjstev Slovenije in evroobmočja v %



Opomba: ZTR – zavarovalno-tehnične rezervacije; IS – investicijski skladi.

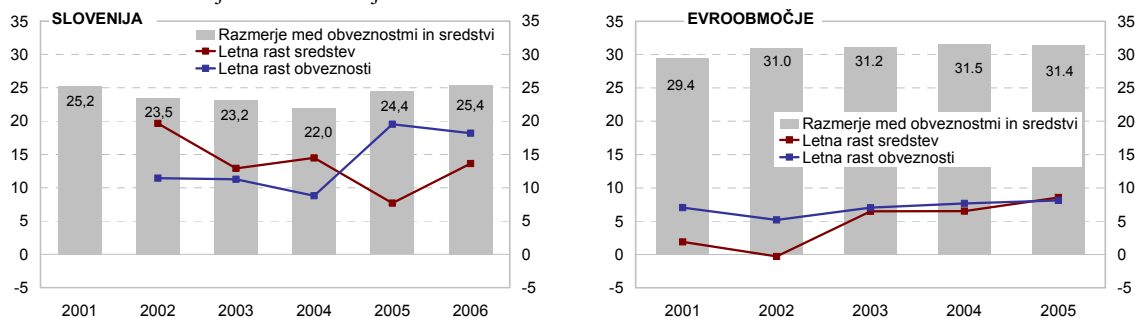
Vir: Banka Slovenije, Eurostat – finančni računi

### 3.2 Finančna pozicija in finančne obveznosti gospodinjstev

Na finančno premoženje pomembno vpliva gibanje finančnih obveznosti. Slovenska gospodinjstva so v zadnjih petih letih finančne obveznosti podobno kot premoženje povečala za dobrih 90%, na 27% BDP (8 mrd EUR). Rast finančnih obveznosti gospodinjstev evroobmočja je bila v zadnjih petih letih (do leta 2005) z 31% sicer nižja, vendar pa višja od 23-odstotne rasti njihovega finančnega premoženja. Razlog za višjo rast v Sloveniji je bistveno večja finančna globina evroobmočja. Neto finančna pozicija slovenskih gospodinjstev (razlika med finančnimi sredstvi in obveznostmi), ki prikazuje prosta sredstva za neto posojanje, je s skoraj 80% BDP precej nižja od 137% BDP neto finančne pozicije gospodinjstev evroobmočja.

<sup>18</sup> Postavka finančnih računov F.5 – Delnice in drug lastniški kapital zajema vse delnice (kotirajoče in nekotirajoče), delnice oziroma enote investicijskih skladov in tudi drug lastniški kapital, kot je lastništvo od d.d. drugih gospodarskih oblik (d.o.o., d.n.o. in podobno). Pri uporabi pojma lastniški kapital so mišljene vse tri oblike lastniškega kapitala oziroma celotna postavka F.5.

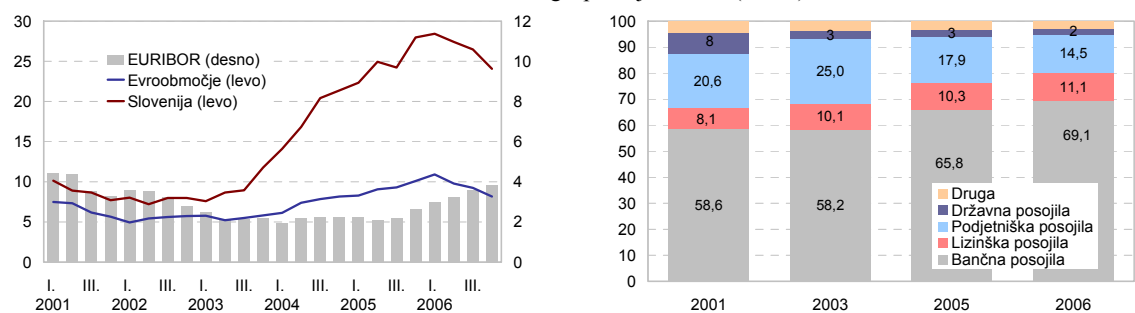
Slika 5: Letne stopnje rasti finančnega premoženja in obveznosti ter njuno razmerje za sektor gospodinjstev Slovenije in evroobmočja v %



Vir: Banka Slovenije, Eurostat – finančni računi

Letne rasti finančnih obveznosti in premoženja slovenskih gospodinjstev so bile v zadnjih petih letih precej različne, kar se odraža v razmerju med finančnimi obveznostmi in premoženjem, ki pa je leta 2006 z dobrimi 25% spet doseglo raven izpred petih let. Razmerje med finančnimi obveznostmi in premoženjem gospodinjstev evroobmočja je v tem obdobju raslo in z dobrimi 31% ob koncu leta 2005 doseglo bistveno višji delež. Gibanje razmerja med celotnim dolgom in sredstvi gospodinjstev, tako finančnim kot nefinančnim, je glede na visoke rasti cen nepremičnin v zadnjih letih drugačno in verjetno v korist sredstev. Dokler v Sloveniji ni izvedeno množično vrednotenje nepremičnin vrednosti nefinančnega premoženja gospodinjstev in celotnega razmerja ni mogoče določiti.

Slika 6: Letne rasti bančnih posojil gospodinjstvom Slovenije in evroobmočja v % ter EURIBOR (levo) in struktura finančnih obveznosti slovenskih gospodinjstev v % (desno)



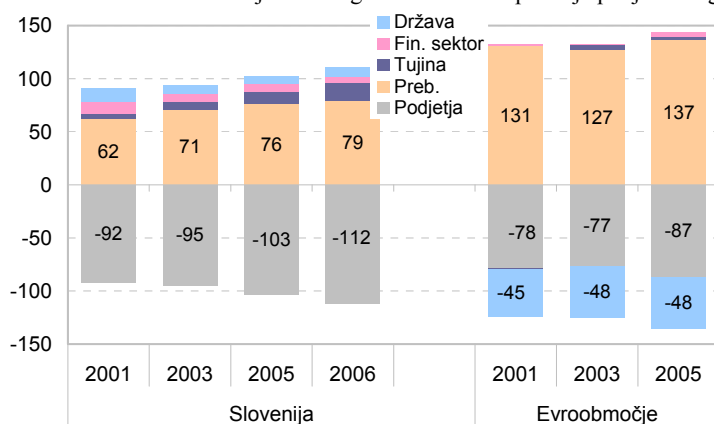
Vir: Banka Slovenije – finančni računi, ECB

Obdobje zniževanja obrestnih mer od leta 2001 do 2005 je spodbudno vplivalo na zadolževanje gospodinjstev. V začetku leta 2006 je zadolževanje gospodinjstev doseglo najvišje letne rasti v Sloveniji in evroobmočju, kar se je odrazilo v visokem razmerju med obveznostmi in sredstvi. Veliko posojil je bilo namenjenih za nakup nepremičnin, ki povečujejo realno premoženje gospodinjstev. Delež dolgoročnih posojil v strukturi finančnih obveznosti slovenskih gospodinjstev se je v opazovanem obdobju povečal za 10 odstotnih točk, na 72% (12% kratkoročna posojila, 16% druga). V letu 2004, ko je bilo že zaznati visoko rast posojil gospodinjstvom, so njihove bruto (realne) investicije narasle za skoraj 23%. Na visoko rast posojil vpliva tudi konkurenca, ki banke sili v rahlanje pogojev za odobritev posojil in v prenos tveganj (predvsem tečajnega in obrestnega) na prebivalstvo. To pa povečuje tveganje nezmožnosti poplačila posojil. V strukturi dajalcev posojil gospodinjstvom prevladujejo banke; njihov delež se je povečal predvsem na račun posojil podjetij in države. Močno konkurenco med bankami dodatno povečujejo liziška podjetja, ki so že po definiciji prožnejša pri odobravanju posojil.

## 4 Nefinančna podjetja

Nefinančna podjetja so običajno neto izposojevalci sredstev za investicije v proizvodnjo, predvsem od gospodinjstev posredno – prek bank in institucionalnih investitorjev – ali neposredno. Delež investicij v BDP slovenskih podjetij je bil leta 2005 s skoraj 16% bistveno višji kot v evroobmočju, kar je posledica dohitevanja gospodarskega razvoja evroobmočja. Slovenska podjetja neto negativno finančno pozicijo v 112% BDP financirajo večinoma prek gospodinjstev (79% BDP) in tujine (17,5% BDP). Povečevanje negativne finančne pozicije oziroma zadolževanje podjetij sovpada z rastjo njihovih investicij. V evroobmočju je neto negativna finančna pozicija podjetij s 87% BDP ob koncu leta 2005 nižja kot v Sloveniji. Podjetja evroobmočja so neto negativno finančno pozicijo v letih od 2000 do 2003 celo zniževala, vendar so se v naslednjih dveh letih spet več zadolževala. Neto negativna finančna pozicija celotnega gospodarstva evroobmočja je z neto negativno finančno pozicijo državnega sektorja (48% BDP) višja. Financira se prek gospodinjstev, katerih neto pozitivna finančna pozicija (137% BDP) je bistveno višja kot v Sloveniji.

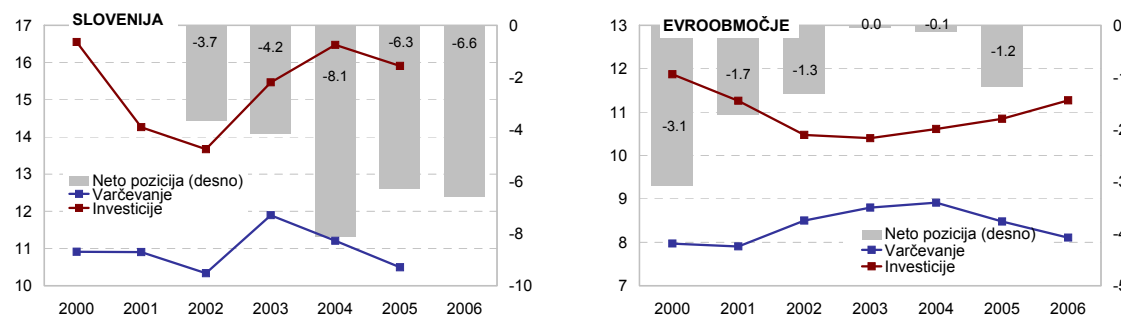
Slika 7: Financiranje neto negativne finančne pozicije podjetniškega sektorja Slovenije in evroobmočja v % BDP



Vir: Banka Slovenije, Eurostat – finančni računi, SURS

Mednarodni denarni sklad (MDS) je ugotavljal razloge, zakaj so v nekaterih državah G-7 (izjemi Italija in Francija) v prvih letih tega desetletja podjetja začela postajati neto posojilodajalci.<sup>19</sup> (1) Od leta 2003 podjetja pomembnejših industrijskih držav izkazujejo visoko rast podjetniških dobičkov, kar je predvsem posledica znižanja obrestnih odhodkov in podjetniških davkov. (2) Naslednji razlog je manjša intenziteta investiranja v zadnjih letih. (3) Poleg tega so bili denarni presežki podjetij uporabljeni predvsem za odplačila dolgov (bančnih posojil in tudi izdanih obveznic) in s tem za znižanje finančnega vzvoda. V večini razvitejših gospodarstev je razmerje med dolgom in kapitalom v zadnjem obdobju upadlo. (4) V nekaterih državah je bilo opaziti povečano investiranje podjetij v denarna sredstva. Razlog so po eni strani rastoči dobički, po drugi strani pa pričakovanja o večji nestabilnosti podjetniškega okolja in neke vrste varnostno varčevanje.<sup>20</sup>

Slika 8: Investicije, varčevanje in neto pozicija nefinančnih podjetij iz transakcij za Slovenijo in evroobmočje v % BDP



Vir: Banka Slovenija, Eurostat – sektorski računi

Po ugotovitvah MDS so se podjetja nekaterih držav G-7 po neugodnih razmerah na kapitalskih trgih v prvih letih tega desetletja soočala z visokimi stopnjami zadolženosti. Zato so dobičke bolj kot za investiranje in izplačilo dividend uporabljala za poplačilo dolgov. Podjetja so postala bolj pozorna na lastno ranljivost do sprememb na finančnih trgih in odvisnost od posojil oziroma zunanjih virov financiranja, kar jih je vodilo do večje uporabe notranjega financiranja. Proces se je odrazil v zniževanju neto izposojanja podjetij evroobmočja v letih od 2000 do 2003 in s tem v zniževanju oziroma stagnaciji njihove neto negativne finančne pozicije.

Slovenska podjetja se prav tako financirajo v precejšnem delu z zadržanimi dobički, vendar so njihovi razlogi tudi drugi. Eden od njih je v šele pred kratkim začeti intenzivnejši promociji domačega kapitalskega trga. Tržna kapitalizacija na Ljubljanski borzi je bila pred petimi leti kar 4-krat nižja. Likvidnost in globina organiziranega domačega kapitalskega trga sta še vedno njegovi glavni pomanjkljivosti. V letu 2006 je promet z osmimi delnicami prve kotacije dosegel 60% celotnega prometa na Ljubljanski borzi in kaže na visoko koncentracijo. Podjetja se zelo redko odločajo za pridobivanje novega kapitala z dokapitalizacijami ali izdajami novih obveznic, in kadar se, gre večinoma za zaprte izdaje. Tudi v zadnjem obdobju, ko so cene delnic vodilnih slovenskih podjetij zelo visoke in zato razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico (P/E) dosega visoke vrednosti, se ta ne odločajo za financiranje z dokapitalizacijami. Povprečna vrednost kazalnika P/E za prvo kotacijo je bila aprila 2007 skoraj 33, medtem ko je bila še pred enim letom okoli 22.

Struktura finančnih sredstev slovenskih nefinančnih podjetij kaže na precejšnje medsebojno prevzemanje bremena financiranja, kar se deloma lahko izraža v nižji učinkovitosti poslovanja glede na podjetja evroobmočja. Namesto s

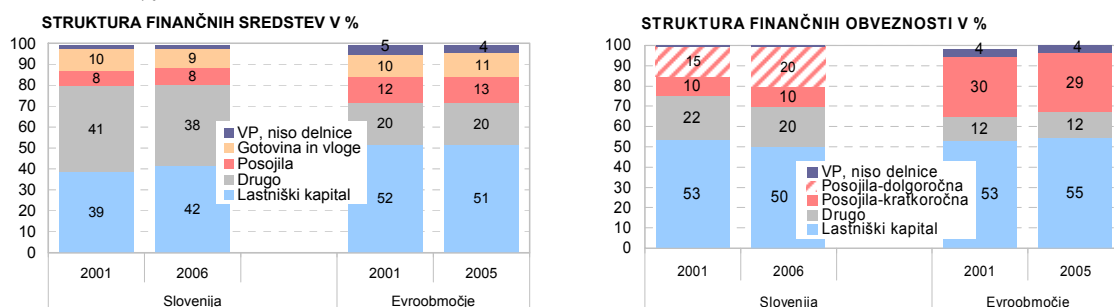
<sup>19</sup> Več o tem: World Economic Outlook. Awash With Cash: Why are Corporate Savings so High? IMF, 2006.

<sup>20</sup> Na podjetniško varčevanje in investiranje imajo močan vpliv tudi pokojninski sistemi, v katerih morajo podjetja plačevati prispevke.

proizvodnjo se lahko kvarjajo preveč s problemi financiranja, kot so podaljševanje rokov za poplačilo dolgov, morda celo njihova izterjava in podobno, kar pa med drugim vpliva na likvidnost podjetja. Postavka druge terjatve (oznaka postavke F.7 v finančnih računih), ki vsebuje razne trgovinske kredite, avanse in podobno, predstavlja v strukturi finančnih sredstev slovenskih podjetij 38% (v evroobmočju le 20%). Od tega polovica do domačega podjetniškega sektorja, tretjina pa do tujine, verjetno predvsem do povezanih podjetij v tujini. Posledično imajo slovenska podjetja tudi na strani obveznosti visok delež postavke druge terjatve, ki pa se tako kot na strani sredstev znižuje.<sup>21</sup>

Slovenska podjetja imajo glede na podjetja evroobmočja na strani premoženja in obveznosti nižji delež lastniškega kapitala. Ugotovitev je glede na relativno visoko lastniško prepletenost med slovenskimi podjetji presenetljiva. Na višji delež lastniškega kapitala podjetij evroobmočja na strani premoženja vpliva odgovornost nekaterih izmed njih za pokojninska zavarovanja zaposlenih. Pri tem velja, da pokojninski skladi razvitejših zahodnoevropskih držav vlagajo višje deleže v lastniške vrednostne papirje kot v Sloveniji.

Slika 9: Primerjava strukture finančnih sredstev in obveznosti nefinančnih podjetij za Slovenijo in evroobmočje v %



Vir: Banka Slovenije, Eurostat – finančni računi

Struktura finančnih obveznosti slovenskih podjetij je bolj podobna strukturi finančnih obveznosti podjetij evroobmočja in odraža še vedno velik pomen bančnega financiranja. Posojila dosegajo 30% finančnih obveznosti slovenskih podjetij, od katerih je dobrih 60% posojil domačega bančnega sektorja. Presenetljiv je trend zniževanja lastniškega kapitala na račun povečevanja deleža posojil, saj bi bilo glede na razvoj kapitalske kulture in visoke vrednosti borznih indeksov pričakovano povečevanje lastniškega financiranja z dokapitalizacijami in tudi povečevanje dolžniškega financiranja z izdajami obveznic.<sup>22</sup> Ugotovitev je nenavadna tudi glede na precejšnje financiranje slovenskih podjetij z zadržanimi dobički, ki posredno povečuje vrednost njihovega izdanega lastniškega kapitala (prek vrednostnih sprememb). Ob tem ne smemo mimo dejstva, da na rast delnic podjetij vplivajo še številni drugi dejavniki. Iz transakcij in vrednostnih sprememb, ki so na razpolago v finančnih računih,<sup>23</sup> je razvidno, da je bil pomen transakcij pri instrumentih posojila in druge terjatve v zadnjih letih večji kot vrednostne spremembe pri instrumentu lastniški kapital, čeprav tudi te niso bile zanemarljive. Mogoče je, da so bile potrebe po financiranju podjetij v zadnjih nekaj letih ob ugodni gospodarski rasti zelo visoke in so se zato podjetja zanašala na že zatečene vire financiranja. Najverjetneje pa delež lastniškega kapitala v strukturi virov financiranja slovenskih podjetij vsaj dolgoročno ne bo padal.

Razlog za velik pomen financiranja z zadržanimi dobički in močne medsebojne povezave slovenskih podjetij prek komercialnega kreditiranja je tudi relativno slabo razvit finančni sistem Slovenije glede na globino oziroma vrednost sredstev v upravljanju. Medtem ko finančna sredstva slovenskega finančnega sistema predstavljajo 180% BDP, je to razmerje za evroobmočje dvainpolkrat večje. Socialistična preteklost, ko druge finančne institucije razen bank niso imele pravih pogojev za razvoj, kratka zgodovina slovenskega kapitalskega trga in šele pred kratkim začetni agresivnejši prodor institucionalnih investorjev na trg so pomembnejši razlogi za nižjo globino slovenskega finančnega sistema. Institucionalni investitorji, ki s svojo posredniško vlogo med prihranki in investicijami močno vplivajo na likvidnost kapitalskih trgov, lahko močno vplivajo na način pridobivanja sredstev podjetij.

Tudi primerjava strukture izdajateljcev in imetnikov vseh vrednostnih papirjev v Sloveniji in evroobmočju kaže, da je pomen finančnega sektorja evroobmočja bistveno večji.<sup>24</sup> Medtem ko v Sloveniji finančni sektor med izdajatelji dosega

<sup>21</sup> Na Portugalskem imajo nefinančna podjetja z 28% prav tako bistveno manj pod postavko drugo kot slovenska podjetja.

<sup>22</sup> Portugalska podjetja se s 33-odstotnim deležem še nekoliko več financirajo prek posojil in s slabimi 49% podobnim deležem lastniškega kapitala. S slabimi 6% pa precej tudi prek izdaj dolžniških vrednostnih papirjev.

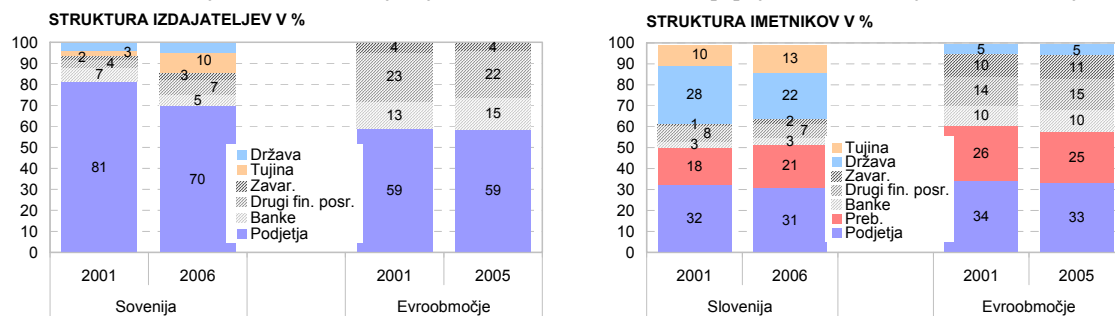
<sup>23</sup> Glej Dodatek za obrazložitev razlike med transakcijami in vrednostnimi spremembami.

<sup>24</sup> Slovenski rezidenti so imeli ob koncu leta 2006 v lasti za 170% BDP lastniškega kapitala oziroma so bili izdajatelji 154% BDP lastniškega kapitala. Delež se je v zadnjih petih letih neprestano povečeval, predvsem kot posledica ugodne gospodarske rasti oziroma dobrih poslovnih rezultatov in s tem rasti cen na delniških trgih. Za domače gospodarstvo postaja vse pomembnejša tudi finančna lastniška integracija s tujino in s tem tuji kapitalski trgi. Tujci so bili ob koncu leta 2006 lastniki že več kot 13% celotnega slovenskega lastniškega kapitala, medtem ko je bilo med izdajatelji lastniškega kapitala (v rokah slovenskih rezidentov) že za skoraj 10% tujih. Rezidenti evroobmočja so imeli ob koncu leta 2005 z 236% BDP v lasti bistveno višji delež lastniškega kapitala, ki se je v zadnjih letih glede na ugodne gospodarske razmere prav tako povečeval. Razlika je tudi posledica dejstva, da le redke slovenske finančne družbe kotirajo na borzi in so zato njihovi vrednostni papirji večinoma vrednoteni po knjigovodski vrednosti, ki je velikokrat nižja od tržne.



le 14%, je njihov delež v evroobmočju kar 41-odstoten, predvsem kot posledica bistveno močnejšega sektorja drugih finančnih posrednikov oziroma investicijskih skladov. Podobno je tudi pri imetnikih vrednostnih papirjev. V Sloveniji ima finančni sektor v lasti 11% izdanega lastniškega kapitala, medtem ko v evroobmočju kar 37%. Razlog za tolikšno razliko je še zelo visok delež lastništva države domačega gospodarstva, ki se bo po napovedih v nadaljevanju zniževal. Glede na mednarodno primerjavo bi morala biti predvsem finančna podjetja (banke, zavarovalnice, investicijski skladi) tista, ki bi se zanimala za odkup lastniških deležev države v domačem gospodarstvu. Vprašanje pa je, če so finančno že dovolj močna, da bi bila sposobna za take investicije v večjem obsegu.

Slika 10: Primerjava strukture izdajateljev in imetnikov vrednostnih papirjev med Slovenijo in evroobmočjem v %



Vir: Banka Slovenije, Eurostat – finančni računi

## 5 Finančna podjetja

Finančni posredniki imajo nasprotno od preostalih sektorjev na strani sredstev in obveznosti večinoma finančne instrumente. Prodajajo lastne obveznosti, da zberejo sredstva, ki jim omogočajo nakup obveznosti drugih. Zato je njihova neto finančna pozicija skoraj izravnana. Osnovna naloga finančnih podjetij je posredovati sredstva sektorjev s presežkom k sektorjem s primanjkljajem in tako prispevajo k učinkovitemu delovanju celotnega gospodarstva. Le če finančni trgi skupaj s finančnimi institucijami delujejo učinkovito, prispevajo k optimalni alokaciji sredstev, zniževanju stroškov kapitala in omogočajo porazdeljevanje tveganj in njihovo razpršitev (Papademos, 2006).

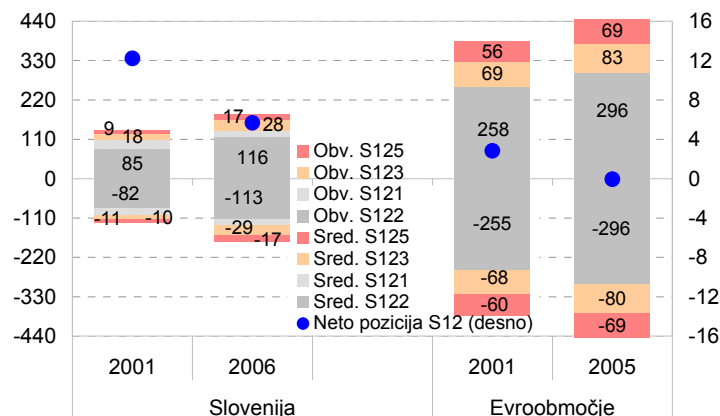
V sektorskih računih se v skladu z ESA95 finančni sektor (S.12) deli na pet podsektorjev:<sup>25</sup>

- (1) Centralna banka (S.121).
- (2) Druge denarne finančne institucije (S.122), ki vsebuje predvsem banke in hranilnice.
- (3) Drugi finančni posredniki, razen zavarovalnic in pokojninskih skladov (S.123), so najbolj raznovrsten sektor med vsemi. Pomemben delež v njem zasedajo investicijski skladi in lizinski podjetja.
- (4) Izvajalci pomožnih finančnih dejavnosti (S.124), ki med drugim vključujejo tudi borzno posredniške družbe. Tudi ta sektor vsebuje zelo raznovrstna finančna podjetja, vendar njegova sredstva v celotnih finančnih sredstvih finančnega sektorja ne predstavljajo pomembnejšega deleža.
- (5) Zavarovalnice in pokojninski skladi (S.125); ta sektor postaja z življenjskimi in pokojninskimi zavarovanji vse pomembnejši.

V Sloveniji je predvsem pomen sektorja zavarovalnic in pokojninskih skladov (S.125) glede na evroobmočje še podcenjen. V strukturi sredstev celotnega slovenskega finančnega sistema dosega 9%, medtem ko v evroobmočju že dobrih 15%. V obeh gospodarstvih, predvsem pa v slovenskem, se njegova vloga izrazito povečuje. Razlog je vse večje ozaveščenje o nujno potrebnem dodatnem varčevanju za starost, saj upravlja predvsem dolgoročna sredstva gospodinjstev v obliki življenjskih in pokojninskih zavarovanj. Sicer je tudi pomen drugih finančnih posrednikov (S.123) v evroobmočju večji, vendar razlika ni tako očitna. Precejšen delež slovenskih drugih finančnih posrednikov v celotnem finančnem sistemu je posledica načina lastninjenja podjetij v Sloveniji in nastanka t.i. pidov (pooblaščenih investicijskih družb) in zelo dinamičnega razvoja vzajemnih skladov v zadnjih letih. Bančni sektor (S.122) ima še vedno poglobljeno vlogo v finančnem sistemu Slovenije in evroobmočja, vendar se je njegova vloga predvsem na strani obveznosti v zadnjih letih zniževala, poleg staranja prebivalstva in povezane nevzdržnosti obstoječega pokojninskega sistema zaradi nizkih obrestnih mer in iskanja naložb, ki bi bile alternativa bančnim vlogam. Po drugi strani je bančni sektor skupaj z lizinskimi podjetji zaradi nizkih obrestnih mer vse bolj agresiven na področju posojil. Povpraševanje po posojilih spodbujajo dogajanja na trgu nepremičnin in ugodne gospodarske razmere v zadnjem obdobju.

<sup>25</sup> Za njihove natančnejše definicije glej SNA93 oziroma ESA95.

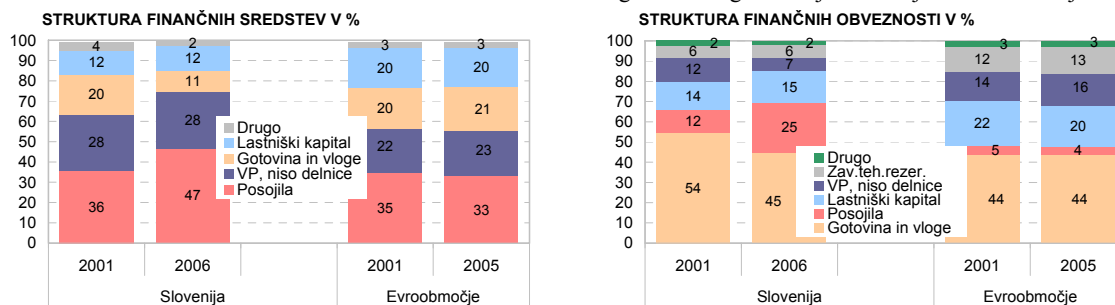
Slika 11: Finančna sredstva, obveznosti in neto pozicija v % BDP finančnega sektorja Slovenije in evroobmočja



Opomba: S.12 – Finančne družbe; S.121 – Centralna banka; S.122 – Druge denarne finančne institucije (vključuje poslovne banke in hranilnice); S.123 – Drugi finančni posredniki, razen zavarovalnic in pokojninskih skladov (med drugim vključuje investicijske sklade in lizinska podjetja); S.125 – Zavarovalnice in pokojninski skladi; Neto pozicija S.12 – razlika med finančnimi sredstvi in obveznostmi celotnega finančnega sektorja.

Vir: Banka Slovenije, Eurostat – finančni računi, SURS

Slika 12: Struktura finančnih sredstev in obveznosti celotnega finančnega sektorja Slovenije in evroobmočja v %



Vir: Banka Slovenije, Eurostat – finančni računi

Močna bančna orientiranost slovenskega gospodarstva se kaže v strukturi finančnih sredstev (s 47% prevladujejo posojila) in obveznosti (s 45% prevladujejo gotovina in vloge) slovenskega finančnega sistema. Deleži so visoki tudi v finančnem sistemu evroobmočja, ki pa je tradicionalno gledano prav tako precej bančno orientirano. Struktura sredstev in obveznosti slovenskega finančnega sistema se je v zadnjih petih letih zaradi prilagoditve domačega bančnega sistema spremenjenemu načinu financiranja ob neizogibnem padanju zanimanja za bančne vloge precej spremenila. Skoraj 10 odstotnih točk nižjemu deležu gotovine in vlog v zadnjih petih letih na strani obveznosti se je domači finančni sistem prilagodil z višjim deležem posojil. Predvsem banke in lizinska podjetja si z zadolževanjem v tujini zagotavljajo dodatne vire. Z znižanjem vlog se je struktura obveznosti glede vlog precej prilagodila strukturi evroobmočja, kar pa ne velja za delež posojil, ki je v evroobmočju v zadnjem obdobju celo padel. Finančna podjetja evroobmočja pridobivajo bistveno več sredstev z lastniškim financiranjem in izdajami obveznic. Povečanje takega financiranja bi lahko z razvojem kapitalskega trga in drugim krogom privatizacije pričakovali tudi v Sloveniji.

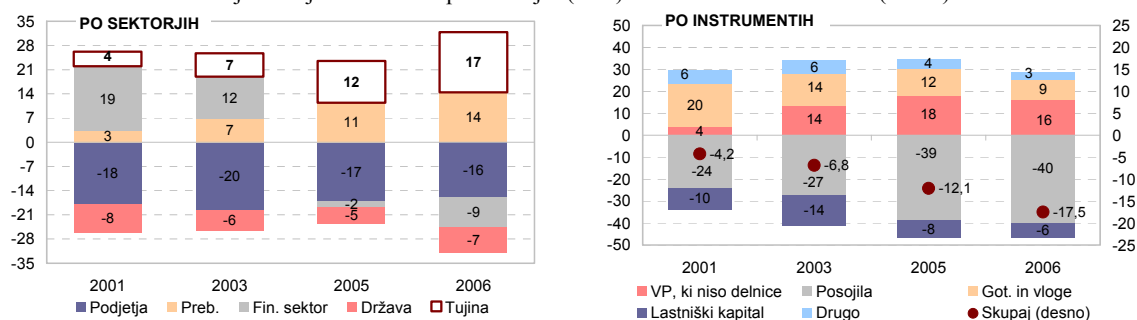
Z višjim zadolževanjem gospodinjstev se je delež posojil na strani sredstev domačega finančnega sistema v zadnjih petih letih povečal za več kot 10 odstotnih točk. To je povzročilo, da se je struktura sredstev domačega finančnega sistema precej odmaknila od strukture evroobmočja. Precej konzervativna naložbena politika domačih zavarovalnic in pokojninskih skladov vpliva na visok delež dolžniških vrednostnih papirjev. Glede na preteklo obdobje nizkih obrestnih mer in visoke delniške donose to kaže na določeno neprilagodljivost domačega finančnega sistema razmeram na finančnih trgih.

## 6 Pozicija slovenskega gospodarstva do tujine

Slovensko gospodarstvo ima neto negativno finančno pozicijo do tujine, ki jo povečuje. Ob koncu leta 2006 je imelo do tujine za 17% BDP več finančnih obveznosti kot terjatev. Podatek nakazuje primanjkljaj domačih razpoložljivih finančnih sredstev glede na investicijske potrebe. Razlike pri posameznih sektorjih in instrumentih so velike. Pomembno je, da donosnost domačih finančnih sredstev, investiranih v tujino, ob upoštevanju transakcijskih stroškov in tveganj ostaja primerljiva z donosnostjo tujih finančnih sredstev, investiranih v Sloveniji.



Slika 13: Neto stanja do tujine v % BDP po sektorjih (levo) in finančnih instrumentih (desno)

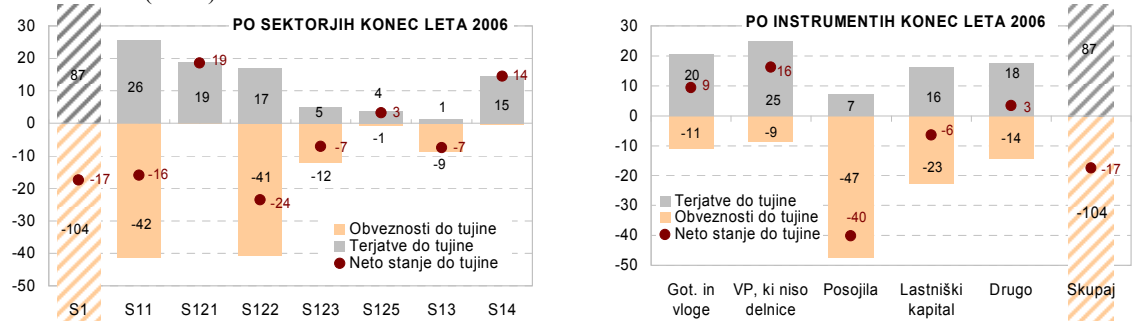


Vir: Banka Slovenije – finančni računi, SURS

Med glavnimi institucionalnimi sektorji ima le sektor gospodinjstev neto pozitivno finančno pozicijo do tujine. Poglavitni razlog je tuja gotovina, ki so jo gospodinjstva v preteklosti kumulirala.<sup>26</sup> Velik delež tuje gotovine je v evrih, zato se je vrednost tuje gotovine s prevzemom evra januarja 2007 bistveno znižala. Banka Slovenije ima precej terjatev do tujine v obliki vlog, ki jih že zaradi krčenja bilančne vsote znižuje. Po drugi strani se domače banke vse več financirajo z vlogami nerezidentov in povečujejo negativno finančno pozicijo do tujine v tej finančni obliki. Vendar pa so terjatve gospodinjstev do tujine v obliki tuje gotovine in Banke Slovenije v obliki tujih vlog še vedno bistveno večje od obveznosti bančnega sektorja do tujine v obliki vlog.

Neto negativno pozicijo do tujine najbolj povečujeta bančni sektor in lizinska podjetja z najemanjem posojil v tujini, ki jih plasirata v domače gospodarstvo. Za banke so tuji finančni viri, glede na izrazit umik gospodinjstev iz bančnih vlog, izredno pomembni. S tem pa se povečuje njihova odvisnost od zunanjih virov financiranja. Pri hujši recesiji evropskega gospodarstva bi lahko ta vir financiranja postal nezanesljiv. Negativna pozicija podjetniškega sektorja se zaradi posredniške vloge bank in lizinskih podjetij in s tem vse manjšega lastnega neposrednega financiranja s tujimi posojili znižuje. To je tudi posledica konvergence obrestnih mer. Podjetniški sektor ima terjatev do tujine prek instrumenta Drugo, kar kaže na visoko poslovno povezanost domačih podjetij prek komercialnega kreditiranja s tujimi, verjetno predvsem s povezanimi podjetji.

Slika 14: Terjatve, obveznosti in neto stanja do tujine v % BDP po sektorjih (levo) in finančnih instrumentih (desno) ob koncu leta 2006



Opomba: S.1 – Gospodarstvo Slovenije; S.11 – Nefinančne družbe; S.121 – Centralna banka; S.122 – Druge denarne finančne institucije (vključuje poslovne banke in hranilnice); S.123 – Drugi finančni posredniki, razen zavarovalnic in pokojninskih skladov (med drugim vključuje investicijske sklade in lizinska podjetja); S.125 – Zavarovalnice in pokojninski skladi; S.13 – Država; S.14 – Gospodinjstva.

Vir: Banka Slovenije – finančni računi, SURS

Nizka globina in likvidnost slovenskega trga dolžniških vrednostnih papirjev vplivata na neto terjatve do tujine pri obveznicah. Predvsem bančni in zavarovalniški sektor povečujeta naložbe v tuje obveznice, kar je pri bankah dodatno spodbujeno s sproščanjem sredstev iz blagajniških zapisov Banke Slovenije. Na zniževanje neto pozitivne finančne pozicije instrumenta obveznice v zadnjem obdobju vplivajo večje zanimanje tujcev za domače državne obveznice in nižje naložbe Banke Slovenije v tuje dolžniške vrednostne papirje zaradi krčenja bilančne vsote z vstopom v evroobmočje.

Slovensko gospodarstvo ima do tujine neto obveznost v obliki lastniškega kapitala, ki je posledica lastniških naložb tujcev v domača podjetja in bančni sistem. Lastniške naložbe domačih bank in podjetij v tujino se povečujejo. Na izrazito zniževanje neto negativne finančne pozicije v obliki lastniškega kapitala v zadnjem obdobju vpliva predvsem vse večje zanimanje vzajemnih skladov in sektorja gospodinjstev neposredno za portfeljske naložbe v tuje lastniške vrednostne papirje. Slednje kaže na željo gospodinjstev po visokih donosih, vsaj za zdaj pogosto ne glede na prevzeta tveganja. V zadnjem času se je povečalo zanimanje za balkanske trge, ki so dosegali nadpovprečne donose.

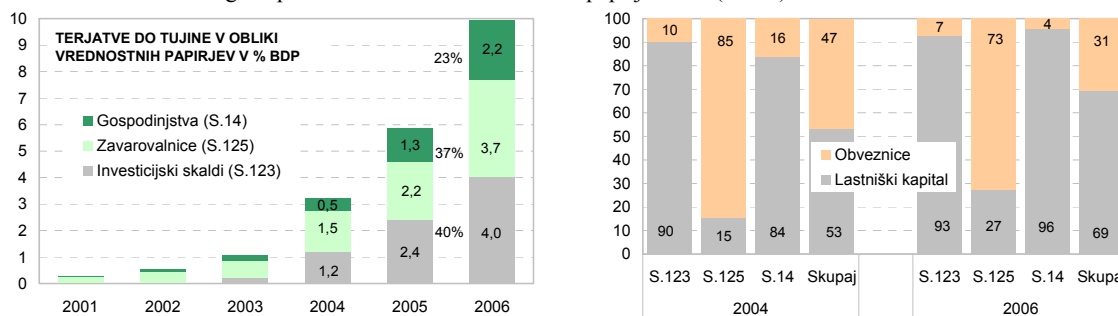
<sup>26</sup> Upoštevana je tudi tuja gotovina, ki jo gospodinjstva nič več ne "držijo doma", temveč so jo investirala v nakup raznih premoženjskih (finančnih in nefinančnih) oblik v tujini.

Slovensko gospodarstvo ima torej za 104% BDP finančnih obveznosti do tujine, med njimi s 47% prevladujejo posojila, predvsem bančnega sektorja, s 23% sledijo obveznosti v obliki lastniškega kapitala, izstopajo kapitalske naložbe tujcev v domačih nefinančnih podjetjih. Na drugi strani ima slovensko gospodarstvo s 87% BDP za 17% BDP manj finančnih terjatev do tujine. S 25% izstopajo terjatve v obliki obveznic, predvsem centralne banke, vse več pa tudi poslovnih bank in zavarovalniškega sektorja. Z 20% so pomembne tudi terjatve v obliki gotovine, predvsem gospodinjstev, in vlog, pri katerih izstopa centralna banka. Vse bolj pa se povečujejo finančne terjatve do tujine v obliki lastniškega kapitala, predvsem vzajemnih skladov in gospodinjstev.

V zadnjem obdobju je zniževanje neto obveznosti do tujine v obliki lastniškega kapitala očitno, kljub temu pa velja opozoriti, da iz držav s pretežno tujim lastniškim kapitalom odteka dobiček v tujino, kar slabi tekoči račun in povečuje zadolženost, s tem pa znižuje delež domačega proizvoda, ki ostaja za domačo potrošnjo. Z okoli 15% BDP je bila neto negativna pozicija do tujine v obliki lastniškega kapitala najvišja leta 2002 in 2003, ko domače gospodarstvo še ni bilo aktivno pri vlaganjih v tuje vrednostne papirje (kar je bila tudi posledica zakonskih omejitev), medtem ko so nerezidenti že začeli intenzivneje vlagati v Slovenijo.<sup>27</sup> Po drugi strani prevelika vlaganja v tujino pomenijo manj privarčevanih sredstev za domače investicije, ki poleg razvoja domačega gospodarstva omogočajo odpiranje novih delovnih mest. Že zdaj dobrih 9% BDP visoke terjatve gospodinjstev do tujine v obliki lastniškega kapitala in dolžniških vrednostnih papirjev – dobre 2,2% BDP neposredno, 3,4% BDP prek zavarovalniškega sektorja in dobre 3,5% BDP prek investicijskih skladov – dosegajo v zadnjem obdobju izredno visoko rast. Precejšen uvoz finančnih sredstev prek bančnega sektorja in tujih posojil pa predstavlja breme za bodoče dohodke z vidika servisiranja dolga. Vsekakor je mednarodna integracija potrebna, vendar je pomembno, da domače gospodarstvo v danih razmerah prerazporeja svoja sredstva čim učinkoviteje.

Glede na to, da imajo doma privarčevana sredstva poseben pomen za razvoj domačega gospodarstva in da gre predvsem za sredstva gospodinjstev, ki so čedalje večji prevzemniki tveganj, v nadaljevanju sledi kratek pregled sredstev – neposrednih in posrednih prek zavarovalniškega sektorja in investicijskih skladov – sektorja gospodinjstev, investiranih v tuje vrednostne papirje, in sicer v obveznice in delnice.<sup>28</sup> S povečevanjem vloge nedenarnih finančnih posrednikov pri posredovanju privarčevanih sredstev se povečuje izpostavljenost gospodinjstev do tveganj. Pri tem se postavlja vprašanje, ali so gospodinjstva usposobljena upravljati omenjena tveganja in koliko se jih sploh zavedajo? Zaznati je, da se je percepcija do tveganja v zadnjem obdobju precej spremenila glede sprejemanja bistveno višjih tveganj, v želji po višjih donosih. S povečevanjem naložb v tujino, ki so tudi posledica pomanjkanja globine in likvidnosti domačega kapitalskega trga, se povečuje občutljivost domačega gospodarstva za razmere na tujih kapitalskih trgih. Zaskrbljujoče je predvsem povečevanje naložb gospodinjstev v manj razvite in s tem bolj tvegane regije.

Slika 15: Struktura terjatev gospodinjstev do tujine glede na posrednika v % BDP (levo) in glede na obliko lastniškega kapitala in dolžniških vrednostnih papirjev v % (desno)



Opomba: S.123 – Drugi finančni posredniki, razen zavarovalnic in pokojninskih skladov (med drugim vključuje investicijske sklade); S.125 – Zavarovalnice in pokojninski skladi; S.14 – Gospodinjstva.

Vir: Banka Slovenije

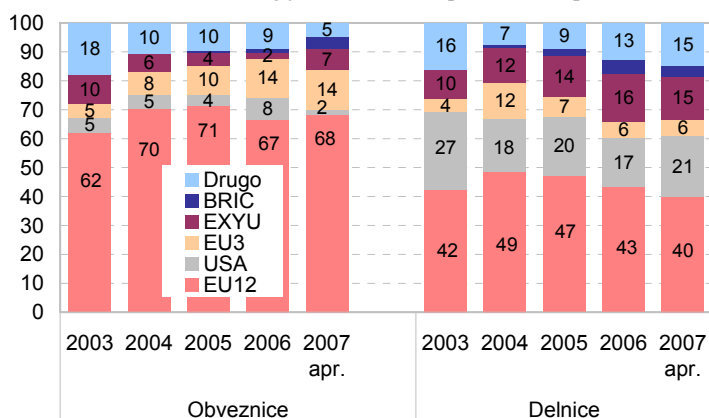
Gospodinjstva imajo za okoli 3 mrd EUR oziroma 10% BDP finančnih terjatev do tujine v obliki dolžniških vrednostnih papirjev in lastniškega kapitala, ki se neprestano povečujejo. Pred petimi leti je njihov delež predstavljal komaj dobro četrtno odstotka BDP. Od tega imajo gospodinjstva večino terjatev do tujine posredno prek vzajemnih skladov in življenjskih zavarovanj, vendar v zadnjem obdobju vse več vlagajo v tujino tudi neposredno. Povečujejo se predvsem naložbe gospodinjstev v tuje lastniške vrednostne papirje, ki so ob koncu leta 2006 že predstavljale skoraj 70%. Glede na visoke rasti, ki jih dosegajo v zadnjem obdobju balkanski kapitalski trgi, se je njihov delež v regijski strukturi kapitalskih naložb sektorja gospodinjstev že povečal na čez 21%. Na pomenu dobivajo tudi trgi drugih držav v razvoju, kot so Indija, Rusija, Brazilija, Kitajska in tudi Japonska. Sicer večja regijska razpršenost naložb pomeni večjo diverzifikacijo tveganj,

<sup>27</sup> Leta 2002 je švicarski Novartis prevzel Lek, belgijski Interbrew je poskušal prevzeti Union in uspešno je bila zaključena prva faza privatizacije NLB s prodajo 34-odstotnega deleža države belgijski bančno-zavarovalniški skupini KBC.

<sup>28</sup> V nadaljevanju je izraz "neposredne terjatve gospodinjstev" uporabljen v kontekstu neposrednih, lastnih vlaganj gospodinjstev v tuje vrednostne papirje. Izraz posredne terjatve pa je uporabljen v zvezi z vlaganji prek zavarovalniškega sektorja – predvsem življenjskih in pokojninskih zavarovanj in sektorja drugih finančnih posrednikov – predvsem investicijskih skladov. Prihaja do nekaterih poenostavitvev, saj so v podatkih zajeta celotna sredstva sektorjev zavarovalnic – S.125 – in drugih finančnih posrednikov – S.123 – investirana v tuje vrednostne papirje. Sklepamo, da večina njihovih sredstev predstavlja obveznosti do gospodinjstev.

a s povečevanjem deleža naložb na kapitalske trge držav v razvoju tudi njihovo povečevanje. Podatki potrjujejo že znano ugotovitev, da so slovenska gospodinjstva, ki se odločajo za naložbe na kapitalske trge, precej nagnjena k tveganim naložbam, kar je tudi posledica njihove neizkušenosti in še ne preživete daljše recesije na (domačem) kapitalskem trgu.

Slika 16: Regijska struktura neposrednih in posrednih naložb gospodinjstev v tuje vrednostne papirje v %



Opomba: EU12 – evroobmočje; EU3 – Velika Britanija, Danska, Švedska; BRIC – Brazilija, Rusija, Indija, Kitajska; EXYU – države nekdanje Jugoslavije.

Vir: Banka Slovenije

Sredstva, vložena na kapitalske trge, naj bi bila predvsem dolgoročna in kratkoročna kapitalska nihanja naj bi imela omejen vpliv na premoženje in potrošnjo gospodinjstev. Vprašanje pa je, če se slovenska gospodinjstva zavedajo, da gre pri vlaganjih na kapitalske trge predvsem za dolgoročno varčevanje. Nevarno je predvsem potencialno sočasno prodajanje finančnih instrumentov investitorjev, kar lahko ogrozi likvidnost finančnih trgov. Izguba prihrankov gospodinjstev lahko povzroči izgubo njihovega zaupanja v finančni sistem, kar lahko potencialno prek premoženjskega učinka vodi do nižje potrošnje in zato nižje gospodarske rasti. Tak makroekonomski učinek ima lahko močan vpliv na stabilnost celotnega finančnega sistema.

## 7 Namesto sklepa

Vrednost finančnih sredstev glede na BDP je v Sloveniji bistveno nižja kot v evroobmočju. Med razlogi prevladuje nekoliko več kot petnajstletna relativno kratka razvojna pot institucionalnih investitorjev, posledice pa se prek finančnega sektorja odražajo v celotnem gospodarstvu. "Kapitalska kultura" se sicer izboljšuje, vendar se glede na globino in likvidnost domačega kapitalskega trga še vedno ni dovolj razvila. Določen vpliv na to ima ponesrečena zgodba slovenskih pooblaščenih investicijskih družb, ki so bile v prvi vrsti ustanovljene prav z namenom oblikovanja "delniške kulture" med prebivalstvom, nazadnje pa se je zgodilo prav obratno. Privatizacijski kapital se je na račun pomanjkljive zakonodaje, neozaveščenosti in neznanja malih delničarjev netransparentno skoncentriral v rokah peščice posameznikov, ki danes obvladujejo pomembna slovenska podjetja.

Tudi zaradi nevdržnosti obstoječega pokojninskega sistema je finančno premoženje slovenskih gospodinjstev preniko. To potrjuje primerjava z evroobmočjem. Če želimo dolgoročno ohraniti določen življenjski standard ljudi, bodo morala gospodinjstva neposredno ali država prek davkov in prispevkov nameniti več za varčevanje. Pri odločitvi za nadaljevanje pokojninske reforme je nujno, da te pomenijo novo, dodatno varčevanje, ki pomeni tudi nove investicije v slovensko gospodarstvo ob pogoju, da ne bo večina privarčevanih sredstev investiranih v tujino, temveč se bo tudi doma pokazalo več investicijskih priložnosti, ki so precej odvisne od spodbudnejšega poslovnega okolja.

Vzdržnost obstoječih pokojninskih sistemov je eden izmed pomembnejših problemov razvitejših držav in Slovenija pri tem ni izjema. Razprave o tem so dobrodošle, saj gre za kompleksen sistem, ki upravlja ogromne vsote denarja, predvsem pa naj bi predstavljal finančno varnost državljanov. V zadnjem času se vse pogosteje tudi v Sloveniji pojavljajo ideje o pokojninskih zavarovanj po načelu vnaprej določenih vplačil namesto vnaprej določenih pravic. S tem se celotno investicijsko tveganje takega varčevanja spet prenese na gospodinjstva, čeprav se marsikatera izmed njih, glede na nizko stopnjo splošnega finančnega znanja, v Sloveniji povezanega tudi z dolgoletno socialistično zgodovino, ne zavedajo, kaj to pomeni. Poleg tega prostovoljni pokojninski prispevki ne zagotavljajo, da bodo vsi ljudje, predvsem pa tisti, ki že v času delovne dobe nimajo presežnih sredstev, pozorni na znižanje svojega življenjskega standarda v dobi upokojitve in se bodo še pravočasno odločili za pokojninsko varčevanje. Morda lahko rečemo, da bo večina delavcev dobro delovala v svetu prostovoljnih pokojninskih zavarovanj z vnaprej določenimi vplačili, vendar je malo verjetno, da vsi. Primerno bi bilo, da bi se del pokojninskega sistema oblikoval v obliki individualnih računov obveznih zavarovanj z vnaprej določenimi izplačili, ker gospodinjstva niso enako spodobna kot institucionalni investitorji pri identificiranju, presojanju in upravljanju s tveganji.

## Literatura

- Bank for International Settlements (BIS), Committee on the Global Financial System (CGFS): Institutional investors, global savings and asset allocation. Basel: februar, 2007. 50 str.  
URL: <http://www.bis.org/publ/cgfs27cbpapers.htm>
- Bärlocher Jürg: Measuring household wealth in Switzerland. IFC Bulletin No 25. BIS, Basel: marec, 2007. Str. 232–238.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, Alan J. Marcus: Investments, 6th edition. New York: McGraw Hill, 2004. 1090 str.
- Broadbent, J, G Grande, C Thompson, F Zollino: Main structural drivers of private savings: a review of the available evidence. Reserve Bank of Australia, Bank of Italy: december, 2006. 24 str.
- Gramlich Edward M.: Social security in the 21st century. University of Michigan: marec, 2000.
- Hertkorn Andreas, Lichtenberger Jung-Duk, Velilla Pilar: The household sector in the integrated euro area accounts. IFC Bulletin No 25. BIS. Basel: marec, 2007. Str. 71–83.  
URL: <http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb25.htm>
- International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook: Globalization and inflation. Awash with cash: Why are corporate savings so high? Washington, april 2006. Str. 135 – 159.  
URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/01/>
- Kohn Donald L: The aging workforce. BIS, Basel, Review 19/2007. Februar, 2007.
- Lescauwat P: Links between institutional investors and banks. National Bank of Belgium: decembre 2006. 19 str.
- OECD: Pension Markets in Focus. Paris: oktober, 2006. 16 str.
- Papademos Lucas: Integration and development of financial markets – a key to faster sustainable growth in Europe. BIS, Basel, Review 99/2006. Oktober, 2006.
- Rigo Catherine: The savings of households in the national accounts. IFC Bulletin No 25. BIS, Basel: marec 2007. Str. 45–57.
- Škrlec Šinkovec Mojca: Nefinančni sektorski računi. SURS, Statistični dnevi 2006. Radenci: november 2006. Str. 297–305.

## Viri

- Banka Slovenije: Finančni računi Slovenije 2001–2004. Ljubljana: november 2005, 210 str.  
URL: <http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=922>
- Bundesamt für Sozialversicherungen: AHV-Statistik 2006. Bern, 2006. 41 str.
- Eurostat: javno dostopna podatkovna baza sektorskih računov  
URL: [http://epp.eurostat.ec.eu.int/portal/page?\\_pageid=1090,30070682,1090\\_30298591&\\_dad=portal&\\_schema=PORTAL](http://epp.eurostat.ec.eu.int/portal/page?_pageid=1090,30070682,1090_30298591&_dad=portal&_schema=PORTAL)
- Evropska centralna banka: Euro Area and European Union Accounts for Institutional Sectors. Frankfurt: maj 2006.  
URL: <http://www.ecb.int/press/pr/date/2006/html/pr060531.en.html>
- Stanovanjski zakon (SZ), Uradni list RS/1, št. 18/652/1991.
- SURS: Evropski sektorski računi. Ljubljana: junij 2006.  
URL: [http://www.stat.si/novica\\_prikazi.aspx?ID=231](http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?ID=231)
- SURS: Evropski sistem nacionalnih in regionalnih računov (ESR 1995). Ljubljana, 1995. 437. str.  
URL: [http://www.stat.si/pub\\_esr1995.asp](http://www.stat.si/pub_esr1995.asp)
- Združeni narodi, Svetovna Banka, Mednarodni denarni sklad, OECD, Eurostat: Sistem nacionalnih računov 1993 (SNA 93). Brussels/Luxembourg, New York, Paris, Washington, D.C.: 1993.  
URL: <http://unstats.un.org/unsd/sna1993/toctop.asp>

## DODATEK

Definicije so povzete po 1. (Splošne značilnosti) in 8. (Zaporedje računov in izravnalne postavke) poglavju Evropskega sistema nacionalnih in regionalnih računov (SURs, 2006).

**Nacionalni dohodek** (8. poglavje): Bruto (ali neto) nacionalni dohodek (v tržnih cenah) je celoten primarni dohodek, ki ga prejmejo rezidenčne institucionalne enote: sredstva za zaposlene, davki na proizvodnjo in uvoz, zmanjšani za subvencije, dohodek od lastnine (prihodki, zmanjšani za odhodke), (bruto ali neto) poslovni presežek in (bruto ali neto) raznovrstni dohodek.

Bruto nacionalni dohodek (v tržnih cenah) je enak BDP, zmanjšanemu za primarne dohodke, ki jih rezidenčne enote plačajo nerezidenčnim enotam, in povečanemu za primarne dohodke, ki jih rezidenčne enote prejmejo iz tujine.

Bruto nacionalni dohodek (v tržnih cenah) je konceptualno enak bruto nacionalnemu proizvodu (BNP) (v tržnih cenah), kot je bil doslej znan v nacionalnih računih.

Nacionalni dohodek ni proizvodni, temveč dohodkovni koncept; ta je bolj smiselno izražen v neto vrednosti, tj. po odbitku potrošnje stalnega kapitala.

**Nacionalni razpoložljivi dohodek** (8. poglavje): Bruto (ali neto) nacionalni razpoložljivi dohodek je vsota bruto (ali neto) razpoložljivih dohodkov institucionalnih sektorjev. Bruto (ali neto) nacionalni razpoložljivi dohodek je enak bruto (ali neto) nacionalnemu dohodku (v tržnih cenah), zmanjšanemu za tekoče transferje (tekoči davki na dohodek, premoženje itd., socialni prispevki, socialni prejemki in drugi tekoči transferji), plačane nerezidenčnim enotam, in povečanemu za tekoče transferje, ki jih rezidenčne enote prejmejo iz tujine.

**Varčevanje** (8. poglavje): Varčevanje meri delež nacionalnega razpoložljivega dohodka, ki ni bil porabljen kot izdatek za končno potrošnjo. Bruto (ali neto) nacionalno varčevanje je vsota bruto (ali neto) varčevanj posameznih institucionalnih sektorjev.

**Transakcije** (1. poglavje): Transakcija je ekonomski tok, to je vzajemno delovanje med institucionalnimi enotami na osnovi medsebojnega dogovora ali dejanje znotraj institucionalne enote, ki ga je koristno obravnavati kot transakcijo, pogosto zato, ker enota deluje v dveh različnih vlogah.

Finančne transakcije opisujejo neto pridobitve finančnih sredstev in neto prevzeme obveznosti za vsako obliko finančnega instrumenta.

Klasifikacija finančnih transakcij je skladna s klasifikacijo finančnih sredstev in obveznosti. Finančne transakcije se delijo na sedem skupin: transakcije z denarnim zlatom in posebnimi pravicami črpanja (F.1), transakcije z gotovino in vlogami (F.2), transakcije z vrednostnimi papirji razen z delnicami (F.3), transakcije s posojili (F.4), transakcije z delnicami in drugim lastniškim kapitalom (F.5), transakcije z zavarovalnimi tehničnimi rezervacijami (F.6) ter transakcije z drugimi terjatvami in obveznostmi (F.7).

**Druge spremembe** (1. poglavje): Druge spremembe sredstev zajemajo spremembe, ki niso rezultat transakcij. Te so bodisi:

a) druge spremembe obsega sredstev in obveznosti: zajemajo normalne nastanke in izginitve sredstev, ki niso posledice transakcij, spremembe sredstev in obveznosti zaradi izjemnih, nepričakovanih dogodkov in spremembe v klasifikaciji in strukturi.

b) dobički in izgube iz lastnine, ki so rezultat spreminjanja cen sredstev. Pojavljajo se pri vseh vrstah finančnih in nefinančnih sredstev ter obveznosti. Lastnikom sredstev in obveznosti nastanejo zgolj zaradi posedovanja sredstev ali obveznosti v določenem obdobju, ne da bi jih na kakršen koli način preoblikovali.

