

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA MOŽNOSTI NASTANKA FINANČNIH
KRIZ V DRŽAVAH BIVŠE JUGOSLAVIJE**

Ljubljana, marec 2007

Matjaž Dlesk

IZJAVA

Študent **Matjaž Dlesk** izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **prof. dr. Boštjana Jazbeca**, in v skladu s 2. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis:

Kazalo

Uvod	1
1. Finančne krize	3
1.1. Tipi kriz.....	4
1.2. Modeli kriz.....	5
1.2.1. Prva generacija.....	6
1.2.2. Druga generacija modelov.....	6
1.2.3. Tretja generacija modelov.....	7
1.2.4. Četrta generacija modelov.....	8
2. Primeri kriz	8
2.1. Mehiška kriza v letih 1994 in 1995.....	9
2.1.1. Mehiško gospodarstvo pred krizo.....	9
2.1.2. Pojavljanje makroekonomskih neravnotežij.....	10
2.1.3. Kriza.....	11
2.1.4. Reševanje krize.....	12
2.2. Azijska kriza v letih 1997 in 1998.....	12
2.2.1. Obdobje pred krizo.....	13
Indonezija.....	13
2.2.2. Neravnotežja.....	14
2.2.3. Kriza.....	15
2.2.4. Reševanje krize.....	16
2.3. Ruska kriza.....	16
2.3.1. Makroekonomske nekonsistentnosti.....	17
2.3.2. Kriza.....	18
2.4. Argentina.....	19
2.4.1. Obdobje pred krizo.....	19
2.4.2. Neravnotežja.....	19
2.4.3. Kriza.....	21
2.5. Primerjava kriz.....	23
2.5.1. Potrošnja in investiranje.....	23
2.5.2. Vzdržnost sistema deviznega tečaja.....	25
2.5.3. Finančni sektor in regulacija ter kapitalski tokovi.....	26
2.5.4. Politične krize.....	27
2.5.5. Okužba (prelivanje krize na sosednje države).....	28
3. Modeli predčasnega zaznavanja kriz.....	29
3.1. Model predčasnega zaznavanja kriz (Kaminsky, Reinhart, 1999).....	29
3.2.1. Finančni sektor.....	31
3.2.2. Zunanji sektor.....	32
3.2.3. Realni sektor.....	33
3.3. Model predčasnega zaznavanja kriz (Mishkin, 2001).....	33
3.3.1. Dejavniki, ki lahko povzročijo nastanek finančne krize.....	34
3.3.2. Ukrepi za preprečevanje finančnih kriz.....	35

4. Gospodarstva CEE in realna konvergenca	39
4.1. Finančne krize in EU.....	41
5. Primerjalni model	42
5.1.1. Realni sektor	43
5.1.2. Zunanji sektor	43
5.1.3. Bančni sistem.....	44
5.1.4. Politični dejavniki	46
5.1.5. Povzetek.....	46
5.2. Hrvaška.....	48
5.2.1. Realni sektor	48
5.2.2. Zunanji sektor	50
5.2.3. Bančni sistem.....	52
5.2.4. Politični dejavniki	54
5.2.5. Mnenje	55
5.3. Bosna in Hercegovina	58
5.3.1. Realni sektor	58
5.3.2. Zunanji sektor	59
5.3.3. Bančni sistem.....	61
5.3.4. Politični konflikti.....	62
5.3.5. Mnenje	63
5.4. Srbija	65
5.4.1. Realni sektor	66
5.4.2. Zunanji sektor	66
5.4.3. Bančni sektor.....	69
5.4.4. Politična stabilnost	70
5.4.5. Mnenje	71
5.5. Makedonija	73
5.5.1. Realni sektor	74
5.5.2. Zunanji sektor	74
5.5.3. Bančni sistem.....	76
5.5.4. Politična situacija	77
5.5.5. Mnenje	78
6. Zaključek	79
Viri in literatura	81
Uporabljene kratice	84

Uvod

Finančne krize so se pojavile predvsem v začetku 90-ih let prejšnjega stoletja, Argentinska kriza pa se je pojavila že v prvih letih novega tisočletja. Zanimivo je, da so se finančne krize pojavile predvsem v hitro rastočih, razvijajočih se gospodarstvih, ki so sprostila kapitalske tokove, tako da so tuji investitorji lahko nemoteno investirali v državo, zaradi česar se je pritok tujega kapitala močno povečal. Finančne krize so bile bolj izrazite v državah, ki so imele režim fiksnega deviznega tečaja, vendar pa lahko nastanejo tudi v razmerah fleksibilnega deviznega tečaja. Banke so odobravale vse več kreditov, zaradi katerih so kapital pridobile v tujih državah. Ob pritoku tujega kapitala so postale bolj razsipne tudi države, ki so se precej zadolžile na tujih finančnih trgih. Fiskalna politika je bila ekspanzivna in proračun je običajno beležil primanjkljaj. Skupaj s prilivom tujega kapitala, ki je pritekal predvsem v privatni sektor, in ekspanzivno fiskalno politiko je gospodarstvo beležilo stopnje rasti, kakršne niso bile zabeležene v letih pred odprtjem finančnega trga za tuje naložbe. V nekaterih državah je temu sledil obrat, povod za to pa je bil običajno politična nestabilnost. Kapital je nenadoma začel odtekat, in kmalu so bile devizne rezerve centralne banke premajhne, da bi zadržale fiksni tečaj na pariteti. Prišlo je do devalvacije domače valute ter zvišanja obrestnih mer. Običajno je prišlo do bankrota bank, kar je še dodatno poglobilo krizo. Bruto domači proizvod se je bistveno zmanjšal. Običajno je bil povod za krizo politična nestabilnost.

Države Jugovzhodne Evrope so razvijajoča se gospodarstva, v katera v zadnjih letih priteka vse več tujega kapitala, saj nimajo večjih omejitev glede pretoka kapitala. Del tega kapitala je dolgoročne narave, in gre predvsem za nakup podjetij, ki so v procesu privatizacije ter za prevzeme že privatiziranih podjetij. Poleg tega je precejšen priliv kapitala namenjen tudi bančnemu sektorju, ki se vedno bolj širi in daje kredite prebivalstvu, ki je vse bolj zadolženo. Gospodarska rast v teh državah je relativno visoka, in znaša 4-6%. Politična nestabilnost, ki je služila za povod finančnim krizam, je še vedno prisotna. Tako obstajajo dejavniki, ki lahko povzročijo nastanek finančne krize.

Namen magistrske naloge je oceniti verjetnost nastanka finančne krize za posamezno državo bivše Jugoslavije. Pri tem bomo analizirali le države, ki imajo svojo valuto (Črna Gora ter Slovenija bosta izvzeti, saj kot plačilno sredstvo uporabljata evro). Da bi lahko ocenil verjetnost nastanka finančne krize, bom moral najprej ugotoviti dejavnike, ki lahko privedejo do njenega nastanka. Vzroki za nastanek krize so se skozi čas spreminjali in zato obstajajo štirje modeli nastanka finančnih kriz. Načeloma so bile krize pred koncem 70-ih let prejšnjega stoletja po nastanku nekoliko drugačne kot kasnejše, saj je vmes prišlo do liberalizacije kapitalskih tokov, kar je po eni strani povečalo možnost nastanka finančne krize, pa tudi spremenilo vzroke nastanka. Ker so vzroki nastanka finančnih kriz v teoretičnih modelih prikazani precej abstraktno, bom najprej prikazal nastanek krize na praktičnih primerih držav, ki jih je prizadela finančna kriza. Pri teh primerih bom večjo pozornost namenil predvsem vzrokom in dogajanju več let pred krizo, kakor tudi dejavnikom, ki so krizo neposredno sprožili. Pri vsakem od primerov bom preveril

makroekonomske dejavnike, kapitalske tokove, strukturo bančnega sektorja ter ostale dejavnike, ki so vplivali na ustvarjanje ravnotežja, ter naredil povzetek ugotovitev. Tako bo mogoče bolje razumeti teoretične modele nastanka finančnih kriz. Med njimi bom omenil dva: prvi je model Kaminsky, Reinhart, (1999), ki proučuje predvsem makroekonomske spremenljivke, ki pripeljejo do nastanka krize, drugi pa je model Mishkina (2002), ki opisuje dejavnike v bančnem sektorju, kateri prav tako lahko privedejo do finančne krize in jih ni možno zajeti zgolj z makroekonomskimi spremenljivkami. Ker so proučevane države tranzicijske, imajo kot take svoje posebnosti. Te posebnosti niso zajete niti med teoretičnimi niti med praktičnimi primeri nastanka finančnih kriz in jih bom obravnaval v posebnem poglavju. Predvsem se za te države pričakuje njihov vstop v EU ter prevzem skupne evropske valute, evro. Zaradi tega so v očeh tujih investitorjev bolj stabilne. Tako bom omenil pozitivne učinke približevanja teh držav k EU na makroekonomsko stabilnost v posamezni državi.

Na osnovi dejavnikov, za katere bom ugotovil, da lahko vplivajo na nastanek finančne krize, bom za vsako od obravnavanih držav preveril, ali obstajajo faktorji tveganja, ki lahko v krajšem ali v daljšem obdobju privedejo do nastanka finančne krize.

1. Finančne krize

Finančne krize niso tako nov pojav. V 20. stoletju je znana predvsem Velika depresija v začetku 30-ih let 20. stoletja, finančne krize v manjšem ali večjem obsegu pa so se pojavljale tudi kasneje. Do povečanja števila kriz je prišlo predvsem po deregulaciji finančnih sistemov v začetku 80-ih let 20. stoletja (Kaminsky, Reinhart, 1999, str. 2), ko je prišlo do povečanja tokov kapitala tudi preko meja nacionalnih gospodarstev, s čimer je bilo finančni sistem težje regulirati. V 90-ih letih 20. stoletja so obdobje večjih finančnih pretresov imela predvsem gospodarstva Mehike, Vzhodne Azije ter Rusije, v 21. stoletju pa velja omeniti finančno krizo v Argentini. Ob tem je bilo se je pojavilo še dosti manjših finančnih kriz (na primer v Braziliji in v Turčiji, če omenimo samo nekatere).

Finančna kriza nastane, ko pride do špekulativnega napada na domačo valuto¹, oziroma večjega odliva tuje valute iz države v kratkem času ob predpostavki fiksnega tečaja². Če je špekulativni napad na valuto uspešen, devizne rezerve centralne banke ne zadoščajo več za vzdrževanje sistema fiksnega deviznega tečaja. Centralna banka ima dve možnosti: deprecijacijo domače valute ali pa uvedbo fleksibilnega deviznega tečaja. Valutna kriza običajno nastane zaradi slabosti v finančnem sistemu, predvsem pri bankah. Če se pojavijo nestabilnosti v bančnem sistemu, je velika verjetnost, da se pojavi tudi valutna kriza (Kaminsky, Reinhart, 1999, str. 6). Običajno so vzrok za nastanek finančne krize neravnotežja v domačem gospodarstvu in/ali povečanem političnem tveganju, zaradi česar se zmanjša priliv tujega kapitala. Z zmanjšanjem priliva tujega kapitala se pojavi problem financiranja zunanjetrgovinskega primanjkljaja, problem pa je še bolj izrazit v primeru visoke zunanje zadolženosti javnega sektorja. Najbolj ranljive so države, z relativno nizkimi rezervami tuje valute. Rezerve se v primeru povečanega tveganja, predvsem v bančnem sistemu, začnejo hitro zmanjševati, in ko jih ni več, pride do precejšnjega zmanjšanja vrednosti domače valute. Obenem se poveča tudi obrestna mera. Zmanjšanje vrednosti domače valute vpliva tudi na finančni sistem, saj imajo banke sredstva, najeta predvsem v tujini, ki so denominirana v eni od tujih valut (predvsem USD in EUR), medtem ko so dana posojila večinoma v domači valuti. Dolžnikom se dolg v primeru zmanjšanja vrednosti domače valute bistveno poveča. Poleg tega je večina kreditov investiranih v sredstva, katerih vrednost se je z zmanjšanjem vrednosti domače valute precej zmanjšala. Tako precej dolžnikov ni več sposobnih odplačevati kredite. Tako se v bančnem sektorju pojavijo slabi krediti, kar privede do propada določenega števila bank in s tem se bančna kriza le še poglobi. Nastane dvojna kriza (Kaminsky, Reinhart, 1999). Gospodarstvo zapade v krizo, ki traja vse do takrat, dokler se bančni sistem ne sanira in si država ne povrne zaupanja pri tujih investitorjih, ki lahko z novimi kapitalskimi prilivi

¹ Špekulativni napad na domačo valuto se zgodi, ko špekulanti verjamejo, da bodo tujo gotovino, ki jo kupujejo pri centralni banki, lahko hitro prodali po višji ceni zaradi njene apreciacije (Flood, Marion, 1996, str. 10).

² Večina finančnih kriz v 90-ih letih 20. stoletja ter v začetku 21. stoletja je bila v državah, ki so imele neko obliko fiksnega tečaja. Izjemi sta bili Ekvador v letih 1998-1999 ter Brazilija (Fischer, 2002, str. 3). Finančne krize torej lahko nastanejo tudi v razmerah režima drsečega tečaja.

vzpodbudijo rast v gospodarstvu. Seveda je za obnovitev zaupanja potrebno izvesti reforme predvsem v bančnem, pa tudi v realnem sektorju.

1.1. Tipi kriz

V osnovi razlikujemo dolžniško, valutno in bančno krizo, dostikrat pa se pojavljajo skupaj, kot na primer dvojna kriza oziroma »twin crisis« (Kaminsky, Reinhart, 1999).

Dolžniška kriza nastane, ko država ni več sposobna odplačevati svojih obveznosti. V tem primeru razglasi svojo nesposobnost odplačila dolga (angl. default), s čimer je dan moratorij na odplačilo dolga. Običajno upniki poskušajo dobiti vrnjenega čimveč premoženja. Tako se v praksi po razglasitvi nezmožnosti odplačila kreditov začnejo pogajanja med upniki in državo o reprogramiranju vračila dolga. Ta se običajno končajo tako, da se dolgovi države reprogramirajo, torej se izplačilo dolga prestavi za določeno časovno obdobje, lahko pa se povečajo tudi obrestne mere za obstoječi dolg. Z reprogramiranjem dolga se mora država tudi zavezati, da bo vzpostavila vzdržno makroekonomsko okolje, torej da bo izvedla potrebne reforme, s čimer bo v kasnejšem obdobju omogočila odplačilo dolgov. Za kratkoročno financiranje države mednarodne institucije (predvsem IMF³) zagotovijo določena sredstva, katerih del je lahko tudi nepovraten, ponavadi pa gre za dodatne kredite. Pogoj za pridobitev teh sredstev so ostre makroekonomske reforme, ki bodo v prihodnosti omogočile vzdržno makroekonomsko okolje. Državi, ki zapade v dolžniško krizo, se precej zmanjša kreditna ocena, s tem pa tudi zaupanje investitorjev, ki se vrnejo šele po daljšem obdobju, ko država izvede reforme in se pričakuje, da bo vzdržno makroekonomsko okolje delovalo še naprej.

Valutna kriza nastane, ko pride do večje depreciacije domače valute. Večja depreciacija valute pomeni več kot nominalno 25% depreciacijo valute (Frankel, Rose, 1996, str. 3), pri čemer je potrebno upoštevati, da imajo države z višjo stopnjo inflacije lahko tudi višjo letno stopnjo depreciacije, in da v takih primerih tudi večja stopnja depreciacije ne pomeni nujno finančne krize. Obstaja tudi širša definicija valutne krize, po kateri je valutna kriza vsak špekulativni napad na valuto. Nekateri špekulativni napadi na valuto namreč niso povzročili finančne krize, saj je centralna banka uspela obraniti valuto pred večjo depreciacijo z dvigom obrestne mere in/ali zmanjševanjem deviznih rezerv (Mrak 2002, str. 606). Valutne krize nastanejo v večini primerov po špekulativnem napadu na valuto, ki sledi nevzdržni makroekonomski politiki. Posebej ranljive so zelo zadolžene države, ki imajo precejšen zunanjetrgovinski primanjkljaj, zaradi katerega se zmanjšujejo devizne rezerve. S tem omogočajo morebitnim špekulantom, da z relativno majhnimi zneski povečajo povpraševanje po tuji valuti. Tako povzročijo zmanjšanje deviznih rezerv na raven, kjer centralna banka ni več zmožna zagotavljati zunanje likvidnosti države, in je ta institucija prisiljena devalvirati valuto.

³ Kot bomo videli kasneje se v reševanje kriz lahko vključijo tudi posamezne države, ni pa nujno.

Bančna kriza nastane, ko zaradi precejšnje količine slabih posojil banke postanejo nesolventne, torej se jim zaradi izgub posojil izniči kapital. Bančna kriza nastane v okolju, kjer je nadzor nad bankami pomanjkljiv, v banke pa priteka (predvsem iz tujine) precej kapitala, ki ga te naprej posojajo subjektom, ki kreditno niso sposobni, oziroma ga porabijo za projekte, ki ekonomsko niso upravičeni. Vezava tečaja domače valute na tujo valuto lahko predstavlja tudi enega od dejavnikov za nastanek finančne krize, če banke upoštevajo zavezo centralne banke, da bo vzdrževala tečaj na zadani ravni, ter dajejo posojila v domači valuti, medtem ko sredstva pridobivajo v tuji valuti. Ko domača valuta deprecira, se znatno zmanjšajo sredstva banke, medtem ko se obveznosti ne spremenijo, zaradi česar se zmanjša kapital in banke postanejo nesolventne. Problem nastane tudi, če banke posojajo sredstva v tuji valuti oziroma z valutno klavzulo. Ko pride do valutne krize, se dohodki posojilojemalcev relativno glede na njihov dolg znižajo, zaradi česar precejšen delež posojilojemalcev ni več sposoben vračati kreditov. Če banke nimajo zadostnih rezervacij za te kredite, se jim zmanjša kapital in postanejo nesolventne. Običajno še pred tem pride do navala na banke, saj hočejo vlagatelji, ki predvidijo, da je tak razplet možen, rešiti svoje prihranke, tako da pride do navala na banke, ki postanejo nelikvidne. Če je takih bank več, oziroma je njihovo število sicer majhno, skupna aktiva teh bank pa predstavlja znaten delež bančnega sektorja, govorimo o bančni krizi. Ker je finančni sektor zelo pomemben za zagotavljanje likvidnosti ekonomskih subjektov, se običajno v reševanje bančnega sistema vključi tudi država. Ta zagotovi likvidna sredstva vsaj nekaterim večjim bankam, za katere bi nastala precejšnja škoda, če bi propadle. V tem se skriva tudi nevarnost, da vlagatelji že vnaprej predvidijo, katerim bankam država ne bo dovolila, da propadejo, ter tja vlagajo svoje prihranke. Po drugi strani se banke zavedajo svoje velikosti in prav tako predvidijo, da jih bo država reševala v primeru težav, ter se zato obnašajo bolj tvegano, s čimer so stroški reševanja banke v tem primeru večji.

Dvojna kriza nastane, ko v državi poleg bančne krize pride tudi do nastanka valutne krize. Posledice take krize so za državo še dosti hujše, kot če izbruhne samo ena od teh kriz. Ocenjena izguba v deležu GDP znaša 13-18% (vir: Hutchinson, 2002, How Bad Are Twins). Ob precejšnji zadolženosti lahko pride tudi do nezmožnosti države, da odplačuje svoje dolgove. Dolžniška kriza nastane zaradi precejšnjega zadolževanja, lahko pa tudi samostojno.

1.2. Modeli kriz

Ker se je mednarodno makroekonomsko okolje v preteklih desetletjih spreminjalo, so nastajali tudi novi vzroki za nastanek kriz. Novi vzroki za nastanek kriz so se pojavili predvsem ob začetku procesa globalizacije v začetku 90-ih let prejšnjega stoletja, ki je omogočil priliv tujega kapitala tudi v manj razvite države, kjer je bil finančni sistem slabo reguliran. Vzroki za krize se menjajo tudi kasneje.

1.2.1. Prva generacija.

Za prvo generacijo kriz velja, da nastane v razmerah fiksnega tečaja kot posledica prevelikega zadolževanja države. Zaradi velikega zadolževanja države pride do povečanja denarne mase v obtoku, to pa privede do inflacije. Ker je tečaj fiksen, inflacija pa znižuje vrednost domače valute, valuta realno aprecira, in zato se začne povečevati zunanjetrgovinski primanjkljaj. S tem se zmanjšujejo devizne rezerve, saj mora centralna banka vzdrževati fiksni devizni tečaj. Kriza se lahko še pospeši, če pride do špekulativnega napada na domačo valuto. To se zgodi, ko se devizne rezerve zmanjšajo na zelo nizko raven, in špekulanti začno kupovati tujo valuto, da bi se zavarovali pred devalvacijo domače valute. Poleg tega zaradi kreditne ekspanzije pride tudi do presežnega investiranja. Povečana količina denarja v obtoku privede do zmanjšanja obrestne mere, s čimer postanejo donosni tudi projekti z nižjo stopnjo donosnosti. Če je večina dolga denominirana v tuji valuti, je problem še večji, saj se domačim subjektom precej poveča znesek zadolžitve v domači valuti in nekateri teh dolgov niso več sposobni odplačevati. Predvsem gre tukaj za projekte z nižjo stopnjo donosnosti, saj se pri devalvaciji poveča tudi obrestna mera. Tako nastane tudi dolžniška kriza. Problemi pri prevelikem investiranju so toliko bolj izraziti, če obstaja pomanjkljiv nadzor nad bančnim sistemom. Prvo generacijo modelov kriz so opisali v svojih delih Krugman (1979) ter Flood in Garber 1984 (Mrak 2002, str. 608).

1.2.2. Druga generacija modelov

Druga generacija modelov valutnih kriz je v osnovi izpopolnjena prva generacija modelov. V svojih člankih je drugo generacijo modelov začel omenjati Maurice Obstfeld (Mrak, 2002, str. 606). Glavna razlika je v tem, da druga generacija ni več bazirana na predpostavkah o očitnih makroekonomskih neravnovesjih, temveč so vključena prihodnja pričakovanja, potreben pa je tudi »sprožilec«, ki povzroči špekulativen napad na valuto. Druga generacija modelov se ne nanaša toliko na fiskalno politiko države, pač pa bolj na dogajanje na trgu, predvsem trgu kapitala. V drugi generaciji modelov lahko pride do špekulativnega napada na valute tudi v primeru, ko je fiskalna politika države restriktivna, in država ne beleži drugih makroekonomskih neravnovesij, kot je na primer zunanjetrgovinski primanjkljaj. Pomembna so predvsem pričakovanja trga – če udeleženci pričakujejo, da bo do špekulativnega napada na valuto prišlo, se bo to tudi dejansko zgodilo, saj bodo vsi kupovali domačo valuto, da bi se zaščitili pred devalvacijo. Ti nakupi bodo vse večji, ko se bodo devizne rezerve zmanjševale in končno bo prišlo do devalvacije, za katero ni nujno, da je bila povzročena z makroekonomskimi neravnovesji. Špekulativni napad je običajno sprožen z določenimi dogodki, običajno gre za politično nestabilnost v državi, ki bi lahko imela negativne posledice za gospodarstvo. Ko (predvsem tuji) investitorji ocenijo, da je okolje zaradi politične negotovosti postalo dosti bolj tvegano, se začnejo umikati iz države, ostali pa jim sledijo. Z umikom tujih investitorjev se povečuje povpraševanje po tuji valuti in v odsotnosti pritokov tujega kapitala je edini način, da se to

povpraševanje zadovolji, zmanjševanje deviznih rezerv. Ko te padejo pod neko kritično raven, pride do špekulativnega napada na valuto ter končno devalvacije. Problem bega investitorjev je še toliko večji, če makroekonomski podatki o državi niso razpoložljivi. Običajno prvi začnejo zapuščati državo večji tuji investitorji, za katere manjši predpostavljajo, da imajo boljše informacije od njih, ter jim sledijo. Tako se pojavi t.i. čredni nagon, ko večje število manjših tujih investitorjev sledi večjim. Na koncu devizne rezerve ne morejo zadovoljiti vse večjega povpraševanja po tuji valuti in tako pride do devalvacije. Situacija je podobna kot pri bankah, ki gredo v stečaj – pride do navala na banko, ker posamezniki hočejo čimprej priti do svojih sredstev, saj jim je jasno, da jih ne bo dovolj za vse. Podobno je tudi pri odhodu investitorjev iz države. Ob pričakovanih o devalvaciji valute svoja sredstva v domači vlauti poskušajo zamenjati v tujo valuto.

Ena od možnosti, ki lahko povzroči špekulativni napad na valuto, je tudi možnost »okužbe«. Ta nastane, ko se pojavi finančna kriza v drugi državi, s katero pa je dana država precej gospodarsko povezana. Tuji investitorji menijo, da bo kriza vplivala tudi na stanje v tej državi, bodisi preko zmanjšanja izvoza bodisi prek zmanjšanja kapitalskih tokov. Tudi v tem primeru začnejo tuji investitorji državo smatrati za bolj tvegano in se začnejo umikati, kar lahko privede do špekulativnega napada na valuto kljub dejstvu da v državi ni bistvenih makroekonomskih ravnotežij. Tako ni nujno, da bo kriza v povezani državi imela bistvene negativne posledice. Osnova za beg investitorjev je predvsem strah pred finančno krizo, ki privede do črednega nagona, ta pa vodi v devalvacijo valute in dejansko krizo.

1.2.3. Tretja generacija modelov

Tretja generacija modelov finančnih kriz je nastala leta 1998. V svojem članku »Are Currency Crises Self-Fulfilling« (Mrak, 2002, str.606) jo omenja Paul Krugman. V tem članku opisuje nastanek neravnovesij preko dvigovanja cen sredstev, predvsem vrednostnih papirjev ter nepremičnin. Predpostavka modela je, da je kapital popolnoma mobilna, prilivi in odlivi kapitala iz države so prosti. Banke so v glavnem podružnice tujih bank in pridobivajo depozite iz tujine po relativno ugodnih pogojih, še posebej, če so obrestne mere v razvitih državah na relativno nizkih nivojih. Nadzor nad bankami je pomanjkljiv, tako da imajo bolj ali manj proste roke pri odobravanju kreditov. Vsaj državne banke imajo implicitno jamstvo s strani države, da jih bo reševala v primeru težav. Banke odobravajo kredite predvsem za nakup nepremičnin ter vrednostnih papirjev, katerih cene zaradi precejšnjega priliva kapitala rastejo in so relativno dražje, kot so podobne naložbe v državah s primerljivim tveganjem. Ker država ne nadzira finančnih institucij, oziroma je njen nadzor pomanjkljiv, pride do problema moralnega hazarda (Mrak, 2002, str.610). Zaradi državnega jamstva so se banke pripravljene zadolževati v večji meri v tujini, da bi potem kreditirale podjetja. Pri tem ne gledajo na donosnost projektov, saj bi drugače izgubile tržni delež, poleg tega pa imajo posredno garancijo države, da jih bo reševala v primeru finančnih težav. Banke odobravajo kredite po nekoliko višji ali celo enaki obrestni

meri kot v razvitih državah, čeprav je deželno tveganje v resnici večje. Cene premoženja rastejo, vendar samo do točke, za katero tuji investitorji smatrajo, da država še lahko pokrije potencialne izgube bank v primeru krize. Banke se izpostavijo toliko, za kolikor menijo, da bi jim v slučaju finančnih težav država še lahko zagotovila pomoč. Problem nastane v primeru, ko ta izpostavljenost zaradi šoka v taki ali drugačni obliki postane prevelika. Takrat cena kapitala pade, saj investitorji menijo, da banke kmalu ne bodo več likvidne. (Žigman, Babić, 2001, str. 5) Depoziti se začnejo umikati iz bank, banke pa zaradi likvidnostnih težav terjajo odplačilo kreditov s strani kreditjemalcev. Ti so plačilno manj sposobni, saj je v tem času cena njihovih investicij padla. Tuje banke začnejo umikati sredstva iz države, s čimer odtok kapitala postane večji od pritoka. To povzroči pritisk na devizne rezerve, ki jih na koncu ni zadosti za vse in tako pride do devalvacije valute, torej valutne krize.

1.2.4. Četrta generacija modelov.

V osnovi gre pri četrti generaciji modelov valutnih kriz za razširitev tretje. Spet je avtor Paul Krugman, začetek je v članku »Crises: The Next Generation« (Mrak, 2002, str. 608). Še vedno so v ospredju finančni tokovi, vendar pa se v primeru četrte generacije modelov bolj poudarja problem vrednosti sredstev. Dosedanje generacije modelov kriz ne obravnavajo dogajanja v realnem sektorju, torej sprememb v bilancah podjetij. Običajno so podjetja v nerazvitih državah s prostim pritokom kapitala in fiksnim deviznim tečajem zadolžena v tuji valuti, oziroma so krediti odobreni z valutno klavzulo. Ko pride do šoka in s tem povečanega tveganja, se odvrti scenarij, ki je že opisan v prejšnjih generacijah modelov: kapitalski tokovi se zmanjšajo, tako da je potrebno devalvirati devizni tečaj, da se lahko spet vzpostavi ravnovesje na tekočem računu plačilne bilance. Dolg podjetij se v tem primeru poveča, vrednost kapitala podjetij pa se zmanjša. Kriza v primeru četrte generacije modelov lahko nastane tudi če so makroekonomski kazalci ugodni in bančni sektor pod nadzorom.

2. Primeri kriz

Štirje modeli nastanka finančnih kriz dajejo širši teoretični okvir za razumevanje njihovega nastanka, vendar pa ne odkrivajo dovolj podrobno, kateri makroekonomski kazalci oziroma ostali dejavniki vplivajo na njihov nastanek. Bolj podrobne podatke o tem, kateri dejavniki privedejo do začetka finančne krize, je moč pridobiti z analizo dosedanjih finančnih kriz, kakor tudi z analizo teoretičnih modelov, ki obravnavajo dejavnike za nastanek finančnih kriz.

Obravnavani bodo predvsem primeri kriz od leta 1990 naprej. Do takrat so bili vzroki kriz predvsem prevelika zadolženost držav, povezana s precejšnjim zunanjetrgovinskim

primanjkljajem, kot je opisano v prvi generaciji modelov finančnih kriz. Po letu 1990 pa stopi v ospredje proces globalizacije, pri katerem se sprostijo ovire za pretok kapitala, ki začne prihajati predvsem v razvijajoča se gospodarstva. Ta niso bila vedno sposobna absorbirati večjega pritoka kapitala, in pojavile so se finančne krize. V nadaljevanju bodo tako opisane mehiška kriza (imenovana tudi »Tequilla Crisis«) v letih 1994/95, azijska kriza v letih 1997/98, ruska kriza v letu 1998 in argentinska finančna kriza v letih 2001/2002. Poudarek bo predvsem na iskanju vzrokov, opisan bo tudi potek krize, še posebej dejavniki, ki so jo neposredno sprožili. Posledice bodo opisane le na kratko, saj bo v nadaljevanju več besede o možnosti nastanka kriz.

2.1. Mehiška kriza v letih 1994 in 1995.

2.1.1. Mehiško gospodarstvo pred krizo

Sredi 80-ih let prejšnjega stoletja je bilo mehiško gospodarstvo še precej zaprto, gospodarska rast pa je bila relativno nizka, medtem ko je bila inflacija visoka. Država se je bolj odprla leta 1985, ko so bile ukinjene zunanjetrgovinske ovire. Leta je bil 1987 predstavljen plan makroekonomske stabilizacije, ki je predvideval zvišanje gospodarske rasti, znižanje inflacije ter privatizacijo podjetij, predvsem bank. S tem so bili postavljeni temelji za makroekonomski razvoj države v prihodnjih letih. Gospodarska rast je v letih 1989-1993 znašala v povprečju 3,1%, do leta 1993 pa se je inflacija znižala pod 10% (Gil Diaz, 1998). Mehika je postala bolj zanimiva za tuje investitorje po letu 1990, ko je bilo rešeno vprašanje zunanjega dolga. Investitorje so po letu 1990 poleg razvijajočega trga ter zmerne zadolženosti v Mehiko pritegnili tudi: režim deviznega tečaja, ki je bil vezan na ameriški dolar, pri čemer je bila spodnja meja določena, zgornja meja pa se je spreminjala. Zaradi inflacije, ki je letno znašala še vedno okoli 10% ter nizkih obrestnih mer, predvsem v ZDA, so bili za tuje investitorji zanimivi tudi manj donosni projekti v državah, ki niso imele razvitih omejitev glede prenosa kapitala, kot je bila v tem času Mehika. Zaradi večjega razpoložljivega obsega kreditov je prišlo do povečanega povpraševanja na trgu nepremičnin, precej tujih investicij pa je bilo tudi na trgu kapitala, kar je med drugim povzročilo precejšno rast cen delnic na mehiški borzi. Po podatkih mehiške centralne banke je med leti 1990 in 1994 priliv tujega kapitala znašal 95 milijard USD, od tega je bilo 24 milijard USD direktnih tujih investicij, od katerih je tretjino (8 milijard USD) znašal priliv v letu 1994, potem ko je bil ratificiran sporazum o prosti trgovini med ZDA, Kanado in Mehiko. Nadalje je v obravnavanem obdobju v državo priteklo 28 milijard USD v obliki naložb v lastniške delniške papirje na borzi. Preostalih 43 milijard USD, torej skoraj polovica tujih prilivov, je bila usmerjena v nakupe obveznic, ki so bile večinoma kratkoročne naložbe. Precejšen del tega priliva je bil ustvarjen v letu 1993. Konec navedenega leta so devizne rezerve znašale 25 milijard USD. Izboljšana pričakovanja glede prihodnjega gospodarskega razvoja niso pripravila le tujih investitorjev do povečanih investicij v Mehiko, pač pa so začeli več investirati tudi domačini. Sredstva so dobili

predvsem iz naslova bančnih kreditov, za katera so si banke večinoma sposojala sredstva v tujini. Fiskalna politika je bila v letih pred krizo uravnotežena – v letih 1991 in 1994 je proračunski primanjkljaj znašal 0,3% BDP, medtem ko je proračun v letih 1992 in 1993 izkazoval presežek (De Long B., De Long C., Robinson, 1996).

2.1.2. Pojavljanje makroekonomskih neravnotežij

Neravnotežja so nastajala tako v realnem kot v finančnem sektorju. V realnem sektorju je prišlo do težav zaradi nevzdržnosti deviznega tečaja, ki je bil fiksen, medtem ko je bila inflacija okoli 10% na letni ravni. To pomeni pomeni, da je v tem času tečaj vsako leto realno apreciral, kar je povzročilo zmanjšanje zunanjetrgovinske konkurenčnosti. Potem ko je bila zunanjetrgovinska bilanca ob koncu 80-ih let uravnotežena, je v letu pred izbruhom krize, leta 1993, primanjkljaj trgovinske bilance znašal 6,9%, neposredno pred izbruhom krize pa je znašal skoraj 8% BDP (Mrak, 2002, str. 612). Sicer primanjkljaj trgovinske bilance do začetka krize ni bil problematičen, saj se je brez težav financiral s pritokom tujega kapitala, ki je v tem obdobju masovno pritekal v državo. Centralna banka je tako morala braniti tečaj pred apreciacijo, čeprav bi ta zaradi zunanjetrgovinskega primanjkljaja moral deprecirati.

Večje težave so se že od začetka pojavljale v finančnem sektorju. Finančni sektor ni bil pripravljen na večji pritok kapitala, zaradi česar je prihajalo do pomanjkljivega nadzora tako s strani monetarnih oblasti kot tudi samih bank in ostalih finančnih institucij. Pri posojilodajalcih so se pojavljale težave zaradi preveč ohlapnega obravnavanja dolžnikov, zaradi česar je bilo precej kreditov odobrenih dolžnikom, ki jih dejansko niso bili sposobni odplačati. Problem prevelike kreditne zadolženosti se je še bolj izrazil v letu 1993, ko je se je gospodarska rast ustavila, in precej dolžnikov ni bilo več zmožnih odplačevati kreditov. Bankam so se tako v vedno večji meri nabirali slabi krediti že pred začetkom krize in povečevali ranljivost bančnega sistema. Šele v letu 1994 so banke začele sprejemati bolj restriktivne ukrepe glede odobravanja kreditov.

Banke so bile večinoma poddržavljene po krizi leta 1982, kar je za sabo potegnilo niz problemov. V vodstvih bank so bili ljudje, ki so bili imenovani na ta mesta predvsem zaradi politične pripadnosti. Tem ljudem je ustrezala ohlapna regulacija bančnega sistema. Problem se je še povečal, ko je prišlo do večjega dotoka tujega kapitala, ki ga regulatorji niso bili sposobni nadzirati. Centralna banka ni imela omejitev glede obvezne rezerve in višine kapitala glede na tržno tveganje. Banke so lahko prosto določale obrestne mere na depozite kot tudi na kredite. Poleg tega so lahko imele poljuben delež tako kapitala kot tudi bilančne vsote. Približno polovica bank je bila pred izbruhom krize še vedno v državni lasti, medtem ko je bila ostala polovica na hitro privatizirana. Nakupi nekaterih bank so bili opravljeni s kreditom, čeprav bi bilo bolj varno izvesti prevzeme z lastnimi sredstvi prevzemnika. Banke v državni lasti so izgubljale človeške vire, s tem pa so se izgubljali tudi podatki o preteklem dogajanju v banki ter zmožnosti bank, da ločujejo dobre in slabe

dolžnike. Ker so bili krediti izdani v obliki vrednostnih papirjev, so banke imele možnost kredite prodati naprej. To možnost so tudi v precejšnji meri izkoriščale. Problem moralnega hazarda se je s tem še povečal, saj banke niso direktno utrpele škode, če krediti niso bili vrnjeni. S tem se je zmanjšala verjetnost, da odobrijo kredite le kreditno sposobnim subjektom. Slaba regulacija bančnega sistema je tako omogočala, da so se zadolževali tudi subjekti, ki niso kreditno sposobni. Dejansko so se sposojena sredstva uporabljala za odprtje nerentabilnih oziroma celo neobstoječih podjetij ali za financiranje velikih nepremičninskih projektov.

Odobreni krediti so se od decembra 1988 do novembra 1994 realno povečali za 277%, torej je njihova rast znašala v povprečju 25% letno (Gil-Diaz 1998). Posebej močna je bila rast v sektorju potrošniških kreditov, ki so v tem obdobju v povprečju rasli po realni letni stopnji 67%, hipotekarni krediti pa so se realno vsako leto povečevali v povprečju za 47%. Problematični so predvsem potrošniški krediti, saj se zaradi njih poveča povpraševanje po dobrinah, ki mu domača proizvodnja ne more slediti, zato se del teh dobrin uvozi. Zunanjetrgovinski primanjkljaj v Mehiki v tem obdobju je bil bolj posledica povečane potrošnje in s tem večjega uvoza, kot pa zmanjšanja izvoza zaradi realne apreciacije deviznega tečaja. Režim deviznega tečaja je določal, da se tečaj pesa glede na dolar giblje v ozkem razponu, vendar pa je bil tečaj v letih pred krizo v glavnem na spodnji meji, tako da je centralna banka morala večkrat poseči in odkupiti presežno ponudbo deviz, da bi preprečila apreciacijo deviznega tečaja. Na ta način so se povečevale devizne rezerve. Seveda se je situacija ob zmanjšanju kapitalskih tokov v državo spremenila.

2.1.3. Kriza

V letu 1994 so se pojavili nekateri dejavniki, ki so vplivali na zmanjšanje kapitalskih tokov v državo. Obrestna mera v ZDA se je po nekaj letih spet zvišala, s tem pa banke niso imele več na voljo tako poceni sredstev kot prej; poleg tega so tuji investitorji zmanjšali svoje investicije. Prišlo je tudi do političnih nestabilnosti: kmečki upor v zvezni državi Chiapas ter atentat na predsedniškega kandidata so v očeh tujih investitorjev naredili državo bolj tvegano. Povpraševanje po vrednostnih papirjih s strani tujih investitorjev se je zmanjšalo, s tem pa je bilo bankam vse težje zavarovati oziroma prodati kredite. Zmanjšal se je pritok deviz v državo, s tem pa se je pojavil problem financiranja kratkoročnega dolga. Vlada je sicer že konec leta 1991 izdala papirje, imenovane »tesobonos«, ki so bili sicer denominirani v domači valuti, vendar pa so imeli devizno klavzulo na USD, tako da je bil to dejansko dolg v dolarjih. Ker so bili papirji kratkoročni, obenem pa so imeli visoko donosnost v domači valuti, so bili zanimivi predvsem za tuje investitorje. V državo je na ta način pritekal špekulativni kapital, ki hitro zbeži iz države, če se pojavijo tveganja. Tesobonos so bili v začetku izdani v majhnem znesku, v letu 1994 pa se je ta znesek bistveno povečal. Poleg tega so se do konca leta 1994 devizne rezerve močno zmanjšale in niso več zadostovale za pokrivanje tekočih obveznosti, predvsem odplačilo obveznosti iz

naslova »tesobonos«⁴. V decembru 1994 je peso devalviralo za 15%, vendar tudi to ni bilo dovolj, tako da je bila centralna banka kmalu prisiljena uvesti režim fleksibilnega deviznega tečaja. Obrestna mera je zrasla na 80% na letni ravni, kar je povzročilo precejšnje zmanjšanje potrošnje, in v letu 1995 je BDP upadel za 7%. Domača valuta je proti dolarju izgubila okoli polovico vrednosti (Gil Diaz, 1998). Mehiška kriza po svojem nastanku spada v drugo generacijo modelov valutnih kriz. Država je vodila restriktivno finančno politiko, vse do leta pred izbruhom krize je bil vzdržan tudi zunanjetrgovinski primanjkljaj. Špekulativni napad na valuto se je zgodil po »sprožilcu«, in sicer političnih nestabilnostih v državi.

2.1.4. Reševanje krize

Ob nastanku krize je bilo jasno, da bo potrebno bistveno zmanjšati primanjkljaj tekočega dela plačilne bilance. Finančna pomoč je znašala 51 milijard dolarjev, pri čemer je 20 milijard USD prišlo iz proračuna ZDA, 18 milijard USD je prispeval IMF, 13 milijard pa je Mehika dobila od Banke za mednarodne poravnave (Whitt, 1996, str. 16). Obenem so bile izvedene reforme in že v letu 1995 je bil plačilno bilančni primanjkljaj odpravljen, država pa je uspela servisirati vse zapadle obveznosti. 6,5% BDP je bilo namenjenih za sanacijo bančnega sistema. Leta 1996 je država že zabeležila gospodarsko rast v višini 4,5%, najbolj pomembno pa je bilo, da si je država povrnila ugled pri tujih investitorjih in si tako spet pridobila možnost zadolževanja na tujih finančnih trgih (Mrak, 2002, str. 614). Treba je poudariti, da so bile težave hitro rešene tudi zaradi pomoči, ki je prišla direktno iz proračuna ZDA, in je predstavljala skoraj polovico celotne pomoči namenjene reševanju finančne krize. Mehika je namreč pomemben zunanjetrgovinski partner ZDA: precej podjetij ima tam svoje podružnice oziroma investicije. V primeru globlje krize bi lahko prišlo tudi do povečanja ilegalnih prehodov ekonomskih emigrantov prek meje. To bi lahko povzročilo precej težav na trgu dela v ZDA; emigranti so namreč pripravljene delati ilegalno za bistveno nižjo plačo kot domača delovna sila. Zaradi navedenih razlogov so imeli v ZDA precejšen interes čimprej zaustaviti krizo.

2.2. Azijska kriza v letih 1997 in 1998

Azijska kriza je izbruhnila 2. julija 1997, ko je tajška centralna banka, ker ni imela več deviznih rezerv, prekinila vezavo domače valute in pustila, da se tečaj oblikuje na trgu. Za razliko od Mehiške krize, ki je bila omejena na domačo državo (deloma tudi zaradi hitre intervencije IMF in ZDA), pa se je kriza iz Tajske razširila še na sosednje vzhodnoazijske države – Malezijo, Indonezijo, na Filipine ter v Južno Korejo. Poleg tega je vplivala tudi na zlom hongkonške borze v oktobru 1998. Sicer se omenjena kriza v precej pogledih ne

⁴ Delež dolga iz naslova Tesobonosov se je od decembra 1993 do novembra 1994 povečal iz 4,9% mednarodnih rezerv na 154,1% mednarodnih rezerv (Meza, 2005, str. 3)

razlikuje bistveno od Mehiške, vendar pa obstajajo določene razlike, predvsem omenjeno dejstvo, da se je razširila tudi na druge države.

2.2.1. Obdobje pred krizo

V obdobju pred krizo je bil v zgoraj omenjenih državah čas gospodarskega razcveta. Države so beležile zmerno gospodarsko rast, pri čemer so bile posebej visoke stopnje varčevanja ter investiranja. Vodili so zmerno fiskalno politiko, tako da so bili proračunski primanjkljaji majhni, nekatere države pa so celo beležile proračunske presežke. Temu primerno je bil razmeroma nizek tudi javni dolg. Države so imele tudi precejšnje denarne rezerve ter priliv kapitala. Ob fiksnem tečaju in restriktivni monetarni politiki je bila tudi inflacija zmerna (Bustelo, Garcia, Olivie, 1999, str. 8).

Tabela 1: Gospodarska rast v državah Vzhodne Azije

	1996	1997	1998	Ocena 1998*
Indonezija	8,0	5,0	-13,7	2,0
Malezija	8,6	7,8	-6,8	2,5
Filipini	5,7	5,1	-0,5	3,8
Južna Koreja	7,1	5,5	-5,8	3,5
Tajska	6,7	0,3	-8,0	0,0

Vir: IMF

* Ocena IMF v decembru 1997.

Nestabilnosti so nastale predvsem v privatnem sektorju zaradi problematičnih odločitev glede investiranja, dodatno pa je h krizi pripomoglo vmešavanje javnega sektorja v gospodarstvo ter pomanjkanje podatkov tako o poslovanju podjetij kakor tudi podatkov o makroekonomskih spremenljivkah (IMF, 1999). V obdobju pred krizo so na razvoj teh držav vplivali tudi mednarodni faktorji. Tu velja omeniti predvsem nizko gospodarsko rast ter nizke obrestne mere v EU in na Japonskem (IMF, 1999). Gospodarstva Jugovzhodne Azije so znana po poceni delovni sili, ravno v obdobju pred krizo pa je prišlo do razcveta mednarodne trgovine. Podjetja, predvsem tista iz razvitih držav, so svoje proizvodne kapacitete selila v države Jugovzhodne Azije ter na Kitajsko, nato pa so od tam uvažale izdelke. Zaradi navedenih dejavnikov je v te države pritekalo vedno več tujega kapitala, tako neposrednih tujih investicij kot tudi kratkoročnega, špekulativnega kapitala⁵. Na osnovi precejšnjih prilivov kapitala so države nakopičile precejšnje devizne rezerve. Na prvi pogled so bile države makroekonomsko stabilne.

⁵ Kot špekulativni kapital so mišljene naložbe v kratkoročne državne vrednostne papirje ter kratkoročne depozite, kakor tudi kapital, ki išče hiter zaslužek v vrednostnih papirjih ter ostalih oblikah investiranja, in ni namenjen dolgoročnim investicijam (za obdobje, daljše od enega leta). Konec leta so imele tuje komercialne banke v Aziji za 380 milijard dolarjev terjatev, od tega je bilo 60% kratkoročnega dolga (Mrak, 2002, str. 616)

2.2.2. Neravnotežja

Precejšnji prilivi tujega kapitala so lahko nemoteno pritekali v države, saj so te v začetku 90-ih let sprostile ovire za pretok kapitala, poleg tega pa je prišlo do deregulacije bančnega sektorja. Tako so lahko tuji investitorji brez težav odpirali podružnice svojih bank, katerim je bila omogočena večja svoboda pri zadolževanju ter odobravanju kreditov. Banke so imele tudi več možnosti glede določanja tako aktivnih kot pasivnih obrestnih mer, regulatorni organi pa niso bili dosledni pri nadzoru odobravanja kreditov s strani bank. Tako je bil bančni sistem tržno usmerjen, vendar pa obenem bolj ranljiv za zunanje šoke. Tudi podjetjem je bilo omogočeno, da se brez formalnih omejitev zadolžujejo v tujini. Ker je bila gospodarska rast razmeroma visoka, finančni sistem pa odprt, je tja začel pritekati tuj kapital.

Zaradi prilivov tujega kapitala je prišlo do realne apreciacije valut in s tem do negativnega vpliva na rast izvoza. Prostor Jugovzhodne Azije je vezan na dogajanja v dveh velikih gospodarstvih, v ZDA in na Japonskem. V letu 1997 je prišlo do apreciacije ameriškega dolarja glede na japonski jen. Ker je imela večina držav Jugovzhodne Azije devizni tečaj vezan na ameriški dolar, je prišlo do apreciacije valut⁶ proti japonskemu jenu, kar je v letu 1997 privedlo do zmanjšanja investicij v države Jugovzhodne Azije s strani japonskih investitorjev. Japonska je zaradi deprecijacije postala bolj konkurenčna, vse bolj pa je rasla tudi proizvodnja in izvoz kitajskih izdelkov (Bustelo, Garcia, Olivie, 1999, str. 8), kar je pomenilo neposredno konkurenco in s tem zmanjšanje izvoza držav Jugovzhodne Azije. V letu 1997 so se precej povečali zunanjetrgovinski primanjkljaji držav Jugovzhodne Azije, predvsem na Tajskem in v Maleziji. Indonezija je v tem času imela vzdržen zunanjetrgovinski primanjkljaj, medtem ko so presežke v trgovinski bilanci imele Kitajska, Singapur in Tajvan.

Deregulacija bančnega sistema je povzročila precejšnjo kreditno ekspanzijo, zaradi česar so se začeli krediti odobravati za vedno manj učinkovite projekte, prav tako se je vedno bolj zmanjševala učinkovitost investiranja. Banke so posojale kredite predvsem za investiranje sredstev na borzi pa tudi za nakup nepremičnin, katerih cene so močno zrasle. Banke, pa tudi podjetja, so se zadolževali predvsem v tujini⁷, njihove obveznosti pa so bile predvsem kratkoročne, medtem ko so bili krediti domačih bank v glavnem dolgoročni in denominirani v domači valuti. Tako je v bilancah bank in podjetij prihajalo do vedno večje neuskkljenosti glede valut ter ročnosti dolgov in sredstev, kar pomeni, da se je povečalo tveganje glede spremembe obrestnih mer v tujini. To je bilo še toliko bolj tvegano, ker so bile obrestne mere v večjih gospodarstvih relativno nizke. Ekonomski subjekti niso upoštevali valutnega tveganja, saj je bil tečaj fiksni, in ni bilo pričakovati, da bo prišlo do

⁶ Od leta 1990 do pomladi leta 1997 so realni efektivni devizni tečaji domačih valut aprecirali za 30% v Hong Kongu, 23% na Filipinih, 19% v Maleziji, 18% v Singaporu, 12% na Tajskem, 8% v Indoneziji, deprecirali pa so za 14% v Južni Koreji in 10% na Tajvanu (Corsetti, Pesenti, Roubini, 1998, str. 20).

⁷ Banke so na Japonskem lahko dobile kredite po 5% obrestni meri, medtem ko so se na domačem trgu lahko zadolžile po 10% obrestni meri. Babić, Žigman, str. 11, 2001.

njegove spremembe. Glavna tveganja so izhajala iz dejstva, da s prilivom kapitala domače banke niso imele dovolj kapacitet, da bi upravljala s tveganji. Predvsem je bilo prisotno pomanjkanje kadrov ter sistemov za učinkovito upravljanje s tveganji (Mishkin, 1999, str.3) Ker je bil trg kapitala relativno nerazvit, so bile banke glavni finančni posredniki. Te niso imele dovolj kapitala, poleg tega pa je bil nezadovoljiv nadzor nad njimi kakor tudi regulacija bančnega sistema (Corsetti, Pesenti, Roubini, 1998, str. 28). Bankam so se nabirali slabi krediti. Pred izbruhom krize so imele banke na Tajskem 13% slabih posojil glede na vsa posojena sredstva. Ta številka je znašala 13% v Indoneziji, 8% v Južni Koreji, 10% v Maleziji in 14% na Filipinih (Corsetti, Pesenti, Roubini, 1998, str. 27). Obenem je obstajalo prepričanje, da imajo večje banke zagotovilo s strani države, da jih bo reševala v primeru krize. Tako je tik pred krizo tajska vlada pred bankrotom rešila eno večjih finančnih institucij, ki je zašla v težave pri odplačilu obveznosti do tujine (Mrak, 2002, str. 615).

2.2.3. Kriza

Ker je bilo zaradi nastalih razmer omajano zaupanje tujih investitorjev, je tuj kapital še vedno odtekal iz države in julija 1997 je prišlo do špekulativnega napada na tajski baht. Čeprav je centralna banka v začetku leta 1997 že uspešno ubranila valuto pred špekulativnim napadom, pa drugega napada ni uspela zadržati, tako da je bila prisiljena ukiniti vezavo domače valute na dolar in uvesti fleksibilen režim deviznega tečaja. Valuta je hitro izgubljala vrednost proti ameriškemu dolarju, in do konca leta je izgubila skoraj polovico vrednosti proti ameriškemu dolarju (Mrak, 2002, 616). V primerjavi z Mehiško krizo, ki se je končala v Mehiki, pa se je kriza s Tajske prelila tudi v sosednje države, ki so imele devizne tečaje prav tako vezane na ameriški dolar. Poleg tega so, tako kot Tajska, imele precejšnje zunanjetrgovinske primanjkljaje ter znatne kratkoročne dolgove do tujine. Tuji kapital pa se je zaradi strahu pred ponovitvijo tajskega scenarija začel umikati tudi iz teh držav. Tako je le nekaj dni kasneje vezavo domače valute odpravila centralna banka v Maleziji, podobno pa se mesec dni kasneje, 14. avgusta 1997 zgodilo v Indoneziji. 17. novembra 1997 pa je na fleksibilni režim deviznega tečaja prešla tudi Južna Koreja. V letu 1997 so države Jugovzhodne Azije zabeležile zmanjšanje realnega BDP za 7-13%. Njihove valute so proti ameriškemu dolarju izgubile med 40-72 % vrednosti, obenem pa so se borzni indeksi znižali od 53% do 76% (Žigman, Babić, 2001, str. 14). Zaradi krize se je znižal tudi indeks na hongkonški borzi, čeprav v Hong Kongu valuta ni devalvirala. Podobno je bilo na Tajvanu. Tudi tam ni prišlo do prenehanja vezave na ameriški dolar, saj je, podobno kot v Hong Kongu, kitajska centralna banka ponudila pomoč v primeru špekulativnega napada, zaradi česar bi špekulanti bistveno težje uresničili svoj cilj, torej devalvacijo valute. Hong Kong ima sicer veliko borzo, tako da je padec indeksa imel negativen vpliv tudi na večje svetovne borzne indekse. Azijska kriza je primer nastanka krize po tretji generaciji modelov nastanka finančnih kriz. V primeru Vzhodne Azije države niso bile bistveno zadolžene. Prišlo je sicer do povečanega zunanjetrgovinskega deficita, pa

tudi do prevelikega investiranja. Učinkovitost investicij se je zaradi velikega investiranja zmanjšala, in tako so se bankam nabirali slabi krediti.

2.2.4. Reševanje krize

V primeru krize v Jugovzhodni Aziji ni prišlo do direktne intervencije s strani ZDA tako kot v primeru mehiške krize. Države so se večinoma reševale s programi ekonomske stabilizacije, medtem ko je pomoč prispeval IMF, nekaj pa je bilo tudi pomoči mednarodne skupnosti. Programi so bili za države precej omejujoči, saj so si morale po krizi spet pridobiti zaupanje tujih investitorjev. Predvsem so v obdobju po krizi precej narasle kratkoročne obrestne mere. Države so morale še vedno financirati visoke zunanjetrgovinske primanjkljaje ter zunanji dolg, za kar so bili potrebni viri tujih sredstev. Te je sicer delno prispeval IMF, vendar pa je za kratkoročno likvidnost bilo potrebno pritegniti tudi tuji kapital, ki je bil zaradi nedavnega izbruha krize in pričakovane nadaljnje depreciacije valute pripravljen vstopiti le pri zelo visokih kratkoročnih obrestnih merah, ki pa so zelo negativno vplivale na domače gospodarstvo. Negativen vpliv je kriza imela na fiskalno politiko. S ciljem zmanjšanja zunanjetrgovinskega primanjkljaja je morala biti ta omejevalna, vendar pa je po drugi strani država imela visoke izdatke za sanacijo bančnega sistema. Zato je prišlo do krčenja javne porabe oziroma preusmeritve v bančni sistem, povečali pa so se tudi davki. Večje pozornosti je bil deležen tudi finančni sektor, kjer je kriza v bistvu nastala. Nesolventne finančne institucije so šle v stečaj. Kriza je namreč nastala tudi zaradi tega, ker je država posredno jamčila za vloge bank, pri čemer so te poslovale bolj tvegano, kot bi drugače. Z likvidacijo nekaterih bank je država morala pokazati, da v bodoče ne bo reševala sleherne banke, ki bo zašla v težave. IMF je tako prispeval skupaj 117 milijard USD (Mrak, 2002, str. 619), vendar pa ta sredstva niso bila zadostna za pokrivanje tekočih potreb držav. Zato je moralo priti tako do povečanja kratkoročnih obrestnih mer, kot tudi do precejšnjega zmanjšanja plačilno bilančnega primanjkljaja, in to v zelo kratkem času, kar je med drugim tudi precej povečalo brezposelnost. S programom IMF je Tajska hitro prišla iz krize, medtem ko je bilo zaradi notranjih težav v Indoneziji in Maleziji prilagajanje novim razmeram težje.

2.3. Ruska kriza

Bivša komunistična država je leta 1998 prešla krizno obdobje, ki je pustilo posledice tudi v drugih vzhodnoevropskih državah. Pri tej krizi obstajajo povezave z azijsko, vendar pa je bila ruska po nastanku bolj podobna krizam pred azijsko in mehiško.

2.3.1. Makroekonomske nekonsistentnosti

V Rusiji za razliko od ostalih gospodarstev v Rusiji pred nastankom finančne krize ni bilo visoke gospodarske rasti. Takoj po spremembi ekonomskega sistema leta 1991 prišlo do tranzicije, za katero je značilno precejšnje zmanjšanje BDP, saj se mora gospodarstvo prilagoditi novemu ekonomskemu sistemu. Za prehod v tržno gospodarstvo so potrebne obsežne strukturne reforme, ki pa so se v ruskem primeru vedno bolj odlagale, saj ni bilo pripravljenosti na soočenje z novo nastalo situacijo. Tako je bilo gospodarstvo ves čas nekonkurenčno in država je bila v precejšnji meri odvisna od uvoza izdelkov, medtem ko so bili ves čas najpomembnejši izvozni artikli energenti kot plin in nafta, katerih cena med obdobji precej niha.

Tranzicija se je začela z visoko inflacijo, saj je bilo v praksi, da se vedno večja javna potrošnja pokriva predvsem s tiskanjem svežega denarja. Inflacija je v letu 1993 znašala 895,9%, do leta 1995 pa se je znižala na 190,2%. Na dvoštevilčno raven se je znižala po letu 1995, ko je bila domača valuta, rubelj, vezana na dolar. Inflacija se je do leta 1997 približala 10%, vendar je bile še vedno razmeroma visoka za vzdrževanje paritete na tujo valuto. Država je beležila konstantne proračunske primanjkljaje, ki v letih 1993-1997 nikdar niso bili manjši od 5% BDP, v letu 1994 pa je proračunski primanjkljaj presegel celo 10% BDP (IMF, 1998). Država je imela nepregleden in neurejen davčni sistem. Zaradi vzdrževanja socialnega miru se je odlašalo z bistvenimi posegi v socialne transferje, ki so ves čas ostali na visoki ravni, subvencioniralo pa se je tudi podjetja. Visoki socialni transferji bi sicer lahko bili vzdržni, če bi le rasla produktivnost ter bi ob visokih davkih država pridobivala precejšnje prihodke, vendar pa s tem ni bilo tako. Davčna disciplina je bila na zelo nizkem nivoju, prav tako sistem pobiranja davkov. Davki so se namreč pobirali na regionalni ravni in precejšen del ni prispel v zvezni proračun. Po drugi strani je obstajalo precej velikih davčnih dolžnikov, katerim je država dolg preprosto odpisala⁸. S tem je dala slab signal tudi ostalim davkoplačevalcem in izogibanje plačevanja davkov je postalo zelo razširjeno. To je povzročalo vse večji proračunski primanjkljaj. Do vezave tečaja rublja na dolar so se državni izdatki financirali predvsem s tiskanjem denarja, kasneje pa se je država zadolževala predvsem na finančnih trgih. Izdani so bili tako kratkoročni dolžniški papirji, denominirani v rubljih, ki so predstavljali večji del državnega dolga, kakor tudi dolgoročni dolžniški papirji, denominirani v ameriških dolarjih (Mrak, 2002, str. 621). Glede na to, da je bila inflacija še vedno visoka, so investitorji sprejeli le kratkoročne vrednostne papirje (ročnost manj kot eno leto), denominirane v rubljih. Dolg se je zaradi visokih obrestnih mer in potrebe po refinanciranju hitro večal. Stroški obresti so v letu 1996 znašali 5,7% BDP, v letu 1997 pa 4,5% (Norton, Maillat, 1998). Približno tretjino tovrstnega dolga so imeli v rokah tuji investitorji, del pa so držale domače banke, ki so se za nakup tovrstnih vrednostnih papirjev neredko zadolžile tudi v tujini (Mrak, 2002, str. 621). Kratkoročnost papirjev je predstavljala problem v primeru, da pride do neugodne situacije izgube

⁸ To je bil problem predvsem pri predsedniških volitvah leta 1996.

zaupanja tujih investitorjev, zaradi česar refinanciranje rastočega dolga ne bi bilo več možno, oz. bi se ta lahko refinanciral le pod bistveno manj ugodnimi pogoji.

2.3.2. Kriza

Do take situacije je prišlo v letu 1998. Ravno v času nastanka krize pa so bile cene nafte kot enega najpomembnejših izvoznih artiklov na najnižji ravni v 10 letih (Norton, Maillet, 1998). Zato se je bistveno znižal prihodek iz uvoza, s tem pa so se zmanjšale tudi devizne rezerve. Prišlo je tudi do politične krize, saj se je zaupanje, da vlada lahko reši nastale ekonomske probleme, predvsem pa da vodi kredibilno fiskalno politiko ter poskrbi za strukturne, vse bolj zmanjševalo. V letu 1997 je prišlo do azijske krize, ki je imela pomemben vpliv na razvijajoče se finančne trge, saj so bili tuji investitorji vse bolj zadržani glede investiranja v države, ki imajo makroekonomske probleme, financiranje državnega proračuna pa je bilo vedno bolj odvisno od tujih investitorjev. Tako sredi leta 1998 Rusija ni bila več sposobna refinancirati kratkoročnega dolga, ki se je začel financirati z zmanjševanjem deviznih rezerv. Tuji investitorji so opazili, da se pripravlja kriza, in so začeli vedno hitreje zapuščati državo, kar je za sabo pustilo tudi bistveno znižanje delniškega indeksa ruskega trga, ki je samo v prvih desetih mesecih leta 1998 izgubil 90% vrednosti (Norton, Maillet, 1998). Julija 1998 so sicer sklenili stand-by aranžma z IMF, vendar pa ta ni bil v celoti izvršen, saj je predvideval davčno reformo ter obsežne strukturne reforme, ki pa jih je parlament zavrnil. Tako država ni imela dostopa do pomembnih virov sredstev (skupaj 24 milijard USD), in avgusta se je začela finančna kriza. Tečaj rublja je bil najprej devalviran za okoli tretjino, vendar pa tudi nova raven ni bila vzdržna in kmalu je bil uveden režim fleksibilnega deviznega tečaja. Rubelj je zelo hitro izgubljal vrednost proti dolarju, ker je prišlo do ponovnega inflacijskega financiranja proračuna, s tem pa je zrasla tudi stopnja inflacije. Ker so bile devizne rezerve zelo mahne, se je država odločila, da prekine servisiranje tujega dolga. To je pomenilo izgubo kredibilnosti pri tujih investitorjih, poleg tega pa je povzročilo tudi likvidnostne probleme v državi, saj so banke držale precejšen delež državnega dolga. BDP se je v letu 1998 zmanjšal za 4,5% (Mrak, 2002, str. 622). Rusko finančno krizo je možno razložiti s prvo generacijo modelov finančnih kriz, saj je v tem primeru šlo za prekomerno zadolževanje države, kar je povzročilo dolžniško krizo.

Kriza se ni končala v Rusiji, vendar je podobno kot v Jugovzhodni Aziji prišlo do negativnih učinkov ne samo na sosednje, temveč na vse tranzicijske države v Srednji in Vzhodni Evropi. Najbolj so bile prizadete države, ki so imele precejšen delež zunanje trgovine z Rusijo. Do depreciacije nacionalnih valut je prišlo v Belorusiji, Kirgiziji, Moldaviji in Gruziji. Ostale države v Vzhodni in Srednji Evropi so morale voditi bolj restriktivno monetarno politiko, da bi zadržale cenovno stabilnost, ter poskrbeti za zmanjšanje zunanjetrgovinskih primanjkljajev, kar je predvsem pomenilo nadaljevanje procesa restrukturiranja gospodarstva (Žigman, Babić, 2001, str. 16).

2.4. Argentina⁹

Argentina je v letih 2001-2003 preživela eno najtežjih gospodarskih kriz v svoji zgodovini. V treh letih je BDP upadel skoraj za petino, pojavila se je inflacija, valuta pa je izgubila tri četrtine vrednosti proti ameriškem dolarju. Poleg tega država ni bila več zmožna odplačevati tujih dolgov. Vzroki za krizo v Argentini pa so bili nekoliko drugačni kot v prejšnjih primerih, saj ni šlo zgolj za priliv kapitala.

2.4.1. Obdobje pred krizo

Država je gospodarski razcvet doživela v 90-ih letih prejšnjega stoletja. Desetletje pred tem je zaznamovala visoka inflacija in negativna gospodarska rast. Leta 1990 je bil predstavljen plan »konvertibilnost«, ki je predvideval nepreklicno zamenljivost domače valute v razmerju 1:1 glede na ameriški dolar. Argentina je takrat uvedla valutni odbor (currency board), ki je najbolj trdna oblika vezava domače na tujo valuto. Centralna banka za vsako enoto domače valute jamči zamenjavo v tujo valuto po točno določenem tečaju. Taka vezava je v prvih letih imela vidne pozitivne učinke na gospodarstvo. Gospodarska rast je v prvem letu znašala celo 10%, v kasnejših letih pa se je spustila na 5%. Obenem se je inflacija kmalu spustila na enoštevilčno raven, kar prej dalj časa ni bilo zabeleženo. To je privabilo tuje investitorje in v prvih letih je Argentina beležila precejšen priliv tujih investicij, ki pa so se nekoliko ustavile ob Mehiški krizi leta 1995. Takrat je prišlo do padca ekonomske aktivnosti, vendar pa je že v letu 1996 gospodarska rast spet znašala 5% tako kot prej, kar je potrdilo odpornost argentinske ekonomije na zunanje šoke.

2.4.2. Neravnotežja

Kljub temu da je gospodarstvo beležilo razmeroma visoke stopnje rasti, pa so se vseeno kopičila neravnotežja, predvsem pri fiskalni politiki, zunanjetrgovinskem sektorju, v finančnem sistemu ter na trgu dela.

V prvih letih po letu 1990 je bil državni proračun skorajda uravnotežen, vendar pa se je po letu 1995 začelo večje zadolževanje države, tako da je proračunski primanjkljaj dosegel 4,1% BDP v letu 1999. Sicer je primarni proračun izkazoval bistveno večjo uravnoveženost financiranja javnega sektorja, vendar pa se je precej sredstev potrošilo mimo proračuna skozi socialne transferje. Fiskalni problemi se sicer niso zdeli problematični, dokler je bila gospodarska rast visoka, vendar pa se je javni dolg od leta 1990 do leta 2000 povečal iz 30% na 50% BDP. Obenem se je fiskalni primanjkljaj močno zvišal ravno v času pred krizo, in sicer v letih 1999-2001. Zaradi višjega deleža v javnem dolgu ter dospelja starih

⁹ Vir za to podpoglavje je publikacija IMF: Lessons from the Crisis in Argentina, 2003.

dolgov so se bistveno povečale potrebe države po sredstvih za odplačilo dolga, ki so leta 1998 znašale okoli 20 milijard USD. Ta dolg se je odplačeval predvsem s kratkoročnimi krediti, kar je pomenilo večje tveganje v primeru šoka, ki bi državi onemogočil dostop do virov zadolževanja v tujini. Fiskalni problemi so se kopičili tudi zaradi neučinkovitosti davčnega sistema. Trošenje je bilo decentralizirano, kar pomeni, da so nižje ravni upravljanja v državi (provincije) lahko same odločale o potrošnji ter zadolževanju, kar je oteževalo kontrolo nad celotno javno porabo. Po drugi strani pa je bil razmeroma neučinkovit tudi sistem pobiranja davkov, kar je še povečalo potrebe po zadolževanju, predvsem v tujini. V razmerah valutnega odbora bi morala biti fiskalna politika čim bolj konzervativna, saj bi povečana javna potrošnja vplivala na inflacijo, s tem pa na realno apreciacijo tečaja, s čimer bi se zniževala zunanja konkurenčnost gospodarstva. Z ohlapno kontrolo nad trošenjem so se ustvarjali pogoji, pod katerimi je bil režim valutnega odbora nevzdržen.

Zadolženost državne ne bi bila problematična, če bi bila država izvozno usmerjena, vendar to ni bilo tako, saj je izvoz predstavljal le okoli 10% BDP. Nizek izvoz je posledica precejšenosti valute, ki je nastala že v samem začetku uvedbe sistema valutnega odbora. Čeprav je bil tečaj fiksni, je bila inflacija v prvih letih po vezavi še vedno visoka in realni tečaj pesa je v treh letih (do leta 1993) realno apreciral za 25%, kar je povzročilo precejšnjo zmanjšanje zunanje konkurenčnosti države. Po drugi strani Argentina ni znana kot industrijska država. Izvozni izdelki so predvsem primarne surovine, v glavnem kmetijski pridelki), ter izdelki predelovalne industrije. Za te artikle je značilno, da so predmet precejšnjih zunanjetrgovinskih omejitev (carine, prelevmani), imajo nizko cenovno elastičnost, na svetovnem trgu pa njihova cena precej niha. Argentinski izvoz je bil predvsem orientiran na sosednje države¹⁰, s katerimi so leta 1991 odpravili carinske omejitve. Leta 1991 je izvoz v te države predstavljal 20% celotnega Argentinskega izvoza, medtem ko je do leta 1998 ta delež narasel na 45%. V letih 1996-1998 se je cena izdelkov, ki jih je izvažala Argentina, znižala za 25%, samo v letu 1998 pa še za dodatnih 20%. To je pomenilo še dodaten pritisk na že tako nizko bazo deviznega priliva iz izvoza, s katerim se je odplačevalo tuje dolgove in financiralo izvoz, ki je v 90-ih letih rasel po povprečni letni stopnji 25% v letih 1990 – 1998. Čeprav je bil zunanji dolg na razmeroma nizki ravni, so odplačila dolga (glavnica in obresti) do leta 1998 znašala okoli 450%. Po tem letu, ko je prišlo do dodatnega znižanja izvoznih cen, pa je ta delež zrasel na 530% izvoza, s čimer je bilo odplačilo dolgov bistveno oteženo.

V nasprotju s krizami v Mehiki ter Jugovzhodni Aziji, finančni sektor ni bil glavni dejavnik pri oblikovanju pogojev za nastanek krize. Finančni sistem v Argentini je bil relativno nerazvit z nizkim deležem monetarnega agregata M2 v BDP, kar pa je bila značilnost večine gospodarstev v Latinski Ameriki. Predvsem je bila problematična njegova izpostavljenost na javni sektor ter valutna struktura depozitov in kreditov. Ker je bilo domačih prihrankov relativno malo, obrestne mere v tujini pa nižje, so se banke večinoma

¹⁰ Združenje Mercosur je nastalo leta 1991, med naslednjimi državami: Argentina, Brazilija, Paragvaj in Urugvaj. Združenje je podpisalo tudi prostotrgovinski sporazum med Bolivijo in Čilom.

zadolževale v tujini, zlasti v dolarjih, medtem ko so bila njihova sredstva predvsem v domači valuti. Dokler je sistem valutnega odbora deloval, se nihče ni oziral na valutno tveganje, ki ga je tako početje povzročalo. Težava je bila tudi v strukturi kreditov. Banke v zasebni lasti, so kreditirale predvsem zasebni sektor, ki se je financiral predvsem iz bančnih virov. Banke v državni lasti, ki so predstavljale približno tretjino bančnega sistema, so dajale kredite predvsem državi, za katero smo že prej omenili, da je imela probleme s kontrolo nad potrošnjo.

Rigiden je bil tudi trg dela, čeprav bi moral biti v razmerah nepreklicno vezanega tečaja domače valute prožen, da bi tako preko cenovne prožnosti omogočal prilagoditve v primeru zunanjih šokov. Zakonodaja je ščitila delavce pred odpuščanjem, da bi tako zagotovila socialno pravičnost. Prisotna so bila kolektivna pogajanja, kar je omejilo možno prilagoditev plač navzdol v primeru zunanjega šoka. Sicer je država poskušala reformirati trg dela s ciljem doseči večjo fleksibilnost, vendar pa te reforme niso imele večjega uspeha. Uspeli so doseči, da so delodajalci lahko začasno odpustili delavce, zataknilo pa se je pri omejitvi kolektivnih pogajanj zgolj na podjetje (ostali so na panožni ravni). Poleg tega so delavci kljub reformam zadržalo pravico do visokih odpravnin, vseskozi pa so imeli visok davek na plačilno listo.

2.4.3. Kriza

Prvi znaki težav so se pokazali že v drugi polovici leta 1998, ob izbruhu brazilske krize¹¹. Brazilska valuta je tedaj močno deprecirala, kar je zmanjšalo konkurenčnost argentinskih izdelkov, pri čemer je bila Brazilija eden najpomembnejših zunanjetrgovinskih partnerjev Argentine. Poleg tega so se zaradi znižanih cen glavnih izvoznih artiklov Argentine zmanjšali prihodki od izvoza. Ker je izvoz predstavljal le okoli 10% BDP, je bil večji problem povečanje obrestne mere. Zaradi krize v Rusiji in Braziliji so se povečale obresti na dolg tudi v Argentini, saj je bilo tveganje razvijajočih se držav (angl. emerging markets) zaradi navedenih kriz v očeh tujih investitorjev večje. Poleg tega je v letu 1998 prišlo tudi do politične nestabilnosti, saj je tedanji predsednik želel pridobiti še tretji mandat, ki mu po ustavi ni pripadal. To je imelo negativen vpliv na potrošnjo in v letih 1999 in 2000 je prišlo do deflacije, kar je še dodatno vplivalo na krčenje BDP. Ta se je v letu 1999 zmanjšal za 3,5%, v letu 2000 pa še za 1%. Povečal se je tudi proračunski primanjkljaj. Že prej smo omenili, da država ni imela popolne kontrole nad potrošnjo. Zmanjšanje BDP-ja je – ob enaki državni potrošnji, ki se zaradi institucionalnih razlogov ni mogla zmanjšati – povzročilo povečanje proračunskega primanjkljaja in deleža zunanjega dolga v BDP. V razmerah recesije bi bilo smiselno voditi ekspanzivno fiskalno politiko, vendar taka politika v okviru režima valutnega odbora ni bila možna, ker bi povzročila še večjo rast obrestnih mer ter realno apreciacijo tečaja. Čeprav je Argentina dobila navodila s strani IMF, da prilagodi svojo fiskalno politiko in v obdobju 1999-2001 zabeleži proračunske

¹¹ Brazilija je imela finančno krizo v letu 1998, ko je nacionalna valuta devalvirala.

presežke, se to ni zgodilo. Zaradi pričakovanega zmanjšanja proračunske porabe je prišlo do zmanjšanja ekonomske aktivnosti, saj privatni sektor ni dobil vzpodbude fiskalne politike. Proračunski presežek zaradi fiskalne nediscipline ni bil ustvarjen, kar je pomenilo, da se je zunanji dolg kot delež BDP dejansko še povečal. Rigidne so bile tudi cene, predvsem na trgu dela. Ker se je v letih 2000 in 2001 pričakovalo, da bo Argentina zabeležila inflacijo, delavci niso bili pripravljeni sprejeti nižjih plač. Ker je prišlo do nadaljnje deflacije, so njihovi prihodki realno zrasli, stroški proizvodnje so se povečali, s tem pa je bila konkurenčnost države spet manjša.

V letu 2001 je mednarodna skupnost odobrila pomoč Argentini v višini 40 milijard USD, pod pogojem, da državni proračun izkazuje presežek. Program je imel pomembno pomanjkljivost, saj za pogoj ni postavljala tudi strukturnega prilagajanja gospodarstva. Plan je kmalu doživel neuspeh in obrestne mere so se zaradi večjega tveganja še zvišale. Tuji investitorji vedno manj verjeli v zmožnost odplačila dolgov. Tuji kapital se je počasi začel odlivati iz države. Da bi se zunanjetrgovinska bilanca uravnovesila, so uvedli poseben davek na uvoz, medtem ko je davčno podpirala izvoznike, kar je pomenilo neke vrste devalvacijo valute. Zaupanje tujih investorjev se je še naprej zmanjševalo in obrestne mere so rasle. Država je poskušala spremeniti svoje obveznosti do tujine z zamenjavo (swap) večine svojih obveznic, vendar je bila taka operacija možna le pod pogojem, da bi bila obrestna mera novih obveznic veliko višja (zamenjane so bile z večjim diskontom). Tako se je obrestna mera zvišala na 17%, kar je presegalo stopnjo gospodarske rasti, s tem pa je bila ogrožena solventnost države tudi v daljšem roku. Precej državnih obveznic, za katere je bilo plačilo vse manj verjetno, so imele domače banke v državni lasti. Ker bi morebitno neodplačilo dolgov pomenilo precejšnje breme, če ne celo zaprtje bank, je prišlo do navala na banke. Država je intervenirala tako, da je omejila znesek, ki se je lahko dvignil z računa v posameznem tednu, poleg tega so obstajale tudi omejitve glede iznosa sredstev iz države. Banke niso več smele dajati posojil v domači valuti. V decembru je prišlo do precejšnjega upada gospodarske aktivnosti, davčni prihodki so se zmanjšali in država ni bila več sposobna odplačevati svojih obveznosti, kar so 23. decembra tudi objavili. V začetku leta 2002 je bil potrjen moratorij na odplačilo dolga, končal pa se je tudi aranžma valutnega odbora. Posledice: tečaj pesa se je s paritete glede na dolar spustil na 1,8 pesa za dolar, kar je povzročilo povečanje javnega dolga s 63% BDP leta 2001 na 135% BDP v letu 2002. Inflacija je v letu 2002 znašala 40%, BDP pa se je znižal za 11%. Vlada je sprejela tudi nekaj odločitev v škodo finančnega sektorja: da bi zaščitili dolžnike, so za kredite, denominirane v pesih s klavzulo v ameriških dolarjih, določili, da so jih dolžniki dolžni odplačati po starem paritetnem tečaju en peso za dolar. Poleg tega je za bančne depozite veljal tečaj konverzije 1,4 pesa za dolar. Tovrsten ukrep je povzročil, da je precejšnje število bank postalo nesolventnih. Bančni sektor, oziroma lastniki bank, so plačali visoko ceno, saj se je zaradi omenjenih razmerij kapital bank skoraj izbrisal. To vsekakor ni vzpodbudilo lastnikov bank, da bi vlagali dodatna sredstva v bančni sistem, ki ga je bil v precejšnjih težavah zaradi precejšnje količine slabih kreditov in problematičnih državnih obveznic.

Argentinsko krizo bi lahko razložili po prvi generaciji modelov nastanka finančnih kriz, saj je v osnovi šlo za dolžniško krizo, ki je nastala zaradi nevzdržne fiskalne politike. Glavno vlogo pri nastanku krize je imela država, ki ni mogla znižati javne porabe, poleg tega se je zadolževala tudi preko domačih bank, ki so bile v državni lasti.

2.5. Primerjava kriz

Čeprav so si posledice omenjenih kriz precej podobne, saj je v vseh državah prišlo do precejšnje deprecije domače valute, zmanjšanja BDP, povečanja brezposelnosti ter inflacije, pa so razlogi, zaradi katerih je prišlo do posameznih kriz, različni. Tako je smiselno narediti primerjavo dejavnikov, ki so vplivali na nastanek kriz. Prva skupina dejavnikov je fiskalni sektor ter vzdržnost javne potrošnje v posameznem primeru, druga skupina je zunanjetrgovinski sektor, tretja skupina je finančni sistem, pritok kapitala ter regulacija finančnega sistema, četrta skupina pa so politični faktorji. Za nekatere krize je bilo značilno, da so se prelile tudi naprej v sosednje države, ki so bile sicer drugače makroekonomsko bolj stabilne. Kriza nastane zaradi prevelike potrošnje oziroma investiranja, ki vodi v preveliko zadolženost, ta pa se konča s finančnim zlomom. Potrošnja oziroma investicije so lahko javne ali zasebne. Tako pride do krize zaradi prevelike javne ali zasebne potrošnje oziroma investicij, ali pa zaradi kombinacije obeh.

2.5.1. Potrošnja in investiranje

V vseh naštetih primerih je do krize prišlo zaradi prevelike potrošnje, tako s strani države, kakor tudi zasebnega sektorja. V primeru Mehike ni bil proračunski primanjkljaj tako velik problem kot zunanjetrgovinski primanjkljaj. Neravnotežja tako niso izvirala toliko iz javnega sektorja, pač pa je bilo bistvo problemov v privatnem sektorju. Zaradi priliva kapitala je prišlo do prevelikega investiranja, tako da mnogi projekti, za katere so se najemali krediti, niso bili ekonomsko upravičeni, poleg tega pa se je zaradi poceni potrošniških kreditov, katere je omogočil predvsem tuji kapital, povečal zunanjetrgovinski primanjkljaj. Večji razpoložljiv dohodek namreč vpliva na povečanje razpoložljivega dohodka, s tem pa se poveča tudi potrošnja. Ob hitri rasti povpraševanja domači proizvajalci niso bili zmožni zagotoviti dodatne količine dobrin, ki jih zahteva tržišče, prav tako pa je problem v manj razvitih državah kvaliteta ter struktura izdelkov, saj se v tem primeru poveča predvsem povpraševanje po luksuznih dobrinah ter bolj kvalitetnih izdelkih, ki jih domače gospodarstvo v kratkem roku ni zmožno proizvesti. Tako se poveča uvoz, ob enakem ali celo manjšem izvozu pa se poveča primanjkljaj. Ker se primanjkljaj s časom povečuje, se povečuje tudi zadolženost države, ki v nekem trenutku doseže raven, ko tuji upniki smatrajo, da kreditjemalci niso več sposobni servisirati dolgov, in se začnejo umikati iz države. Tak scenarij se je zgodil v Mehiki, kjer so banke odobravale kredite med drugim tudi za projekte, ki sploh niso obstajali, po drugi strani pa so rasli tudi potrošniški krediti. Tako se je povečeval zunanji dolg, ki je na koncu postal nevzdržen.

Podoben scenarij se je odvil v naslednjih letih v Jugovzhodni Aziji, le da so bile tukaj bolj kot potrošnja v ospredju neučinkovite investicije. Prihajalo je do zadolževanja za projekte, katerih donosnost je bila vprašljiva. Predvsem so tukaj mišljeni nakupi nepremičnin ter vrednostnih papirjev, katerih cena je bila višja kot pa v primerljivih državah. Za razliko od Mehike, v Aziji ni prišlo do povečane potrošnje, saj je prebivalstvo imelo precej prihrankov in potrošniški krediti niso bili donosni. Nastal je cenovni balon na trgu nepremičnin ter vrednostnih papirjev, ki se je ob spoznanju tujih investitorjev, da bodo kreditojemalci (tak scenarij je bil predvsem na Tajskem) težko vrnili posojila, razpočil.

Medtem ko sta bila privatna potrošnja in investiranje v ospredju nastanka kriz v Mehiki ter Jugovzhodni Aziji, pa so bili dejavniki za nastanek krize nekoliko drugačni v primeru Rusije in Argentine. Čeprav sta državi pred krizo beležili gospodarsko rast, pa vseeno ni bilo pretiranega povpraševanja po kreditih, kar bi odpiralo možnosti za večje povpraševanje po tujih izdelkih. Kljub temu sta obe državi imeli precejšen zunanjetrgovinski primanjkljaj, kar pa ni toliko pripisati povečanem povpraševanju oziroma potrošnji kot nekonkurenčnosti gospodarstev, katere je bilo treba v obeh primerih prestrukturirati. V Rusiji je šlo za gospodarski sistem, ki po zlomu socializma ni doživel večjih sprememb, oziroma se je z njimi odlašalo, tako da v zunanji trgovini država ni bila konkurenčna. V Argentini niso imeli težav z menjavo ekonomskega sistema, pač pa bolj s strukturo proizvodnje, saj so precejšen delež izvoza predstavljali kmetijski pridelki ter izdelki predelovalne industrije, za katere na svetovnem trgu obstaja precejšnja konkurenca, prav tako pa njihove cene nihajo. Na eni strani so tako imeli izvoz z nizko dodano vrednostjo, medtem ko so izdelke z visoko dodano vrednostjo uvažali. Bančni sektor je bil v obeh državah v letih pred krizo dokaj nerazvit – možnosti pretiranega investiranja tako ni bilo, s tem pa ni bilo možnosti pretiranega investiranja kot v primeru Rusije in Jugovzhodne Azije. Težave, ki so privedle do krize so bile vezane bolj na javni kot na zasebni sektor. Državi nista bili sposobni voditi restriktivne monetarne politike. Ker na domačem trgu ni bilo na voljo dovolj kapitala, so se začeli zadolževati tudi v tujini. Proračunski primanjkljaj je bil predvsem visok v Rusiji. Država je trošila precej denarja za socialne transferje, da bi ohranila socialni mir. Davčna disciplina je bila na zelo nizkem nivoju, z odpisi terjatev davčnim dolžnikom pa je država davčno nedisciplino še bolj spodbujala. Rezultat je bilo prekomerno zadolževanje, ki se je zaradi inflacije vedno bolj povečevalo. Ker ni bilo politične volje zaustaviti preveliko javno potrošnjo, je bilo jasno, da bo slej ko prej prišlo do krize, kar se je leta 1998 tudi zgodilo. V Argentini so prav tako imeli probleme z brzdanjem javne porabe. Leta 2001, ko je bilo jasno, da je treba porabo zmanjšati, saj je zaradi gospodarske krize postala nevzdržno visoka, ni bilo politične volje, da bi dejansko prišlo do zmanjšanja. Posledica tega je bila finančna kriza. V obeh primerih, tako Rusije kot Argentine, so bile faktor fiskalne nediscipline decentralizirane javne finance. Tako so se v obeh državah davki zbirali na regionalni ravni. Del njih se je odvedel v državni proračun, del javne potrošnje pa je bil določen za porabo na regionalni ravni. Običajno se je del zbranih davkov izgubil na regionalni ravni, po drugi strani pa je bilo težko kontrolirati javno porabo na regionalni ravni. Predpostavimo lahko, da bi bila

verjetnost krize manjša, če bi do podobne situacije prišlo v manjši državi s centraliziranim sistemom javnih financ.

Če povzamemo glavne razlike, so te predvsem v vlogi javnega sektorja. Medtem ko javne finance v primeru mehiške in jugovzhodnoazijske krize niso odigrale pomembnejše vloge, je bilo javnofinančno trošenje v ospredju nastanka argentinske krize leta 2002, predvsem pa ruske krize leta 1998. V vseh navedenih primerih je imela pomembno vlogo tudi privatna potrošnja, in sicer preko nastanka zunanjetrgovinskega primanjkljaja, pri čemer je ta faktor pomemben zlasti pri mehiški krizi, saj je bilo v tem primeru danih največ potrošniških kreditov, medtem ko je azijska kriza nastala predvsem zaradi prevelikega investiranja zasebnega sektorja, ta dejavnik pa ni bil zanemarljiv tudi pri nastanku mehiške krize. Privatno trošenje je bilo manj pomembno v primeru argentinske krize leta 2002, medtem ko je bila ruska kriza posledica prevelikega trošenja države.

2.5.2. Vzdržnost sistema deviznega tečaja

V vseh omenjenih primerih kriz so države imele tečaj svoje valute vezan na vrednost ameriškega dolarja. Tečaj je na določeni ravni vzdržen, če je gospodarstvo konkurenčno, in je uvoz vsaj približno enak izvozu. V omenjenih primerih je prihajalo do kriz tudi zato, ker so države imele zunanjetrgovinski primanjkljaj, ki ga zaradi količine deviznih rezerv ni bilo več možno financirati. Pri nastanku tovrstnega primanjkljaja nastaja vprašanje, ali je ta nastal zaradi nevezanega deviznega tečaja ali preprosto zaradi prevelike domače potrošnje. Devizni tečaj je običajno precenjen, če je država v prvih letih po vezavi tečaja na tujo valuto imela bistveno višjo inflacijo, kot je bila v državi, na katere valuto je bila domača valuta vezana, pri tem pa višja inflacija ni bila rezultat povečane produktivnosti. Če je prišlo do visoke inflacije, potem je domača valuta realčno aprecirala, s čimer se zmanjša konkurenčnost domačih proizvajalcev, obenem pa tuji proizvajalci postanejo konkurenčnejši. Rezultat je povečanje zunanjetrgovinskega primanjkljaja, s tem pa se postavljajo pogoji za nastanek krize. V taki situaciji sta bili pred nastankom krize Argentina in Rusija, deloma tudi Mehika. Argentina je v prvih letih po uvedbi sistema valutnega odbora še vedno beležila precejšnjo inflacijo, zaradi česar je valuta realno apreciarala za okoli 25%, s tem pa je gospodarstvo postajalo vsa manj konkurenčno. Podobna situacija je bila v Rusiji, ki je, kljub vezanemu tečaju na ameriški dolar, ohranila dvoštevlično stopnjo inflacije, s tem pa je že tako nizko konkurenčno gospodarstvo postalo še manj konkurenčno. Tako je večino izdelkov Rusija uvažala, zelo odvisna pa je bila od izvoza energentov, katerih cena zelo niha. Mehika je v prvih letih po vezavi valute sicer beležila inflacijo, ki pa je kmalu postala enoštevlična. To je zmanjšalo konkurenčnost domačega gospodarstva, vendar pa to ni bil odločilen razlog za nastanek primanjkljaja, saj je država še nekaj let po vezavi valute ohranila zunanjetrgovinsko ravnovesje. Primanjkljaj je nastal predvsem zaradi povečanja domače potrošnje, ki je bila posledica velikega obsega kreditiranja in povečanja povpraševanja po uvoznih dobrinah. Tako težko trdimo, da je bil zunanjetrgovinski primanjkljaj predvsem posledica precenjenega tečaja domače valute.

Tečaj ni bil problematičen v Aziji. Države so imele ob vezani valuti na dolar nizko inflacijo, kar pomeni, da ni prihajalo do pritiskov na realno deprecijacijo domačih valut, vendar se je pojavil drugačen efekt – prišlo je do apreciacije dolarja v primerjavi z ostalimi vzhodnoazijskimi valutami, predvsem japonskim jenom ter kitajskim juanom, s čimer so države postale manj konkurenčne na svetovnem trgu. Poleg tega se je zaradi večje potrošnje nekoliko povečal tudi uvoz, in države, ki so sicer ustvarjale presežke v zunanji trgovini, so nenadoma zapadle v zunanjetrgovinske primanjkljaje, ki jih ob izbruhu krize ni bilo več mogoče financirati.

Devizni tečaj je bil tako precenjen v primeru Argentine in Rusije, manj v primeru Mehike, v Jugovzhodni Aziji pa je tečaj postal precenjen zaradi zunanjih vzrokov, na katere države same niso mogle vplivati. Glede na to, da sta imeli tako Argentina kot tudi Rusija precejšnje težave z vodenjem fiskalne politike, je tudi mogoče reči, da fiskalna politika vpliva na precenjenost tečaja. Če je fiskalna politika ekspanzivna, pride do povečanja agregatnega povpraševanja po dobrinah, s tem pa do inflacije, ki privede do realne apreciacije tečaja. To je vplivalo na zmanjšanje zunanje konkurenčnosti gospodarstva.

2.5.3. Finančni sektor in regulacija ter kapitalski tokovi

Finančni sektor ima pomembno vlogo pri nastanku kriz, saj preko njega v državo prihaja tuji kapital, ki je bil prisoten pri vseh omenjenih krizah. Sicer so bile tudi tu razlike. Spet bi lahko na eni strani omenili Rusijo in Argentino, kjer je bančni sistem služil predvsem za zadolževanje javnega sektorja. Ko se je država vse bolj zadolževala, so bile domače banke, predvsem tiste v državni lasti, med prvimi, ki so kupovale državne vrednostne papirje. Običajno so bila sredstva za nakup državnih vrednostnih papirjev pridobljena v tujini, s čimer je finančni sektor pripomogel k financiranju državnega dolga s strani tujih investitorjev. Regulacija finančnega sektorja v tem primeru ni bila odločilnega pomena - predvsem je bilo pomembno lastništvo bank, saj je bil precejšen delež bančne aktive dejansko v državni lasti - in v tem delu bančnega sektorja se je nabiral državni dolg, ki ga na koncu država ni bila več zmožna odplačevati, s tem pa je pomemben del bančnega sektorja postal nesolventen, kar je imelo širše posledice tudi na zasebni del gospodarstva. V primerih Mehike in Jugovzhodne Azije je tuji kapital bolj masovno pritekal v zasebni sektor. Posrednik pri tem pritoku je bil predvsem bančni sistem. Banke so se precej zadolževale v tujini, da so nudile kredite domačim subjektom. Ti so zbrana sredstva porabili tako za potrošnjo, s čimer so poslabšali zunanjetrgovinsko bilanco, kot tudi za investiranje, pri čemer je bilo investiranje v določene projekte vprašljivo z vidika ekonomske upravičenosti. Sicer sam priliv tujega kapitala ne predstavlja težave, še več, običajno zagotavlja sredstva za razvoj gospodarstva. Težava nastane, če ta priliv ni kontroliran oziroma se sredstva porabljajo za nedonosne projekte ali pa si jih sposodijo sicer kreditno nesposobni subjekti. Tako Mehika kot tudi države Jugovzhodne Azije so poskušale privabiti čimveč tujega kapitala, da bi pomagal razviti domače gospodarstvo, pri čemer so izpustili omejitve glede pritoka kapitala. Gospodarstvo se namreč lahko zadolžuje

tako za potrošnjo, kot za investicije, vendar ima vse svoje meje. Pri potrošnji se pojavi problem povečanega domačega povpraševanja, kar ob fiksnih proizvodnih kapacitetah pomeni zvišanje cen, po drugi strani pa to lahko privede do poslabšanja zunanjetrgovinske bilance, ko je potrebno zaradi potrošnje, povzročene z zadolževanjem, vedno več dobrin uvažati. Pri investiranju obstajajo omejitve, saj je vsaka nadaljnja investirana enota manj učinkovita kot prejšnja. Če je sistem alokacije sredstev učinkovit, bodo najprej realizirani tisti projekti, katerih donosnost je največja, kasneje pa manj donosni projekti. V primeru Mehike in Jugovzhodne Azije so bile ekonomsko upravičene možnosti za investiranje že izkoriščene, zaradi česar se je začelo financirati tudi nedonosne projekte, kar je povzročilo, da večina teh kreditov ni bila vrnjenih; banke so imele na svoji pasivi vedno več slabih kreditov. Nezadostno regulacijo bančnega sistema bi lahko izpostavili kot enega ključnih dejavnikov pri nastanku finančnih kriz v Mehiki in Vzhodni Aziji. Finančni sistem ni bil dovolj reguliran zaradi želje države po čim večji odprtosti ekonomije, zaradi česar naj bi v državo priteklo več tujega kapitala. Poleg tega so bili problemi tudi znotraj samih držav. Omeniti velja zlasti razširjeno korupcijo. Tako banke niso bile učinkovit posrednik na finančnem trgu.

2.5.4. Politične krize

Politično dogajanje sicer ni bilo v ospredju nastanka kriz, vendar je bilo odločilno za sprožitev krize. V vseh omenjenih primerih, razen v Jugovzhodni Aziji, je kriza nastopila po političnih nestabilnostih. V primeru Mehike je prišlo do atentata na predsedniškega kandidata, ki naj bi zmagal na prihajajočih parlamentarnih volitvah, kakor tudi do uporov v južnih delih države, ki so povzročili beg kapitala iz države, saj jo tuji investitorji niso več smatrali kot politično stabilno. V Rusiji in Argentini so politični dogodki odigrali pomembno vlogo pri nastanku krize. Tukaj je šlo predvsem za brezbržnost pri upravljanju z javnimi financami, oziroma pomanjkanje političnega konsenza za zmanjšanje javne porabe ter povečanja učinkovitosti pobiranja davkov. V slednjih primerih je šlo za direkten vpliv politike na začetek finančnega zloma, medtem ko je bilo v primeru Mehike politična kriza zaradi niza drugih dejavnikov sprožila začetek finančne krize. Vsekakor imajo politični dogodki pomemben vpliv na razvoj situacije. Država, ki je zapadla v politično krizo, bo v očeh tujih investitorjev postala bolj tvegana, in mnogi tuji investitorji bodo začeli umikati kapital iz države, kar pomeni precejšen pritisk na zmanjšanje deviznih rezerv. Razplet situacije je odvisen od količine špekulativnega tujega kapitala v državi glede na količino razpoložljivih deviznih rezerv. Če je špekulativnega (kratkoročno investiranega) kapitala v državi dosti, zlasti v primeru, ko se država kratkoročno zadolžuje na finančnem trgu, poleg tega pa je zaradi precejšnjega zunanjetrgovinskega primanjkljaja količina razpoložljivih deviznih rezerv relativno majhna, bo država precej ranljiva na politične krize. To se je pokazalo predvsem na primeru Mehike. V Argentini in Rusiji so bili investitorji že navajeni, da država ne skrbi za vzdržnost javnih financ. Tako so bili v Rusiji prisotni predvsem špekulanti, ki so si obetali hitrega zaslužka, v slučaju krize pa so začeli bežati iz države. V Argentini sicer ni bilo veliko špekulantov, vendar pa je država

izgubila precej kredibilnosti pri tujih investitorjih, ko je bilo že jasno, da krize ne bodo mogli preprečiti, soglasja, kako rešiti nastalo situacijo in se odreči pretiranemu zadolževanju, pa vseeno niso mogli doseči.

2.5.5. Okužba (prelivanje krize na sosednje države)

Ko je leta 1994 izbruhnila kriza v Mehiki, je obstajala nevarnost, da se bo razširila tudi na sosednje države, ter da bodo njeni vplivi imeli tudi negativne posledice za gospodarstvo ZDA. Zaradi hitrega posredovanja tako IMF kot vlade ZDA po nastanku krize, so bile posledice razmeroma hitro odpravljene, in Mehika se je vrnila na pot gospodarske rasti. Veliko večji problem je okužba predstavljala v Jugovzhodni Aziji leta 1997. Iz Tajske se je kriza razširila tudi na večino sosednjih držav, Indonezijo, Malezijo in Južno Korejo, negativne učinke pa je bilo čutiti tudi na Tajvanu, v Hong Kongu in na Japonskem. Posledice te krize so bile še bolj daljnosežne, saj je zaradi nje prišlo do globalnega nezaupanja investitorjev v razvijajoče se trge (angl. emerging markets), s tem pa je bilo razvijajočim se državam vedno težje priti do sredstev na mednarodnem trgu kapitala. To je kasneje povzročilo tudi krizo v Rusiji, ki je bila močno zadolžena, zaradi negativnih izkušenj v Jugovzhodni Aziji pa so bili tuji investitorji vedno bolj zadržani do financiranja vedno večjega javnega dolga. Globalno nezaupanje je imelo posledice tudi na začetek krize v Argentini leta 1998, kar je bil uvod v dogajanje do leta 2001, ko se je tudi v tej državi zgodil finančni zlom. Ruska kriza je imela posledice na tranzicijske države v Vzhodni Evropi, kjer se je začasno povečal odliv kapitala, vendar pa ni prišlo do večjih kriz. Sicer se problem okužbe pojavi v primeru, ko se v krizi znajde večja ali srednje velika država, ki pa ima tesne gospodarske veze s sosednjimi državami, ki imajo podobne makroekonomske fundamente. Tako se mehiška kriza ni razširila, saj je bila Mehika najbolj vezana na ZDA, kjer zaradi velikosti gospodarstva ni moglo priti do večjih pretresov. V Aziji je bila situacija drugačna. Države, v katerih je prišlo do izbruha krize, so imele podobne gospodarske kazalce, poleg tega pa so bile tako preko izvozno-uvoznih tokov kot tudi preko kapitalskih povezav dosti povezane. Zato so se investitorji v strahu, da se bo po izbruhu krize na Tajskem kriza razširila tudi na sosednje države, začeli umikati tudi iz sosednjih držav. Podobno, le v manjši meri, se je zgodilo po ruski krizi v državah Srednje in Vzhodne Evrope, saj se je pričakovalo, da bodo manjše države zaradi svoje navezanosti na rusko gospodarstvo utrpeli precejšnjo škodo, s tem pa se bodo tudi zmanjšale vrednosti investicij tujih posrednikov, še posebej v primeru, če bo prišlo do devalvacije domače valute. Do večje krize v državah Srednje in Vzhodne Evrope ni prišlo, saj so bili makroekonomski kazalci razmeroma stabilni. Problem okužbe je sicer nepredvidljiv. Investitorji se lahko začnejo umikati iz države in povzročijo devalvacijo domače valute tudi v primeru, ko bi država sicer utrpela škodo zaradi dogajanja v drugih državah, vendar pa to ne bi resneje ogrozilo njene makroekonomske stabilnosti. Pomemben faktor pri nastanku kriz so torej tudi pričakovanja investitorjev ter psihološki efekti, ki jih pusti za sabo kriza v neki državi. Zaradi tega je nastanek finančnih kriz še toliko bolj nepredvidljiv.

3. Modeli predčasnega zaznavanja kriz

Obravnavanje finančnih kriz v preteklosti omogoči praktični vpogled v spremenljivke, ki lahko privedejo do finančne krize. Teoretični modeli predčasnega zaznavanja finančnih kriz vsebujejo bolj natančen pregled tovrstnih spremenljivk. Za analizo sem izbral dva modela predčasnega zaznavanja kriz: »The Twin Crises – The Causes of Banking and Balance of Payments Crises« (Kaminsky, Reinhart, 1999) in »Financial Crises and the Reform of the International Financial System« (Mishkin, 2002). Model »The Twin Crises – The Causes of Banking and Balance of Payments Crises« ocenjuje možnost za nastanek finančne krize s pomočjo analize gibanja več kategorij makroekonomskih spremenljivk za več držav, v katerih je prišlo do finančne krize. Sicer obstaja precej podobnih modelov predčasnega zaznavanja finančnih kriz, vendar pa ravno ta model na najbolj enostaven način razlaga gibanje nekaterih makroekonomskih spremenljivk pred finančno krizo, pa tudi po njenem nastanku¹².

Poleg realnega sektorja nastajajo neravnotežja, ki lahko privedejo do finančne krize tudi v finančnem sektorju. Spremenljivke, ki delujejo na finančni sektor, so razložene v modelu Mishkina.

3.1. Model predčasnega zaznavanja kriz (Kaminsky, Reinhart, 1999)

Model proučuje gibanje makroekonomskih spremenljivk pred izbruhom valutnih in bančnih kriz, prav tako pa proučuje povezanost med nastanki obeh tipov kriz. Zaključki so narejeni na podlagi gibanj makroekonomskih spremenljivk za 76 valutnih ter 26 bančnih kriz med leti 1970 in 1995. Sicer do leta 1980 model ne kaže povezanosti med nastankom plačilno- bilančne ter bančne krize, kar je verjetno posledica dejstva, da so bili nekje do leta 1980 finančni trgi še precej regulirani, nato pa je prišlo do liberalizacije finančnih storitev. Valutne krize običajno sledijo bančni krizi. Ko pride do bančne krize, kapital začne odtekati iz države, ki vedno težje pokriva plačilno-bilančni primanjkljaj, ko pa se devizne rezerve izčrpajo, pa sledi valutna kriza, ki običajno še poglobi bančno krizo. Kapital začne odtekati iz države, če je mobilnost prosta, vendar pa so do finančne liberalizacije trgi ostajali precej zaprti. V državah je bilo malo tujega kapitala, tako da v primeru bančne krize ni prišlo do večjih odlivov, s tem pa je bila tudi manjša verjetnost nastanka valutne

¹² Sicer obstaja precej modelov predčasnega zaznavanja kriz. Tako na primer Bussiere in Fratzcher (2002) razvijeta model (multipla logistična regresija) na primeru 32 držav (razvijajočih se trgov) v obdobju 1993-2001, ki v obravnavanem vzorcu pravilno napove 84,1% vseh kriznih primerov. Aaron Thornell razvije model kriznega indeksa, ki označuje verjetnost, da bo prišlo do nastanka finančne krize. Ugotovitve so, da je verjetnost za nastanek finančne krize večja, če ima država šibke makroekonomske fundamente ter nizke mednarodne rezerve.

krize. Sicer so bančne krize povezane z valutnimi. Ko je centralna banka branila devizni tečaj, je običajno precej zvišala obrestne mere, kar je negativno vplivalo na poslovanje bank, ki so bile že tako ali tako v krizi. Vrh bančne krize je bil običajno dosežen ravno ob izbruhu valutne krize. Sicer ni nujno, da se vsi tipi kriz (bančna, valutna, plačilno-bilančna) pojavijo naenkrat. Lahko se pojavi tudi samo ena od navedenih, medtem ko so kombinacije vseh bolj pogoste v državah s slabšimi makroekonomskimi fundamenti. Krize imajo v tem primeru tudi bistveno hujše posledice, še posebej, če je večina bančnih sredstev denominirana v tuji valuti. V novejšem času (od leta 1990 naprej), so valutne ter bančne krize dokaj povezane, saj se na valutnem trgu odrazijo pričakovanja možne krize v bančnem sistemu, tako da valuta začne deprecirati.

Model analizira 16 makroekonomskih in finančnih spremenljivk v obdobju okoli nastanka finančne krize, ki so razdeljeni v štiri skupine – finančna liberalizacija, ostali finančni indikatorji, tekoči račun in kapitalski račun. Podroben opis dejavnikov je podan v spodnji tabeli. Na krize pa poleg tega (lahko tudi neodvisno od obravnavanih spremenljivk) vplivajo tudi politični dejavniki.

Tabela 2: Spremenljivke v modelu Kaminsky, Reinhart:

Finančna liberalizacija	M2 multiplikator
	Domači krediti/nominalni BDP
	Realna obrestna mera na depozite
	Razmerje pasivna/aktivna obrestna mera
Ostali finančni dejavniki	Presežek M1
	Realni depoziti komercialnih bank
	M2/devizne rezerve (oboje v USD)
Tekoči račun	% odklona gibanja deviznega tečaja od trenda
	Vrednost uvoza
	Vrednost izvoza
	Terms of trade
Kapitalski račun	Devizne rezerve
	Razlika med tujimi in domačimi obrestnimi merami na depozite
Realni sektor	Industrijska proizvodnja
	Borzni indeks
Fiskalni sektor	Proračunski primanjkljaj kot delež BDP

Vir: Kaminsky, Reinhart, 1999

Model obravnava gibanje omenjenih spremenljivk v dobi 18 mesecev pred in po nastanku finančne krize, torej ko še ni bilo ravnovesij, ki bi vodila v krizo, ter v obdobju nastanka krize, kakor tudi v post-kriznem obdobju. Model razlikuje med valutnimi krizami ter

dvojnimi krizami, »twin crises«, ko poleg bančne nastane tudi valutna kriza. Običajno bančna kriza vodi v nastanek valutne krize.

3.2.1. Finančni sektor

Kriza težko nastane v reguliranem finančnem sektorju, saj striktna pravila preprečujejo nastanke večjih neravnotežij. V 70-ih letih prejšnjega stoletja je bil finančni sektor precej reguliran, obrestne mere pa so bile realno negativne. Proti koncu desetletja je prišlo do deregulacije, kar je dvignilo obrestne mere, prav tako pa so se pojavile večje nestabilnosti v posameznih bančnih sektorjih, zaradi česar se je število bančnih kriz povečalo. Še bolj se je število bančnih kriz povečalo po začetku procesa globalizacije, ko so se zaprti bančni sistemi začeli odpirati tujemu kapitalu.

Pri finančnih spremenljivkah je bilo ugotovljeno, da M2 multiplikator raste do približno 9 mesecev pred nastankom valutne krize, v primeru nastanka bančne krize pa ta multiplikator raste po nadpovprečni stopnji vseh 18 mesecev pred nastankom krize. Glavni vzrok za povečevanje M2 multiplikatorja je običajno precejšnje povečanje obveznih rezerv, ki sledijo finančni liberalizaciji. Rast razmerje domačih kreditov in bruto domačega produkta se hitro povečuje, ko se približuje plačilno(-?)bilančna kriza, še hitreje pa se povečuje, če se približuje dvojna kriza (torej tudi bančna), kar je v skladu s teorijo kreditne ekspanzije. Krediti se precej povečujejo v dobi 18 do 6 mesecev pred začetkom krize, medtem ko bruto domači proizvod še vedno konstantno raste. Zadolženost prebivalstva in podjetij postane očitna, šele ko gospodarstvo zapade v recesijo. Realna obrestna mera se obnaša različno, glede na to, katera kriza se približuje. Če se približuje valutna kriza, potem je obrestna mera nižja kot običajno, kar je po eni strani v nasprotju s teorijo, saj bi ob večji pričakovani deprecijaciji tečaja pričakovali višjo obrestno mero. Držanje valute bi bilo namreč v tem primeru bolj tvegano, zaradi česar bi pričakovali višji donos. Deloma je možno to nasprotje razložiti z dejstvom, da je bila večina obravnavanih valutnih kriz v 70-ih letih, ko so bile obrestne mere še regulirane. Drugi možni razlog je, da je država pred začetkom valutne krize vodila ekspanzivno monetarno politiko. Pred bančno oziroma dvojno krizo so običajno na mesečnem nivoju obrestne mere za 1-2 odstotni točki višje kot običajno. Višja obrestna mera je posledica večjega tveganja, ki ga sprejemajo banke, ali pa je posledica restriktivne monetarne politike. Tudi po krizi ostanejo obrestne mere razmeroma višje. Razlaga je v tem, da banke po krizi zaradi nezaupanja težje pridobijo depozite, zato morajo zanje plačevati višje obresti, posledično pa so dražji tudi krediti. Razmerje med posojenimi sredstvi in depoziti se ne spreminja, dokler se kriza ne začne približevati, to je šest mesecev pred nastankom plačilno-bilančne krize. Od takrat naprej raste. Ob nastanku krize je približno 10% višje kot pa običajno, kar naj bi odražalo zmanjšanje kreditnega tveganja. V primeru bančne krize se to razmerje poveča šele ob vrhu krize, saj banke v tem primeru niso pripravljene posojati sredstev. Monetarni agregat M1 pred začetkom valutne ali bančne krize precej naraste, še posebej pa je porast izrazit v primeru dvojne krize. Presežni agregat M1 pomeni presežno likvidnost, ki nastane zaradi poskusov reševanja finančnih

institucij, ki so zašle v težave, kar pa kmalu privede do neskladja z vzdrževanjem fiksne deviznega tečaja, to pa vodi v valutno krizo. Razmerje M2/rezerve centralne banke tako v primeru valutne kot tudi bančne krize pred nastankom krize zraste znatno nad običajne ravni. To je moč razložiti z že prej omenjeno rastjo multiplikatorja M2, kakor tudi z izgubljanjem valutnih rezerv centralne banke. Če razmerje M2/ rezerve centralne banke hitro raste, potem je to znak, da sistem postaja zelo ranljiv, in lahko pomeni skorajšnji začetek tako valutne kot tudi dvojne krize. Bančni depoziti se začnejo zmanjševati 18 mesecev pred nastankom krize, stopnja zniževanja depozitov pa se povečuje, ko se kriza pogloblja, kar je moč razložiti z begom kapitala. Depoziti začnejo spet naraščati leto in pol po krizi, ko se ekonomska situacija spet umiri in se vrne zaupanje v banke.

3.2.2. Zunanji sektor

Leto in pol pred začetkom krize je opazno zmanjšanje rasti izvoza, in sicer običajno za 20% glede na običajne razmere, kar je moč razložiti z apreciacijo deviznega tečaja, ki je posledica precejšnjega priliva kapitala v državo. Rast izvoza se začne šele po krizi, ko valuta devalvira, in se vzpostavijo bolj ugodna menjalna razmerja s tujino. Običajno 9 mesecev po krizi (in s tem devalvaciji) sledi močna rast izvoza. Rast uvoza je normalna do 9 mesecev pred krizo, potem se začne zniževati, kar je verjetno tudi posledica manjše gospodarske rasti, ne pa toliko relativnih cen, ki so bolj v korist uvoznikom. Uvoz tudi v obdobju po krizi raste počasi, saj je dohodek še vedno nizek, pa tudi relativne cene so bolj v korist izvoznikom. Bolje kot rast izvoza in rast uvoza krizo napovedujejo pogoji menjave (terms of trade). Ti se v predkriznem obdobju poslabšajo, in sicer letno za okoli 10% več kot pa v normalnih makroekonomskih okoliščinah. Zaradi tega pride do zmanjšanja kupne moči, kar je lahko tudi razlog za manjšo rast uvoza v predkriznem obdobju. To velja za vse tipe kriz (bančno, valutno in dvojno). V primeru bančne krize se lahko v letu pred krizo zgodi tudi pozitiven šok. Realni devizni tečaj je precenjen v obdobju enega leta pred krizo, pred nastankom krize pa aprecira še bolj, in sicer okoli 20% glede na normalne okoliščine. Po devalvaciji ne prihaja več do tolikšne apreciacije, kar pomeni, da so apreciacija, ki je vodila v krizo, ni imela vzrokov v spremembah produktivnosti ali preferenc. V krizi se realni tečaj precej zniža, vendar pa inflacija čez čas izbriše del pridobljene konkurenčnosti. V modelu Kaminsky, Reinhart so programi ekonomske stabilizacije, ki uporabljajo politiko deviznega tečaja za zniževanje inflacije v več primerih, neuspešni in vodijo v krizo plačilne bilance. Vezan oziroma uravnavan tečaj domače valute sicer zniža inflacijo, vendar pa je ta še vedno večja kot v razvitih državah, zaradi česar pride do realne apreciacije domače valute, če se ob tem ne poveča tudi produktivnost. V vsaki krizi pride tudi do precejšnjega zmanjšanja deviznih rezerv centralne banke. V letu pred krizo je rast deviznih rezerv banke 20% pod običajno, vendar pa padanje ni konstantno, saj vmes prihaja tudi do občasnega povečanja rezerv. To se dogaja predvsem v obdobjih, ko centralna banka začne voditi bolj restriktivno monetarno politiko z višanjem obrestnih mer. Obravnavana spremenljivka je bila tudi razlika med realnimi obrestnimi merami na depozite doma in v tujini. Običajno ta spremenljivka ne reagira posebej, če se približuje valutna kriza, povsem drugače pa je, če

se približuje bančna kriza. Takrat želijo banke pridobiti čim več depozitov, oziroma likvidnih sredstev, zaradi česar je potrebno dvigniti obrestno mero na depozite, s tem pa se diferencial poveča.

3.2.3. Realni sektor

Poslabšani pogoji menjave (terms of trade), precenjenost domače valute in s tem povezane težave pri izvozu vplivajo na umiritev ekonomske aktivnosti pred krizo. Pri plačilno-bilančni krizi je gospodarska rast v letu pred krizo 2-6% manjša kot običajno, recesija pa se pogloblja, ko se kriza približuje. Pri dvojni krizi je ta padec še večji, in sicer okoli 8%. V nasprotju s plačilno-bilančno krizo, je gospodarska rast v primeru bančne krize še 8 mesecev pred začetkom celo višja kot običajno. Apreciacija povzroči zmanjšanje profitnih marž, s tem pa se poveča tudi število bankrotov, kar vpliva na znižanje gospodarske rasti. Poleg tega nastanejo težave tudi v bančnem sektorju, saj se zaradi nevrnjenih kreditov zmanjšuje kapital bank, oziroma povečujejo rezervacije. 18 mesecev pred začetkom krize se začne navzdol obračati tudi borzni indeks, ali pa je njegova rast nižja kot običajno. Donosi so okoli 40% nižji kot ponavadi, še posebej pa se trg obrne navzdol, ko je kriza pred vrati. To je posledica nižje gospodarske rasti, kakor tudi odliva kapitala, ki se v obdobju pred krizo začne seliti iz države, pa tudi ter večje zadolženosti podjetij. Zlom trga je še večji, če bančna in valutna kriza časovno skoraj sovpadata. V primeru bančne krize je bil vrh na trgu kapitala dosežen v obdobju 9 mesecev pred krizo, ko so bili donosi višji od običajnih tudi za 40% na letni ravni. Znižanje cen je v letu pred krizo opazno tudi na drugih trgih, predvsem na trgu nepremičnin. Za proračunski primanjkljaj kot delež BDP je bilo ugotovljeno, da se poviša dve leti pred valutno in eno leto pred bančno krizo. Večji primanjkljaj je deloma posledica večjega trošenja države, ki želi vzpodbuditi gospodarstvo, zapadlo v recesijo, in na drugi strani zmanjšanja prihodkov, ki je posledica zmanjšane gospodarske aktivnosti.

3.3. Model predčasnega zaznavanja kriz (Mishkin, 2001)

Frederic S. Mishkin v svojem delu »Financial Policies and the Prevention of Financial Crises In Emerging Markets Countries« navede znake, ki lahko privedejo do krize, ter dejavnike, ki jih je potrebno upoštevati, da bi preprečili nastanek finančne krize. Sicer je model povsem teoretičen ter ne vsebuje nobenih matematičnih izračunov, vendar pa nazorno prikazuje dejavnike, ki lahko privedejo do nastanka finančne krize. Delo je nastalo leta 2001, kar pomeni, da vsebuje izkušnje mehiške, azijske ter ruske krize, medtem ko se je argentinska kriza zgodila po izidu pričujoče publikacije.

V finančnem sistemu se srečujejo posojilodajalci (običajno banke) in posojilojemalci (dolžniki). Slednji imajo bistveno boljše informacije o svoji kreditni sposobnosti oziroma o tveganosti projekta, za katerega jemljejo posojilo, posojilodajalec pa težko ugotovi

dejansko tveganost projekta ter namere dolžnika. V takem primeru gre za dva problema, in sicer za problem napačne izbire (adverse selection) in problem moralnega hazarda. Napačna izbira nastane, ko banka ne odobri kredita posojilojemalcu, ki bo posojilo uporabil za donosen projekt, ali pa odobri kredit dolžniku, ki ga ne bo uporabil za produktivne projekte oziroma ne bo sposoben odplačevati kreditov. Kreditno manj sposobni dolžniki bodo prvi pripravljeni plačati višjo obrestno mero, saj jim je vseeno, ali bodo posojilo vrnili. Prav tako se bodo posojila z višjo obrestno mero uporabljala za bolj tvegane projekte, saj bo zahtevana stopnja donosa ob višji obrestni meri višja, s tem pa bo večje tveganje, da projekt ne bo uspel in posojilo ne bo vrnjeno. Dolžniki, ki bodo imeli namen vrniti posojilo, oziroma ga bodo namenili za varnejše projekte, bodo pripravljeni posojilo najeti po nižjih obrestnih merah. Pri višjih obrestnih merah je tako tveganje napačne izbire večje. Pri dajanju posojil obstaja tudi problem moralnega hazarda. Potem, ko je posojilodajalec že odobril posojilo, ga lahko dolžnik porabi za kakršenkoli projekt, tudi zelo tvegan, saj ima v primeru uspeha takega projekta sam precejšen dobiček, medtem ko tveganje neuspeha nosi posojilodajalec. Zaradi tega se običajno posojilodajalci zaščitijo s klavzulami v posojilni pogodbi, ki dolžnikom prepovedujejo določena dejanja, zaradi katerih obstaja večja možnost/večje tveganje, da posojilo ne bo vrnjeno. Sicer je težko nadzorovati dolžnikovo spoštovanje teh omejitev, poleg tega pa nadzor prinaša tudi dodatne stroške. V primeru finančne krize sta ta dva problema še bolj izražena, saj so obrestne mere visoke, na splošno tvegano je tudi makroekonomsko okolje. Zato se dolžniki odločajo za bolj tvegane projekte, kjer je večja verjetnost, da ne bodo uspeli. Ko se tveganje poveča do te mere (stanje v gospodarstvu se toliko poslabša), da banke niso sposobne oceniti kreditne sposobnosti dolžnikov, finančni sistem ne more opravljati svoje funkcije učinkovite alokacije posojil, in banke prenehajo dajati kredite, to pa povzroči bolj ali manj velik padec v ekonomski aktivnosti. Nastane finančna kriza.

V modelu so opredeljeni dejavniki, ki lahko povzročijo nastanek finančne krize kakor tudi preventivni ukrepi za preprečitev nastanka finančne krize.

3.3.1. Dejavniki, ki lahko povzročijo nastanek finančne krize.

Dejavniki, ki lahko povzročijo nastanek finančne krize po modelu Mishkina:

- Poslabšanje kvalitete sredstev finančnih institucij
- Povečanje obrestnih mer
- Povečana negotovost
- Poslabšanje v bilancah nefinančnih institucij

Do poslabšanja kvalitete sredstev finančnih institucij pride, ko se na aktivih banke pojavijo slabi krediti. Za ta znesek bi se moral zmanjšati kapital banke ali pa bi ga morala banka nadoknaditi z zmanjšanjem kreditnega portfelja oziroma z dokapitalizacijo. Ker v primeru izgube dela kapitala investitorji ne bodo imeli toliko zaupanja v banko, bo ta z dokapitalizacijo težko zbrala potrebna sredstva, tako da ostane le še zmanjšanje kreditnega

portfelja. Če je izguba kreditov precejšnja, pride do nesolventnosti, oziroma stečaja banke, s tem pa so ogroženi depoziti deponentov. Če se to zgodi v več bankah hkrati, lahko pride do navala na banke. Vlagatelji bodo dvigovali svoje depozite tudi v zdravih bankah, kar lahko pripelje do splošne bančne krize. V primeru bančnih kriz je običajno prišlo do poslabšanja sredstev bank zaradi devalvacije valute, saj so bile obveznosti v tuji valuti, medtem ko so bili krediti dani v domači valuti. V primeru argentinske krize pa je prišlo tudi do navala na banke. Država lahko tak naval deloma prepreči z uvedbo garancije za bančne depozite.

Povečanje obrestnih mer povzroči večjo verjetnost, da bo dolžnik uporabil sredstva za bolj tvegan projekt, oziroma da posojila sploh ne bo vrnil (poveča se verjetnost napačne izbire). Drugi vidik negativnega vpliva povečanja obrestnih mer na kvaliteto sredstev bank je vezan na trajanje sredstev. Banke imajo večinoma kratkoročne depozite, medtem ko so krediti dolgoročni. Ob povečanju obrestne mere pride do zmanjšanja neto vrednosti sredstev, ki imajo daljše trajanje, medtem ko se zaradi kratkoročnosti obveznosti neto vrednost obveznosti bistveno ne zmanjša.

Na banke negativno vpliva tudi povečana negotovost. Negotovost se lahko poveča, če gre v stečaj ena ali več bank v državi, če država zapade v gospodarsko recesijo, na razvijajočih se trgih pa ima lahko precej negativen vpliv negotovost glede vladnih ukrepov. Našteti dejavniki zmanjšujejo sposobnost posojilodajalcev, da dobro ocenijo kreditno sposobnost dolžnikov, zaradi česar lahko pride do zmanjšanja obsega odobrenih kreditov, kar povzroči zmanjšanje gospodarske aktivnosti.

Nenadno poslabšanje bilančnih podatkov v nefinančnih institucijah ima lahko negativen vpliv na banke, saj se zmanjša kreditna sposobnost podjetij. Če je problem razširjen, se poslabšajo problemi napačne izbire ter moralnega hazarda. Predvsem gre tukaj za vrednost hipotek ter vrednosti podjetij na delniških trgih. Če ima podjetje dane nepremičnine ali delnice kot hipoteko, njihova vrednost pa se drastično zniža, pride do manjše vrednosti hipoteke in s tem večjega tveganja, da banke tudi ob morebitni vnovčitvi hipoteke ne bodo dobili povrnjenega celotnega kredita.

3.3.2. Ukrepi za preprečevanje finančnih kriz

Poleg vzrokov za nastanek krize Frederic S. Mishkin navaja tudi dvanajst vrst ukrepov, s katerimi je možno preprečiti finančno krizo. Najpomembnejši je preventivni nadzor, ki ima sedem oblik. Pomanjkljivost tega seznama je, da ukrepi niso kvantificirani (niso izraženi s številkami), tako da gre bolj za napotke za vodenje makroekonomske politike s ciljem preprečiti nastanek finančne krize.

Tabela 3: *Ukrepi za preprečevanje finančnih kriz v modelu Mishkin (2001):*

Preventivni nadzor	Takojšnje ukrepanje
	Osredotočenje na upravljanje s tveganji
	Omejevanje »too big to fail« pri finančnih institucijah
	Zadostna sredstva ter pooblastila regulatorjev
	Neodvisnost regulatornih agencij
	Prištevnost regulatorjev
	Omejevanje posojanja povezanim osebam
Računovodski standardi in potrebna razkritja	
Pravni sistem	
Spodbujanje tržne discipline	
Vstop tujih bank	
Omejitve kapitalskih tokov	
Omejitve vloge finančnih institucij v večinski državni lasti	
Omejitve na dolg, denominiran v tuji valuti	
Odpravljanje »too-big to fail« v korporativnem sektorju	
Postopna finančna liberalizacija	
Monetarna politika in cenovna stabilnost	
Režim deviznega tečaja in devizne rezerve	

Vir: Mishkin, 2001

Kot prvi ukrep za preprečevanje finančnih kriz Mishkin navede preventivni nadzor. Pri finančnih krizah v razvijajočih se gospodarstvih je zaradi pretiranega posojanja prišlo do poslabšanja aktive bančnega sektorja, zaradi česar je bil bolj izrazit problem asimetričnih informacij. Ker se je nevzdržno stanje nadaljevalo, finančni sistem ni bil več sposoben učinkovito alocirati kreditov, in nastala je bančna kriza. Ker je bila večina bančnega sistema v tuji lasti, je prišlo tudi do odliva kapitala, kar je povzročilo tudi valutno krizo. Države običajno uvedejo shemo zaščite depozitov, da v primeru nestabilnosti ne bi prišlo do navala na banke, vendar pa s tem bankam omogočijo, da sprejemajo bolj tvegane odločitve (povečanje tveganje moralnega hazarda). Celovita rešitev je torej v preventivnem nadzoru bančnega sektorja, torej obnašanja bank. Preventivni nadzor obsega sedem oblik (glej Tabela 3). Regulatorji ne smejo odlašati z zaprtjem oziroma odvzemom licence finančni instituciji, ki je kapitalsko neustrezna. Take finančne institucije so pripravljene tvegati bistveno več, saj nimajo kaj izgubiti, z velikimi dobički (ki so povezani z večjimi tveganji), pa lahko pridobijo dodaten kapital in postanejo kapitalsko ustrezne.

Tradicionalni pristop k upravljanju s tveganji pomeni nadzor nad kvaliteto sredstev ter kapitalsko ustreznost bank. Preverjanje kvalitete sredstev ter kapitalске ustreznosti banke se ne more preverjati samo ob določenih točkah v času, ampak je bolj pomembno, da ima finančna institucija narejen sistem upravljanja s tveganji, ki preverja tveganja v vsaki časovni točki. Na trgu obstaja precej finančnih instrumentov, ki lahko v kratkem času bistveno poslabšajo kvaliteto sredstev oziroma poslabšajo kapitalsko ustreznost.

Večje finančne institucije so bolj pomembne za gospodarstvo in imajo običajno zaščito s strani regulatorjev oziroma države, da zadržijo kapitalsko ustreznost, s tem pa se pojavlja problem moralnega hazarda in možnost, da bodo te institucije tvegale več. Finančni sistem je še bolj ranljiv na propad večjih bank, še posebej v primeru majhnega gospodarstva z majhnim številom večjih bank. Večje finančne institucije so običajno tesno povezane s politiko, kar daje več možnosti, da bo država reševala finančno institucijo, v kolikor zaide v težave. Naloga regulatorjev je v tem primeru precej zahtevna, saj morajo po eni strani preprečiti, da država ne bi reševala finančne institucije iz težav, po drugi strani pa morajo preprečiti, da bi finančna institucija zašla v težave, saj bi to pomenilo precejšen pretres za celotno gospodarstvo.

Na nekaterih razvijajočih se trgih regulatorji nimajo zadosti pooblastil in ne morejo zapreti nesolventnih bank. Poleg tega so v nekaterih državah nadzorniki slabo plačani. Brez zadostne motivacije ter pooblastil ne morejo zadovoljivo opravljati svojih nalog, kar pripelje do nezadostnega nadzora nad bankami, to pa je bil eden od vzrokov kriz v Mehiki ter Vzhodni Aziji. Če so plače nadzornikov nizke, je večja verjetnost, da bodo podkupljeni s strani bank, torej obstaja nevarnost korupcije.

Regulatorji bančnega sistema morajo biti politično neodvisni. Regulatorno funkcijo mora tako imeti centralna banka, ki je neodvisna od države, ali pa posebna neodvisna regulatorna komisija. Težava je tudi s samimi regulatorji: tem je lažje, da določajo nižje stopnje kapitalske ustreznosti in ne zapirajo finančnih institucij. S tem pokažejo, da držijo stanje v finančnem sistemu pod kontrolo, čeprav so nekatere banke dejansko nesolventne. Rešitev je v letni javni objavi njihovih rezultatov dela, saj jih nadzor javnosti sili v to, da opravljajo svoje delo neodvisno od pritiskov. Predvsem na razvijajočih se trgih je razširjeno posojanje lastnikom banke, managerjem, ali ostalim, z banko povezanim, osebam. Te stranke finančna institucija manj nadzira, zaradi česar obstaja večje tveganje, da posojila ne bodo vrnjena. Posojila tem osebam naj bi bila omejena kot odstotek kapitala banke. Problematično je lahko tudi večinsko lastništvo s strani nefinančne (komercialne) institucije, s čimer se poveča tveganje, da bo banka posojala sredstva večinskemu lastniku.

Med ostalimi ukrepi za preprečitev kriz v bančnem sektorju velja omeniti predvsem lastništvo bank ter omejitve dolga, denominiranega v tuji valuti. Za banke je po Mishkinovem mnenju bolje, da so v tuji lasti. Tuje banke so manj občutljive na šoke v domačem gospodarstvu, prav tako pa imajo običajno bolj razvit sistem upravljanja s tveganji, ki ga lahko prenesejo tudi na domače banke. Za domače banke je bolje, da niso v državni lasti, kar se je potrdilo že v primerih finančnih kriz v Mehiki in predvsem Argentini. Za banke v večinski državni lasti niti ni nujno, da zasledujejo profitni motiv, običajno pa imajo tudi večji delež izgubljenih kreditov, kar destabilizira celoten bančni sistem. To je posebej nevarno, če so v državni lasti največje banke. Poleg tega je možnost, da bo država reševala take banke, bistveno večja, še posebej če gre za velike banke. Pomembna je tudi valutna struktura kreditov.

Dolg, denominiran v tuji valuti, je bolj nevaren za nastanek finančne krize. Banke se namreč običajno zaščitijo pred devalvacijo domače valute, medtem ko je za dolžnike ta možnost omejena. Če pride do bistvenega zmanjšanja vrednosti domače valute proti tuji, se dolg dolžnikov močno poveča, in nekateri niso več sposobni odplačevati kreditov. Delež slabih kreditov v kreditnih portfeljih bank se močno poveča, in nekatere, ali pa celo večina njih postane nesolventnih. Če je večina kreditov denominiranih v domači valuti, lahko centralna banka v primeru težav v bančnem sektorju začne voditi ekspanzivno monetarno politiko ali pa deluje kot posojilodajalec v skrajni sili. Če pride do finančne krize, večina dolga pa je denominirana v tuji valuti, je reševanje krize precej bolj komplicirano. V tem primeru ekspanzivna monetarna politika ne pride v poštev, saj povzroči le še večjo deprecijacijo domače valute, in še poslabša kreditno sposobnost dolžnikov. Podoben učinek ima dajanje posojil v skrajni sili, saj se s tem povečuje likvidnost v bančnem sistemu, zmanjšuje pa se vrednost domače valute. Država oziroma centralna banka bi tako morala narediti zadolževanje, denominirano v tuji valuti, manj atraktivno od zadolževanja v domači valuti. Poleg tega je potrebno voditi tudi politiko cenovne stabilnosti. Če bo domača valuta trdna, obstaja večja verjetnost, da se bodo subjekti zadolževali predvsem v domači valuti.

Zniževanje inflacije z določanjem paritete domače valute glede na tujo je običajno uspešno, vendar pa povzroči precejšen priliv tujega kapitala. Za tuje investitorje je država manj tvegana, saj niso izpostavljeni valutnemu tveganju. Vezava valute se izkaže za nevarno, predvsem ko pride do špekulativnega napada na domačo valuto. V primeru režima fiksnega deviznega tečaja je deprecijacija domače valute veliko večja kot pa v režimu fleksibilnega deviznega tečaja. Tako se bistveno poslabša kreditna sposobnost gospodarskih subjektov, ki imajo dolgove denominirane v tuji valuti, kot če bi bil režim deviznega tečaja fleksibilen. Če ima država uveden režim fiksnega deviznega tečaja, potem naj ima po Mishkinovem mnenju uveden currency board kot najbolj trdno obliko vezave domače valute na tujo. Najbolj tvegani so hibridni režimi deviznega tečaja, ko valuta lahko letno deprecira le za določen odstotek, vendar ti sistemi povzročijo višjo inflacijo, kot pa bi ta bila ob bolj trdni vezavi na tujo valuto. Če ima država precejšnje devizne rezerve, je verjetnost za nastanek krize manjša, vendar pa kljub temu še vedno obstaja.

Finančna liberalizacija ima lahko precej pozitivnih učinkov, saj omogoča gospodarskim subjektom, da pridobivajo sredstva tudi od drugod. Država mora biti nanjo pripravljena. S finančno liberalizacijo običajno pride tudi do kreditne ekspanzije, v kateri lahko banke izgubijo precej kreditov, če niso sposobne prepoznati kreditno nesposobnih dolžnikov. Prehitra finančna liberalizacija, ko države dejansko niso bile pripravljene na večji pritek kapitala, je bila med vzroki za nastanek krize v Mehiki in kasneje v Vzhodni Aziji.

Banke morajo tudi redno objavljati svoje računovodske izkaze, ki morajo biti dostopni regulatorjem in investitorjem, vendar pa imajo to slabost, da se slaba posojila, ki so pomemben faktor tveganja, v njih lahko prikrijejo.

Pomemben je tudi pravni sistem, ki mora zagotavljati varstvo lastninskih pravic, medtem ko omejitev kapitalskih tokov po Mishkinovem mnenju nima posebnega učinka, saj je te kontrole zavirajo dotok kapitala v državo, in se jim je možno tudi izogniti.

4. Gospodarstva CEE in realna konvergenca

Praktični ter teoretični modeli nastanka finančnih kriz sicer podrobno pojasnijo, zakaj do kriz lahko pride, vendar pa so v primerih držav, katere bom kasneje obravnaval, prisotne določene značilnosti, ki niso zajete s pričujočimi modeli. Predvsem gre tukaj za dejstvo, da so te države preživele obdobje socializma, ter da se pričakuje, da bodo vstopile v EU in prevzele enotno evropsko valuto, evro.

Države v Jugovzhodni Evropi so preživele čas socializma, za katerega so bila značilna vlaganja v izgradnjo velikih proizvodnih obratov v industriji in kmetijstvu. Te kapacitete so sedaj večinoma zastarele, saj se niso dosti obnavljale. Tako so potrebne ogromne investicije, da se obstoječe kapacitete obnovijo, ter da se zgradi tudi ostala infrastruktura, predvsem moderne prometnice. Problem, ki so ga te države nasledile iz socializma, je tudi neoptimalna alokacija resursov. Proizvodnja v socializmu je namreč temeljila na ogromnih proizvodnih kapacitetah, katerih je bilo nekaj malih in skoraj nič srednje velikih podjetij. Izgradnja proizvodnih kapacitet ni temeljila (samo) na profitnem motivu, pač pa so bili pri izgradnji prisotni predvsem politični interesi. Ker pa so bila ta gospodarstva z vidika zunanje trgovine večinoma zaprta, je bilo potrebno v državi proizvesti vse potrebne dobrine. Zato se je vlagalo tudi v proizvodne dejavnosti, ki dejansko niso imele konkurenčne prednosti, večina teh podjetij pa ob začetku tranzicije propadla¹³. Prav tako je bilo v podjetjih zaposlenih preveč ljudi, saj se je investiralo predvsem v delovno intenzivne dejavnosti, poskušali pa so tudi zaposliti vsakega delovno sposobnega državljana, zaradi česar je prišlo do prevelikega zaposlovanja v skoraj vseh podjetjih. Šele z začetkom tranzicije so se pokazali viški delovne sile in precej zaposlenih je ostalo brez dela. Po podatkih IMF je v petih tranzicijskih državah¹⁴ med leti 1989 in 1991 prišlo do zmanjšanja števila delovnih mest za 10%, pri čemer je ostal neizkoriščen precejšen del proizvodnih kapacitet, kjer je bila proizvodnja neučinkovita.

V procesu tranzicije mora večina državne, oziroma družbene, lastnine preiti v zasebne roke. Pomembno je tudi izboljševanje proizvodne strukture, nastanek manjših podjetij, ki postopoma rastejo in nekatera med njimi postajajo srednje velika, ter relativno zmanjšanje števila velikih podjetij. Iz delovno intenzivnih panog, kjer podjetja v glavnem propadajo, se proizvodnja širi v bolj kapitalno intenzivne panoge, predvsem v storitveni sektor. Precej ljudi v tem procesu postane brezposelnih, in čeprav počasi najdejo zaposlitev v drugih

¹³ Z izjemo največjih podjetij, ki so bila »too big to fail« in bi njihov propad pomenil tudi precejšen političen problem.

¹⁴ Slovenija, Češka, Slovaška, Madžarska in Poljska. Najmanjše zmanjšanje števila delovnih mest je bilo zabeleženo na Češkem, in sicer 5,5%, največ pa na Slovaškem, celo 17% (Doyle, Kuijs, Jiang, 2001, str.6)

panogah, se stopnja brezposelnosti vseeno precej poveča, saj je bila v socializmu minimalna stopnja brezposelnosti umetno vzdrževana.

Zaloga kapitala se je z začetkom tranzicije in propadom večjih proizvodnih sistemov zelo zmanjšala, tako da je z novimi investicijami hitro rasla, vendar večinoma še desetletje po začetku tranzicijskega obdobja ni dosegla ravni pred prehodom na tržni ekonomski sistem. V začetku tranzicije so bila potrebna precejšnja vlaganja, zato se je morala v odsotnosti tujih investicij potrošnja znižati na račun investicij. Investicije so bile prvič izvedene s profitnim motivom, zato je prišlo do bistvenega povečanja produktivnosti dela. Rast produktivnosti dela pa je pomembno vplivala na devizni tečaj preko t.i. Balassa-Samuelsonovega učinka.

Pričakovati je, da bo BDP tranzicijskih držav rasel hitreje kot BDP razvitih držav, ker se je v prejšnjem ekonomskem režimu gledalo predvsem na zaposlovanje ljudi, ne pa toliko na produktivnost. Tako dodatna enota dela pomeni razmeroma nizko povečanje produkta, medtem ko dodatna enota kapitala pomeni relativno večje povečanje produkta. Zato je smiselno zmanjševati enote dela in povečevati enote kapitala, uporabljene v proizvodnji, po drugi strani pa vlagati v povečanje obsega kapitala, kar pa zahteva večje varčevanje oziroma uvoz kapitala z namenom zaposlitve presežne delovne sile. Tranzicijske države lahko generirajo rast s povečano produktivnostjo dela, ki je lahko rezultat povečane kapitalne intenzivnosti dela. To pomeni, da se v isti proizvodnji zaposluje manj ljudi in več kapitala, ali pa na splošno z zmanjševanjem proizvodnje v delovno intenzivnih panogah in povečevanje proizvodnje v kapitalno intenzivnih panogah. Precejšnjo rast je možno doseči tudi z uvajanjem novih tehnologij. Na začetku tranzicije so bile proizvodne tehnologije v večini zastarele, saj prejšnji ekonomski režim ni spodbujal investicij v nove tehnologije. Čeprav z njimi ne razpolagajo, lahko gospodarski subjekti v tranzicijskih državah te tehnologije uvozijo iz razvitih držav, kar je bistveno lažje, kot če bi jih morali razviti sami. Zato je v tranzicijskih državah opazen tudi bistveno hitrejši tehnološki napredek. Izboljšane tehnologije skupaj z izboljšano produktivnostjo dela in kapitala (realokacija resursov) omogočajo hitrejšo rast tranzicijskim državam v primerjavi z rastjo razvitih držav, kjer so proizvodni dejavniki bolj ali manj učinkovito alocirani.

Ker povečana vlaganja v kapitalno opremljenost proizvodnje ter nove tehnologije zahtevajo večja vlaganja, kot jih je možno financirati z domačim varčevanjem, je potrebno kapital uvoziti. To se dogaja preko privatizacije državnih podjetij, ki se večinoma prodajajo tujcem, direktnih tujih investicij ter zadolževanja v tujini. Dolžniški kapital običajno v državo priteka predvsem preko bank, ki so v tuji lasti, letna stopnja rasti kreditov pa običajno presega 30% (Uuskula, Luikmel, Kask, 2005, str. 3). Tako je močan priliv tujega kapitala običajen za te države, s tem pa prihaja do apreciacijskih pritiskov na domačo valuto¹⁵. Domače gospodarstvo v začetku tranzicije zunanjetrgovinsko ni konkurenčno,

¹⁵ Precejšnja apreciacija ni pogoj za nastanek fin. krize. Estonija na primer je med leti 1994 in 2006 zabeležila kar 82% apreciacijo realnega efektivnega deviznega tečaja (vir: Bank of Estonia), pri čemer v tem obdobju ni bilo bistvenih finančnih pretresov, niti v času ruske krize.

zato se večina dobrin uvaža, kar povzroči zunanjetrgovinski primanjkljaj, ki ga apreciacija valute lahko še poslabša. Če je država močno zadolžena, je pomembno, da je pritek tujega kapitala konstanten, da lahko servisira tako kredite kakor tudi potrošnjo (zunanjetrgovinski primanjkljaj). Če tuji investitorji menijo, da država ne bo sposobna odplačati kreditov, se lahko umaknejo, kar povzroči finančno krizo. Tukaj finančni sistem ključnega pomena – če so krediti odobreni le kreditno sposobnim dolžnikom, je tveganje za nastanek krize manjše.

4.1. Finančne krize in EU

Države, ki jih nameravam obravnavati, so na poti v Evropsko Unijo, vendar pa bo do vstopa nekaterih držav verjetno preteklo še precej let. Nevarnost precejšnje devalvacije, oziroma deprecije, če govorimo o sistemu drsečega deviznega tečaja, bo odpadla šele, ko bodo države uvedle enotno evropsko valuto, evro. Nove članice bodo morale namreč po vstopu v EU pristati na zamenjavo svoje nacionalne valute za evro, vendar bodo to lahko storile le makroekonomske stabilne države. Makroekonomsko stanje v državi bo moralo biti takšno, da bo mogoče pričakovati, da bo kmalu po vstopu nacionalne valute v mehanizem deviznih tečajev možno pričakovati, da se bodo ti kriteriji v dvoletnem obdobju, kolikor mora biti nacionalna valuta vezana na evro brez večjih fluktuacij tudi izpolnili. V času trajanja tečajnega mehanizma ERM 2 za posamezno valuto bo Evropska Centralna banka (ECB) posredovala v primeru špekulativnega napada na nacionalno valuto, vendar le ob predpostavki, da država vodi vzdržno makroekonomsko politiko. Vseeno je v tem obdobju zaradi možne intervencije ECB manjša verjetnost drastične spremembe vrednosti valute glede na evro, še posebej, ko je tečaj domače valute vezan na evro v tečajnem mehanizmu ERM 2 in določena meja razpona $\pm 2,25\%$ glede na srednjo vrednost. Kakor je bilo že prej omenjeno, morajo države najprej vstopiti v EU in se makroekonomsko stabilizirati v tolikšni meri, da je možna kasnejša vezava nacionalne valute na evro ter njegova uvedba. Vstop države EU zaradi pričakovane kasnejše uvedbe evra daje državi več kredibilnosti v očeh tujih investitorjev, saj se pričakuje, da bodo vlada ter centralna banka vodile stabilno makroekonomsko politiko, ki bo imela tudi podporo javnosti s ciljem uvedbe evra. Iz proučevanja/poteka finančnih kriz namreč sledi, da se te zgodijo takrat, ko investitorji nimajo več zaupanja v makroekonomsko politiko države. Cilj tranzicijskih držav, ki vstopajo v EU, je predvsem zmanjšanje inflacije, kar je povezano z manjšim trošenjem države. V večini kriz je prišlo do pretiranega trošenja države, zaradi česar se je dolg države precej povečal, in vsaj v Rusiji postal nevzdržen. Po drugi strani ima manjše trošenje države negativen vpliv na rast BDP, prav upočasnjena gospodarska aktivnost pa je, vsaj v bolj zadolženih državah, vodila v začetek finančnih kriz. Cilj države je tako voditi restriktivno fiskalno politiko, po drugi strani pa vseeno skrbeti za to, da se gospodarska rast ne bi ustavila.

Finančna kriza lahko nastane tudi v finančnem sektorju, kot je bil problem v Aziji. Tam je kriza nastala tako zaradi priliva kapitala, kot tudi/zaradi priliva kapitala in slabe regulacije bančnega sektorja. Države, ki pristopajo k EU, morajo svojo zakonodajo prilagoditi

evropski, torej tudi zakonodajo na področju bančništva. V osnovi imajo te države stabilno regulacijo, vendar pa v praksi lahko nastanejo problemi, če se ta ne izvaja. Tako tudi na tem področju obstaja tveganje, da bi zaradi nezadostne regulacije prišlo do pretresov v bančnem sektorju, vendar je to manjše kot v ostalih razvijajočih se državah (Vzhodna Azija, Latinska Amerika). Večina tranzicijskih držav se sooča s precejšnjim prilivom tujega kapitala, katerega velik del se preliva v kredite prebivalstvu. Ti krediti so za banke najbolj donosni, po drugi strani pa obstaja tudi večje tveganje za nastanek slabih posojil, še posebej, če ima prebivalstvo nizko kupno moč.

Pričakovano članstvo v EU tako deluje pozitivno v smislu preprečevanja finančnih kriz, vendar pa nastanek teh pred uvedbo evra ni izključen.

5. Primerjalni model

Opredelitvi teoretičnih in praktičnih primerov finančnih kriz v prejšnjih razdelkih sledi makroekonomski pregled izbranih držav. Želim ugotoviti, ali glede na teoretične in praktične postavke ter glede na makroekonomske in druge kazalnike, obstaja verjetnost, da nastane dvojna finančna kriza (twin crises) v obravnavanih državah. Z drugimi besedami, ali je torej zaradi določenih dejavnikov, ki povzročajo neravnovesja, možen scenarij, pri katerem bi zaradi špekulativnega napada na valuto prišlo tudi do bančne krize. Pri tem bo potrebno preveriti tako makroekonomske spremenljivke, ki so se do sedaj tako v praksi kot v teoriji pokazali kot signali, ki lahko kažejo na začetek krize, kakor tudi »mehke dejavnike«, ki niso zajeti v računskih teoretičnih modelih. Gre predvsem za nadzor nad bančnim sektorjem ter politična tveganja, ki sicer niso bila generator finančne krize, ampak so bila v funkciji sprožilca. V nadaljevanju bom opredelil, katere spremenljivke kratkoročno, katere pa dolgoročno vplivajo na nastanek finančne krize. Pri nastanku finančne krize bomo za vsako državo obravnavali spremenljivke v nekaj segmentih. Postavljeni bodo štirje segmenti – prvi je realni sektor, kjer bomo obravnavali gospodarsko rast ter fiskalno politiko, vključno z investicijami v infrastrukturo. Drugi segment je zunanji sektor, kjer so pomembni režim deviznega tečaja, zunanjetrgovinska menjava, direktne tuje investicije ter priliv kreditov iz tujine. Tretji segment je finančni sistem, kjer bodo obdelane spremenljivke glede rasti zadolževanja ter deviznih rezerv in pa regulacija bančnega sistema. Četrty segment predstavlja politične dejavnike, ki lahko vplivajo na izbruh krize, kakor tudi odnosi z EU, ki delujejo kot stabilizator. Pri vsakem segmentu bo določeno, katere spremenljivke dolgoročno povzročajo neravnovesja, ki bi lahko privedla do krize, katere pa dajejo signale, da bi lahko v kratkem prišlo do finančne krize. Zraven bodo še opisni dejavniki, ki so v osnovi dolgoročne narave, in jih je težko beležiti na mesečni ravni v nasprotju z ostalimi. Na koncu pa bo podana splošna ocena, zaradi katerih dejavnikov je moč pričakovati, da bo izbruhnila finančna kriza (valutna in bančna) v posamezni državi.

5.1.1. Realni sektor

Finančna kriza lahko nastane, ko se gospodarstvo začne ohlajati po kreditni ekspanziji. Zmanjšana gospodarska aktivnost povzroči, da nekateri subjekti niso več zmožni odplačevati kreditov, kar privede do dvojnih posledic: tuji investitorji se začnejo umikati iz države, banke pa zaradi izgubljenih kreditov postajajo nesolventne. Tako je smiselno proučiti gospodarsko aktivnost v zadnjih nekaj letih, da dobimo trend gospodarske rasti, oziroma obdobje, v katerem se nahaja država (vzpon ali recesija), kar umestimo med dolgoročne dejavnike, saj so se krize zgodile po daljšem obdobju gospodarske rasti. Upoštevati je potrebno tudi gospodarsko rast v zadnjih 12 mesecih (oziroma rast industrijske proizvodnje) kot kratkoročni dejavnik, saj po modelu Kaminsky, Reinhart (1999) kriza nastane, ko po daljšem obdobju ekspanzije država za nekaj mesecev zaide v konstantno recesijo. Kot dolgoročni dejavnik je potrebno preveriti tudi ocene o gospodarski rasti v prihodnosti. Če je ocena pozitivna, potem je tudi ob razmeroma visoki stopnji zadolženosti ta raven na daljši rok lahko še vedno vzdržna. Državni proračun naj bi bil v ravnovesju. Če država vodi ekspanzivno fiskalno politiko, po eni strani spodbuja gospodarstvo, vendar pa v majhni, odprti ekonomiji, ki ni sposobna proizvesti substitutov za vso uvoženo blago, to pa povzroči večji zunanjetrgovinski primanjkljaj. S tem se poslabša makroekonomska stabilnost, še posebej, če je država precej zadolžena, in se za velike projekte zadolžuje predvsem v tujini. Za državo je smiselno, da ima umirjen proračunski primanjkljaj. V primeru argentinske in ruske krize se je kot faktor tveganja izkazala tudi decentralizacija javnih financ. Problematična je lahko gospodarska rast, ki je v večji meri odvisna od investicij države. Če je državna potrošnja visoka, po drugi strani pa se država za svoje izdatke precej zadolžuje, je po končanju večjih projektov možno pričakovati upad gospodarske rasti, kar ima lahko prej omenjene posledice.

5.1.2. Zunanji sektor

Opredeliti je potrebno režim deviznega tečaja. Tudi v sistemu fleksibilnega deviznega tečaja so nenadne spremembe tečaja možne, ob večjih spremembah, predvsem depreciacijah, pa lahko pride tudi do negativnega vpliva na bančni sistem. Apresiasi deviznega tečaja ob precejšnjem prilivu tujega kapitala pomeni težave za izvozno orientirano gospodarstvo v tranziciji (kakršna obravnavamo), saj izvoz s tem postaja dražji, devizni priliv pa je zaradi tega manjši, kar je nevarno predvsem ob precejšnjem dolžniškem bremenu. Dolg se sicer lahko financira, dokler je priliv tujega kapitala razmeroma velik, težava pa nastane takrat, ko pride do zmanjšanja prilivov kapitala. Gospodarstvo se v tem času namreč preusmeri v uvozno orientirano, potrošnja uvoza pa se financira predvsem iz prilivov tujega denarja. Pomembna je tudi inflacija, vsaj v sistemu fiksne devizne tečaja, saj z inflacijo prihaja do realne apreciacije valute, medtem ko se v primeru režima drsečega tečaja te prilagoditve lahko izvajajo na trgu.

Za nastanek krize je pomemben zunanji dolg države, zadolženost pa se kopiči tudi s proračunskim primanjkljajem. Tako je potrebno preveriti, kakšen je saldo zunanjetrgovinske menjave, in kakšen je trend, predvsem pri izvozu ter uvozu. Po modelu Kaminsky, Reinhart (1999) v mesecih pred krizo tako izvoz kakor uvoz padata oziroma ne rasteta tako kot običajno. Pregledati je potrebno gibanje uvoza in izvoza v prejšnji letih in oceniti, ali sedanje gibanje odstopa od trenda v negativno smer. Iz argentinskega scenarija je razvidno, da je lahko problematična tudi struktura izvoza. Problematično je, če država izvažata izdelke z nižjo dodano vrednostjo, uvažata pa tiste z višjo dodano vrednostjo, ali pa če je izvoz skoncentriran le na eno ali dve skupini izdelkov, oziroma le na eno ali dve državi. Potem to lahko tudi dolgoročno predstavlja faktor tveganja.

Če tekoči račun beleži primanjkljaj, je na dolgi rok pomembno, kako se država financira. Dobro je, če se financira predvsem z direktnimi tujimi naložbami, in so te v čim manjši meri odvisne od privatizacijskih prilivov, saj tovrstne naložbe ne predstavljajo špekulativnega kapitala. Preveriti je potrebno strukturo kapitalskih prilivov – gre tukaj za kapitalske prilive, portfelnjske investicije ali dolžniški kapital ter v primeru dolžniškega kapitala njegova ročnost, ter odplačilo zunanjega dolga glede na prilive od izvoza dobrin in storitev. S prihodki iz izvoza naj bi se pokrivala kratkoročne obveznosti oziroma kratkoročni del odplačila zunanjega dolga. Pogledati je potrebno kapitalske omejitve – obstajajo za prenos kapitala v državo in iz nje kakšne omejitve ali ne? Če obstajajo, je verjetnost za odliv špekulativnega kapitala manjša, vendar pa še vedno obstaja. Poleg tega se lahko omejitve za prenos kapitala iz države tudi zaobide (model Mishkin, 2001). Priliv špekulativnega tujega kapitala lahko nadzoruje tudi centralna banka preko instrumenta obvezne rezerve. Če je nevarnost za priliv špekulativnega kapitala večja, centralna banka dvigne stopnjo obvezne rezerve, s čimer poveča stroške kratkoročnega dajanja posojil.

Ker je možno, da preko »okužbe« kriza pride od drugod, je potrebno preveriti, kdo so najpomembnejši zunanjetrgovinski partnerji, predvsem na strani izvoza. Če so zunanjetrgovinski partnerji večinoma iz držav Evropske Unije, potem je tveganje manjše, večje pa je tveganje, če so največji zunanjetrgovinski partnerji iz sosednjih ali vzhodnih držav, ki so makroekonomsko manj stabilne.

5.1.3. Bančni sistem

Brez prekomerne zadolžitve kriza ne more nastati. Zadolženost izvira iz prekomerne potrošnje ali prekomernega investiranja. Predvsem velja tukaj omeniti precejšnje zadolževanje v tujini za osebno potrošnjo, pa tudi potrošnjo države. Osebna potrošnja se odraža v povečevanju kreditov prebivalstva ter rastočem zunanjetrgovinskem primanjkljajem. Visoka zadolženost običajno nastane po precejšnji kreditni ekspanziji v prejšnjih letih. Tako je treba preveriti rast kreditov v zadnjih petih letih ter delež kreditov v BDP. Ranljivost države je prav tako večja, če je bila v preteklih letih v državi precejšnja ekspanzija kreditiranja. Pomembna je tudi valutna struktura dolga – je večina kreditov v

domači valuti, kolikšen del kreditov je v tuji valuti, ter koliko kreditov je danih z devizno klavzulo, kar v bistvu izenačuje kredit v domači valuti s kreditom v tuji valuti. Iz Argentinskega scenarija je moč razbrati, da je pomemben tudi delež izvoza blaga in storitev v tekočem odplačilu dolga, saj ta predstavlja priliv deviz, ki ga ustvari samo gospodarstvo, in je namenjen servisiranju dolga. Od makroekonomskih spremenljivk, ki napovedujejo krizo v bančnem sektorju, so po modelu Kaminsky, Reinhart (2001) pomembne spremenljivke rast multiplikatorja M2, devizne rezerve, ter depoziti. Če se denarna masa povečuje, devizne rezerve in depoziti pa zmanjšujejo, je to znak, da smo lahko na pragu krize. Prav tako je v istem modelu navedeno, da skorajšnji začetek krize napoveduje tudi povečanje monetarne mase M1. Do tega pride v primeru, ko centralna banka poveča količino mase v obtoku, da bi rešila banke, ki so v težavah. Težava pri preverjanju tega faktorja je v tem, da ob normalni ekonomski aktivnosti agregat M1 raste. Tako bi lahko ob rasti agregata M1 zmotno trdili, da se bliža kriza, čeprav je monetarna ekspanzija zgolj rezultat povečane gospodarske rasti. Če bodo podatki razpoložljivi, bomo v tem primeru preverjali, če obstajajo podatki o kapitalski ustreznosti bank. Depoziti pred začetkom krize začnejo padati, saj je zaupanje v banke zmanjša, in deponenti, predvsem tuji, začnejo dvigovati sredstva. Če obstajajo zadostne devizne rezerve, potem je dvig in konverzija s strani tujcev lažja, problem pa nastane, če rezerve ne zadoščajo za tekoče pokrivanje izvoza ter odplačilo dolga. Če je v zadnjih mesecih trend, da se devizne rezerve zmanjšujejo, je to pomemben znak, da smo na pragu krize, saj so se krize nastale tako, da so se devizne rezerve precej zmanjšale.

Trend gibanja obrestnih mer v tujini, predvsem v večjih gospodarstvih, je imel pomemben vpliv na dogajanje v primeru Mehiške in Vzhodnoazijske finančne krize. Gibanje obrestnih mer v Evro coni ima lahko vpliva tudi na pogoje zadolževanja v državah Jugovzhodne Evrope, saj banke v teh državah pridobivajo sredstva predvsem iz bank s sedežem v evro coni (oziroma EU). Običajno se kreditna ekspanzija začne, ko so obrestne mere v tujini nizke in so posojila poceni, težave pa nastanejo takrat, ko se ta zaradi dviga obrestnih mer podražijo, s čimer nekateri subjekti postanejo kreditno nesposobni. Kreditna ekspanzija ob zgodovinsko nizkih obrestnih merah v tujini pomeni faktor tveganja (primer Azije). Trenutno so obrestne mere v svetu (predvsem v EU) na relativno nizkem nivoju, vendar se počasi zvišujejo, kar že v osnovi pomeni večje tveganje za države, ki se financirajo predvsem s posojili iz tujine. Kratkoročni znanilci krize so tudi obrestne mere na kredite in depozite. Čeprav v modelu Kaminsky, Reinhart, (1999) ni natančno opredeljeno, v katero smer naj bi se gibale obrestne mere na kredite in depozite, pa bi bilo logično, da se zaradi povečanega tveganja oboji povečujejo.

Bančni sistem in predvsem nadzor nad njim je ključen za vzdrževanje stabilnosti. Če država nima reguliranega bančnega sistema, je možnost nastanka finančne krize bistveno večja. Predvsem je pomembno, da obstaja regulator, ki nadzoruje finančni sistem, ter kakšna so njegova pooblastila. Če nima bistvenih pooblastil za ukrepanje (predvsem možnost zaprtja oziroma odvzema licence nesolventni banki), potem je njegova regulatorna vloga omejena. Regulator, običajno centralna banka, skrbi tudi za valutno

strukturo kreditov. Še posebej, če režim deviznega tečaja ni trda vezava na tujo valuto, je potrebno ugotoviti, ali obstajajo omejitve glede dajanja kreditov v tuji valuti oziroma z devizno klavzulo. Potrebno je tudi ugotoviti, kakšen je delež bank v večinski tuji lasti, kakšna je vloga bank v državni lasti, in kakšna je nasploh tržna struktura bančnega sistema. Če je večina bančnega sistema v tuji lasti, potem obstaja verjetnost, da je večina kreditov pridobljenih s sredstvi iz tujine, zaradi česar mora centralna banka ukrepati z dvigom obvezne rezerve, da poveča stroške zadolževanja v tujini in s tem vpliva na zmanjšanje stopnje rasti zadolževanja v tujini. Tuje banke so sicer manj tvegane, saj imajo same razvite načine upravljanja s tveganji, od katerih se lahko učijo domače banke (model Mishkin). Če obstaja več večjih bank, je možnost za nastanek težav zaradi problema »too big to fail« večja. Banke morajo tudi redno objavljati poročila o poslovanju, pri čemer morajo biti ta dovolj detajlna, da lahko tako regulatorji, kot tudi drugi udeleženci na trgu, prepoznajo tveganost bank. Obstajajo še preventivni ukrepi za preprečitev krize v bančnem sistemu, predvsem garancije depozitov. Preveriti bo potrebno, kako so garancije za kredite v posamezni državi urejene. Večina podatkov, ki bi vodila k bolj podrobni analizi nestabilnosti v bančnem sektorju, ni vedno dostopna. Predvsem gre tukaj za delež slabih kreditov v posamezni banki ter morebitne slabosti pri izvajanju funkcije regulatorja finančnega sistema. Pomanjkanje podatkov je v našem modelu označeno kot dodaten faktor tveganja.

5.1.4. Politični dejavniki

Potrebno je tudi omeniti, kje na poti v EU se trenutno država nahaja, saj približevanje evropskim integracijam pomeni stabilnejše gospodarstvo (predvsem urejeno zakonodajo) in krepi zaupanje predvsem tujih investitorjev.

Politične krize imajo vpliv na makroekonomsko dogajanje v državi, vendar pa običajno (Mehika, Argentina) niso vzrok ekonomski krizi, prej delujejo kot sprožilec krize, saj dodatno zmanjšajo zaupanje tujih investitorjev v gospodarstvu, kjer je precej ekonomskih neravnovesij. Države v regiji, ki jo obravnavamo, so znane po političnih konfliktih v bližnji preteklosti, zadnji oboroženi konflikt se je končal leta 2001. Tako je smiselno obrazložiti dejavnike tveganja, oziroma možne politične incidente, ki lahko služijo kot povod za finančno krizo.

5.1.5. Povzetek

Za vsako državo bom najprej opisal trenutno makroekonomsko stanje po vseh navedenih kazalnikih. V drugem delu, ko bom preverjal morebitna neravnovesja, bom najprej preverjal vzdržnost dolgoročnih kazalnikov. Če je gospodarsko stanje v državi vzdržno po vseh dolgoročnih kazalnikih, bo zaključek, da ob nespremenjenih pogojih v prihodnosti ne bo prišlo do bistvenih šokov, in ne bomo preverjali kratkoročnih kazalnikov.

Predpostavljam, da bo pri vseh državah opaziti določena neravnotežja, in zato bo potrebno analizirati tudi kratkoročne dejavnike, da bi ugotovili, ali je kriza že zelo blizu. Če bodo tudi kratkoročni dejavniki kazali na to, da se bliža kriza, potem bomo verjetnost za nastanek finančne krize ocenili kot zelo visok. Če se po kratkoročnih dejavnikih kriza ne bliža, bom omenil faktorje tveganja v prihodnosti. Opisni kazalniki bodo služili kot podpora analizi predvsem dolgoročnih gibanj, razen v delu političnih konfliktov, ki se lahko pojavijo tudi na krajši rok, še posebej, če so ugotovljena dolgoročna in kratkoročna tveganja v gospodarstvu. Kazalniki, ki jih bom obravnaval, so navedeni v spodnjih tabelah. Med tekstom bom v tabelah predstavil le najpomembnejše podatke za posamezno državo, medtem ko je bolj natančen pregled podatkov za posamezno državo v tabelah v Dodatku.

Podatki za te države so običajno skopi. Cilj ne bo zbrati vseh, ampak predvsem čimveč podatkov. Če večina podatkov ne bo dostopna, bo tudi to predstavljalo faktor tveganja.

Tabela 4: Dolgoročni kazalniki (5 let)

Realni sektor	Gospodarska rast v zadnjih 5 letih
	Proračunski primanjkljaj
Zunanji sektor	Apreciacija REER v 5 letih
	Primanjkljaj tekočega računa v 5 letih
	Inflacija
	Rast FDI
	Zunanji dolg (v % BDP)
Monetarni sektor	Rast kreditov
	Rast depozitov
	Kredit/BDP

Tabela 5: Kratkoročni kazalniki (do 12 mesecev)

Realni sektor	Rast industrijske proizvodnje
Zunanji sektor	Apreciacija REER
	Rast izvoza
	Rast uvoza
	Kratkoročni zunanji dolg (% BDP)
	Kratkoročni dolg (% rezerve)
	Rast deviznih rezerv
	Izvoz/odplačilo zunanjega dolga
Monetarni sektor	Rast multiplikatorja M2
	Rast depozitov
	M2/ devizne rezerve
	Obrestne mere na depozite
	Obrestne mere na kredite

Tabela 6: Opisni kazalniki:

Realni sektor	Centraliziranost javnih financ
Zunanji sektor	Struktura izvoza – po regijah
	Struktura izvoza – po proizvodih
	Omejitve za prenos kapitala
Monetarni sektor	Obstoj regulatorja bančnega sistema
	Težave pri delovanju
	Shema za zaščito depozitov
	Lastništvo bank
	Tržna struktura
Politični dejavniki	Možni politični konflikti

5.2. Hrvaška

Hrvaško gospodarstvo v zadnjih letih raste v povprečju po 4,7% letni stopnji, vendar je na plačilni bilanci prisoten precejšen primanjkljaj. V zadnjih letih prisotna precejšnja kreditna ekspanzija, ki se financira iz sredstev, katerih viri so predvsem v tujini, država pa prav tako troši precejšnja sredstva za velike infrastrukturne projekte. Zunanji dolg se je v zadnjem času precej povečal. Država ima sicer precejšnje prilive od turizma, vendar je kljub temu še vedno prisoten primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance. Predpostavljam, da je v državi možen mehiški oziroma vzhodnoazijski scenarij.

5.2.1. Realni sektor

Po podatkih hrvaške centralne banke¹⁶ (HNB 2006, str. 6) je od leta 1996 do leta 2005 hrvaško gospodarstvo le enkrat zabeležilo negativno stopnjo rasti, in sicer leta 1999, ko je gospodarska rast znašala -0,2%. V vseh ostalih letih je bila stopnja gospodarske rasti med 2% in 7%. V petih letih (2001-2006) so stopnje rasti znašale okoli 4%. Stopnje rasti Visoke so bile stopnje rasti predvsem v letih 2002 in 2003, ko so se gradili veliki projekti, zlasti avtoceste. Za leto 2006 se pričakuje gospodarska rast okoli 4,5%, v letu 2007 pa okoli 4% (vir: projekcije Raiffeisen). Iz tega bi lahko zaključili, da je gospodarstvo v vzponu, prav tako se glede na projekcije večji šoki ne pričakujejo, še posebej zato, ker naj bi se večji infrastrukturni projekti nadaljevali: predvsem gre tukaj za gradnjo avtocest in železnic, nadgradnjo pristanišč ter vodnih kanalov, potrebno pa je zgraditi tudi stanovanjske in poslovne objekte. Tako se obdobje ekspanzije lahko podaljša še za nekaj let, predvidoma vsaj do leta 2008, z dokončanjem projektov naj bi se začeli beležiti tudi pozitivni vplivi na gospodarstvo. V te projekte naj bi bilo v prihodnosti investiranih več milijard evrov, ki

¹⁶ V nadaljevanju HNB – Hrvatska Narodna Banka.

bodo najverjetneje pridobljeni s pomočjo tujih kreditov. V kolikšni meri bodo ti projekti dejansko vplivali na gospodarsko rast, je sedaj težko reči, vendar pa je dejstvo, da v kolikor do oživitve ne bo prišlo, bodo projekti prav gotovo postali precejšnje breme pri odplačevanju že sedaj visokih kreditov.

Državno trošenje je razvidno tudi v proračunskem primanjkljaju. Po podatkih HNB od leta 1999 konsolidirani proračunski primanjkljaj v nobenem letu ni bil manjši kot 3,4% BDP, povprečno pa se je gibal okoli 5% BDP. V letu 2006 je bil planiran proračunski primanjkljaj v višini 3,6% BDP, vendar pa je bil kasneje izveden rebalans proračuna, in pričakovani primanjkljaj je bil zaradi večjih prihodkov od planiranih zmanjšan na 3% BDP. Novembra 2007 bodo volitve, in do takrat bo država po vsej verjetnosti povečala svojo potrošnjo, tako da lahko pričakujemo večji proračunski primanjkljaj. Vprašanje pa je, koliko so izjave o nameravanem spodbujanju izvoza realne, saj je možno, da gre samo za predvolilno obljubo. Infrastrukturni projekti še zdaleč niso končani, saj se bo nadaljevala izgradnja avtocest, železnic, prekopov ter ostalih objektov, kar bo spet spodbudilo novo zadolževanje, če gradnja ne bo izvedena s prilivom tujega kapitala, oziroma preko javno-zasebnih partnerstev.

Povečana potrošnja utegne v letu 2006 in 2007 nastati zaradi izplačila zaostalega dolga države do upokojencev. Ta znaša okoli 13,8 milijard kun (1,9 milijarde EUR). Del naj bi bil izplačan v decembru 2006, del pa v letu 2007. Pričakovati je, da se bo večina teh sredstev prelila v potrošnjo, s tem pa se bo poslabšal zunanjetrgovinski primanjkljaj. To naj sicer ne bi vplivalo na proračunski primanjkljaj, saj gre za prejšnje obveznosti države, dolg pa naj bi se pokril s prodajo državnih deležev v podjetjih (IMF 2006b, str 14). Država še vedno precej troši za zdravstvo ter subvencije železarnam, ladjedelnicam in železnicam (IMF 2006b, str 14). V letu 2006 naj bi se sicer umirilo zadolževanje države in proračunski primanjkljaj naj bi se zmanjšal. Država se je začela zadolževati na domačem trgu, kar pa verjetno ne bo prineslo bistvenih sprememb, saj bodo kupci domačega dolga tudi banke, ki bodo sredstva pridobile iz tujine.

V letu 2005 je gospodarska rast znašala 4,3%, v prvem četrtnem letu 2006 je na četrtni ravni rast BDP znašala celo 6%, vendar pa se je že do polletja umirila, in je znašala vsega 3,6% na četrtni ravni, v četrtem četrtnem letu pa je gospodarska rast na četrtni ravni ocenjena na 4,7%. Nekoliko problematična je sestava BDP-ja. Glavna panoga v državi je turizem, na katerega so vezani tudi številni drugi sektorji, kot so prehranska industrija in transport. V letu 2006 naj bi po projekcijah IMF Hrvaška ustvarila za 5,8 milijarde evrov prihodka od turizma, kar znaša okoli 17% projiciranega BDP. Problematično je, da samo ena panoga sodeluje s takim deležem v BDP, pri čemer je ta delež verjetno še večji, saj je v turizmu tudi precej sive ekonomije.

5.2.2. Zunanji sektor

Zaradi velikih infrastrukturnih projektov ter zadolževanja zaradi financiranja primanjkljaja tekoče bilance je od leta 1996 zelo zrasel zunanji dolg. Ta je po podatkih HNB v letu 1996 znašal 4,284 milijarde EUR, konec leta 2005 je znašal že 25,541 milijarde EUR. Poleti 2006 je presegel 27 milijard EUR, kar je okoli 82% BDP, s čimer se Hrvaška uvršča med zelo zadolžene države, kar lahko privede do precejšnjih težav, če se bo ta kapital zaradi različnih razlogov začel umikati. Proti koncu leta je skupni dolg znašal nekaj manj kot 27 milijard evrov, kar gre pripisati učinkom povečane stopnje obvezne rezerve s strani centralne banke. Če gledamo zadolženost posameznih sektorjev, ugotovimo, da približno tretjino odpade na banke, okoli četrtno na državo, preostali del pa na ostale sektorje. Ročnost dolga je ugodna. V finančnih krizah je bil problematičen predvsem kratkoročni dolg, ki pa na Hrvaškem očitno še ni problem, saj kratkoročni dolg predstavlja 4,3 milijarde EUR, kar je le slabih 16% zunanjega dolga, to pa je manj od deviznih rezerv centralne banke, ki so konec oktobra 2006 znašale 8,5 milijarde EUR (vir: HNB). Zunanji dolg se je od leta 2001 do 2005 skoraj podvojil, precejšen delež pa je šel na račun povečanja zadolženosti bank. Te so zadolženost v obravnavanem obdobju povečale z 2,547 milijarde EUR na 8,993 milijarde EUR. Banke namreč kreditirajo predvsem domače prebivalstvo, pa tudi podjetja, pri čemer so do sedaj sredstva pridobivala predvsem iz tujine. Večina teh sredstev je tako namenjena potrošnji (del je tudi stanovanjskih kreditov), kar pa povečuje možnost bančne krize, če pride do zastoja v gospodarski aktivnosti. Država se je sicer za svoje projekte nehala zadolževati v tujini, vendar pa se zadolžuje preko domačega trga kapitala, kjer pa spet sodelujejo banke, ki pretežno dobivajo sredstva zunaj države. Tako je del povečanega zadolževanja bank v zadnjem letu moč pripisati tudi zadolževanju države. Podjetja se v zadnjem času zadolžujejo predvsem v tujini, kar torej ne vpliva na domači bančni sistem, vseeno pa vpliva na zunanji dolg. Sicer naj bi po projekcijah IMF v letu 2006 (IMF 2006a, str. 30) odplačilo tujih kreditov znašalo 2,8 milijarde EUR, letni devizni prilivi od izvoza dobrin, ter predvsem storitev, kjer je vključen turizem kot najpomembnejša dejavnost, pa znašajo skupaj 12,8 milijarde EUR. Devizni priliv je tako večji kot pa dolg, ki ga je potrebno servisirati. Devizne rezerve, ki znašajo 8,7 milijarde EUR, zadoščajo za pokrivanje primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance za približno pol leta; če dodamo še servisiranje dolga, pa se ta doba zmanjša v povprečju za 5,5 mesecev.

Na tekočem delu plačilne bilance je ves čas prisoten precejšen primanjkljaj, ki je v posameznih letih znašal tudi 12,3% BDP (leto 1997, vir: HNB), trenutno pa se giblje okoli 6% BDP. Primanjkljaj blagovne menjave naj bi po projekcijah IMF v letu 2006 dosegel 8,3 milijarde EUR, oziroma skoraj 25% BDP, pri 50% pokritosti izvoza z uvozom. Če dodamo pričakovani saldo storitvene bilance ter tekoče transfere, je pričakovani primanjkljaj tekočih transakcij še vedno 2,3 milijarde EUR, oziroma 6,8% BDP. Za leto 2006 so razpoložljivi le podatki za 1. in 2. četrletje. Izvoz se je na četrletni ravni povečal za 47%, uvoz pa za 11%, torej gre za kratkoročno (na četrletni ravni) rast pri obeh kategorijah. Izvoz je v letu 2005 predstavljal 60% zunanjega dolga, izraženega v evrih. Država uvaža

predvsem stroje in transportna sredstva (tretjina uvoza), medtem ko je izvoz razdeljen na precej panog, katerim je skupna nizka dodana vrednost. V zadnjem času se kot vedno večji izvoznik pojavljajo ladjedelnice, ki niso donosne (razen ene), in poslujejo le s pomočjo državnih podpor. Izvaža se predvsem v države EU, kamor je bilo leta 2005 namenjeno 62% celotnega izvoza (vir: Državni Zavod za Statistiku). Po drugi strani se uvažajo izdelki z višjo dodano vrednostjo, predvsem avtomobili, uvažata pa se tudi gorivo in hrana, torej dobrine, ki se potrošijo v turizmu. S tem se zmanjšuje neto priliv te panoge, ki s svojim deviznim prilivom pokriva 35% uvoza. Sicer vlada napoveduje izvedbo izvozne strategije, s katero bi v treh letih podvojili količino izvoza. Pri tem bi šlo predvsem za substitucijo uvoznih izdelkov. Če bi do tega res prišlo, bi bila lahko v nekaj letih plačilna bilanca uravnotežena. Strategija naj bi se začela izvajati že v januarju 2007., vendar je veliko vprašanje, koliko gre tukaj za dejanski namen, in koliko za predvolilne obljube, glede na to, da so v novembru 2007 parlamentarne volitve.

Tuj kapital priteka v državo predvsem skozi zadolževanje tako države kot tudi zasebnega sektorja. Direktne tuje investicije naj bi bilo v letu 2006 za 2,5 milijarde EUR, oziroma za 7,7% BDP (IMF 2006a, str. 30), pri čemer projicirane greenfield investicije predstavljajo 1,5 milijarde EUR, ostalo pa so prilivi iz privatizacije oziroma prodaje državnega premoženja. V letu 2006 sta bila prodana deleža v največjem farmacevtu Plivi ter 17% delež naftnega podjetja INA, ki pa se je večinoma financiral iz domačih prihrankov, saj so prednostno pravico do nakupa imeli domači državljani. Premoženje, ki ga ima država še na voljo v večjih podjetjih, je vezano na telekomunikacijskega operaterja T-HT (Hrvatske Telekomunikacije) ter elektroenergetiko – HEP (Hrvatska Elektroprivreda). Ti dve podjetji naj bi bili privatizirani v roku dveh let, po tem pa ni pričakovati večjih prilivov od prodaje državnega premoženja. Kapital priteka v državo predvsem kot dolžniški kapital, od tega večinoma kot srednje- in dolgoročni krediti. Ti naj bi po projekcijah IMF v letu 2006 znašali okoli 3,7 milijarde EUR oziroma 11,4% BDP, namenjeni pa bodo predvsem financiranju potrošnje iz uvoza. Ker je država precej zadolžena, je centralna banka že ukrepala in določila mejno stopnjo obvezne rezerve, s čimer je za banke precej podražila zadolževanje v tujini, pa tudi zmanjšala nevarnost, da v državo pride špekulativni kapital. Podjetja so tako kredite že začela najemati v tujini, medtem ko je za prebivalstvo ta možnost omejena. Zaenkrat je priliv kratkoročnega (špekulativnega) kapitala v obliki kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev ter kratkoročnih papirjev majhen, in zato situacija še ni tvegana.

Formalno se sicer vrednost domače valute že od leta 1994, ko je bila uvedena nacionalna valuta, oblikuje na trgu, dejansko pa je tečaj zaradi intervencij centralne banke fiksni, vendar ni določena centralna pariteta na tujo valuto, kakor tudi ne razpon vezave. Centralna banka bi lahko devalvirala tečaj in ne bi posredovala na trgu, vendar pa take želje nima, še posebej zaradi prej omenjenih problemov, zadolženosti prebivalstva in zasebnega sektorja, ki imajo odobrene kredite pretežno z valutno klavzulo oziroma v tuji valuti. Tako si centralna banka glede na tržne razmere izbere obseg, v katerem bo držala vrednost tuje valute. Spodnja meja je trenutno okoli 7,3 kune za evro, zgornja pa okoli 7,7 kune za evro.

Trenutno je zaradi precejšnjega priliva tujega kapitala pod pritiskom predvsem spodnja meja. Ta je bila v letu 2006, pred in v času turistične sezone, ko je apreciacijski pritisk zaradi deviznih prilivov iz naslova turizma največji, prebita in se je uradni tečaj kune kar nekaj časa gibal pod mejo 7,3 kune za evro. Centralna banka je sicer intervenirala, ko je poskušala zadržati tečaj na 7,3 kune, vendar pa je zaradi precejšnjega pritiska na tečaj dopustila, da je tečaj zdrsnil pod spodnjo mejo implicitnega razpona. Pri tem je treba omeniti, da se je tudi že zgodilo, da je bil tečaj na meji 7,3 kune za evro, vendar kljub pritiskom ni padel pod to raven, saj so udeleženci na trgu pričakovali intervencijo centralne banke. To pomeni, da trg vseeno zaupa v kredibilnost centralne banke, da lahko vzdržuje devizni tečaj, vendar le v primeru, ko pritiski na tečaj niso preveliki

Kuna počasi aprecira proti evru kot najpomembnejši tuji valuti. Realni efektivni devizni tečaj se je med leti 2003 in 2005 povečal za 5,28%, medtem ko je produktivnost v treh letih zrasla kumulativno za 17,7%. Apreciacija bi bila lahko tudi večja, če bi bila stopnja inflacije večja, vendar pa inflacija v proučevanem obdobju ni bila bistveno višja kot v državah članicah EMU, kljub temu da je bil proračunski primanjkljaj v preteklosti relativno visok. V letih 2002 in 2003 je znašala celo pod 2%, medtem ko se je v zadnjem času zlasti zaradi višjih cen nafte in naftnih derivatov povečala nad 3%. Nizka inflacija je rezultat uravnavanega režima deviznega tečaja. Tudi v letu 2006 se trend apreciacije realnega efektivnega deviznega tečaja ob rasti produktivnosti nadaljuje. V prvih 9 mesecih je realni efektivni devizni tečaj apreciral za 0,11%. Precenjenost deviznega tečaja pride do izraza na tekočem računu plačilne bilance, ki je v precejšnjem primanjkljaju, in se le rahlo popravlja. Očitno se devizni tečaj sicer stabilno vzdržuje na ravni, ki pa glede na trenutno konkurenčno sposobnost gospodarstva ni ravno vzdržna. Težave bodo lahko nastale, v kolikor se gospodarstvo ne bo prilagodilo, in bo začel izvoz rasti po bistveno višji stopnji kot uvoz.

Še vedno je največji del izvoza usmerjen v Evropsko Unijo, vendar pa se vedno več izvažna na trge Srbije ter Bosne in Hercegovine; prav tako podjetja odpirajo vse več predstavništva v teh državah. Ker predpostavljamo, da v EU ne more priti do večje krize, bi lahko kriza v sosednjih državah lahko imela negativen vpliv tudi na Hrvaško, vendar pa ni pričakovati bistvenih vplivov, saj bi bila zaradi nje prizadeta le nekatera podjetja, manjši vpliv pa bi bil na gospodarstvo kot celoto.

5.2.3. Bančni sistem

Banke v večinski ali povsem v tuji lasti obvladujejo več kot 90% aktive hrvaškega bančnega sistema, v pretežno domači lasti so le še nekatere manjše banke. Sicer je zasičenost bančnega trga med vzhodnoevropskimi državami največja prav na Hrvaškem. Bančna aktiva je konec leta 2005 predstavljala 114% BDP, krediti prebivalstvu pa dosegajo 35% BDP (vir. HNB), kar je prav tako največji odstotek med vzhodnoevropskimi državami. Rast kreditov je v letu 2005 znašala 20%, v dveh letih prej pa po 11%. Tudi v

letu 2006 se pričakuje rast kreditov za okoli 20%, delež kreditov v BDP pa se povečuje. Centralna banka sicer poskuša zmanjšati zadolženost z uvajanjem precej restriktivnih ukrepov glede obveznih rezerv ter dodatnih omejitev glede kreditiranja. Tako je bila uvedena obvezna rezerva za depozite s strani nerezidentov in povezanih oseb, in sicer v višini 24% neto prirasta sredstev. Stopnja se je kasneje povečala na 55%. Sprva so se banke zadolževale pri svojih matičnih bankah v tujini, ko pa je bila uvedena obvezna rezerva na depozite v tuji valuti, pa so banke začele izdajati obveznice, preko katerih so se lahko zadolževale v tuji valuti. Centralna banka je poskušala zadržati oba omenjena načina pridobivanja sredstev z uvedbo 55% obvezne rezerve na sredstva, zbrana na ta načina, kar je pripomoglo k zmanjšanju rasti zadolževanja. Obenem je centralna banka zmanjšala obvezno rezervo za depozite v kunah z 18% na 17%, da bi spodbudila zadolževanje v domači valuti. Bančna aktiva je v letu 2005 zrasla za 13,5%, od leta 2002 pa se je kumulativno povečala za 49,47%, povprečno 14,3% letno. Krediti ostalim komitentom so v letu 2005 rasli za 21,5%, skupaj so rasli za 65,15% od leta 2002, oziroma povprečno 18,2% na leto. V prvem polletju leta 2006 je bančna aktiva zrasla za 6,6%. Večina rasti kreditov se nanaša na rast kreditov prebivalstvu, ki v zadnjih letih rastejo po 20 in več odstotni letni stopnji. S tem pa se postavlja vprašanje, koliko lahko banke kreditirajo prebivalstvo, da le-to ne bo preveč zadolženo in se bodo zaradi tega v bilancah bank pojavili slabi krediti. HNB je v konec leta 2006 objavila, da namerava omejiti rast kreditov na ta način, da bi banke, ko bi presegle 12% stopnjo rasti kreditov, morale začeti obvezno kupovati blagajniške zapise. Centralna banka pomaga bankam tudi z navodili, kako upravljati s tveganji, ki nastajajo pri kreditiranju prebivalstva, oziroma pri valutnih tveganjih. Centralna banka skrbi tudi za ustrezno kapitalsko ustreznost bank. Trenutno je veljavna kapitalna ustreznost skladna s Protokolom Basel I, v pripravi pa so tudi ukrepi, ki bodo kapitalno ustreznost bank uskladili s protokolom Basel II do konca leta 2008. Država ima urejeno tudi shemo zavarovanja depozitov. Sicer je bila kapitalna ustreznost bank po podatkih HNB konec prvega polletja 2006 nad 10% (glej Tabelo P v Dodatku). V povprečju je koeficient kapitalne ustreznosti bank znašal 13,09%, povprečje kapitalne ustreznosti štirih največjih bank pa je znašalo 13,01%, torej je kapitalna ustreznost višja, kot pa so zahteve po Baselskih standardih 1, ki znašajo 8%.

Velika večina kreditov je odobrenih z devizno klavzulo, predvsem v evrih in v švicarskih frankih, manj v ameriških dolarjih (HNB-Bilten o bankama, 2006, str 7). Zaradi precejšnje zadolženosti prebivalstva je zelo težko devalvirati domačo valuto, da bi pospešili izvoz, saj bi se v tem primeru zadolženost prebivalstva še dodatno povečala, s tem pa bi se na bilančni strani bank pojavili slabi krediti. Kakor v krizah, ki smo jih prej omenili, je dejstvo, da bi tudi v primeru valutne krize na Hrvaškem prišlo do resnih problemov v bančnem sektorju. Mednarodne devizne rezerve se povečujejo, multiplikator (celotna denarna masa deljena z primarnim denarjem) je stabilen, depoziti, tako v domači kot v tuji valuti, pa se povečujejo. Delež slabih kreditov, ki po podatkih HNB ne bodo odplačani, znaša okoli 1,5%, medtem ko naj bi bilo v celoti odplačljivih 96% kreditov, 2,5% pa je vprašljivih. Obstaja tudi shema zaščite depozitov, ki predvideva, da v primeru stečaja banke država jamči za izplačilo depozitov v višini 100.000 kun (cca 13.500 EUR).

Ker je zunanji dolg zelo visok, imajo obrestne mere v tujini lahko tudi vpliv na ceno denarja oziroma na obrestne mere posojil, kar lahko poveča zadolženost. Trenutno se sicer obrestne mere počasi dvigujejo. V prihodnosti ni pričakovati bistvenega dvigovanja obrestnih mer v evro-coni, trenutno pa zaradi obresti ni pretiranih težav z vračili dolgov, tako da s tega vidika ni pričakovati bistvenih šokov. Obrestne mere centralne banke v letu 2006 ostajajo nespremenjene. Aktivna obrestna mera je 4,5%, pasivna pa 0,75%. Drugače se obnašajo obrestne mere bank. Aktivne obrestne mere za kredite v kunah v glavnem padajo, pri kratkoročnih depozitih v kunah je zaslediti padanje, pri dolgoročnih pa rahlo rast. Banke očitno želijo dobiti več dolgoročnih depozitov, saj so zaradi visoke stopnje obvezne rezerve precej omejene pri zadolževanju v tujini. Tudi blagajniški zapisi Ministrstva za Finance imajo stabilne obrestne mere. Na dražbi 12. decembra 2006 je bilo povpraševanje večje od ponudbe, obrestne mere na šestmesečne zapise so ostale enake kot na dražbi pred mesecem dni, na dvanajstmesečne zapise pa so se celo nekoliko znižale (za 0,05 odstotne točke).

5.2.4. Politični dejavniki

Hrvaška ima še vedno sklenjen stand-by aranžma z mednarodnim denarnim skladom (IMF), ki pa naj bi ga končali novembra 2006. Zaradi stand-by aranžmaja je imel IMF vpliv na vodenje makroekonomske politike v državi. Zahteve so bile usmerjene predvsem k zmanjševanju javne porabe oziroma zmanjšanju proračunskega primanjkljaja pod raven 3% BDP, kar se do sedaj še ni zgodilo. Prekinitev sodelovanja z IMF bo omogočilo prosto oblikovanje makroekonomske politike, kar pa ne bo brez tveganj, saj je država že zdaj močno zadolžena - samo zunanji dolg države znaša okoli 6 milijard evrov¹⁷ - formalno pa država ne bo imela zunanjega nadzora in bo lahko trošila preveč. Nevarnost je predvsem v tem, da se bodo začeli izvajati veliki projekti, ki bodo imeli pozitiven vpliv na javno mnenje, njihova ekonomska upravičenost pa bo vprašljiva. Poleg tega bo manj pozornosti namenjeno zmanjšanju potrošnje države, kar zagovarja IMF. Država naj bi racionalizirala porabo sredstev v zdravstvu, ki je eden večjih porabnikov sredstev, poleg tega so precejšnje subvencije namenjene železnicam in ladjedelnicam. Železnice naj bi razdelili na več delov ter deloma privatizirali, s čimer bi zmanjšali subvencije, ladjedelnice pa naj bi od sedaj naprej za subvencije potrebovale plan restrukturiranja, kjer bo navedeno, kako nameravajo v prihodnosti poslovati z dobičkom. Na ta način bodo subvencije usklajene z zakonodajo EU.

Prav tako je zaenkrat še prezgodaj govoriti o vstopu nacionalne valute v sistem ERM 2 in kasnejši uvedbi evra. Hrvaška je začela pristopna pogajanja z EU, vendar so datumi dejanskega vstopa države v EU še odprti, omenjajo se letnice med 2009 in 2012, torej bodo

¹⁷ Tukaj je vključen samo dolg, ki ga ima država direktno v tujini. Z letošnjim letom se je država s ciljem zmanjšanja zunanjega dolga začela zadolževati na domačem trgu. Težko je oceniti, za koliko se je zaradi tega povečal zunanji dolg, saj so del tega dolga financirale banke, ki pa so svoja sredstva pridobile v tujini. S tem se je povečanje javnega dolga dejansko pokazalo skozi povečanje zunanjega dolga bank.

do vstopa minila še vsaj 3 leta; pa tudi takrat je vprašanje, če bo država pripravljena, da začne s postopki uvedbe evra¹⁸, saj morajo makroekonomski indikatorji omogočiti izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev. Kar se tiče inflacije, je Hrvaška dosti blizu izpolnjevanja konvergenčnih kriterijev, medtem ko se težave pojavljajo pri javnih financah, zlasti pri proračunskem primanjkljaju ter jasno, javnem dolgu. Uvedbe evra, ki bi onemogočila nastanek valutne krize, tako še ne moremo pričakovati kaj kmalu.

Notranje političnih konfliktov ni pričakovati, več možnosti je za nastanek argentinskega scenarija, ko vlada trošenja ni bila sposobna omejiti v normalne okvire, kar je kasneje privedlo do krize. V planu je namreč precej infrastrukturnih projektov, katerih ekonomski učinki se bodo pokazali šele čez daljši čas. Druga težava lahko pride od zunaj, vezana pa je na morebitna krizna žarišča v regiji. Hrvaška je namreč turistična država, turisti pa so precej občutljivi na dogajanje v regiji, tako da bi resnejši politični konflikti lahko imeli za posledico manjši iztržek od turizma na Hrvaškem. To pa bi vplivalo tudi na ostale panoge, kar bi zmanjšalo sposobnost vračanja kreditov. Turizem je zelo občutljiv na politične konflikte, ki pa v regiji v bližnji prihodnosti niso izključeni, saj določena vprašanja (predvsem Kosovo) še vedno niso rešena. Eskalacija konfliktov bi prav gotovo negativno vplivala na turistični obisk na Hrvaškem. Prav tako je med turističnimi destinacijami precejšnja konkurenca, tako da se zaradi spremembe mišljenja potrošnikov (turistov) ti lahko usmerijo drugam.

5.2.5. Mnenje

Kapital zaenkrat v državo prihaja predvsem preko dolžniškega kapitala, država pa je v tujini precej zadolžena. Domača rast se poleg kreditov stimulira tudi s precejšnjimi investicijami s strani države. Osnovno tveganje je znatna zadolženost države v povezavi s precejšnjim zunanjetrgovinskim primanjkljajem, ki se financira deloma s prilivi kapitala, predvsem pa novim zadolževanjem. Direktne tuje investicije so razmeroma majhne, vendar trenutno še zadoščajo za pokritje primanjkljaja tekočega računa. S končanjem privatizacijskih projektov se to utegne spremeniti in ti tokovi ne bodo več zadostni. Potrebno bo novo zadolževanje ob že tako visokem zunanjem dolgu. Situacija je podobna kot v Mehiki pred krizo, kjer je bil zaradi priliva kapitala, ki je bil v glavnem namenjen v banke, zunanjetrgovinski primanjkljaj še vzdržen. Ko pa je bila država že preveč zadolžena, so se kapitalski tokovi obrnili, in problem je nastal s financiranjem zunanjetrgovinskega primanjkljaja, kar je hitro izničilo devizne rezerve in kasneje povzročilo finančno krizo.

¹⁸ Tukaj je mišljena vezava domače valute na evro, vstop v sistem menjalnih tečajev ERM2.

Tabela 7: Dolgoročne spremenljivke

Sektor	Kazalnik	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Realni sektor	Gospodarska rast	2,9	4,4	5,6	5,3	3,8	4,3
	Proračunski primanjkljaj	-6,3	-6,7	-4,9	-6,2	-4,8	-4,1
	Inflacija	4,6	3,8	1,7	1,8	2,1	3,3
Zunanji sektor	Apreciacija REER*	101,79	98,89	96,24	94,62	90,85	90,98
	Primanjkljaj TR (% BDP)	-2,4	-3,7	-8,6	-7,1	-5,0	-6,3
	FDI (% BDP)	6,20	7,50	5,20	6,00	2,80	3,60
	Zunanji dolg (% BDP)	60,6	60,7	61,5	75,5	80,2	82,4
Bančni sektor	Rast kreditov	n.p.	18,79%	25,22%	11,67%	11,25%	20,07%
	Kreditni (% BDP)	52,11%	56,95%	65,82%	66,51%	68,91%	76,95%

*-glede na predhodno leto, zmanjšanje pomeni apreciacijo.

Vir: HNB, Državni zavod za statistiko, Ministrstvo za finance RH, Raiffeisen.

Tabela 8: Opisne spremenljivke

Realni sektor	Centraliziranost javnih financ	Da
Zunanji sektor	Struktura izvoza po regijah	Pretežno EU
	Struktura izvoza po proizvodih	Precej prilivov od ene panoge - turizem
	Omejitve za prenos kapitala	Ni
Bančni sektor	Obstoj regulatorja bančnega sistema	Centralna banka
	Težave pri delovanju	Problem omejevanja rasti kreditov
	Lastništvo bank	91,3% tuja last (konec 2005, HNB)
	Državne banke	Samo manjše (HPB)
	Tržna struktura	Srednje koncentrirana- 2 največje banke 42% trga (q2 2006), ostalo srednje in majhne banke
Politični konflikti	Možni politični konflikti	Notranja stabilnost, problem vplivov konfliktov v regiji na turizem

Vir: HNB, IMF.

Glede na to, da obstajajo neravnovesja med dolgoročnimi dejavniki, je smiselno pogledati, ali se tudi kratkoročno bliža kriza. Čeprav so podatki nepopolni, pa lahko opazimo trend povečevanja tako uvoza kot izvoza. Multiplikator M2 je stabilen, depoziti se povečujejo, prav tako industrijska proizvodnja, vendar pa je država v mesecu avgustu in septembru, ko bi moral biti priliv zaradi turizma največji, celo izgubila kar nekaj deviznih rezerv, kar bi bil lahko signal kratkoročnih neravnotežij. Kljub temu izgube deviznih rezerv ni spremljalo povečevanje kratkoročnega zunanjega dolga, ki je v tem času celo padel. Kratkoročni zunanji dolg je nizek glede na celoten zunanji dolg ter glede na rezerve. Tako je edini indikator, ki signalizira krizo, zmanjšanje obveznih rezerv, vendar ga ne spremljajo signali ostalih indikatorjev, zato je možno zaključiti, da v kratkem ni pričakovati večjih nestabilnosti. Hrvaška trenutno ima zadostne devizne rezerve, vendar v primeru obrata kapitalskih tokov te ne bi bile več zadostovale. Država se bo v tem primeru morala dodatno zadolževati po visokih obrestnih merah za financiranje proračunskega in predvsem plačilno-bilančnega primanjkljaja, kar bo le uvod v začetek finančne krize. Sledila bo devalvacija valute, zaradi česar se bo povečalo že tako visoko kreditno breme prebivalstva, ki ima kredite večinoma denominirane v tujih valutah, in v bilancah bank se bodo nabrali

slabi krediti, ki lahko povzročijo tudi bančno krizo. S tem so dani pogoji nastanka dvojne krize, »twin crisis«. Pozitivno je zaenkrat dejstvo, da ni videti sprožilca, ki bi obrnil kapitalske tokove. Politična situacija je stabilna, večje tveganje nosi le možnost nastanka večjih konfliktov v regiji, ki bi lahko vplivali na bistveno zmanjšanje prihodka od turizma, ki predstavlja precejšen delež BDP. Sprožilec bi bili lahko tudi večji infrastrukturni projekti, če bi se izkazalo, da ekonomsko niso upravičeni. Težave bi lahko nastale tudi v primeru, če bi nastale krize drugje na razvijajočih se trgih, ki bi zmanjšale zaupanje vlagateljev tudi na Hrvaškem. Krize v bližnji prihodnosti ne bo, saj država kratkoročno še ni zadolžena, gospodarska rast pa je zaenkrat stabilna. Bančni sektor je sicer reguliran in stabilen, zaenkrat ni veliko slabih kreditov, imajo pa tudi shemo zaščite kreditov, kar omejuje možnost navala na banke. Kratkoročna možnost za nastanek finančne krize bo dosti večja, če se bo začel kopičiti kratkoročni dolg. Država lahko prepreči nastanek krize z ukrepi, usmerjenimi na izboljšanje salda plačilne bilance, ali pa z ukrepi, s katerimi bi pospešili tuje investicije. Tako bi država dejansko morala izvesti planirano izvozno reformo oziroma strategijo proizvodnje substitutov uvoznih dobrin ter na splošno povečati produktivnost v gospodarstvu. Na strani tujih investicij bi morala namesto zadolževanja pritegniti v infrastrukturne projekte tuj kapital ter omogočiti boljše pogoje za direktne tuje investicije.

Tabela 9: Kratkoročne spremenljivke

	jan.06	feb.06	mar.06	apr.06	maj.06	jun.06	jul.06	avg.06	sep.06
Realni sektor									
Rast industrijske proizvodnje	5,9	7,3	6,0	-3,2	4,1	-1,1	5,2	9,8	3,0
Zunanji sektor									
Apreciacija REER *	89,42	89,42	89,42	89,08	87,59	87,68	88,25	88,56	89,86
Rast izvoza	-14,6	-2,9	32,8	-25,1	20,37	-8,27%	9,87%	-12,40%	11,73%
Devizne rezerve (rast v %)	2,55	4,01	1,95	5,11	2,80	2,84%	2,64%	-3,37%	-6,20%
Izvoz/kratk. dolg	17,20%	15,77%	20,03%	14,31%	16,71%	14,76%	17,06%	16,08%	19,06%
Kratkoročni dolg/rezerve	0,46	0,47	0,48	0,50	0,49	0,50	0,46	0,44	0,45
Rast kratk. dolga (%)	1,67%	14,68%	-1,80%	5,97%	4,53%	4,79%	3,12%	3,80%	-4,89%
Bančni sektor									
Multiplikator M2 (m1a)	1,04	1,04	1,04	1,05	1,07	1,03	1,07	1,09	1,06
M1a/rezerve	0,68	0,66	0,66	0,67	0,67	0,68	0,70	0,72	0,75
Rast depozitov	0,45%	1,28%	3,48%	1,39%	1,66%	2,50%	-0,06%	1,26%	1,67%
Obresti na kredite	11,16	10,62	9,83	10,10	10,17	9,88	9,98	9,83	9,45
Obresti na depozite	3,20	3,38	3,43	3,34	3,23	3,27	3,16	3,13	3,45

*-glede na preteklo leto, zmanjšanje pomeni apreciacijo; Vir: HNB, Državni zavod za statistiko.

5.3. Bosna in Hercegovina

Največji makroekonomski problem je ogromen zunanjetrgovinski primanjkljaj, saj za večino izdelkov nimajo doma proizvedenih substitutov. Tečajni režim je currency board. Fiskalna politika je decentralizirana, oziroma se odvija v vsaki entiteti posebej. Sicer država beleži precejšnjo gospodarsko rast, pa vendar se je začel kopičiti tudi zunanji dolg. V takem okviru je možen argentinski scenarij – zaradi visokega zunanjega dolga bi lahko prišlo do dolžniške krize in zloma režima currency boarda.

5.3.1. Realni sektor

BDP na prebivalca znaša okoli 2000 evrov, kar Bosno uvršča nekje v povprečje regije, še vedno pa je to bistveno nižja številka, kot v državah članicah EU, kar pomeni, da ima gospodarstvo še naprej dosti prostora za rast. Tukaj je potrebno omeniti, da v to številko ni vključena siva ekonomija. Po uradnih podatkih je v Bosni anketna stopnja brezposelnosti čez 31,1% (Vir: CBBH), vendar pa je dejanska verjetno bistveno nižja, BDP per capita pa je po ocenah centralne banke z vključitvijo sive ekonomije za okoli petino višji. Gospodarska rast je v letu 2005 znašala 5,5%, v letu 2006 se pričakuje okoli 5% gospodarska rast, na tej ravni pa naj bi ostala tudi v naslednjih letih (IMF, 2006c, str. 33). Pričakuje se predvsem rast izvoza in investicij. Izvoz je sicer v preteklem letu rasel po dvoštevličnih stopnjah, tako rast pa bo moral dosegati tudi v prihodnje, da se bo izenačil z uvozom. Bosna ima še precej neizkoriščenih energetskih potencialov, predvsem vodnih virov ter premoga, tako da je smiselna gradnja novih elektrarn. Država v prihodnosti namerava dati koncesije zasebnim investitorjem za izgradnjo novih hidro- in termoelektarn, verjetno pa se bodo gradile tudi vetrne elektrarne. Pričakovati je, da se bodo na razpis prijavila predvsem tuja podjetja, ki bodo to elektriko izvažala. Problematično bo, če jo bodo izvažala po transfeernih cenah, saj bo v tem primeru vrednost izvoza manjša. Sicer je zaradi povečanja potrošnje v Evropi pričakovati rast cen električne energije in bo tako zanimivo videti, kako bodo uspeli izkoristiti svoje potencialne. Zaradi novih projektov, katerih izgradnja naj bi trajala nekaj let, je v prihodnosti pričakovati povečano gospodarsko rast. Država poleg tega obljublja tudi izvedbo drugih infrastrukturnih objektov, predvsem izgradnjo 330 km dolgega odseka avtoceste na koridorju Vc, ki naj bi po pričakovanjih zaposlil predvsem domača gradbena podjetja, učinki zgrajenega koridorja pa bi imeli pozitiven vpliv na celotno gospodarstvo. Tudi ta projekt naj bi zaživel v naslednjih letih. Tako je realno pričakovati, da bo v naslednjih letih možno ustvariti napovedano 5% gospodarsko rast, kakršna je bila večinoma tudi v letih od leta 2000 do 2005.

Državni proračun se poleg državnega nivoja izvaja po entitetah (posebej za Federacijo BiH in Republiko Srpsko), zaradi česar je izvajanje proračuna decentralizirano. Proračun je sicer v letih med 1999 in 2002 izkazoval primanjkljaj, vendar pa je v zadnjih letih opaziti pozitivne premike, saj državni proračun izkazuje presežek - v letu 2005 je znašal 2,2%

BDP; po podatkih pa so bili izdatki manjši od prihodkov tudi v letu 2006. Glede na to, da ima država uveden režim valutnega tečaja, centralna banka ne more izvajati monetarne politike in tako ima država na voljo le fiskalno politiko. Ta je zaenkrat restriktivna, zato pri tej postavki ni nevarnosti, kot je bila v Argentini, da bi se je država nekontrolirano zadolževala (kot je bilo npr. v Argentini). Sicer se zadolženost javnega sektorja se v prihodnosti lahko poveča, še posebej, če se bodo začeli izvajati veliki infrastrukturni načrti (predvsem gradnja avtoceste na koridoru 5c). Državni izdatki znašajo okoli 40% BDP, kar je med najvišjimi odstotki v regiji. Predvsem gre tukaj za podpore vojnim invalidom, pa tudi za vzdrževanje velikega in kompliciranega sistema javne uprave. Te izdatke bi težko zmanjšali, saj je precej ljudi nesposobnih za delo, in jim socialni transferji predstavljajo edini vir preživetja, javno upravo pa je zaradi ustroja države, temelječem na Daytonskem mirovnem sporazumu, težko zmanjšati.

5.3.2. Zunanji sektor

Večja težava kot javni sektor je zunanjetrgovinski primanjkljaj. Država redkokatero dobrino proizvede v zadostnih količinah, tako da je večina dobrin uvoženih. Zunanjetrgovinski primanjkljaj je tako v letu 2005 znašal 22,5% BDP (CBBH bilten 2005, 22). Največ primanjkljaja država ustvari pri uvozu nafte in derivatov, ki jih v celoti uvaža, pri strojni opremi in prevoznih sredstev, torej večinoma izdelkih z višjo dodano vrednostjo, uvažajo pa tudi precej dobrin široke potrošnje. Izvažajo predvsem rude in rudna bogastva, aluminij, les in izdelke iz lesa, anorganske kemijske proizvode, ter orožje in municijo. V glavnem ne gre za izdelke z višjo dodano vrednostjo, kar pa je pozitivno, ker izvoz ni koncentriran samo na eno ali dve panogi. Negativna je regionalna razporeditev izvoza – kar 70% izvoza je namenjeno v pet držav – Nemčijo, Italijo, Slovenijo, Hrvaško in Srbijo – kar predstavlja tveganje, v kolikor pride do gospodarskega zastoja v samo eni od navedenih držav. Primanjkljaj blagovne menjave se delno pokriva s presežkom v storitveni bilanci, precejšen delež (vendar ne v celoti) pa se pokrije s transferji državljanov, ki delajo kot sezonski delavci v tujini. V zadnjem času je opaziti trend upadanja tovrstnih prilivov, prav tako pa so odvisni od gospodarske aktivnosti, predvsem v državah EU, kjer jih je zaposlenih največ. Primanjkljaj tekočega računa je tako v letu 2005 znašal visokih 17,2% BDP. Tako uvoz kot izvoz beležita negativen trend, vendar pa je na letni ravni (november 2006/november 2005) zaslediti povečanje izvoza za 27,5% ter uvoza za 5,76%.

Priliv direktnih tujih investicij je razmeroma majhen. Investitorji pa prihajajo predvsem iz sosednjih držav. V letu 2005 so direktne tuje investicije znašale le 823 milijonov KM ali 421 milijonov evrov. Tuji kapital sicer prihaja v obliki portfeljskih investicij na borzo, pa tudi za nakup podjetij v procesu privatizacije, pri čemer se še vedno čaka na privatizacijo večjih sistemov, predvsem elektrogospodarstva, telekomunikacijskih operaterjev, rafinerij in večjih gradbenih podjetij. Ta so še vedno v večinski državni lasti, vendar je pričakovati, da se bo država čez čas iz njih umaknila, kar se v Republiki Srpski že dogaja. Od prodaje državnega deleža v največjem telekomunikacijskem podjetju naj bi v državo predvidoma v

letu 2007 prišlo 646 milijonov evrov tujih investicij. Sicer se pričakuje izvedba še drugih projektov, predvsem v elektroenergetskem sektorju. V Republiki Srpski bo izgradnja novega bloka TE Gacko v državo prinesla okvirno 1,5 milijarde evrov kapitala, pričakuje pa se tudi nakup rafinerij s strani tujega kupca, ki bo prinesel dodatnih 979 milijonov evrov vlaganj do leta 2010. V Federaciji BiH predvidevajo gradnjo novih elektrarn, v naslednjih letih naj bi bilo vloženih okoli 3 milijarde evrov. Poleg tega v tej entiteti precej zaostajajo s procesom privatizacije, zaradi česar ni priliva tujega kapitala, prav tako pa so podjetja zaradi tega manj učinkovita pri poslovanju. Dolžniški kapital zaenkrat že priteka v državo predvsem preko bank. V prihodnosti lahko pride tudi do večjega zadolževanja, če se bo trend precejšnjega zunanjetrgovinskega primanjkljaja nadaljeval.

Bosna je ena izmed redkih držav, ki še niso izdale obveznic, namenjenih prodaji na organiziranem trgu, vendar pa se država vseeno zadolžuje v tujini preko kreditov, predvsem pri mednarodnih institucijah kot so EBRD in Svetovna banka. Konec leta 2005 je javni zunanji dolg znašal okoli 30% BDP, celotni zunanji dolg (ključen zasebni dolg) pa je znašal 57,9% BDP (IMF, 2006c, str. 38). Ni podatkov, koliko je dejansko kratkoročnega in koliko dolgoročnega dolga, kar predstavlja faktor tveganja, vendar pa ima država verjetno samo dolgoročni dolg, glede na to, da se zadolžuje pri mednarodnih institucijah. Zasebni dolg ima rok odplačila običajno na daljše obdobje. Država še niti ni razvila sistema za izdajanje kratkoročnega dolga. Trenutno odplačilo zunanjega dolga predstavlja le okoli 5% prihodkov od izvoza ter še manjši del deviznih rezerv. Zaenkrat je s tega vidika financiranje še vzdržno, vendar je treba vedeti, da so dejanska odplačila večja, saj je pri tem všteti samo dolg države, ni pa podatkov niti o kratkoročnem niti o zasebnem dolgu. Po podatkih IMF naj bi bil celoten zunanji dolg dejansko dvakrat večji kot javni zunanji dolg, pri čemer se lahko zanesemo le na podatke IMF, da je večina ostalega dolga dolgoročnega. Devizne rezerve se vseskozi povečujejo. V letu 2006 so od začetka leta do konca oktobra zrasle za 26% in zadostujejo za financiranje izvoza za 5,3 mesecev.

Konvertibilno marko so uvedli leta 1997, kot dejansko plačilno sredstvo pa je v obtoku od leta 1998. Da bi bila nova valuta lažje sprejeta, so jo imenovali marka. Ime izhaja iz nemške marke, ki se je pred tem večinoma uporabljala v plačilnem prometu zaradi visoke inflacije. Uveden je bil valutni odbor (angl. currency board), pri čemer mora domača valuta imeti v celoti pokritje v tuji valuti. Centralna banka tako ne more izvajati monetarne politike ter delovati kot posojilodajalec v skrajni sili. Z uvedbo evra se je spremenila tudi vezava valute, ki je sedaj vezana na evro v razmerju 1 evro = 1,95583 konvertibilne marke. Tako je sistem valutnega odbora, ki deluje že od leta 1998, omogočil znižanje inflacije, ki je v zadnjih letih zelo nizka. Devizni tečaj je nepreklicno vezan na evro preko sistema valutnega odbora, kar pomeni, da ne more priti do njegove nominalne spremembe, lahko pa se spreminja njegova realna vrednost zaradi inflacije. V primeru Argentine je bila težava, da je kljub uvedbi valutnega odbora inflacija še vedno znašala visokih 21%, vendar pa je v Bosni po uvedbi konvertibilne marke hitro prišlo do stabilizacije cen, tako da valuta v osnovi ni bila precenjena. V Bosni je bila inflacija vseskozi nizka - v letu 2005 je bila zabeležena inflacija v višini 3,7%, v letu 2006 pa se pričakuje dosti višja številka iz

predvsem dveh razlogov: prvi je uvedba davka na dodano vrednost s prvim dnevom v letu, saj je s tem prišlo do dviga cen nekaterih izdelkov, ki so bili prej obdavčeni nižje; drugi razlog je dvig cen nafte – kljub temu, da Bosna razpolaga s precejšnjim energetskega potencialom, pa nima lastnih zalog nafte, zaradi česar je povsem odvisna od uvoza, cene nafte pa so ravno v letu 2006 precej zrasle. V letu 2007 se ob umirjenih cenah nafte pričakuje inflacija v višini okoli 2,5% (IMF, 2006c, str.33). Kljub nizki inflaciji tečaj domače valute ni vzdržan, na kar kaže precejšen primanjkljaj v trgovinski bilanci. Vendar pa, kot sem že omenil, je industrijska proizvodnja na nizki ravni (precej dobrin se uvaža preprosto zato, ker ni domačih substitutov), produktivnost ima še precej prostora za rast, s tem pa bi moral tudi tečaj realno aprecirati. Sicer je v letih 2003-2005 realni efektivni devizni tečaj depreciral (skupaj za 5,8%, vir, CBBH), vendar pa v letu 2006 zaradi relativno visoke inflacije realni efektivni devizni tečaj aprecira.

Zunanjetrgovinski partnerji Bosne so predvsem države EU, pa tudi Hrvaška in Srbija. Investitorji zaenkrat še ostajajo doma, in nimajo bistvenih naložb v drugih državah. Pri morebitnem izbruhu krize na Hrvškem bi se ta lahko prelila v Bosno kot najpomembnejšem zunanjetrgovinskem partnerju. Pri tem je potrebno upoštevati, da zunanjetrgovinski partnerji niso enaki med entitetami – Federacija BiH je bolj vezana na Hrvaško, Republika Srpska pa na Srbijo. Kriza v posameznih državah bi tako različno vplivala na makroekonomsko stanje v posameznih entitetah.

5.3.3. Bančni sistem

Čeprav je Bosna gospodarsko manj razvita, pa ima dobro razvit bančni sistem. Banke so v večji meri privatizirane. V večji entiteti, Federaciji BiH, je v večinski državni lasti 6 od 24 bank, ki pa imajo skupaj le 4,5% aktive bančnega sistema (podatki 30.6.2006, vir: Agencija za bankarstvo FBiH). 12 bank je v večinski tuji lasti, skupaj pa predstavljajo 89,1% bančne aktive (podatki 30.6.2006, vir: Agencija za bankarstvo FBiH). V večinski lasti so vse večje banke v tej entiteti, v pretežno domači lasti so le še nekatere manjše banke, katerih tržni delež posamično ne presega 2%, gledano kot aktiva banke glede na celotno aktivo bančnega sistema. Centralna banka je sicer neodvisna, vendar pa zaradi sistema valutnega odbora nima možnosti dajanja kreditov v skrajni sili, niti ne more tiskati denarja, saj mora biti vsaka enota domače valute pokrita s tujo valuto. Nadzor nad bančnim trgom je decentraliziran, saj ga v vsaki entiteti izvaja posamezna agencija za nadzor bank. Sicer obstajajo ideje, da bi bil sistem nadzora nad bankami bolj učinkovit, če bi bil centraliziran. Glede na to, da imajo večje banke, ki so v večinski tuji lasti, že razvit sistem upravljanja s tveganji, je nadzor pomemben predvsem za manjše banke. V regulatornih agencijah obstajajo manjše pomanjkljivosti.

Zasičenost bančnega trga je na zelo različni ravni med posameznimi entitetami. V Federaciji BiH je zasičenost trga že na precej visoki ravni, saj je bančna aktiva skoraj enako velika kot letni BDP, torej je to razmerje le nekoliko nižje kot na Hrvaškem. To

pomeni, da ima sektor prostor za rast predvsem zaradi zviševanja BDP. Na tem trgu so prisotne predvsem večje tuje banke. V drugi entiteti, Republiki Srpski, je zasičenost trga manjša, saj bančna aktiva predstavlja le nekaj več kot polovico BDP. Tudi tukaj so večje banke v tuji lasti, še vedno pa obstaja nekaj manjših bank, ki so pretežno v domači lasti. Prav tako je nižja koncentracija tržnih deležev, saj prvi dve banki ne zavzemata 40% bančnega trga tako kot v Federaciji BiH. Krediti so pretežno izdani v domači valuti, vendar pa z valutno klavzulo, torej so banke na ta način zaščitene pred valutnimi tveganji. Od leta 2000 je opaziti tako precejšnjo rast kreditov kakor tudi rast depozitov. Od konca leta 2000 do prvega polletja 2006 so krediti zrasli za 176%, rasli pa so tudi depoziti, katerih vrednost se je v tem obdobju skoraj potrojila. Trenutno znesek kreditov predstavlja 108% vrednosti zneska depozitov. Tako krediti kot depoziti so zabeležili visoke rasti, ker so začeli rasti z nizke osnove. Zaenkrat zadolženost kljub veliki rasti še ni kritična, vendar pa bi ob nadaljevanju trenda (v letu 2006 so krediti v prvem polletju zrasli za 10,66%), lahko pride do povečanja deleža zunanjega dolga v BDP, s tem pa tudi do večje ranljivosti. Delež kreditov v BDP je manjši kot na Hrvaškem, vendar pa se povečuje. Konec leta 2006 je gibanje vrednosti multiplikatorja M2 stabilno in ne prikazuje naraščajočega trenda, glede na to, da rastejo tudi devizne rezerve, pa ostaja stabilen tudi kazalnik M2/rezerve. Tako kratkoročno ni pričakovati večjih šokov v monetarnem sektorju.

Obrestne mere na depozite podjetij kažejo, da se te zmanjšujejo. Ker država še ni izdala državnih papirjev, ni obrestne mere, ki bi lahko direktno pokazala deželno tveganje.

5.3.4. Politični konflikti

Bosna zaenkrat še ni postala država kandidatka za članstvo v EU, prav tako se ne pričakuje, da bi se to v kratkem zgodilo. Morebiten prevzem evra, ki bi onemogočil nastanek valutne krize, je tako predaleč, da bi lahko govorili o faktorju, ki bi zmanjševal tveganje. Bolj pomembna je vloga IMF, s katerim ima Bosna sklenjenih kar nekaj sporazumov, tako da ta institucija analizira gospodarsko stanje v državi ter daje priporočila, predvsem glede konsolidacije javnih financ.

Bosna je v osnovi razdeljena na dva dela (entiteti), tvorijo pa jo trije konstitutivni narodi. Med entitetami pogosto ni soglasja niti pri temeljnih vprašanjih v državi, tako da na posameznih ravneh dejansko vsaka entiteta funkcionira kot svoja država; prav tako na precej področjih ni poenotene zakonodaje. Na državni ravni, kjer je za odločitve potrebno dobiti soglasje predstavnikov vseh treh narodov, je problemov običajno še več, s tem pa se lahko blokirajo tudi odločitve, ki so bistvenega pomena za državo. Celoten sistem odločanja je zaradi različnih političnih interesov precej rigid. Tuji investitorji, ki večinoma prihajajo iz bližnjih držav (Avstrija, Hrvaška in Slovenija), poznajo situacijo, in ponavadi ne reagirajo na politične dogodke, tako da je tveganje političnih konfliktov pri investiranju v Bosno že privzeto, in ni pričakovati, da bi se zaradi tega investitorji umikali

iz države. Ta možnost obstaja le v primeru ponovnega nastanka oboroženih konfliktov, kar pa je zaenkrat malo verjetno.

5.3.5. Mnenje

Dolgoročno sedanje stanje ni vzdržno. Problematični so predvsem izredno visok zunanjetrgovinski primanjkljaj, struktura izvoza in nizka raven tujih naložb, pa tudi politični problemi znotraj same države. V državo prihaja tudi dolžniški kapital, o katerem ni natančnih podatkov. Tako ni mogoče zvedeti, koliko znaša kratkoročni privatni zunanji dolg. Javne finance so zaenkrat konsolidirane, vendar pa je faktor tveganja njihova decentralizacija. Dolgoročno je v takem okolju prisotno precejšnje tveganje za nastanek finančne krize, saj se ob enakem primanjkljaju postavlja vprašanje financiranja, ki bo sčasoma lahko vodil v prekomerno zadolževanje – to že sedaj ni na nizki ravni – če ne bo prišlo do sprememb tako v prestrukturiranju gospodarstva kakor glede tujih investicij, lahko vodilo v prekomerno zadolževanje, ki že sedaj ni na nizki ravni. Sčasoma bo dolg postal nevzdržen in primanjkljaj se bo začel financirati iz deviznih rezerv. Kratkoročni indikatorji, kot so gibanje deviznih rezerv, multiplikator M2 ter obrestne mere zaenkrat ne napovedujejo, da bi lahko v kratkem prišlo do nastanka finančne krize.

Tabela 10: Dolgoročni kazalniki

Sektor	Kazalnik	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Realni sektor	Gospodarska rast (v %)	5,5	4,5	5,5	3	6	5,5
	Prorač. primanjkljaj (v %)	-6,4	-3,1	-0,1	0,7	1,7	2,2
	Inflacija (v %)	4,8	3,1	0,4	0,6	0,4	3,7
Zunanji sektor	Apreciacija REER*	n.p.	n.p.	100	98,65	100,17	101,51
	Primanjkljaj TR (% BDP)	-13,6	-19,4	-21,2	-19,2	-21,1	-17,2
	Trg. primanjkljaj (% BDP)	-54,3	-54,5	-53,9	-49,1	-49,37	-40,5
	Zunanji dolg (% BDP)	n.p.	n.p.	n.p.	55,3	53,5	57,9
	FDI (% BDP)	2,84	2,18	4,36	4,95	7,13	5,22
	Rast izvoza	n.p.	3,42%	-7,82%	11,46%	28,73%	24,45%
	Rast uvoza	n.p.	8,27%	2,52%	6,00%	7,66%	13,79%
	Devizne rezerve (% BDP)	9,36%	22,65%	19,48%	20,87%	23,59%	26,64%
Bančni sektor	Kreditni (% BDP)	27,66	28,04	33,84	38,44	40,44	47,90
	Rast kreditov	n.p.	10,67%	28,22%	19,63%	15,73%	27,28%
	Rast depozitov	n.p.	67,41%	13,87%	17,23%	27,77%	23,26%

*Indeks, osnova je REER v letu 2001, zmanjšanje pomeni apreciacijo.

Vir: Centralna banka BiH.

Tabela 11: Opisni dejavniki

Realni sektor	Centraliziranost javnih financ	Ne (po entitetah)
	Struktura izvoza po regijah	Poudarek na sosednjih državah
	Struktura izvoza po proizvodih	Izvoz koncentriran v nekaterih panogah
	omejitve za prenos kapitala	Ni
Bančni sektor	Obstoj regulatorja sistema	Decentralizirano, agencije za nadzor po entitetah
	težave pri delovanju	Ni bistvenih
	Lastništvo bank	Večinoma v tuji lasti
	Državne banke	Samo nekatere manjše banke
	Tržna struktura	Dve banki imata skoraj pol trga, ostalo manjše banke
Politični dejavniki	Možni konflikti	Napetosti med entitetami, zaradi česar nastajajo problemi pri odločanju na najvišji ravni

Vir: Centralna banka BiH, IMF.

Na daljši rok je možno, da se bodo, zaradi pospešene privatizacije ter izgradnje elektroenergetskih objektov, povečale tuje direktne investicije. Povečala se bo tudi proizvodnja predvsem električne energije, izboljšala se bo produktivnost in posledično tudi izvoz. Dolgoročno lahko pride tudi do rasti cen električne energije, ki lahko postane eden glavnih izvoznih artiklov (če se ne bo prodajala po transfernih cenah). Uvedba davka na dodano vrednost je povečala cene in nekoliko znižala potrošnjo, predvsem uvozno, vendar pa je zmanjšanje primanjkljaja plačilne bilance v začetku leta 2006 glede na leto 2005 le prividno; zaradi pričakovanih podražitev se je z uvedbo davka na dodano vrednost uvoz bistveno povečal proti koncu leta 2005, v začetku leta 2006 pa so bile še prisotne zaloge, ki so nastale zaradi večjega uvoza. Zunanje trgovinska bilanca se je proti koncu leta 2006 spet poslabšala, vendar zaradi pozno objavljenih podatkov (ki tudi predstavljajo faktor tveganja) te številke še niso razpoložljive. Zaradi davka na dodano vrednost se je povečala inflacija, ki bi lahko imela precej negativne posledice, če bi postala inercialna, saj bi v tem primeru prišlo do realne apreciacije deviznega tečaja, s tem pa večjega primanjkljaja. Stanje nespremenjenega primanjkljaja in skromnih tujih naložb pa lahko kaj kmalu privede do precejšnjega zadolževanja, ki lahko hitro pripelje do dolžniške krize in ogrozi trdnost domače valute.

Tabela 12: Kratkoročni dejavniki

	dec.05	jan.06	feb.06	mar.06	apr.06	maj.06	jun.06	jul.06	avg.06	sep.06
Realni sektor										
Rast industrijske proizvodnje FBiH	105,5	88,8	92,9	112,5	107,4	98,4	97,1	108,4	102,2	96,5
Rast industrijske proizvodnje RS	110,7	66,6	118,1	118,3	98,6	117,2	107	101,5	109,9	111,1
Zunanji sektor										
Apreciacija REER	101,48	97,37	98,29	98,24	99,17	98,24	97,76	98,61	99,32	98,58
Rast izvoza (v%)	n.p.	-22,11	18,74	15,86	-1,58	12,80	-0,17	-3,46	-2,95%	13,19%
Rast uvoza (v %)	n.p.	-57,70	27,60	20,80	3,23	18,92	-4,32%	-0,98%	2,42%	7,22%
Rast deviznih rezerv (v %)	n.p.	0,89	1,96	2,83	0,86	1,41	2,22%	5,89%	1,73%	5,16%
Monetarni sektor										
Rast multiplikatorja m2 (v %)	-4,72	-0,37	-1,02	2,02	2,14	0,37	0,18%	-4,91%	-0,23%	-5,06%
M2/devizne rezerve	1,92	1,89	1,86	1,87	1,90	1,90	1,90	1,87	1,86	1,81
Rast depozitov (%)	n.p.	0,27	1,76	3,52	1,40	2,08	2,21	5,58	1,27%	2,36%
Obresti na kredite podjetjem (%)	9,03	8,56	8,44	8,31	8,09	8,3	8,2	7,93	7,65	7,73
Obresti na depozite podjetij (%)	3,41	4,08	3,64	3,3	2,99	4,11	3,94	4,28	3,82	3,97

Vir: Centralna banka BiH.

5.4. Srbija

Po obdobju hiperinflacije v 90-ih letih prejšnjega stoletja, ko so stopnje rasti cen dosegale astronomske višine, gospodarska aktivnost pa je močno upadla, se je gospodarski razvoj države začel v prvih letih tega tisočletja. Od takrat naprej država beleži konstantno gospodarsko rast, vendar pa se inflacija še vedno ni povsem umirila in je bila do nedavnega dvoštevlična. Nezaposlenost je visoka, vendar pa se zmanjšuje, pri čemer se odpirajo predvsem slabše plačana delovna mesta. S tem Srbija postaja država, kamor se selijo delovno intenzivne panoge. Malo je investicij v proizvodnjo z večjo dodano vrednostjo, kar je deloma posledica nižje izobrazbene strukture prebivalstva ter kvalitete izobraževalnega sistema. Srbija vse bolj postaja država, kamor se stekajo tuje investicije, tako v nakup podjetij kakor tudi greenfield investicije, kar v zadnjem času vpliva na tečaj domače valute, ki se sicer prosto oblikuje na trgu. Zaradi pritoka kapitala prihaja do nominalne apreciacije domače valute, kar negativno vpliva na izvoznike, država pa beleži zunanjetrgovinski primanjkljaj. Zaenkrat se devizne rezerve povečujejo, vendar pa država beleži visok zunanjetrgovinski deficit. Povečuje pa se tudi zunanji dolg. Poleg tega v Srbiji ne manjka nerešenih političnih vprašanj, problem Kosova je le eden izmed njih. Podane so torej predpostavke, da bi v primeru zmanjševanja gospodarske rasti prišlo do finančne krize, razen ene – režima deviznega tečaja. Tečaj domače valute se prosto oblikuje na trgu,

vendar centralna banka intervenira, da bi preprečila večja nihanja. Kljub temu da režim deviznega tečaja ni fiksen, lahko ob večjem odlivu kapitala pride do nenadne precejšnje depreciacije domače valute.

5.4.1. Realni sektor

Trenutno je zaradi tujih investicij srbsko gospodarstvo med najhitreje rastočimi v Jugovzhodni Evropi. Gospodarska rast je v letu 2004 znašala celo 8,3%, v letu 2005 6,3%, v letu 2006 se pričakuje stopnja rasti 5,7%, v letu 2007 pa 5,5%. V naslednjih letih se pričakuje 5% stopnja rasti (IMF, 2006d, str. 28). Če se bodo pričakovanja uresničila, bo gospodarstvo raslo predvsem zaradi investicij, tako zasebnih kakor tudi javnih (predvsem izgradnja in obnova cest). Če se bo tečaj domače valute krepil, bo to pomenilo dodatne težave za izvoznike in ni pričakovati bistvene nadaljnje rasti izvoza. Na ta način bo rast moralo generirati predvsem domače povpraševanje, v kolikor ne bo prišlo do bistvene spremembe v produktivnosti. Še vedno je mogoče pričakovati, da bo proizvodna struktura usmerjena predvsem v proizvodnjo dobrin z nižjo dodano vrednostjo, medtem ko se bodo dobrine z višjo dodano vrednostjo uvažale. Srbija bo tako imela konkurenčno prednost predvsem v prehrambeni in predelovalni industriji, ki pa so močno konkurenčne, vendar ima Srbija prednost zaradi nizkih stroškov delovne sile. Industrijska proizvodnja beleži rast, od januarja do oktobra 2006 je rast znašala 13,4%.

Državni proračun je uravnotežen in pod pritiskom tujih institucij beleži celo presežek. V letu 2005 je znašal 0,8% BDP, v letu 2006 pa naj bi primanjkljaj znašal okoli 0,5% BDP. Javne finance torej ne bodo povzročile bistvene potrebe po zadolževanju.

5.4.2. Zunanji sektor

V zadnjih dveh letih Srbija – med državami Jugovzhodne Evrope poleg Romunije – prejema največ tujih investicij v različnih oblikah. V letu 2006 se pričakuje, da bodo investicije znašale 3,6 milijarde USD, v letu 2007 pa obstajajo napovedi, da naj bi znašale okoli 4 milijarde USD. Tukaj se računa predvsem na prihodke iz privatizacijskih procesov. V letu 2006 je samo prodaja mobilnega operaterja Mobtel prinesla 1,5 milijarde evrov prihodkov. Tuji kapital prihaja tudi v druga, manjša podjetja, ki jih prodaja država, prilivi kapitala pa so tudi v obliki prevzemov podjetij, ki so pretežno domači lasti. Za tuje investitorje so zanimive tudi banke. Te so v zadnjem času izvedle kar nekaj dokapitalizacij, pri čemer je pri dokapitalizacijah odprtega tipa (javnih ponudbah delnic) povpraševanje večkrat preseglo obseg ponudbe. Precej je tudi greenfield investicij. Tuja podjetja, predvsem tista iz manj perspektivnih panog, selijo svojo proizvodnjo v Srbijo, pri čemer investirajo v nove proizvodne kapacitete ali pa obnavljajo stare. Srbija je glede delovne sile cenejša kot sosednje države (z izjemo Bosne in Hercegovine ter Makedonije), ima precej veliko tržišče (prebivalstva je okoli 8 milijonov), leži na prometnih koridorjih (čez Srbijo

poteka 10. evropski prometni koridor), in je tako zanimiva za tuje investitorje. V naslednjem letu se pričakuje nadaljevanje procesa privatizacije. Pritok direktnih tujih investicij naj bi se nadaljeval. Do velikega pritoka tujih sredstev naj bi prišlo s prodajo državnega deleža v Naftni industriji Srbije - največjemu naftnemu podjetju v državi - ki ima poleg razvejane mreže črpalk tudi dve rafineriji, ki potrebujeta precejšnje investicije za obnovo in posodobitev kapacitet (znesek se ocenjuje na okoli 700 milijonov evrov). Postopki za prodajo tega podjetja so se že začeli, interes med tujimi podjetji pa je velik. Država naj bi prodala svoje deleže tudi v drugih strateških podjetjih, predvsem v Telekomu Srbije in elektrogospodarstvu (Elektroprivreda Srbije), ki prav tako potrebuje precejšnje investicije. Srbija sicer nima posebnih omejitev glede tujih investicij, ko gre za vlaganja v lastniški kapital, razen pri večjih investicijah v bančni sektor. Še naprej v državo prihaja tudi dolžniški kapital.

Zunanji dolg je konec leta 2005 znašal 64,4% BDP (IMF, 2006d, str. 27), kar Srbijo uvršča med relativno zadolžene države, in ne omogoča varne rasti nadaljnjega zadolževanja, čeprav bodo v bližnji prihodnosti potrebna precejšnja vlaganja v infrastrukturo. Zunanji dolg (v ameriških dolarjih) se je sicer od konca leta 2000 do konca leta 2005 povečal za 42,8%; precej pa se je povečal v letu 2006, ko je samo v prvih 9 mesecih zrasel za 19,73% na 18,5 milijarde USD. Gibanje deviznega tečaja je bilo v tem obdobju ugodno za zadolževanje, saj je v tem času domača valuta, dinar, aprecirala za 10,65% proti ameriškem dolarju. Struktura dolga je ugodna, saj le 1,4885 milijarde USD oziroma 8% odpade na kratkoročni dolg. Kratkoročne zapise, denominirane v domači valuti brez devizne klavzule, izdaja centralna banka, pri čemer znaša obrestna mera precej nad 10%. Za te zapise velja predpis, da jih lahko kupujejo le domače pravne in fizične osebe, medtem ko preprodajo teh zapisov (spet lahko samo domačim osebam) izvaja domača banka. Na ta način je pristop do teh vrednostnih papirjev za tujce otežen, kar zmanjšuje možnosti priliva tujega špekulativnega kapitala v državo¹⁹. Problematična je trgovinska bilanca. Država beleži precejšen zunanjetrgovinski primanjkljaj. Trgovinski primanjkljaj je v letu 2005 znašal 23% BDP (projekcija IMF), primanjkljaj tekočega dela plačilne bilance pa 9,8%. Devizne rezerve sicer zadoščajo za več kot letne izdatke za uvoz in so bistveno višje kot kratkoročni zunanji dolg, prilivi iz uvoza pa so bili v letu 2005 3,23-krat višji kot kratkoročni dolg.

V izvozu največji delež zavzema repromaterial, manj je izdelkov široke potrošnje, še manj pa opreme. Zanimivo je, da je ista struktura tudi pri izvozu. Največji delež v izvozu imajo države EU in vzhodnoevropske države (Vir: Republički zavod za statistiku, 2007). Te države so v ospredju tudi pri uvozu, pomembni uvozni partnerji pa so tudi države bivše Sovjetske Zveze. Srbija v glavnem izvažava v okoliške države, v EU ter v Rusijo. Morebitna kriza v sosednjih državah bi imela negativne posledice tudi za domače gospodarstvo, vendar pa ni pričakovati večjih pretresov, razen če se ne bi kapital začel množično umikati iz regije. Srbija ima tudi prostotrgovinski sporazum z Rusijo. Zato so nekatera podjetja

¹⁹ Obstaja možnost, da tuja pravna oziroma fizična oseba ustanovi svoje podjetje v Srbiji, in s tem postane upravičena do nakupa teh vrednostnih papirjev.

precej vezana na izvoz v to državo. Tako bi potencialno krizo v Rusiji izmed vseh obravnavanih držav verjetno najbolj občutili prav v Srbiji.

Tečaj domače valute se prosto oblikuje na trgu, glavni cilj centralne banke pa je po novi usmeritvi brzdanje inflacije. Centralna banka sicer intervenira na deviznem trgu, v kolikor oceni, da gre za kratkoročne oscilacije, vendar pa ne poskuša regulirati smeri gibanja tečaja. Ta je samo v letu 2006 zaradi precejšnjega priliva kapitala nominalno apreciral za skoraj 7%, kar ob ciljni inflaciji za leto 2006 – ta naj bi znašala okoli 6,6%²⁰ - pomeni realno apreciacijo na ravni okoli 13%. V preteklih letih je tečaj realno apreciral po manjših stopnjah. Inflacija je v letu 2004 znašala 13,7%, v letu 2005 pa celo 17,7%. V letu 2005 je tečaj dinarja proti evru kot najpomembnejši zunanji valuti depreciral za 8,3%, v letu 2004 pa za 15,7%, kar je celo nekoliko več, kot je znašala stopnja inflacije. Realni efektivni devizni tečaj je bil med leti 2003-2005 stabilen, v letu 2006 pa je v prvih 10 mesecih zabeležil 13,2 % apreciacijo. Inflacija v 2006 bo po dolgem času spet na ravni pod 10%, kar pa gre pripisati predvsem precejšnjemu prilivu tujega kapitala, zaradi česar je apreciral devizni tečaj, in se posledično znižale cene uvoznih dobrin. Tako je bila v več mesecih zabeležena celo deflacija, vendar pa makroekonomisti opozarjajo, da tako stanje ni vzdržno, zato bo inflacija v prihodnosti lahko višja. Eden od razlogov za višjo inflacijo bo rast nadzorovanih cen, predvsem električne energije. Te bo potrebno dvigniti, da bi zagotovili normalen dotok sredstev elektrogospodarstvu, ki nujno potrebuje investicije v obnovo infrastrukture. Drugi faktor, ki bi lahko vplival na cene, je pričakovana rahla deprecijacija deviznega tečaja. Tretji, najbolj nevaren, je zmanjšanje kapitalskih prilivov. Ko bo namreč končan proces privatizacije, se bodo prilivi zmanjšali, s tem pa bodo apreciacijski pritiski na tečaj manjši. Če zaradi različnih šokov pride do neto odliva kapitala, bodo učinki še bistveno slabši – v tem primeru bi se moral tečaj prilagoditi ravni, ki bi zagotavljala konkurenčnost izvoznikom, zato da bi lahko država z izvoznimi prihodki pokrila uvozne odhodke. To bi povzročilo precejšnjo deprecijacijo dinarja in zmanjšanje potrošnje. Že za leto 2006 so obstajala pričakovanja, da bo tečaj dinar/evro na koncu leta na ravni okoli 120 dinarjev za evro, medtem ko sedaj tečaj znaša okoli 80 dinarjev za evro (konec leta 2005 je tečaj znašal 86 dinarjev za evro). Če predpostavimo, da bi bila raven 120 dinarjev ravnotežna, potem bi moral devizni tečaj deprecirati za okoli 50% s sedanjih ravni. Sicer zasuka kapitalskih tokov ni pričakovati tako kmalu; če bo do njega prišlo, pa bo to povzročilo precejšnjo deprecijacijo tečaja, s tem pogojeno dodatno inflacijo, zmanjšanje domače kupne moči prebivalstva, dolžniki pa bi imeli več težav z odplačilom kreditov z devizno klavzulo ali kreditov v domači valuti.

²⁰ Po objavi Narodne banke Srbije naj bi bila inflacija v letu 2006 samo 6,6%, v precejšnji meri pa je za to zaslužna apreciacija tečaja dinarja proti evru, zaradi česar se niso zviševale cene uvoznih proizvodov in storitev.

5.4.3. Bančni sektor

Bančni sistem v Srbiji trenutno predstavlja najbolj donosen in rastoč sektor v gospodarstvu, v katerega se steka vse več sredstev. Bančni trg v Srbiji še ni zasičen, saj celotna bančna aktiva (podatek NBS 30.6.2006) predstavlja le okoli polovico BDP, medtem ko je to razmerje v sosednjih državah, predvsem na Hrvaškem, precej višje. Prebivalstvo trenutno ni zadolženo, saj dolg na prebivalca znaša približno 200 EUR, kar predstavlja povprečni mesečni dohodek. Po podatkih NBS je bilo 30.9.2006 19 od skupaj 38 bank v večinski tuji lasti, pri čemer so tri največje banke (vse v večinski tuji lasti) imele 30.9.2006 skupaj 33% tržni delež (merjeno kot aktiva banke glede na celotno aktivo bančnega sistema). Tržni deleži so precej razdeljeni. Prvih pet bank ima posamično med 7% in 14% tržni delež²¹, kar pomeni, da nobena banka nima dominantne tržne moči. Le ena od večjih bank, ki ima okoli 9% tržni delež, je v večinski lasti države, poleg nje pa je v lastniški strukturi prisoten tudi EBRD. Tudi ta banka bo v roku nekaj let prodana, najverjetneje tujim lastnikom. Država je večinski lastnik še v 9 manjših bankah, v nekaj letih pa je pričakovati umik države tudi iz teh bank. 10 bank je v večinski lasti domačih delničarjev oziroma ima razpršeno lastniško strukturo²². tujih skladov. Sicer je v Srbiji v zadnjih letih prisotna kreditna ekspanzija, zaradi česar je centralna banka že nekajkrat intervenirala in tako dvignila obvezno rezervo za sredstva v tuji valuti na 60%, medtem ko je bila obvezna rezerva za sredstva v domači valuti znižana iz 18% na 15%. S tem država poskuša preprečiti dotok špekulativnega kapitala, poleg tega pa želi banke spodbuditi k zbiranju sredstev na domačem trgu in s tem preprečiti nadaljnjo rast zunanjega dolga. Konec leta je centralna banka omilila svojo politiko do tujega zadolževanja tako da je znižala obvezno rezervo na tuje depozite do dveh let na 45%, za ostale pa na 40%, medtem ko je bila obvezna rezerva za domača sredstva znižana s 15% na 10%. S tem centralna banka daje možnost dodatni rasti kreditov, ki so konec leta 2005 znašali 32% BDP. Po uredbi centralne banke je lahko le 30% kreditov danih v tuji valuti, v praksi pa se 80% kreditov danih nevladnim ustanovam in posameznikom (IMF, 2006e, str. 29) daje z valutno klavzulo oziroma v tuji valuti. V glavnem so krediti v tuji valuti in valuti z devizno klavzulo danim subjektov, ki sami nimajo valutne zaščite, kar predstavlja tveganje bank v primeru, da pride do večje deprecije tečaja dinarja. V tem primeru bi nekateri dolžniki postali kreditno nesposobni.

Rast depozitov je v letu 2006 znašala 27,5% ob 6% inflaciji, realno torej okoli 20%. Od konca leta 2000 do konca leta 2005 so se skupni depoziti povečali nominalno kar za 7,35-krat, realno pa zaradi inflacije za 3,15-krat. Krediti so zrasli v obdobju 2000-2005 skupaj za 48%, vendar pa so se, zaradi inflacije ter znižanja zneska kreditov za 35%, v letu 2002 realno celo znižali za 37%. V letu 2004 je bila sicer zabeležena realna rast skupnih kreditov za skoraj 30%, v letu 2005 26,7%, v letu 2006 pa so se krediti realno povečali za 5%, kar je manjša rast kot v prejšnjih letih. Banke so očitno zmanjšale kreditiranje zaradi višje obvezne rezerve na sredstva, pridobljena iz tujine. Centralna banka je tako ustavila kreditno

²¹ Merjeno kot aktiva banke glede na celotno aktivo bančnega sistema na dan 30.9. 2006

²² Če ima banka razpršeno lastniško strukturo, je možno, da je dejansko v večinski tuji lasti, vendar pa noben od delničarjev nima prevladujočega vpliva na poslovanje banke.

ekspanzijo, ki se je dogajala v Srbiji v preteklih letih. Multiplikator M3 (vključuje tudi devizne depozite) v zadnjem času celo pada, medtem ko rastejo devizne rezerve, ki so dosegle že 12 milijard USD. Obrestne mere na kredite ostajajo stabilne, povečujejo pa se obrestne mere na depozite, kar gre razložiti s poskusi bank nadomestiti sredstva iz tujine s cenejšimi domačimi sredstvi. Obenem se povečujejo tudi depoziti v bankah. Glede na omenjene dejavnike kratkoročno ni pričakovati večjih pretresov. Nekoliko več zaskrbljenosti vliva odločitev centralne banke konec leta 2006, da zmanjša obvezno rezervo na tuje, tako kratkoročne kot dolgoročne, depozite, s čimer bo olajšano zadolževanje bank v tujini. S tem se lahko še poveča zunanji dolg, ki tudi trenutno ni nizek, kar lahko privede do večjih nestabilnosti.

Srbija je sicer izdala nekatere dolžniške instrumente, vendar pa še vedno ni na razpolago dolžniških dolgoročnih instrumentov v domači valuti, preko katerih bi lahko izračunali dejanski razmak med obrestnimi merami v Srbiji in v tujini. Če vzamemo donosnost na nemške dolgoročne obveznice, ki se giblje okoli 3,75% (podatek konec oktobra 2006), ter donosnost srbskih obveznic, denominiranih v evrih, ki je na ravni okoli 6%, potem je razmak v donosnosti okoli 3,25%. Trg očitno smatra, da je Srbija precej tvegana država. Centralna banka je sicer pred kratkim znižala obrestno mero na 14%, kar je še vedno več, kot znaša seštevke donosnosti dolgoročnih državnih obveznic (okoli 6%) ter inflacije (po napovedih za leto 2006 naj bi znašala 6,6%).

Bistveno več težav je z nadzorom samega bančnega sektorja. Z novo bančno zakonodajo se bo poskušalo vplivati na boljšo kapitalsko ustreznost bank, saj se bo začelo uvajati standarde Basel I, torej bo kapitalna ustreznost bank odraz tveganosti njihovega kreditnega portfelja. Srbske banke se soočajo s precejšnjim deležem slabih kreditov, ki dosegajo celo 20% vseh kreditov, zaradi česar so potrebne precejšnje rezervacije, ki vplivajo na poslovni izid. Težave so tudi med samim prebivalstvom, saj se nekateri niti ne zavedajo, da je kredite treba vrniti. Centralna banka sicer poskuša bankam pomagati z nasveti glede pregleda kreditne sposobnosti (pri tem jim tehnično pomaga tudi Svetovna banka), vendar se banke, ki jim je cilj predvsem pridobiti tržni delež, ne zanimajo preveč za upravljanje s tveganji. To lahko v prihodnosti privede do težav v bančnem sektorju. Težave so tudi s samimi nadzorniki. Ti so v glavnem vzeti direktno s fakultet in nimajo dosti praktičnega znanja, poleg tega pa so tudi slabo plačani.

5.4.4. Politična stabilnost

Srbija ima z IMF-om sklenjena dva aranžmaja. Makroekonomska politika v državi je tako tudi pod vplivom nasvetov te institucije, kar je v preteklih letih imelo pozitivne učinke na razvoj gospodarstva. IMF zahteva predvsem nadaljevanje procesa privatizacije, s čimer se bo povečala učinkovitost gospodarstva, poleg tega pa zahteva tudi vzdržno fiskalno politiko. Zaradi zmanjševanja ravni inflacije, ki je eden največjih problemov v Srbiji, je bila v letu 2006 potrebna koordinirana akcija centralne banke ter vlade, pri čemer je

centralna banka vodila restriktivno monetarno politiko s ciljem zmanjšanja inflacije pod raven 10%. Država pa je v ta namen morala imeti proračunski presežek, torej zmanjšati svoje izdatke, prav tako pa ne zviševati reguliranih cen, predvsem zdravil ter električne energije. Inflacija naj bi po napovedih NBS znašala v letu 2007 med 4% in 8%. Če bo ta cilj dosežen, bo to predvsem zaradi prilivov tujega kapitala in s tem povezane apreciacije deviznega tečaja, kar bo pocenilo uvozne dobrine.

Srbija je sicer začela pogajanja o vstopu v pridruženo članstvo v EU, vendar so do sedaj pogovori neuspešni, saj Srbija ni pristala na vse politične pogoje. Tako pred letom 2012 ni pričakovati, da bi Srbija vstopila v Evropsko Unijo, čeprav je to cilj sedanje oblasti. O uvedbi evra se tako ne razmišlja, saj je to še zelo oddaljen scenarij.

Čeprav je Srbija trenutno v gospodarskem vzponu, pa ima precej političnih problemov. Najbolj znan je primer Kosova, kjer še ni dogovora o nadaljnji usodi te pokrajine, prav tako ni pričakovati, da bo ta dosežen kmalu. Na Kosovu ves čas prihaja do manjših konfliktov, ki pa nimajo bistvenega vpliva na gospodarsko dogajanje v Srbiji. Verjetno bi bilo povsem drugače, če bi zaradi nerešene situacije prišlo do konfliktov večjih razsežnosti. Ta scenarij trenutno ni prav verjeten, na daljše obdobje pa ni izključen, še posebej, če na januarskih volitvah zmagajo bolj radikalno usmerjene stranke.

Sedanja vladna koalicija je sicer naklonjena reformam in ima za cilj čimprej pripeljati Srbijo do članstva v EU, vendar pa na tem področju obstajajo problemi tako doma kot v tujini. Doma se srečujejo z opozicijo, ki ne želi reform in med drugim grozi tudi z ustavitvijo procesa privatizacije, ima pa precejšnjo podporo med ljudmi. V najslabšem primeru bi lahko zaradi nezadovoljstva ljudi opozicija prišla na oblast, s čimer bi bil potek gospodarskih reform upočasnen, povečala pa bi se možnost ponovnega izbruha oboroženih konfliktov.

Prav tako se pojavlja težava s strani Evropske Unije, ki želi čimprej izročitev vojnih zločincev Mednarodnemu sodišču za vojne zločine. Beguncev je v Srbiji kar nekaj, javno mnenje pa ni naklonjeno njihovi izročitvi mednarodnemu sodišču. To za sedanjo vlado predstavlja velik problem, saj brez njihove izročitve Evropska Unija ne bo smatrala, da v Srbiji obstaja vladavina prava, kar je predpogoj za začetek pogajanj o članstvu v EU. Tudi če dejansko pride do izročitve osumljenih, se lahko zgodi, da na volitvah zmaga bolj radikalna, reformam in mirnemu reševanju konfliktov manj naklonjena politična opcija, ki lahko državo v najslabšem primeru spet uvede v oborožene konflikte. Politična stabilnost v Srbiji tako ni zagotovljena zato obstaja precej faktorjev tveganja.

5.4.5. Mnenje

Srbija je v našem modelu specifičen primer, saj ima fleksibilen devizni tečaj. Tako ne more priti do klasičnega špekulativnega napada na valuto, katerega cilj je devalvacija, saj centralna banka ne namerava braniti tečaja domače valute, ki pa je v zadnjem času precej

aprecirala. Nestabilnosti so prisotne predvsem v bančnem sektorju – treba bo vzpostaviti nadzor nad bančnim sektorjem in izboljšati upravljanja s tveganji, kar ne bo lahka naloga, saj bo to vplivalo na poslabšanje poslovnega izida poslovnih bank, ki si na rastočem in konkurenčnem trgu poskušajo izboriti čim večji tržni delež. Če se bo sedanje stanje nadaljevalo, lahko pride do težav v bančnem sektorju zaradi prevelikega deleža slabih kreditov. Druga težava je evrizacija gospodarstva. Krediti manjšim kreditojemalcem so dani predvsem v tuji valuti oziroma so indeksirani na tujo valuto. Priliv kapitala je dovolj velik, da zagotavlja nemoteno financiranje visokega zunanjetrgovinskega primanjkljaja, vpliva pa tudi na apreciacijo domače valute. V prihodnosti se tovrsten tok kapitala zaradi političnih problemov, vezanih na dogajanje na Kosovu ter volitve (posebej če zmaga radikalna politična opcija), lahko obrne. S tem se bo pojavil večji pritisk na zadolževanje (možnost dolžniške krize), ali pa takojšnja deprecijacija tečaja, ki bo precej zvišala dolgove dolžnikom, s tem pa se bodo lahko nabrali slabi krediti, ki jih imajo banke že tako ali tako dovolj, centralna banka pa nima namena braniti raven deviznega tečaja (možnost nastanka bančne krize). Gospodarska rast je trenutno visoka in tudi napovedi za vnaprej so optimistične. Tveganja vseeno niso zanemarljiva, kar se kaže v relativno visokih donosih srbskih obveznic.

Tabela 13: Dolgoročni kazalniki

Sektor	Kazalnik	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Realni sektor	Gospodarska rast	5,2	5,1	4,5	2,4	9,3	6,8
	Proračunski primanjkljaj		-1	-4,6	-3,2	-0,2	1
Zunanji sektor	Apreciacija REER*	40,2	130	116,8	101,9	98,9	101,6
	Primanjkljaj TR	-1,3	-3,1	-8	-11,8	-14,8	-11,2
	Inflacija	11,9	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7
	Rast izvoza		16,3	2	10,8	29,2	45,2
	Rast uvoza		34,7	11,4	11,1	34,3	11,7
	FDI (% BDP)	1	1,6	2,7	6,3	3,9	6,4
	Zunanji dolg (% BDP)	132	104	79	71	63	64
Bančni sektor	Realna rast kreditov		64,6	14,9	29,6	26,7	22,7
	Kreditni (% BDP)		61,84	21,55	23,03	27,01	31,91

* - indeks glede na predhodno leto, povečanje pomeni apreciacijo

Vir: Narodna banka Srbije, Zavod za statistiku Srbije, IMF.

Tabela 14: Opisni kazalniki

Realni sektor	Centraliziranost javnih financ	Da
	Struktura izvoza po regijah	Predvsem EU
	Struktura izvoza po proizvodih	Nižja dodana vrednost
	Omejitve za prenos kapitala	Ni
Bančni sektor	Obstoj regulatorja sistema	Centralna banka
	Težave pri delovanju	Kadrovske težave
	Lastništvo bank	Pretežno v tuji lasti
	Državne banke	Še prisotne
	Tržna struktura	Ni koncentrirana
Politični dejavniki	Možni konflikti	Problem Kosova, vplivni radikalni politiki

Vir: NBS, Zavod za statistiku Srbije, IMF.

Kratkoročna tveganja rok ne obstajajo, saj se močno povečujejo devizne rezerve, prav tako ni zabeležiti signalov pri monetarnih agregatih ter multiplikatorju. Na daljši rok se postavlja vprašanje, kaj se bo zgodilo, ko bodo privatizacije končane, in bo priliv tujega kapitala manjši. Privatizirala se bodo v glavnem storitvena podjetja, kar ne bo bistveno vplivalo na izvoz, zunanji dolg pa bo zaradi primanjkljaja večji in sedanji ukrepi centralne banke se bodo morali korigirati. Ob tem ne smemo pozabiti političnih konfliktov, ki prav tako lahko obrnejo tok kapitala. Pri tem se postavlja vprašanje, ali bodo sedanje, čeprav velike devizne rezerve zadostne za vse povpraševanje po devizah s strani tujih investitorjev, ki bodo želeli preseliti svoje premoženje drugam.

Tabela 15: Kratkoročni kazalniki

Sektor	Kazalnik	feb.06	mar.06	apr.06	maj.06	jun.06	jul.06	avg.06	sep.06	okt.06
Realni Sektor	Rast industrijske proizvodnje	93,9	105,6	97,6	103,8	104,7	101,8	101,3	107,5	116,4
Zunanji Sektor	Apreciacija REER	99,3	100,3	103,3	103,7	104,7	108,8	107,6	110,7	113,2
	rast izvoza (v%)	16,80	26,63	-17,45	24,04	1,70	-3,57	2,10	2,97	-0,51
	rast uvoza (v%)	32,85	25,47	-16,93	16,29	-0,28	-7,89	1,76	3,04	0,30
	Kratk. zun. Dolg/ rezerve	0,24	0,25	0,27	0,20	0,20	0,20	0,13	0,14	0,14
	Kratk. zun. Dolg/ celoten zunanji dolg	0,10	0,11	0,12	0,10	0,10	0,10	0,08	0,08	0,08
	Kratkoročni zun. Dolg/izvoz	4,06	3,49	4,76	3,03	3,06	3,15	2,58	2,49	2,52
	Rast deviznih rezerv(%)	4,06	1,98	5,49	8,47	1,57	-0,09	27,73	-6,71	1,36
Bančni sektor	Multiplikator M2	2,03	2,10	2,05	2,12	2,08	1,99	2,20	2,12	2,02
	Rast multiplikatorja m2 (%)	0,95	3,86	-2,37	3,23	-2,07	-4,05	10,58	-3,85	-4,84
	Rast depozitov (%)	2,12	0,84	2,21	3,76	3,29	1,49	6,90	2,35	0,81
	M2/devizne rezerve	0,38	0,38	0,37	0,36	0,36	0,36	0,30	0,33	0,33
	FDI (mio USD)	82	88	39	263	427	135	1.941	-351	275
	Obresti na kredite	17,73	16,02	16,88	16,43	17,3	16,7	16,43	18,15	17,79
	Obresti na depozite	4,52	4,32	4,72	5,18	5,23	5,43	5,55	5,87	5,8

Vir. NBS, Zavod za statistiku Srbije.

5.5. Makedonija

To je ena najmanjših ekonomij v Jugovzhodni Evropi. Ob dveh milijonih prebivalstva je v letu 2005 BDP znašal 4,7 milijarde evrov. Makedonija je zadnja država v regiji, ki je preživljala oborožene konflikte. V letu 2001 je gospodarstvo zaradi tega zastalo, posledice pa so se čutile tudi v naslednjih letih. Gospodarska rast je nizka, prav tako priliv tujih direktnih investicij. Država bistveno več uvaža kot izvažata, medtem ko bančni sektor raste. Lahko centralna banka kljub omenjenim dejstvom ohrani devizni tečaj na sedanjih ravneh ali je pričakovati bistveno devalvacijo?

5.5.1. Realni sektor

Gospodarska rast je v letu 2005 znašala 4%, prav tako kot v letu 2004, približno enako stopnjo rasti pa je pričakovati tudi v prihodnje. Nižja rast je bila zabeležena v letih 2002 in 2003, v letu 2001 pa je bila zabeležena celo negativna rast. To je bila posledica oboroženih konfliktov v letu 2001, ki so negativno vplivali na gospodarstvo tudi v naslednjih letih. Za nizko rast, glede na podobno razvite države v regiji, so zaslužne visoke obrestne mere pri domačih bankah, ki onemogočajo normalno financiranje podjetij, kakor tudi pomanjkanje direktnih tujih investicij. Po drugi strani država tudi vodi restriktivno fiskalno politiko, trenutno pa se ne izvajajo večji infrastrukturni projekti (če izvememo gradnjo nekaj hidroelektrarn). Po obljubah sedanjih oblasti bo Makedonija v naslednjih letih lahko zabeležila tudi 6-8% stopnjo rast BDPja, vendar pa je vse odvisno od zgoraj navedenih dejavnikov, predvsem tujih investicij. Šele čez nekaj let bo jasno, ali so bile obljube o 6-8% letni rasti le obljube ali je šlo tudi za izvedbo programa. Makedonski izvoz sicer predstavlja približno 35% BDP, vezan pa je v glavnem na jeklo in tekstilne izdelke. Na tem trgu vlada precejšnja konkurenca, tako da bo njihova konkurenčna prednost, predvsem pri tekstilu, v nizkih stroških delovne sile. V prihodnosti utegne večji problem za državo predstavljati uvoz energentov, ki trenutno znaša 4,6% BDP, pričakovati pa je, da se bodo cene energentov povečale.

Državni proračun ne beleži bistvenega primanjkljaja. V letih 2004 in 2005 je bil ustvarjen celo presežek v proračunu, v letu 2006 in 2007 pa IMF ocenjuje, da bo proračunski primanjkljaj znašal 0,6% BDP. Rast industrijske proizvodnje je razpoložljiva samo v kvartalnih podatkih. Zadržuje se na ravni okoli 4%.

5.5.2. Zunanji sektor

Država beleži precejšen trgovinski primanjkljaj v višini 18% BDP, vendar pa se to v precejšnji meri izravna s tekočimi transferji. Ti so posledica dejstva, da precej državljanov dela kot začasni delavci v tujini in pošilja del svojih prejemkov v domovino. Tako je primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance v letu 2004 znašal 7,7% BDP, v letu 2005 pa je dosegel 1,4% BDP. V letu 2006 je opaziti konstantno rast izvoza, medtem ko uvoz relativno pada. Tako je domača potrošnja kljub precejšnjemu izvozu v glavnem financirana s prilivi od drugod, ki so vsaj v zadnjem času dokaj konstantni. Sicer Makedonija uvaža predvsem nafto in naftne derivate, tekstil in železo, zanimivo pa je, da sta najpomembnejša izvozna artikla prav tako železo in tekstil. Glede na to, da ima Makedonija dosti proizvodnih kapacitet, je možno, da gre predvsem za izvoz surovin ter izvoz izdelkov, ki pa vseeno nimajo prav velike dodane vrednosti. Poleg tega tekstil predstavlja 22,4%, železo pa 26,9% izvoza, torej je precejšen del izvoza koncentriran na ta dva artikla, kar predstavlja faktor tveganja. Prihodki od izvoza so v letu 2005 po podatkih NBRM 8,7-krat večji kot pa

odplačilo zunanjega dolga.. Zunanji dolg po podatkih iz konca leta 2005 znaša 39,5% BDP, kar je malo v primerjavi s prej obravnavanimi državami. Zunanji dolg je na ravni okoli 40% BDP že od leta 1998 naprej (vir: NBRM), torej se bistveno ne povečuje. Ugodna je tudi struktura dolga, saj je zadolžena večinoma država (71,7% celotnega zunanjega dolga) pri tujih finančnih institucijah. Kratkoročni dolg pa je predvsem v obliki komercialnih kreditov, torej tekočih obveznosti kreditov za nabavljeno blago in storitve in predstavlja majhen delež celotnega zunanjega. Devizne rezerve se v nominalnem znesku v USD povečujejo. Konec leta 2005 so znašale 23% BDP, ob uvozu iz leta 2005 pa zadostujejo za 5,13 mesecev uvoza blaga in storitev, ob zanemarljivi višini kratkoročnega dolga pa so tudi nekajkrat večje kot kratkoročni dolg.

Uradno je tečaj domače valute, makedonskega denarja, uravnjavano drseč, dejansko pa je fiksen. Ta politika se vzdržuje že dalj časa, saj je bil tečaj denarja najprej vezan na nemško marko, nato pa se je nadaljevalo z vezavo na evro. Nihanja tečaja so zelo majhna, in dogaja se, da je tečaj tudi po mesec dni ali več na isti ravni. Inflacija v državi je vseskozi nizka, v letu 2005 je bila zabeležena stopnja inflacije 2,1%, v letu 2006 pa bo verjetno preseгла 3%. Tako se inflacijske stopnje ne razlikujejo bistveno od tistih v evro coni, torej se realno tečaj glede na evro, kot najpomembnejšo tujo valuto, bistveno ne spreminja. Prav tako centralna banka brez težav vzdržuje valuto na sedanji ravni. Ni čutiti niti apreciacijskih niti depreciacijskih pritiskov. Centralna banka ne objavlja podatkov o gibanju realnega učinkovitega deviznega tečaja; občasno v publikacijo navedejo le podatek, koliko se je realni učinkoviti devizni tečaj spremenil v nekaj mesecih.

Zaenkrat je tuj kapital pritekal predvsem pri nakupih podjetij v procesu privatizacije, in s portfeljskimi naložbami oziroma nakupi delnic na Makedonski borzi. Manj je greenfield direktnih tujih investicij. Tuje direktne naložbe so v letu 2005 znašale le 77 milijonov evrov, v prvem polletju 2006 pa so zabeležili 256,6 milijona EUR. Država je majhna in tako manj zanimiva za tuje investitorje, prav tako nima veliko naravnih virov. Nizka kupna moč prebivalstva, politični konflikti, korupcija ter birokracija so najverjetneje razlog, zakaj se tuji investitorji redko odločajo za investiranje v to državo. Problematične so tudi omejitve za kapitalske tokove, ki so prisotne pri lastništvu v bankah in držanju vrednostnih papirjev. Tako imajo uvedene omejitve glede lastništva v bankah ter glede držanja vrednostnih papirjev²³. Nova vlada si je zadala nalogo izboljšati okolje za pritok tujih investicij. Prejšnja vlada namreč ni bila naklonjena tujim investitorjem.

Makedonski subjekti drugod nimajo pomembnejših investicij, njihovo izvozno področje pa je predvsem Srbija ter ostale države bivše Jugoslavije. Tako je pričakovati negativne učinke predvsem v primeru krize v Srbiji in manjše učinke, če bi kriza prišla od drugod.

²³ Kupec vrednostnih papirjev na Makedonski borzi tako ne more prodati svojih vrednostnih papirjev prej kot v enem letu, razen če vmes plačuje pravice do prodaje vrednostnih papirjev, kar se na koncu izkaže kot nemajhen strošek (cca 2% vrednosti portfelja na letni ravni).

5.5.3. Bančni sistem

Obstajajo dokazi, da slabo razvito finančno posredništvo negativno vpliva na gospodarski razvoj. Slabo razvito in neučinkovito finančno posredništvo slabo vpliva na odločitve glede investiranja in varčevanja ter zavira gospodarsko rast (IMF, 2006f, str. 54). Obrestne mere v Makedoniji so trenutno na zelo visokem nivoju. Obrestne mere na 12-mesečne državne obveznice so na zadnji dražbi znašale 8,66% (glej tabelo J v Dodatku), kar se ob nizki inflaciji kaže kot precejšnja premija za tveganje. Če gledamo gibanje bolj kratkoročnih obrestnih mer, je v letu 2006 opaziti precejšnje upadanje. Prav tako visoke so obrestne mere na bančne kredite, predvsem podjetjem in fizičnim osebam, kar duši gospodarsko aktivnost, ter povečuje možnost moralnega tveganja. Pri visokih obrestnih merah se namreč zadolžujejo tudi dolžniki, ki nimajo namena vrniti posojila. Obrestne mere v tujini ne vplivajo pomembno na domače obrestne mere, saj se domače banke v glavnem ne zadolžujejo v tujini. V prihodnosti je tako možno, da bodo, kljub višjim obrestnim meram v evro coni, obrestne mere v Makedoniji padale.

V Makedoniji sta le dve večji banki, in sicer druga in tretja po velikosti, v večinski tuji lasti. Država se je povsem umaknila iz lastništva bank, torej so vse v privatni lasti, vendar pa pri večini bank lastništvo ni konsolidirano. To predstavlja težavo, saj lastniki niso zainteresirani, da aktivno sodelujejo pri upravljanju bank, ampak bolj čakajo na to, da bodo domače banke prevzete in bodo lahko svoje delnice prodali tujim bankam. Zaradi tega je tudi več možnosti za manjšo učinkovitost poslovanja, saj managerji nimajo dovolj velikega pritiska, da bi naredili spremembe v poslovanju. Trg sam je precej koncentriran, saj dve največji banki obvladujeta (glede na sredstva) okoli 60% bančnega trga. S tem je tudi dana večja verjetnost, da pride do problema »too big to fail«, saj bi posledice stečaja ene od obeh bank zelo negativno vplivale na razvoj celotnega gospodarstva; tako lahko banki tvegata več. Centralna banka ima sicer na svoji spletni strani postavljena navodila, kako naj banke upravljajo s posameznimi tipi tveganj. V Makedoniji je v veliki meri prisotno kreditno tveganje, saj je delež slabih kreditov precejšen. Po zadnjih podatkih (30.9.2006) znaša 7,31% sredstev bančnega sistema, kar pa je še vedno manj kot konec leta 2005, ko je bilo takih kreditov celo 10,9%. Banke sicer delajo precejšnje rezervacije za kredite, kar pomeni, da so izgube večinoma v celoti pokrite, vendar pa to vpliva na njihovo donosnost. Centralna banka ima precej pooblastil glede nadzora nad bankami, med drugim lahko banko tudi zapre ali uvede prisilno upravo, kar se je že zgodilo v praksi. Banke so po makedonski zakonodaji kapitalsko ustrezne, če je kapitalska ustreznost 8% ali več, centralna banka pa lahko predpiše tudi višjo stopnjo, vendar ne višjo kot 16%. Sicer je trenutna zakonodaja usklajena s standardom Basel 1, vendar pa je zaradi prisotnih tveganj potrebno čimprej uvesti standarde Basel 2, ki bolje odredijo kapitalsko ustreznost banke, saj so vezani na tveganje, ki mu je banka izpostavljena. Po poročilu NBRM po stanju 30.9.2006 nobena od bank v Makedoniji nima manjše kapitalske ustreznosti kot 12%. Obstaja tudi shema zavarovanja depozitov – zavarovani so vsi depoziti do 10.000 EUR ter 90% zneska depozitov med 10.000 in 20.000 EUR.

Kreditni zasebnemu sektorju beležijo precejšnjo rast od leta 2003 naprej. Kumulativna rast je v tem obdobju znašala 79%, rast je bila v povprečju na letni ravni okoli 20%. Tudi v letu 2006 se rast nadaljuje - v prvih 10 mesecih so krediti zrastle za 10,5%, rasli pa so tudi depoziti, in sicer za 20,5%. Struktura kreditov kaže, da jih je 26,48% v tuji vladi (glej tabelo K v Dodatku). Delež države v skupnih kreditih je 70,9% (glej Tabela L v Dodatku). Multiplikator M2 je stabilen, predvsem pa ne kaže trenda rasti. Ker ni mesečnega podatka o deviznih rezervah, je možno dati le približno oceno gibanja razmerja M2 in rezerv – to razmerje mora ostajati konstantno, saj M2 raste, prav tako devizne rezerve, razmerje pa mora ostajati nekje enako. Dolgoročno je prisoten trend upadanja obrestnih mer tako na kredite kot na depozite.

V prihodnosti je pričakovati lastniško konsolidacijo bančnega sektorja, ko bodo tuje banke kupovale domače. Nato je po izkušnjah iz sosednjih držav (Hrvaška, Bosna) pričakovati dva procesa: prvi je pritok tujega kapitala, s čimer se bodo dajali krediti za domačo potrošnjo, in to predvsem preko nižjih obrestnih mer, kjer je glede na sedanje ravni še precej prostora za znižanje. Pričakovati je hitrejšo rast kreditov tako prebivalstvu, kot podjetjem, kjer bo centralna banka morala intervenirati, da ne bo prišlo do pretiranega porasta zunanjega dolga. Drugi proces, ki naj bi tekkel vzporedno s prvim, je nadaljnja lastniška konsolidacija v bančnem sektorju, saj banke v pretežno domači lasti ne bodo zmogle konkurence z bankami v tuji lasti, ki bodo lahko dobivale sredstva iz tujine po bolj ugodnih pogojih. Tako je pričakovati, da bodo po koncu tega procesa ostale v domači lasti le še nekatere manjše banke. Ker je trenutno v makedonskih bankah malo sredstev, ki izvirajo iz tujine, prav tako pa odvajajo precejšnje zneske za rezervacije za morebitna izgubljena posojila, tudi niso bistveno ranljive na morebitne šoke. Če se izpolni pričakovani scenarij s povečanim pritokom tujega kapitala, bo vprašanje ranljivosti bančnega sektorja postalo bolj aktualno.

5.5.4. Politična situacija

Makedonija je poleg Hrvaške prišla najdlje glede približevanja EU, saj ima status države kandidatke, pričakuje pa se, da se bodo kmalu začela tudi pogajanja za vstop države v Evropsko Unijo. Pogajanja lahko trajajo tudi več let, težavo za vstop pa lahko predstavljajo tudi sosednje države članice - predvsem Grčija, ki ima že ves čas pripombe glede imena Makedonija, saj se tako imenuje tudi severna grška pokrajina. Pričakovati je, da bodo ta problem pred vstopom rešili, vendar pa vseeno zaključka pogajanj verjetno ne bo pred letom 2010, še nekaj let pa bo potrebno dodati, da bi prišlo do uvedbe evra. Tako je še dovolj časa, da se stanje v gospodarstvu izboljša, po drugi strani pa tudi niso izključene nestabilnosti. Do teh bi lahko prišlo v primeru prej omenjenega pritoka tujega kapitala, ki bi sicer pomenil gospodarski razcvet, vendar pa bi vnesel več nestabilnosti. Makedonija ima z IMF-om sklenjene tri sporazume, in tako ta institucija spremlja makroekonomsko dogajanje v državi.

Oborožen konflikt leta 2001 se je končal z mirovnim sporazumom, vendar so napetosti ostale. Vnovičnega izbruha nasilja sicer ni pričakovati, še posebej ne v primeru, če bo država napredovala v zблиževanju z Evropsko Unijo, saj bodo zahteve EU šle v smeri spoštovanja človekovih pravic ter zaščite manjšin. Makedonija ima tudi mejo s Kosovom, ki ostaja še vedno najbolj nemirno območje v regiji, zato bi morebitni konflikti bi imeli negativne vplive tudi na Makedonijo. Če nič drugega bi preko meje prihajali begunci. Tako Makedonija še vedno ostaja nemirno območje, kar deloma razloži precejšnje razlike v obrestnih merah državnih obveznic (ostalo so stroški nakupa). S približevanjem EU je pričakovati, da se bodo razrešila nerazrešena vprašanja in se bo s tem verjetnost novih konfliktov bistveno zmanjšala.

5.5.5. Mnenje

Krediti resda rastejo, vendar pa ni čutiti priliva dolžniškega kapitala od zunaj, saj je domači bančni sektor še vedno v pretežni domači lasti in sam lahko zbere dovolj depozitov za financiranje kreditov. Potrošnja države (proračun) je za sedaj umirjena, vendar država beleži konstanten visok trgovinski primanjkljaj ob nizkih tujih direktnih investicijah. Zunanjetrgovinski primanjkljaj se pokriva z direktnimi transferji, tako da je tekoči račun bolj ali manj v ravnovesju, in ni potrebno bistveno zadolževanje, da bi se financiral. Stanje izgleda vzdržno, torej ni direktnih povodov, da bi bilo potrebno delati tudi kratkoročno analizo, vendar pa je taka stabilnost na trhlih temeljih. Bančni sektor verjetno ne bo več dolgo ostal v domači lasti, ampak bodo prišli tujci, ki bodo ponujali kredite z obrestno mero, ki bo nižja, kot je sedaj. Povpraševanje po kreditih se bo bistveno povečalo, in prišlo bo do vedno večjega zadolževanja v tujini, kar bo pomenilo test za regulatorne organe. Za državo je tako bolje, da že sedaj začne privabljati tuje investicije, da bi istočasno s kreditno ekspanzijo začeli proizvajati in predvsem izvažati več. Tako se bodo lahko pripravili na povečanje uvoza, če pride do omejenega scenarija. Velja omeniti, da kljub temu, da je kljub boljši pokritosti uvoza kot v ostalih državah problem v strukturi izvoza, saj v njej prevladujejo tekstil in železo (jeklo). Če pride do zastoja v teh dveh dejavnostih, ki so globalno precej konkurenčne, se lahko zunanjetrgovinski primanjkljaj bistveno poveča. Zunanjetrgovinski primanjkljaj se financira na zelo čuden način, in sicer s tekočimi transferji. Ti so odvisni predvsem od gospodarske klime v državah, kjer so zaposleni zdomci, predvsem v državah Zahodne Evrope. Če tam pride do recesije, bodo negativne posledice čutili tudi v Makedoniji, saj se bo kupna moč prebivalstva poslabšala, zmanjšal se bo uvoz, zaradi nižjih transferjev pa bo težje financirati proračunski primanjkljaj. Kratkoročno ni pričakovati bistvenih pretresov, saj gospodarstvo raste, prav tako devizne rezerve, dolg pa je relativno nizek. Dolgoročno pa bo ranljivost odvisna od lastniške konsolidacije v bančnem sektorju, sposobnosti regulatorjev, da zajezi pretirano rast kreditov, ter sposobnosti oblasti, da pritegnejo v državo veliko tujih direktnih investicij. Vse to ob predpostavki, da bo približevanje EU delovalo stabilizirajoče tudi na notranje politične napetosti v državi.

Tabela 16: Dolgoročni kazalniki

Sektor	Kazalnik	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Realni sektor	Gospodarska rast (%)	4,5	-4,5	0,9	2,8	4,1	4
	Proračunski primanjkljaj (% BDP)	1,8	-7,2	-5,7	-1,1	0	0,2
	Inflacija (%)	10,6	5,2	1,4	2,4	0,9	2,1
Zunanji sektor	Apreciacija REER	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
	FDI (% BDP)	4,9	12,8	2,1	2,1	2,9	1,8
	Trgovinski primanjkljaj (% BDP)	-19,3	-15,5	-21,5	-18,4	-20,8	-18,4
	Deficiti TR (%BDP)	-2	-7,1	-9,5	-3,2	-7,7	-1,4
	Zunanji dolg (% BDP)	43,1	43,5	43,5	39,7	38,7	39,5
Bančni sektor	Rast kreditov		-0,4	6,2	14,1	24,7	20,5
	Rast depozitov		69,3	-12,0	19,9	19,8	17,6
	Kreditni delež BDP	16,05	16,16	16,45	18,21	21,53	25,39

Vir: NBRM, IMF.

Tabela 17: Opisni kazalniki

Realni sektor	Centraliziranost javnih financ	DA
	Struktura izvoza po regijah	Razpršeno
	Struktura izvoza po proizvodih	Prevladujejo v dveh kategorijah
	Omejitve za prenos kapitala	Implicitne ovire (birokracija)
Bančni sektor	Obstoj regulatorja sistema	Centralna banka
	Težave pri delovanju	Visok delež slabih kreditov, pasivna vloga lastnikov
	Lastništvo bank	Pretežno razpršene lastniške strukture
	Državne banke	Država je v celoti prodala svoje deleže
	Tržna struktura	Dve banki 60% trga
Politični dejavniki	Možni konflikti	Problemi z vsemi sosedi, notranji problemi z Albanci, negativnen vpliv možnih konfliktov na Kosovo

Vir: NBRM, IMF.

6. Zaključek

Opisal sem štiri večje finančne krize med leti 1994 in 2001, medtem ko je bilo v istem obdobju tudi precej manjših. Vzroki za nastanek kriz so bili različni, državam pa je bilo skupno to, da so sprostile kapitalske tokove, zaradi česar je začel pritekati predvsem dolžniški kapital. Nestabilnosti so nastajale zlasti v bančnih sektorjih, ki niso bili sposobni učinkovito alocirati sredstev, pridobljenih iz tujine. Tako so se krediti uporabljali za investicije v nedonosne projekte ali pa so banke odobrile kredit osebam, ki dejansko niso bile kreditno sposobne. V primeru Argentine se je zadolževala predvsem država, ki ni uspela kontrolirati javne porabe. Sčasoma so se na bilancah bank nabrali slabi krediti, saj nekateri dolžniki niso bili sposobni vračati kreditov. Zadolženost držav se je precej povečala in sčasoma so tuji investitorji, med drugim tudi zaradi političnih problemov v teh državah, začeli svoje vloške umikati. To je povzročilo zmanjšanje deviznih rezerv teh držav do te mere, da države, oziroma njihove centralne banke, niso bile več sposobne vzdrževati paritete domače valute glede na tujo. Prišlo je do precejšnje deprecije domače valute, zmanjšanja zaposlenosti in BDP-ja. Z devalvacijo valute je prišlo tudi do bančne

krize, saj je bila večina kreditov odobrenih v domači valuti, medtem ko so se banke zadolževale predvsem v tuji valuti.

Čeprav se v državah bivše Jugoslavije pojavljajo določena neravnovesja, pa kratkoročni kazalniki ne predvidevajo, da bi se lahko v kratkem času pojavila finančna kriza, o kakršnih je bilo govora na začetku sestavka. Vseeno analizirane države niso povsem makroekonomsko stabilne, težave se pojavljajo tudi v bančnem sektorju, tako da krizni scenariji v naslednjih nekaj letih niso izključeni. Vse omenjene države se spopadajo s precejšnjim trgovinskim primanjkljajem, kar pomeni, da njihova gospodarstva niso konkurenčna. Sicer se primanjkljaj zmanjšuje na različne načine – deloma s trgovinsko bilanco, v nekaterih primerih, kar je nenavadno, pa celo s tekočimi transferji, tako da je primanjkljaj tekočega računa manjši kot primanjkljaj tekoče bilance (v primeru Makedonije se skoraj izniči). Ker se državna potrošnja v glavnem umirja, državni proračuni pa so uravnoteženi ali beležijo le minimalen primanjkljaj (z izjemo Hrvaške), je glavni vir zunanjih ravnovesij predvsem zunanjetrgovinski primanjkljaj, zaradi katerega je potrebno financiranje preko tujih investicij in zadolževanja. Na daljši rok bo tako pomembno, koliko tujega kapitala bodo države uspele pritegniti tako v obliki privatizacijskih projektov kot tudi tujih direktnih investicij, s čimer bodo izboljšali učinkovitost domačega gospodarstva in povečali obseg proizvodnje. Pomembna bo tudi kvaliteta tujih investicij, saj bodo v primeru direktnih tujih investicij predvsem v delovne intenzivne panoge, države še vedno izvažale več proizvodov z nizko dodano vrednostjo, zaradi česar primanjkljaj ne bo manjši. Privatizacijski prihodki bodo le kratkotrajni, predvsem pa bodo usmerjeni v velike sisteme (elektrogospodarstvo, naftna industrija, telekomunikacije), in ne bodo bistveno vplivale na zunanjo konkurenčnost gospodarstev. Prav tako so tovrstni prihodki omejeni, saj ima država le manjše število podjetij, ki jih lahko proda. Ko bodo ta prodana, se bodo tuje investicije zmanjšale, in če bo še vedno prisoten primanjkljaj tekočega računa, ga bo potrebno financirati z zadolževanjem. To bo vsaj v primeru Hrvaške in Srbije še dodatno povečalo dolg, v primeru Bosne pa bi se zaradi ogromnega primanjkljaja dolg začel hitro nabirati. V vseh primerih pa zadolženost lahko na daljši rok postane nevzdržna. V dosedanjih krizah je imel pomembno vlogo pomanjkljiv nadzor nad bančnim sektorjem. V obravnavanih državah sicer nadzor obstaja, prav tako obstaja zakonodaja, vendar pa je v več primerih vprašljivo delovanje nadzora. Trenutno sicer ni čutiti večjih nestabilnosti v bančnem sistemu, saj banke delajo rezervacije za slaba posojila, zato v zadnjem času niti ni bilo stečajev, vsaj ne večjih ali srednje velikih bank. Poleg tega v vseh državah obstajajo sheme zaščite depozitov, torej v primeru krize ne bi prišlo do navala na banke. Razen v Makedoniji, kjer je bančni sistem še vedno v pretežno domači lasti, je precej kreditov danih v tuji valuti ali z devizno klavzulo, torej bi se v primeru večje devalvacije pojavili predvsem slabi krediti, saj dolžniki v večini niso zaščiteni pred valutnimi tveganji. Nastanka samo bančne krize torej ni za pričakovati, banke pa utegnejo imeti precej težav, če bi se pojavila devalvacija, oziroma v primeru Srbije precejšnja deprecijacija tečaja domače valute. Nastanek dvojne krize je tako možen, vendar pa se to ne bo zgodilo prav kmalu. Vsekakor bo treba še naprej pozorno spremljati kratkoročne kazalnike, saj dolgoročno obstajajo neravnovesja.

Viri in literatura

Literatura

1. Ante Babić, Ante Žigman: Currency Crises: Theoretical and Empirical Overview of the 1990s. Zagreb: Hrvatska Narodna Banka, 2001, 28 str.
2. Asian Development Outlook 1999 - Financial Crisis in Asia. Manila: Asian Development Bank, 1999, 26 str.
3. Bussiere Matthieu, Fratzscher Marcel: Towards a New Early Warning Sistem of Financial Crises. Frankfurt am Main: ECB, 2002. 67 str.
4. De Long Bradford, De Long Christopher, Robinson Sherman: The Mexican Peso Crisis – In Defense of U.S. Policy Toward Mexico. 1996. URL: http://www.j-bradford-delong.net/Econ_Articles/themexicanpesocrisis.html
5. Doyle Peter, Loius Kuijs, Jiang Gourong: Real Convergence to EU Income Levels: Central Europe from 1990 to the Long Term. IMF Working Paper, 2001, 36 str.
6. Fischer, Stanley: financial Crises and Reform of the International Financial System. Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research, 2002, 57 str.
7. Flood P. Robert, Marion P. Nancy: Speculative Attacks: Fundamentals and Self-Fulfilling Prophecies. NBER Working Paper 5789, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research, 1996, 40 str.
8. Flood Robert, Garber Peter., Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples. Journal of International Economics, letnik 17, 1984, str. 1-13.
9. Former Yugoslav Republic of Macedonia: Selected Issues. Washington: IMF. 2006f. 70 str.
10. Francisco Gil-Diaz: The Origin of Mexico's 1994 Financial Crises, URL: <http://www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-14.html>, 1998
11. Frankel Jeffrey, Rose Andrew: Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators. NBER Working Paper 5437. Cambridge: NBER, 1996. 29 str.
12. Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti, Nouriel Roubini: What Caused the Asian Currency and Financial Currency Crises? Part 1: A Macroeconomic Overview. NBER Working Paper 6883, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research, 1998, 51 str.
13. Hutchinson Michael, Neuberger Ilan: How Bad Are Twins? Output Costs of Currency and Banking Crises. San Francisco: Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies, 2002. 29 str.
14. IMF- Republika Hrvatska: Drugo preispitivanje u okviru stand-by aranžmana, zahtjevi za produženje aranžmana, povećanje pristupa sredstvima, promjenu dinamike povlačenja sredstava i za odgodu ispunjenja kriterija za ocjenu uspješnosti izvršenja programa. IMF, Sektor za Evropo, marec 2006a, str. 76.
15. IMF – Republika Hrvatska: Treće preispitivanje u okviru stand-by aranžmana. IMF: Sektor za Evropo, september 2006b, 65 str.
16. IMF Policy Development and Review Department: Lessons From the Crisis in Argentina. IMF, 2003, 87 str.
17. IMF: Bosna i Hercegovina - konsultacije po Članu IV za 2006 – izvještaj osoblja; Obavijest za javnost o razgovorima Izvršnog odbora; i Izjava Izvršnog direktora za Bosnu i Hercegovinu. Washinton, IMF, oktobar 2006c, 57 str.
18. Kaminsky L. Graciela, Reinhart M. Carmen: Twin Crises: The causes of Banking and Balance of Payments Crises. The American Economic Review, 1999, str. 473-500.

19. Krugman Paul: Are Currency Crises Self-Fulfilling. NBER Macroeconomic Annual. Cambridge: MIT Press, 1997, 300 str.
20. Krugman, Paul; A Model of Balance of Payments Crises. Journal of Money, Credit and banking, 11, 1979. Str 311-325.
21. Meza Filipe: Financial crisis, fiscal policy and the 1995 GDP contraction in Mexico. Social Sciences research Network, 2005. 42 str.
22. Mishkin S. Frederic: Financial Policies and the Prevention of Financial Crises In Emerging Markets Countries. NBER Working Paper 8087. Cambridge (MA): NBER, 2001. 42 str.
23. Mishkin S. Frederic: Lessons from the Asian Crisis. NBER Working Paper 7102. Cambridge (MA): NBER, 1999, 25 str.
24. Mrak Mojmir: Mednarodne Finance, 1. izdaja. Ljubljana: GV založba, 2002. 682 str, 15 tbl.
25. Norton J. Steven, Maillet L. Lynda: The Luck Ran Out. East/West Letter, Vol. 7, 1998. 7 str.
26. Obstfeld Maurice: The Logic of Currency Crises. Cahiers Economiques et Monetaire, 43, 1994, str. 189-213.
27. Pablo Bustelo, Clara García, Iliana Olivie: Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: lessons Form the East Asian Episodes (1997-1999). ICEI Workong Paper No 16. Madrid: Complutense University of Madrid, 1999, 106 str.
28. Paul Krugman: Crises: The Next Generation. URL: http://sapir.tau.ac.il/papers/sapir_conferences/Krugman.pdf, 2001
29. Republic of Serbia: 2006 Article IV Consultation and Post-Program Monitoring Discussions—Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Serbia. Washington, IMF, 2006. 76 strd.
30. Republic of Serbia: Selected Issues. Washington: IMF, 2006e, 64 str.
31. Stanley Fischer: The Russian Economy at the Start of 1998. URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/010998.htm>, 1998
32. The IMF's Response to the Asian Crisis. IMF, januar 1999. URL: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/asia.htm>
33. Tornell Aaron: Common fundamentals in the Tequilla and Asian Crises. Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research, 1999. 41 str.
34. Uusküla Leno, Luikmel Peeter, Kask Jana: Critical Levels of Debt. Tallin: Bank of Estonia, Bank of Estonia Working Papers, 2005, 22 str.

Viri:

1. Bank of Estonia.
URL: http://www.eestipank.info/dynamic/itp2/itp_report_2b.jsp?startDay=1&startMonth=12&startYear=1991&endDay=1&endMonth=12&endYear=2007&reference=516&references=516%3ATOTAL%2C517%3AINDUSTRIAL%2C518%3ATRANSACTION&className=EPSTAT2&step=11&lang=en&submit=SHOW
2. Bankarski sektor u Srbiji – Izveštaj za treći kvartal 2006. godine. Beograd, Narodna banka Srbije, november 2006, 13 str.
3. Bilten 118. Zagreb, Narodna Banka Hrvatske, 9 (118), 80 str.
4. Bilten 2. Sarajevo: Centralna banka Bosne i Hercegovine, junij 2006, 205 str.
5. Bilten 3. Sarajevo: Centralna banka Bosne i Hercegovine, september 2006, 217 str.
6. Bilten o bankama. Zagreb: Narodna Banka Hrvatske, 12 (2006), 96 str.
7. Country data. URL: <http://www.country-data.com>
8. Godišnji izvještaj 2005. Sarajevo: Centralna banka Bosne i Hercegovine, 2006, 158 str.
9. Informacija o bankarskom sektoru Republike Srpske za period 1.1.-30.09.2006. godine. Banja Luka: Agencija za Bankarstvo Republike Srpske, november 2006, 47 str.
10. Informacija o bankarskom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine 30.6.2006. Sarajevo: Agencija za Bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine, 2006, 35 str.
11. Kvartalen izveštaj III/2006. Skopje: Narodna Banka na Republika Makedonija, december 2006, 89 str.
12. Mesečna informacija 9/2006. Skopje: Narodna Banka na Republika Makedonija, november 2006, 24 str.
13. Osnovni ekonomski indikatori za Republika Makedonija. Skopje, Centralna banka na Republika Makedonija, 2006.
14. Privremeni nerevidirani podaci za poslovne banke na dan 30. lipnja 2006. Zagreb: Narodna banka Hrvatske. URL: <http://www.hnb.hr/supervizija/pokazatelji/nerevidirani/h-nerevidirani-pokazatelji-30-06-06.xls?tsfsg=3ad4a816de5fb391ab2ec286ab197ff0>
15. Rezultati aukcija trezorskih zapisa Ministarstva Financija za 2006. godinu, zbirno. Zagreb, Ministarstvo Financija Republike Hrvatske, 2007, 36 str.
16. Saopštenje broj 15 (uvoz i izvoz Republike Srbije januar-decembar 2006). Beograd: Republički zavod za statistiku, 2007, 4 str.
17. Statističke Informacije 2006. Zagreb, Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, 2006, 117 str.
18. Statistički Bilten. Beograd, Narodna Banka Srbije, oktober 2006, 89 str.
19. Statistički pregled. Zagreb, Hrvatska Narodna Banka. URL: <http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm?tsfsg=adcece9bb71053425213f0f47667f307>
20. Strategy Croatia. Dunaj, Raiffeisen Research GmbH, 2006, 24 str.
URL: http://www.nbrm.gov.mk/WBStorage/Files/AI_m_1993_2005.pdf
21. Zakon o osiguranju depozita (Narodne Novine 177/04).

Uporabljene kratice

HNB – Hrvatska narodna banka

CBBH - Centralna banka Bosne i Hercegovine

NBS – Narodna banka Srbije

NBRM – Narodna banka na Republika Makedonija

IMF – Mednarodni denarni sklad (International Monetary Fund)

RH – Republika Hrvaška (Republika Hrvatska)

REER – Realni efektivni devizni tečaj (Real Effective Exchange Rate)

BDP – Bruto domači proizvod

FDI – Direktne tuje investicije (Foreign Direct Investment)

Oznake valut:

EUR – Evro

USD – Ameriški dolar

HRK – Hrvaška kuna

BAM, KM – Konvertibilna marka (v Bosni)

RSD – Srbski dinar

MKD – Makedonski denar

Dodatek

Tabela A: Hrvaška - dolgoročni kazalniki

Kazalniki	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006f	2007f
Realni sektor								
Realni BDP (mlrd EUR, tekoče cene)	19976	22.177	24.220	26.234	28.395	30.948	33.796	36.333
Gospodarska rast (%)	2,9	4,4	5,6	5,3	3,8	4,3	4,5	4
Proračunski primanjkljaj (% BDP)	-6,3	-6,7	-4,9	-6,2	-4,8	-4,1	-3,0	-3,5
Zunanji sektor								
Apreciacija REER*	101,79	98,89	96,24	94,62	90,85	90,98		
Primanjkljaj TR (% BDP)	-2,4	-3,7	-8,6	-7,1	-5,0	-6,3	-6,5	-5,8
Inflacija (%)	4,6	3,8	1,7	1,8	2,1	3,3	3,4	2,8
FDI (mil USD)	1.145	1.502	1.196	1.790	986	1.381	1.800	1.600
Zunanji dolg (% BDP)	60,6	60,7	61,5	75,5	80,2	82,4	83	83,4
Zunanji dolg (mlrd EUR)	12,1	13,5	15,1	19,8	22,7	25,5	28,1	30,3
Izvoz (mio eur)	9.411	10.800	11.125	13.138	14.240	15.297	17.339	19.379
Rast izvoza		14,76%	3,01%	18,09%	8,39%	7,42%	13,35%	11,77%
Uvoz (mio eur)	10.440	12.101	13.801	15.179	16.199	17.462	19.506	21.698
Rast uvoza		15,91%	14,05%	9,98%	6,72%	7,80%	11,71%	11,24%
Bančni sektor								
Kreditit (mio kun)	79419,35	94343,68	118136,1	131917,8	146759,2	176218,04	n.p.	n.p.
Rast depozitov (mio kun)	65938,7	97230,6	106221,9	117721	127813,5	141406,14	n.p.	n.p.

* - sprememba glede na prejšnje leto, zmanjšanje pomeni apreciacijo

Podatki za 2006 in 2007 so projekcije. Vir: Raiffeisen

Vir: HNB, Državni zavod za statistiko, Ministrstvo za finance RH, Raiffeisen

Tabela B: Bosna in Hercegovina – dugoročni kazalnici

Kazalnici	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Realni sektor						
BDP (v BAM, tekoče cene)	10908	11909	12650	13324	14658	15749
Gospodarska rast (%)	5,5	4,5	5,5	3	6	5,5
Proračunski primanjkljaj (% BDP)	-6,4	-3,1	-0,1	0,7	1,7	2,2
Inflacija (%)	4,8	3,1	0,4	0,6	0,4	3,7
Zunanji sektor						
Apreciacija REER			100	98,65	100,17	101,51
Primanjkljaj TR (% BDP)	-13,6	-19,4	-21,2	-19,2	-21,1	-17,2
Primanjkljaj (mio BAM)	-840	-1.630	-2.450	-2.814	-2.898	-3.423
Trgovinski primanjkljaj (% BDP)	-54,3	-54,5	-53,9	-49,1	-49,37	-40,5
FDI (mio BAM)	310	260	551	660	1.044	823
Zunanji dolg (% BDP)	n.a.	n.a.	n.a.	55,3	53,5	57,9
Izvoz (mio BAM)	2398	2480	2286	2548	3280	4082
Uvoz (mio BAM)	8.267	8.951	9.177	9.728	10.473	11.917
Devizne rezerve (mio BAM)	1021	2697	2464	2781	3458	4196
Bančni sektor						
Kreditni (mio BAM)	3.017,00	3.339,00	4.281,10	5.121,50	5.927,10	7.544,20
Rast kreditov		10,67%	28,22%	19,63%	15,73%	27,28%
Depoziti (mio BAM)	1.953,70	3.270,70	3.724,30	4.366,00	5.578,50	6.876,30
Rast depozitov		67,41%	13,87%	17,23%	27,77%	23,26%
Devizni tečaj						
BAM/EUR	1,95583	1,95583	1,95583	1,95583	1,95583	1,95583

Vir: CBBH, IMF; REER - osnova za izračun indeksa je REER v letu 2001, zmanjšanje pomeni apreciacijo

Tabela C: Srbija - dugoročni kazalnici

	Kazalnici	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Realni sektor							
	BDP (mio RSD, tekoće cene)	355.168,00	708.422,50	1.020.116,50	1.171.563,80	1.431.313,10	1.750.000,00
	Gospodarska rast	5,2	5,1	4,5	2,4	9,3	6,8
	Proračunski primanjkljaj		-1	-4,6	-3,2	-0,2	1
Zunanji sektor							
	Apresiasi REER (glede na predhodnje leto)	40,2	130	116,8	101,9	98,9	101,6
	Primanjkljaj TR	-1,3	-3,1	-8	-11,8	-14,8	-11,2
	Inflacija	11,9	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7
	Izvoz - mio USD	1.558	1.721	2.075	2.756	3.879	4.898
	Rast izvoza		10,46%	20,57%	32,82%	40,75%	26,27%
	Uvoz - mio USD	3.330	4.261	5.614	7.477	10.935	10.617
	Rast uvoza		27,96%	31,75%	33,18%	46,25%	-2,91%
	FDI (mil USD)	50	165	475	1360	966	1550
	Zunanji dolg (mil USD)	10.829,70	11.124,80	11.229,50	13.574,90	14.098,70	15.466,50
Bančni sektor							
	Rast kreditov		438.119	219.838	269.796	386.667	558.404
	Realna rast kreditov		-64,62%	14,92%	29,62%	26,71%	22,70%
	Rast depozitov	54.115	100.022	147.671	199.748	271.666	398.079
Devizni tečaj							
	Tečaj RSD/USD	63,1659	67,6702	58,9848	54,6372	57,9355	72,2189
	Tečaj RSD/EUR	58,675	59,7055	61,5152	68,3129	78,885	85,5

Vir: NBS, IMF

Tabela D: Makedonija – dugoročni kazalnici

	Kazalnici		2000	2001	2002	2003	2004	2005
Realni sektor								
BDP (mio MKD, tekoče cene)	n.p.	n.p.	236389	233841	243970	251486	265257	270.878
Gospodarska rast (%)			4,5	-4,5	0,9	2,8	4,1	4
Proračunski primanjkljaj (% BDP)			1,8	-7,2	-5,7	-1,1	0	0,2
Inflacija (%)			10,6	5,2	1,4	2,4	0,9	2,1
Zunanji sektor								
Apresiasija REER	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
Trgovinski primanjkljaj (mio USD)			690,4	526,4	804,3	847,9	1112,1	1057,47
Trgovinski primanjkljaj (% BDP)			-19,3	-15,5	-21,5	-18,4	-20,8	-18,4
Primanjkljaj TR (mio USD)			-72,38	-243,61	-357,81	-149,05	-414,82	-81,48
Deficiti TR (%BDP)			-2	-7,1	-9,5	-3,2	-7,7	-1,4
Izvoz (mio USD)			1320,7	1155,4	1112,1	1362,7	1672,4	2039,64
Rast izvoza				-12,52%	-3,75%	22,53%	22,73%	21,96%
Uvoz (Mio usd)			2011,1	1681,8	1916,5	2210,6	2784,5	3097,11
Rast uvoza				-16,37%	13,96%	15,35%	25,96%	11,23%
FDI (mio USD)			175,13	440,66	77,72	95,99	155,85	97,08
Zunanji dolg (% BDP)			43,1	43,5	43,5	39,7	38,7	39,5
Devizne rezerve (mil USD)			699,5	755,6	725,3	903,4	975,3	1324,7
Bančni sektor								
Kreditni (mio MKD)			37947	37790	40129	45792	57097	68777
Rast kreditov				-0,41%	6,19%	14,11%	24,69%	20,46%
Depoziti (mio MKD)			37269	63082	55532	66558	79722	93721
Rast depozitov				69,26%	-11,97%	19,86%	19,78%	17,56%
Tečaj								
Tečaj MKD/USD			65,89	68,04	64,73	54,3	49,41	49,2919
Tečaj MKD/EUR			60,73	60,91	60,98	61,26	61,34	61,30

Vir: NBRM, IMF

Tabela E: Hrvatska – kratkoročni kazalnici

	okt.05	nov.05	dec.05	jan.06	feb.06	mar.06	apr.06	maj.06	jun.06	jul.06	avg.06	sep.06
Realni sektor												
Rast industrijske proizvodnje	7,1	6,3	3,0	5,9	7,3	6,0	-3,2	4,1	-1,1	5,2	9,8	3,0
Zunanji sektor												
Apreciacija REER	91,10	91,59	90,98	89,97	89,20	89,42	89,08	87,59	87,68	88,25	88,56	89,86
Izvoz (mio EUR)	571.137	668.780	707.820	604.585	587.176	779.722	583.946	702.878	644.773	708.437	620.583	693.397
Uvoz (mio EUR)	1.436.398	1.309.673	1.274.089	1.133.768	1.291.087	1.531.476	1.368.418	1.506.444	1.534.516	1.460.063	1.395.172	1.416.499
Kratkoročni zun. Dolg/izvoz	0,19	0,21	0,20	0,17	0,16	0,20	0,14	0,17	0,15	0,17	0,16	0,19
Devizne rezerve (mil EUR)	7 128,5	7 220,4	7 438,4	7 627,8	7 934,0	8 088,5	8 205,0	8 502,2	8 743,6	8 974,2	8 672,1	8 134,8
Devizne rezerve (mil HRK)	52 616,7	53 432,1	54 862,5	56 135,8	57 978,2	59 236,6	59 824,7	61 761,1	63 451,8	65 136,0	63 433,0	60 049,2
Devizne rez./kratk. Zun. Dolg	2,32	2,31	2,08	2,17	2,13	2,08	2,01	2,02	2,00	2,16	2,25	2,24
Bančni sektor												
M0	36.784,0	36.927,6	40.390,8	36.629,2	36.484,1	37.767,9	38.079,2	38.796,4	41.644,9	42.693,7	42.209,3	42.368,1
M1	37.105,1	37.204,1	38.817,1	37.216,7	37.169,6	38.186,4	39.222,7	40.771,5	42.226,5	45.004,2	44.993,8	44.047,0
M1a	38.243,2	38.371,2	39.855,4	38.157,5	38.104,0	39.118,2	40.055,6	41.601,8	42.853,9	45.714,7	45.802,5	44.822,7
Multiplikator M2 (m1a)	1,04	1,04	0,99	1,04	1,04	1,04	1,05	1,07	1,03	1,07	1,09	1,06
Rast multiplikatorja m2 (m1a)	-0,06%	17472	-5,04%	5,57%	0,26%	-0,83%	1,56%	1,94%	-4,04%	4,06%	1,34%	-2,51%
Depoziti (mil kun)	171537	174772	176218	177006,58	179270,56	185502,33	188084,32	191207,32	195986,85	195859,99	198335,26	201653,73
Rast kreditov		1,89%	0,83%	0,45%	1,28%	3,48%	1,39%	1,66%	2,50%	-0,06%	1,26%	1,67%
Kreditni (mil kun)	139580,85	141811,25	141406,14	139138,27	138476,66	140076,28	140623,25	143542,06	147685,7	153627,65	158090,77	161045,26
Rast depozitov		1,60%	-0,29%	-1,60%	-0,48%	1,16%	0,39%	2,08%	2,89%	4,02%	2,91%	1,87%
M2 (m1a)/devizne rezerve	0,73	0,72	0,73	0,68	0,66	0,66	0,67	0,67	0,68	0,70	0,72	0,75
Obresti na kredite (%)	10,95	10,54	9,91	11,16	10,62	9,83	10,10	10,17	9,88	9,98	9,83	9,45
Obresti na depozite (%)	3,66	3,60	3,36	3,20	3,38	3,43	3,34	3,23	3,27	3,16	3,13	3,45
Devizni tečaj												
HRK/1 EUR	7,381207	7,400190	7,375626	7,359333	7,307577	7,323554	7,291280	7,264151	7,256979	7,258119	7,314609	7,381777

*- sprememba glede na prejšnje leto, zmanjšanje pomeni apreciacijo

Vir: HNB, Državni zavod za statistiko, Ministarstvo za finance RH, Raiffeisen

Tabela F: Hrvatski zunanji dolg (podatki v mio EUR)

	okt.05	nov.05	dec.05	jan.06	feb.06	mar.06	apr.06	maj.06	jun.06	jul.06	avg.06	sep.06
Država	6.935,0	6.997,1	7.047,4	7.058,0	6.911,0	6.628,0	6.547,6	6.555,2	6.597,6	6.607,9	6.603,9	6.650,9
Država-kratkoročni dolg	2,1	2,1	2,1	3,7	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3
Centralna banka	2,0	2,8	2,6	2,3	2,2	2,0	1,8	2,7	3,4	2,3	2,1	2,0
Centralna banka – kratkoročni dolg	2,0	2,8	2,6	2,3	2,2	2,0	1,8	2,7	3,4	2,3	2,1	2,0
Banke	8.270,1	8.608,0	8.993,5	9.185,8	9.648,4	9.842,5	10.252,4	10.405,5	10.293,3	9.562,3	8.972,2	8.920,7
Banke-kratkoročni dolg	2.071,3	2.130,8	2.512,0	2.557,8	2.749,1	2.859,8	2.992,5	3.091,8	3.107,2	2.699,2	2.393,3	2.152,2
Ostali sektorji	6.769,0	6.937,6	7.156,4	7.210,1	7.329,7	7.527,6	7.569,4	7.708,0	7.993,5	8.395,4	8.578,0	8.741,0
Ostali sektorji- kratkoročni dolg	803,2	798,1	856,2	748,2	766,4	812,6	848,3	857,4	982,3	1.158,8	1.172,2	1.182,3
FDI	2.311,9	2.369,4	2.340,9	2.405,9	2.433,5	2.492,5	2.529,0	2.581,2	2.608,1	2.692,9	2.733,1	2.748,3
Kratkoročna vlaganja	191,1	187,2	206,2	202,8	206,6	218,5	236,9	255,0	273,9	292,9	291,4	301,8
SKUPAJ KRATKOROČNI DOLG	3.069,7	3.121,0	3.579,1	3.514,7	3.724,4	3.893,0	4.079,6	4.207,0	4.366,9	4.153,3	3.859,0	3.638,5

Vir: HNB

Tabela G: Bosna – kratkoročni kazalnici

	sep.05	okt.05	nov.05	dec.05	jan.06	feb.06	mar.06	apr.06	maj.06	jun.06	jul.06	avg.06	sep.06
Realni sektor													
Rast industrijske proizvodnje FBiH	103,3	91,7	101,6	105,5	88,8	92,9	112,5	107,4	98,4	97,1	108,4	102,2	96,5
Rast industrijske proizvodnje RS	106,9	93,5	92,1	110,7	66,6	118,1	118,3	98,6	117,2	107	101,5	109,9	111,1
Zunanji sektor													
Apreciacija REER	102,12	101,94	101,16	101,48	97,37	98,29	98,24	99,17	98,24	97,76	98,61	99,32	98,58
Izvoz (mio. BAM)	383	355	379	399	310	369	427	420	474	473	457	443	502
Rast izvoza	20,53%	-7,29%	6,77%	5,22%	-22,11%	18,74%	15,86%	-1,58%	12,80%	-0,17%	-3,46%	-2,95%	13,19%
Uvoz (mio. BAM)	1116	1100	1059	1359	574	733	886	914	109	1040	1030	1055	1131
Rast uvoza	9,25%	-1,39%	-3,71%	28,26%	-57,70%	27,60%	20,80%	3,23%	18,92%	-4,32%	-0,98%	2,42%	7,22%
Devizne rezerve (mio BAM)	3.942,4	3.961,3	4034,5	4195,9	4233,4	4316,3	4438,3	4476,6	4539,5	4640,1	4.913,3	4.998,3	5.256,4
Rast deviznih rezerv (%)	-0,6%	0,5%	1,8%	4,0%	0,9%	2,0%	2,8%	0,9%	1,4%	2,2%	5,9%	1,7%	5,2%
Bančni sektor													
M0 (mio BAM)	3554,2	3563,1	3661,8	3970,1	3946,3	3993,4	4061,1	4062,2	4111	4186,6	4.469,2	4.529,5	4.760,7
M1 (mio BAM)	3.883,9	3.914,6	3.907,7	4.102,8	3.983,4	3.965,1	4.091,3	4.204,1	4.292,4	4.408,6	4.576,5	4.666,9	4.772,6
M2 (mio BAM)	7678,6	7778,7	7816,8	8075,1	7997,3	8010	8310,3	8490,3	8624,5	8799,3	9.173,8	9.287,3	9.520,6
Multiplikator M2	2,16	2,18	2,13	2,03	2,03	2,01	2,05	2,09	2,10	2,10	2,05	2,05	2,00
Rast multiplikatorja m2	2,11%	1,05%	-2,22%	-4,72%	-0,37%	-1,02%	2,02%	2,14%	0,37%	0,18%	-4,91%	-0,23%	-5,06%
Depoziti	6487,6	6609,5	6677,4	6876,3	6895,2	7016,8	7263,6	7365,1	7518,6	7684,4	8.113,10	8.215,90	8.410,10
Rast depozitov	1,86%	1,88%	1,03%	2,98%	0,27%	1,76%	3,52%	1,40%	2,08%	2,21%	5,58%	1,27%	2,36%
Kredit	7040	7190,2	7349,1	7544,2	7551,3	7676,7	7831,7	7978,7	8139,6	8348,4	8.503,30	8.581,70	8.664,00
Rast kreditov	1,96%	2,13%	2,21%	2,65%	0,09%	1,66%	2,02%	1,88%	2,02%	2,57%	1,86%	0,92%	0,96%
M2/devizne rezerve	1,95	1,96	1,94	1,92	1,89	1,86	1,87	1,90	1,90	1,90	1,87	1,86	1,81
Obresti na kredite podjetjem	9,31	9,18	9,04	9,03	8,56	8,44	8,31	8,09	8,30	8,20	7,93	7,65	7,73
Obresti na depozite podjetij	3,3	3,31	3,71	3,41	4,08	3,64	3,30	2,99	4,11	3,94	4,28	3,82	3,97

Vir: CBBH; osnova za izračun indeksa REER je podatek za leto 2001. Znižanje pomeni apreciacijo

Tabela H: Srbija – kratkoročni kazalniki

	okt.05	nov.05	dec.05	jan.06	feb.06	mar.06	apr.06	maj.06	jun.06	jul.06	avg.06	sep.06	okt.06
Realni sektor													
Rast ind. proizvodnje	114,5	115,5	113,6	83,6	93,9	105,6	97,6	103,8	104,7	101,8	101,3	107,5	116,4
Zunanji sektor													
Apreciacija REER	98,6	98,5	101,6	99,2	99,3	100,3	103,3	103,7	104,7	108,8	107,6	110,7	113,2
Izvoz (mio USD)	429	434	501	343	391	508	439	549	555	561	568	598	611
Uvoz (mio USD)	1029	983	1012	671	870	1.120	974	1.142	1.132	1.093	1.103	1.162	1.197
Kratkoročni zun. Dolg/ rezerve		0,22	0,23	0,23	0,24	0,25	0,27	0,20	0,20	0,20	0,13	0,14	0,14
Kratkoročni zun. Dolg/ celoten zunanji dolg		0,09	0,10	0,09	0,10	0,11	0,12	0,10	0,10	0,10	0,08	0,08	0,08
Kratkoročni zun. Dolg/izvoz		3,09	3,02	4,38	4,06	3,49	4,76	3,03	3,06	3,15	2,58	2,49	2,52
Devizne rezerve (mio USD)	5.930	6.011	6.541	6.575	6.677	6.987	7.716	8.438	8.520	8.923	11.302	10.780	11.222
Devizne rezerve (mio RSD)	417.315	439.288	472.369	473.747	492.966	502.745	530.355	575.262	584.318	583.821	745.736	695.668	705.129
FDI (mio USD)				28	82	88	39	263	427	135	1.941	-351	275
Zunanji dolg (mio USD)	14.879	14.875	15.466	15.910	15.520	16.092	17.018	16.966	17.269	18.331	18.384	18.518	18.837
-od tega kratkoročni (mio USD)	1.264,40	1.343,00	1.514,00	1.503,10	1.586,90	1.771,20	2.089,30	1.665,80	1.700,30	1.766,60	1.465,80	1.489	1.539
Bančni sektor													
M0 (mio RSD)	72.267	82.383	100.341	89.480	92.605	90.276	96.514	97.499	100.465	105.371	100.078	109.751	116.219
M1 (mio RSD)	139.672	134.842	144.949	130.631	137.261	137.800	144.333	152.358	148.694	147.535	153.695	158.452	158.300
M2 (mio RSD)	186.672	182.990	192.180	179.534	187.571	189.911	198.222	206.721	208.606	209.942	220.494	232.506	234.286
Multiplikator M2	2,58	2,22	1,92	2,01	2,03	2,10	2,05	2,12	2,08	1,99	2,20	2,12	2,02
Rast multiplikatorja m2		-14,01%	-13,77%	4,76%	0,95%	3,86%	-2,37%	3,23%	-2,07%	-4,05%	10,58%	-3,85%	-4,84%
Depoziti (mio RSD)	375.100	388.697	398.079	401.986	410.509	413.964	423.108	439.029	453.454	460.206	491.974	503.546	507.637
Rast depozitov		3,62%	2,41%	0,98%	2,12%	0,84%	2,21%	3,76%	3,29%	1,49%	6,90%	2,35%	0,81%
M2/devizne rezerve	0,45	0,42	0,41	0,38	0,38	0,38	0,37	0,36	0,36	0,36	0,30	0,33	0,33
Obresti na kredite (%)	13,88	14,24	14,41	16,15	17,73	16,02	16,88	16,43	17,3	16,7	16,43	18,15	17,79
Obresti na depozite (%)	3,35	3,84	3,71	3,83	4,52	4,32	4,72	5,18	5,23	5,43	5,55	5,87	5,8
Tečaj RSD/USD	70,3687	73,0843	72,2189	72,0538	73,8282	71,9554	68,7336	68,1743	68,586	65,4317	65,9803	64,5314	62,8351

Vir: NBS; REER: sprememba glede na prejšnje leto, povečanje pomeni apreciacijo

Tabela I: Makedonija – kratkoročni kazalniki

Sektor	Kazalnik	dec.05	jan.06	feb.06	mar.06	apr.06	maj.06	jun.06	jul.06	avg.06	sep.06
Realni sektor	Rast industrijske proizvodnje (%)	2,9	n.p.	n.p.	5	n.p.	n.p.	4,1	n.p.	n.p.	3,8
	Apreciacija REER	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
Zunanji sektor	Izvoz (mio EUR)	148,01	101,30	123,49	149,51	143,98	159,25	161,53	181,87	166,88	198,66
	Rast izvoza	1,79%	-31,56%	21,90%	21,07%	-3,70%	10,61%	1,43%	12,60%	-8,24%	19,04%
	Uvoz (mio EUR)	-243,09	-164,43	-176,05	-239,53	-250,68	-245,25	-256,63	-259,33	-236,91	-232,72
	Rast uvoza	5,47%	-32,36%	7,07%	36,05%	4,66%	-2,17%	4,64%	1,05%	-8,64%	-1,77%
	trgovinska bilanca (mio EUR)	-95,08	-63,13	-52,56	-90,02	-106,70	-86,00	-95,10	-77,46	-70,03	-34,07
	Transferji (mio EUR)	84,05	55,52	56,18	73,57	76,07	85,58	85,50	96,36	101,60	97,94
	Primanjkljaj TR (mio EUR)	-27,80	-7,84	3,23	-15,59	-33,08	-7,80	-9,29	27,25	38,12	62,52
	Odplačilo zun. dolga (mio USD)		0,67	17,63	5,90	2,57	2,88	1,72	6,44	6,51	2,78
	Devizne rezerve (mio denarji)	66.282	57.130	57.297	71.907	74.145	75.454	77.256	79.385	80.535	82.064
	Izvoz/odplačilo zunanjsega dolga		125,14	5,91	20,95	44,69	43,07	74,95	22,30	20,00	56,44
Bančni sektor	M0 (mio MKD)	25.762	23.367	25.218	24.697	26.167	27.409	26.929	27.674	27.276	27.364
	M1 (mio MKD)	30.034	27.933	28.900	28.431	29.906	29.954	31.201	32.503	32.197	32.419
	M2 (mio MKD)	104195	104065	105734	107835	111559	113044	112772	115974	117823	118872
	Multiplikator M2	4,04	4,45	4,19	4,37	4,26	4,12	4,19	4,19	4,32	4,34
	Rast multiplikatorja m2		10,11%	-5,85%	4,14%	-2,36%	1,54%	0,07%	0,07%	3,08%	0,57%
	Rast M1		-7,00%	3,46%	-1,62%	5,19%	0,16%	4,16%	4,17%	-0,94%	0,69%
	Depoziti (mio MKD)	81371	82715	84563	88476	91724	93772	96610	98832	100817	99729
	Kreditni (mio MKD)	62382	71691	74396	62714	65567	66039	65763	67436	67795	65575
	Rast depozitov		1,65%	2,23%	4,63%	3,67%	2,23%	3,03%	2,30%	2,01%	-1,08%
	M2/devizne rezerve	1,57	1,82	1,85	1,50	1,50	1,50	1,50	1,46	1,46	1,45
Devizni tečaj	Obresti - denarskim krediti	12,1	12	11,8	11,6	11,5	11,5	11,3	11,3	11,1	11
	Obresti - denarski depoziti	5,6	5,4	5,2	5	4,6	4,2	4,3	4,6	4,6	4,6
	Tečaj MKD/EUR	61,1779	61,4129	61,1841	61,1655	61,1616	61,1841	61,1741	61,1623	61,1671	61,1955
	Tečaj MKD/USD	51,8589	50,8301	51,6234	50,5667	48,7849	47,6549	48,826	48,2962	47,7197	48,3377

Vir: NBRM

Tabela J: Obresti na makedonske državne zapise

	dec.05	jan.06	feb.06	mar.06	apr.06	maj.06	jun.06	jul.06	avg.06	sep.06
Obresti na 3 mesečne državne zapise (%)	8,03	7,17	6,96	6,77	6,44	6,11	6,53	6,18	5,96	5,98
Obresti na 6 mesečne državne zapise (%)	8,81	7,61	7,08	7,28	6,84	7,13	6,92	6,73	6,56	6,97
Obresti na 12 mesečne državne zapise (%)	9,59			8,62			8,66			8,66

Vir: NBRM

Tabela K: Valutna struktura kreditov v Makedoniji

Kreditni makedonskih bank: 30.9.2006, v mio MKD	kreditni	Delež
Skupaj	82.084	100%
od tega devizni	21.735	26,48%
od tega devizni podjetjem	20.208	24,62%

Vir: NBRM

Tabela L: Sektorska struktura kreditov v Makedoniji

	30.9.2005	30.6.2006	30.9.2006	delež 30.9.2006
Državni dolg	1.252,50	1.220,20	1.219,80	70,90%
Privatni dolg	388,8	488,8	501,5	29,10%
Skupaj	1.641,30	1.709,00	1.721,30	

Vir: NBRM

Tabela M: Izbrani kazalniki za države jugovzhodne Azije 1990-1997

Država	Gospodarska rast (v %)			Inflacija (v %)			Saldo proračuna/BDP		
	1990-1995	1996	1997	1990-1995	1996	1997	1990-1995	1996	1997
J. Koreja	7,8	7,1	5,5	6,6	5,0	4,5	0,2	0,5	-1,4
Indonezija	8,0	7,8	4,9	8,7	7,9	6,6	0,0	0,2	0,0
Malezija	8,9	8,6	7,7	3,7	3,5	4,0	-0,4	0,7	1,8
Filipini	2,3	5,8	5,2	10,6	9,1	6,0	-1,1	0,3	0,1
Singapur	8,6	6,9	7,8	2,7	1,4	2,0	9,4	6,8	3,3
Tajska	9,0	5,5	-0,4	5,0	5,9	5,6	3,2	2,4	0,9
Hong Kong	5,0	4,5	5,3	9,3	6,3	5,9	1,6	2,2	6,5
Kitajska	10,7	9,6	8,8	11,3	8,3	2,8	-1,0	-0,8	-0,7
Tajvan	6,4	5,7	6,8	3,8	3,1	0,9	-5,0	-6,6	-6,3

Tabela N: Izbrani kazalniki za države Jugovzhodne Azije 1990-1997

Država	Prihranki/BDP			Investicije/BDP			Tekoči račun/BDP		
	1990-1995	1996	1997	1990-1995	1996	1997	1990-1995	1996	1997
J. Koreja	35,6	33,7	33,1	36,8	38,4	35,0	-1,2	-4,7	-1,8
Indonezija	31,0	27,3	29,9	31,3	30,7	31,3	-2,5	-3,4	-1,4
Malezija	36,6	42,6	43,8	37,5	41,5	42,0	-5,8	-5,0	-5,3
Filipini	16,6	18,5	20,3	22,4	23,1	23,8	-3,7	-4,7	-5,3
Singapur	47,0	51,2	51,8	34,9	35,3	37,4	0,6	15,4	15,4
Tajska	34,4	33,7	32,9	41,0	41,7	35,0	-3,9	-7,9	-2,0
Hong Kong	33,6	30,7	31,8	29,6	32,1	35,4	n.p.	n.p.	n.p.
Kitajska	40,8	40,5	41,5	38,8	39,6	38,2	1,2	0,9	3,2
Tajvan	26,9	25,1	24,8	24,0	21,2	22,0	4,2	4,0	2,7

Vir za tabeli 13 in 14: Asian Development Outlook 1999

Tabela O: Kratkoročni dolg ter devizne rezerve v državah Jugovzhodne Azije 1990-1997

Država	Kratkoročni dolg (milijarde USD)	Mednarodne rezerve (milijarde USD)	Kratkoročni dolg/rezerve
J. Koreja	70,18	34,07	2,06
Indonezija	34,66	20,34	1,70
Malezija	16,27	26,59	0,61
Filipini	8,29	9,78	0,85
Singapur	196,60	80,66	2,44
Tajska	45,57	31,36	1,45
Tajvan	21,97	90,02	0,24

Vir: Asian Development Outlook 1999

Tabela P: Kapitalska ustreznost hrvaških bank 30.6.2006

Banka	Stopnja kapitalske ustreznosti	Delež v skupni aktivni bančnega sektorja
Banka Brod d.d.	19,60	0,08
Banka Kovanica d.d.	14,77	0,30
Banka Sonic d.d.	11,96	0,34
Banka Splitsko-Dalmatinska d.d.	28,37	0,06
Centar Banka d.d.	19,01	0,34
Credo Banka d.d.	10,23	0,40
Croatia Banka d.d.	14,07	0,52
Erste & Steiermarkische Bank d.d.	14,27	11,98
Gospodarsko Kreditna Banka d.d.	47,25	0,13
Hrvatska Poštanska banka d.d.	11,01	3,83
Hypo Alpe-Adria Bank d.d.	13,49	7,43
IMEX Banka d.d.	11,32	0,25
Istarska Kreditna Banka Umag d.d.	12,53	0,67
Jadranska Banka d.d.	14,26	0,62
Karlovačka Banka d.d.	10,71	0,45
Kreditna Banka Zagreb d.d.	23,58	0,32
Kvarner Banka d.d.	21,00	0,13
Međimurska Banka d.d.	13,93	0,83
Nava Banka d.d.	19,09	0,16
OTP Banka Hrvatska d.d.	11,52	3,48
Partner Banka d.d.	17,29	0,35
Podravska Banka d.d.	10,03	0,77
Primorska Banka d.d.	52,09	0,04
Privredna Banka Zagreb d.d.	12,26	17,93
Raiffeisenbank Austria d.d.	12,81	10,81
Samoborska Banka d.d.	36,03	0,12
Slatinska Banka d.d.	17,78	0,32
Slavonska Banka d.d.	14,69	2,93
Societe Generale – Splitska Banka d.d.	10,82	8,90
Štedbanka d.d.	29,60	0,33
VABA d.d. Banka Varaždin	17,13	0,24
Volksbank d.d.	18,60	1,84
Zagrebačka Banka d.d.	12,71	23,11
SKUPAJ	13,09	100,00

Vir: HNB; močnejše so označeni podatki o kapitalski ustreznosti večjih bank (delež v skupni aktivni nad 10%)