

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA POVPRASEVANJA PO KREDITIH
PO VSTOPU V MEHANIZEM
DEVIZNIH TEČAJEV ERM II**

Ljubljana, junij 2004

EVA RIBIČ

I Z J A V A

Študentka EVA RIBIČ izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. BOŠTJANA JAZBECA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 9. junij 2004.

Podpis:

KAZALO

1	UVOD	1
2	PROCES REALNE IN NOMINALNE KONVERGENCE	3
2.1	MEHANIZEM DEVIZNIH TEČAJEV ERM II	3
2.2	GOSPODARSKA RAST IN INFLACIJA	4
2.3	KAPITALSKI PRILIVI IN MOŽNOST KREDITNE EKSPANZIJE	6
2.4	PRILAGAJANJE NA ASIMETRIČNE ŠOKE	8
3	MOŽNOST EKSPANZIJE KREDITNEGA POVPRAŠEVANJA.....	9
3.1	POGLABLJANJE FINANČNIH TRGOV	10
3.2	(NE)RAZVITOST FINANČNIH SEKTORJEV TRANZICIJSKIH DRŽAV	13
3.3	PRIMERJAVA PORTUGALSKEGA IN GRŠKEGA BANČNEGA SISTEMA.....	18
3.3.1	<i>Portugalski bančni sistem</i>	<i>18</i>
3.3.2	<i>Grški bančni sistem</i>	<i>19</i>
3.3.3	<i>Podobnosti portugalskega in grškega finančnega sistema</i>	<i>20</i>
3.4	SLOVENSKI BANČNI SISTEM.....	22
3.5	SPREMEMBE V OBNAŠANJU BANK.....	24
3.6	TVEGANJE BANČNE KRIZE	25
3.6.1	<i>Verjetnost bančne krize v Sloveniji</i>	<i>26</i>
4	ODZIVNOST MAKROEKONOMSKIH POLITIK	27
4.1	OMEJENOST MONETARNE POLITIKE Z VSTOPOM V EMU.....	29
4.1.1	<i>Denarna politika Banke Slovenije.....</i>	<i>29</i>
4.2	NUJNOST FISKALNE POLITIKE	32
4.2.1	<i>Slovenija in fiskalna politika</i>	<i>34</i>
5	SKLEP.....	36
6	LITERATURA	38
7	VIRI.....	40

1 UVOD

Po vstopu v Evropsko unijo Slovenija postopoma vstopa v Evropsko monetarno unijo. Na poti do tja v okviru mehanizma deviznih tečajev ERM II skuša doseči stabilno makroekonomsko okolje, ki ji bo omogočilo dolgoročno ter vzdržno gospodarsko rast. V okviru izpolnjevanja zahtevanih nominalnih konvergenčnih kriterijev, ki so pogoj za realno konvergiranje k višjim ravnem rasti, je tudi izenačevanje nominalnih obrestnih mer z evropskimi. Nižje realne obrestne mere pa lahko povzročijo povečano povpraševanje po kreditih, kar lahko omaje stabilnost gospodarskega razvoja. Ključen je ustrezen splet delujočih makroekonomskih politik in bančni nadzor nad prestrukturiranjem bančnega sistema, ki je v sklopu poglobljanja finančnega trga neizbežen proces.

Namen diplomskega dela je predstaviti problem možnosti povečanja povpraševanja po kreditih v Sloveniji, ki nastane kot posledica nominalne konvergence. Zaradi inflacijskih posledic in preseganja ravnotežne apreciacije je lahko ogrožena konkurenčnost gospodarstva, kar upočasni proces realnega konvergiranja. Ovira povečanemu povpraševanju po kreditih je slaba razvitost finančnega sektorja, ki je sicer skupna lastnost tranzicijskih držav in lahko ob neprimernem ukrepanju monetarnih in vladnih oblasti poveča verjetnost bančne krize. Ob ustrezni odzivnosti ekonomskih politik je mogoče negativne posledice kreditne ekspanzije preprečiti. Hkrati pa mora Banka Slovenije nadzorovati poglobitev finančnega sektorja, da povečan obseg kreditov ne povzroči neravnovesja, temveč pomeni ravnotežni proces, ki vodi v povečanje gospodarske rasti.

V drugem poglavju predstavim prepletanje procesov realne in nominalne konvergence ter mehanizem ERM II, ki ga zaznamujejo verjetnosti nekaterih tečajnih in makroekonomskih tveganj. Z dohitevanjem razvitejših članic EU je povezana višja gospodarska rast in posledični pritiski na višjo inflacijo, kar je razloženo z Balassa-Samuelsonovim učinkom. Po ocenah za Slovenijo le-ta ne presega zahtevanih mej, je pa njegovo upoštevanje pomembno pri preprečevanju konfliktnosti med realnim in nominalnim procesom. Kot del realnega konvergiranja predstavim izenačevanje tehnoloških in institucionalnih značilnosti, ki sprožijo kapitalske prilive v tranzicijske države. Ti lahko povzročijo večje nestabilnosti gospodarstev, zaradi česar so potrebni posebni mehanizmi prilagajanja na asimetrične šoke.

Tretje poglavje namenim predstavitvi finančnih trgov ter nujnosti njihovega poglobljanja, ki je pogoj za obvladovanje povečanega kreditnega povpraševanja. Nerazvitost kreditnih trgov, ki je posledica še nedokončanega tranzicijskega procesa, je skupna vsem državam srednje Evrope in je razlog za počasnejšo rast proizvodnje ter njeno nestanovitnost. Proces vstopanja v enotno monetarno področje pa bi pospešil institucionalni razvoj, ki bi poglobil finančne trge, kar bi prispevalo tudi k večji gospodarski rasti.

Ker je nadaljnji razvoj težko napovedovati, dajejo najbolj verjetne odgovore izkušnje držav, ki so že vstopile v EMU in katerih razvitost je primerljiva s slovensko. V nadaljevanju se zato posvetim primerjavi s portugalskim in grškim bančnim sistemom, za katera je značilna močno povečana kreditna aktivnost. Tudi slovenski razvoj bančnega sektorja spremljajo nujne spremembe v načinih financiranja ter poostren nadzor in obvladovanje tveganj v portfeljih bank. Prevelik delež slabih posojil pa bi lahko vodil celo v bančno krizo, ki je možna posledica kreditne ekspanzije.

Ker je obdobje ERM II občutljivo zaradi prenehanja suverenosti monetarne politike, je ustrezna fiskalna politika, ki se odzove na povečano domače trošenje, nujno potrebna. Pravilnemu spletu makroekonomskih politik, ki je omejeno z okvirjem ERM II se posvetim v četrtem poglavju, saj je le-ta ključna vez, ki povezuje nominalno in realno konkurenco in vzpostavlja razmere stabilnega makroekonomskega okolja.

V sklepu želim povzeti celotno diplomsko delo in podati zaključek, da je povečanje povpraševanja po kreditih proces, ki ga lahko ob spremljanju ustreznih politik in razvoju finančnega sektorja razumemo kot ravnotežni proces.

2 Proces realne in nominalne konvergence

Procesa realne in nominalne konvergence se med seboj dopolnjujeta in potekata vzporedno. Realno konvergenco lahko opredelimo na različne načine. V splošnem gre za proces izenačevanje ravni cen in dohodkov na podlagi gospodarske razvitosti. Pravzaprav gre za konvergenco produktivnosti, ki preko povečevanja dohodkov povečuje blaginjo gospodarstva. Realna konvergenca med državami, ki so vstopile v EU, pomeni gibanje ekonomskih kazalcev proti povprečju EU. Pri vstopnih pogojih je bila obravnavana kot makroekonomska stabilnost, ki vključuje tudi primerno cenovno stabilnost (European Commission, 2001, str. 3).

Pogoj za realno konvergenco je pravzaprav nominalna konvergenca, saj le-ta ni mogoča brez stabilnosti gospodarstva. Tega omogoča izpolnjevanje nominalnih konvergenčnih kriterijev, ki so usmerjeni k poenotenju nominalnih vrednosti, pomembnih za makroekonomsko stabilnost (Martín et al., 2001, str. 4). Splošni pogoji nominalne konvergence so določeni z maastrichtskimi konvergenčnimi kriteriji, katerih izpolnjevanje je tudi nujen pogoj za vstop v Evropsko monetarno unijo, v okviru katere države izgubijo suverenost denarne politike. Kriteriji predstavljajo minimalne zahteve stabilnosti pri vodenju denarne, tečajne in fiskalne politike držav članic EU. Dolgoročna gospodarska rast pa je mogoča le, če so hkrati z izpolnjevanjem kriterijev izpeljani tudi ukrepi za večjo liberalizacijo gospodarstva, povečanje mednarodnih trgovinskih tokov, uskladitev poslovnih ciklov, poudarjanje fiskalne politike in nadaljevanje s tržnimi reformami, ki zagotavljajo delovanje trga in njegovih institucij (Jazbec, 2004, str. 127).

Literatura s področja vpliva stabilizacije in primerne gospodarske politike izpostavlja povezavo med inflacijo, domačim kreditnim povečanjem in proračunskim deficitom, kar je vse tesno povezano z izpolnjevanjem maastrichtskih kriterijev (Boone et al., 2002, str. 6).

Realna konvergenca sicer ni postavljena v formalizirani obliki kot pogoj za vstop v EU in EMU, vendar je hitrejša gospodarska rast vsekakor prvi cilj tako tranzicijskih držav kot tudi same EU. Po drugi strani pa se višja stopnja rasti produktivnosti v skladu z Balassa-Samuelsonovim učinkom prevaja v višjo rast domačih cen in nominalno apreciacijo deviznega tečaja (Kopits, 1999, str. 13).

2.1 Mehanizem deviznih tečajev ERM II

Mehanizem deviznih tečajev ERM II je tečajna ureditev med državami evro področja in državami članicami EU izven evro področja, ki je s 1. januarjem 1999 nadomestila dotedanji Evropski monetarni sistem - EMS. V okviru ERM II se določi centralna pariteta – fiksni tečaj do evra, okoli katere je treba vzdrževati stabilnost, saj je dovoljeno zgolj nihanje v pasu $\pm 15\%$.

Od petih maastrichtskih kriterijev je Slovenija nekoliko oddaljena le od inflacijskega, v čemer se razlikuje od ostalih držav pristopnic, ki se v večji meri bojujejo z javno-finančno in plačilno-bilančno stabilnostjo. Ob vstopu v EMU denarna politika izgubi svojo avtonomnost, uporaba tečajne politike pri zapiranju nekrite obrestne arbitraže se zmanjša, najtežje breme uravnavanja morebitnih šokov pa se prenese na bremena fiskalne politike. Ravno zato je potrebno obdobje ERM II, v katerem vladne politike že delujejo v denarnem okolju, ki je pod odločilnim vplivom ECB, a še vedno v okviru lastne valute, skrajšati na nujno mero, ki jo zahtevajo pravila vključevanja (BS in Vlada RS, 2003, str. 32). V času mehanizma deviznih tečajev ERM je potrebno znižati inflacijo na raven maastrichtskih kriterijev in hkrati stabilizirati tečaj tolarja brez poslabšanja makroekonomskih rezultatov. Ta proces pa je povezan z naslednjimi tveganji (BS in Vlada RS, 2003, str. 33-34):

- *Tečajna tveganja* (Povzročijo preveliko nihanje tečaja in pritiskajo na spremembo centralne paritete. Prekoračitev omejitev ERM II pa lahko podaljša čas v mehanizmu.):
 - povečani špekulativni prilivi kapitala spodbujeni z nekrto obrestno pariteto,
 - povečani prilivi kapitala iz prodaje premoženja, ki lahko povzročijo apreciacijo domače valute,
 - povečana likvidnost zaradi prilagajanja strukture instrumentov denarne politike Banke Slovenije.
- *Makroekonomska tveganja* (Povzročijo povečanje makroekonomskih neravnovesij.):
 - inflatorno povečanje domače potrošnje (do tega lahko pride zaradi padca realnih obrestnih mer, ko se nominalne uskladijo z evropskimi, inflacija pa še vedno ostaja nad ravni evropskega povprečja),
 - pritiski na rast cen nemenjalnih dobrin in storitev (so utemeljeni z počasnejšo rastjo produktivnosti v nemenjalnem sektorju gospodarstva in izraženi z Balssa-Samuelsonovim učinkom),
 - oživitve konjunktura (pritisk na inflacijo prek večjega povpraševanja).
 - povečanje javno-finančnega primanjkljaja (ki ga povzroči zmanjšanje javno-finančnih prihodkov ob hitrem znižanju inflacije),
 - zunanji naftni šoki (ki jih vlada RS ne bi mogla obvladovati z mehanizmom trošarin).

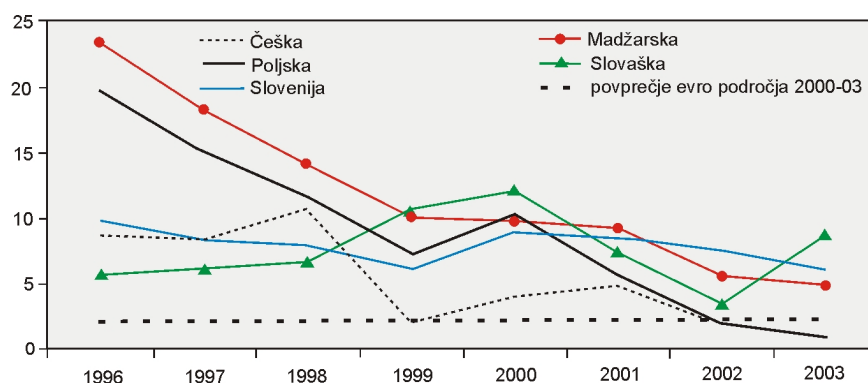
2.2 Gospodarska rast in inflacija

Različne ravni gospodarske razvitosti v času vstopa v ERM II pomenijo, da bodo države, ki so relativno manj razvite glede na povprečje EU, nujno rasle hitreje od povprečja. Proces dohitevanja je najbolj izrazit na področju produktivnosti in izenačevanja cen. Hitrejša gospodarska rast je torej povezana z večjimi inflacijskimi pritiski, te pa lahko razložimo s

pomočjo Balassa-Samuelsonovega učinka (Jazbec, 2004, str. 127). Realna apreciacija je namreč rezultat prilagajanja relativnih cen med menjalnim in nemenjalnim sektorjem gospodarstva in je posledica hitrosti in intenzivnosti dohitevanja razvitejših držav. Ker rast produktivnosti v nemenjalnem sektorju zaostaja za rastjo v menjalnem sektorju, je produktivnost menjalnega sektorja tista, ki določa moč inflacijskega pritiska. Inflacijski pritiski pa so odvisni od razlik v produktivnosti (BS in Vlada RS, 2003, str. 20).

V državah Srednje Evrope so inflacijske stopnje v grobem podobne tistim, ki so jih imele države evro območja v obdobju okoli leta 1990. Med državami variirajo od 1,2% na Češkem, do 8,1% na Slovaškem. Zaradi zadovoljevanja maastrichtskih kriterijev je bilo tudi v današnjih evro državah potrebno sprejeti mnoge ukrepe in znižati inflacijo. Sedanje države pristopnice se srečujejo s podobnimi izzivi (Schadler et al., 2004, str. 24).

Slika 1: Gibanje inflacije v državah srednje Evrope, 1996-2003



Vir: Schadler et al., 2004, str. 6

V okviru uravnavanja inflacije predstavlja pomembna dilema vpliv Balassa-Samuelsonovega učinka. Pojav je aktualen še posebej, če je v času ERM II ureditve devizni tečaj bolj stabilen kot prej (velja predvsem za države, ki izhajajo iz fleksibilnega režima deviznega tečaja, torej tudi za Slovenijo). Analize vpliva B-S učinka v državah srednje Evrope kažejo, da se le-ta giblje okoli 1 do 2 odstotka letno. (Kovacs et al., 2002). Tolikšen učinek niti ni nujno, da je nekompatibilen z maastrichtskimi zahtevami. Državam je namreč pri doseganju inflacijskih kriterijev dovoljeno nekoliko svobode. Inflacijska omejitev mora biti dosežena le na testni datum, in ne kakor kriterij deviznega tečaja, po katerem mora biti tečaj stabilen celotno dvoletno obdobje.

Izkušnje sedanjih članic EMU kažejo, da je pri interpretaciji inflacijskega kriterija potrebno upoštevati strukturne razloge apreciacije. Vse države, razen Italije in Finske, so znižale inflacijo v okviru kriterijev in vzdrževale stopnje na približno 3-4%. Z enotno monetarno politiko, z velikimi razlikami v fiskalnih pozicijah in s splošnim znižanjem plač, so nacionalne inflacijske stopnje v povprečju presegale stopnje v evro območju za približno 1,5 – 2 odstotka. Stopnja inflacije vsaj v neki meri odraža strukturne vplive, ki izhajajo iz procesa

dohitevanja. V državah, kjer je inflacija najnižja, se proces dohitevanja ne pojavlja. Tako je očitno, da je za države, ki vstopijo v unijo, nemogoče vzdrževati inflacijo pod 3-4% in hkrati slediti procesu dohitevanja dohodka. Na podlagi teh opazovanj se pojavi vprašanje, ali naj države zavlačujejo z vpeljavo evra, dokler se ne zaključi proces realne konvergence, ki zmanjša razlike v inflaciji, ki jih pripisujemo strukturnim in tranzicijskim dejavnikom, ali pa so te razlike kompatibilne s popolno integracijo v monetarno unijo.

Države Srednje Evrope se bodo morale potruditi, da bodo znižale inflacijo s sedanjih stopenj, po katerih presegajo ocenjeni B-S učinek, ali pa svoje že dovolj nizke stopnje na tej ravni tudi vzdrževale. Tudi če maastrichtskih kriterijev ne bi bilo, bi države morale vzdrževati inflacijo, ki bi zagotavljala, da bi njihova konkurenčnost ostala primerna, tudi ko bodo devizni tečaji nepreklicno fiksni (Schadler et al., 2004, str. 26).

V Sloveniji je bila ravnotežna realna apreciacija, ki spremlja proces dohitevanja zmerna. Na podlagi analize T. Žumer (2002, str. 29) znaša ocena B-S učinka za Slovenijo v obdobju 1993-2001 0,7% letno. Ta odstotek pa nam pove, za koliko je bila ravnotežna inflacija nad nemško izključno zaradi razlik v produktivnosti.

Ocena Balassa-Samulesonovega učinka za Slovenijo se ujema z ocenami za tranzicijska gospodarstva na splošno. Po različnih ocenah se giblje od 0,7 -1,2¹ pa do 1,9-2,6². V povprečju ocene presegajo inflacijski kriterij. Čeprav so metodološki prijemi pri ocenjevanju različni, zanemarjanje tega efekta lahko upočasni realno konvergenco še posebej v obdobju ERM II. Sicer pomembno upoštevanje inflacijskih kriterijev lahko vodi v namerno upočasnitev gospodarske rasti, kar pa pomeni še večjo konfliktnost v procesu nominalne in realne konvergence (Jazbec, 2004, str. 128).

2.3 Kapitalski prilivi in možnost kreditne ekspanzije

Hkrati s procesom dohitevanja in konvergiranja proizvoda na osebo poteka tudi proces izenačevanja tehnologije ter institucionalnih ureditev. Na podlagi tega Lipschitz (2004) s pomočjo celotne factorske produktivnosti utemelji kapitalske tokove, ki so usmerjeni v države z večjimi mejnimi proizvodi kapitala. Tako pod predpostavko neomejenosti kapitalskih tokov razlike v mejni donosnosti kapitala sprožijo znatne tokove investicijskih dobrin iz kapitalsko obilnih držav v tranzicijske države (Lipschitz, 2004, str. 2-8).

Večje prilive tujega kapitala v tranzicijske države povzročajo tudi velike razlike med dejansko in paritetno obrestno mero. Mehanizem obrestne paritete, ki predpostavlja nadaljevanje realne apreciacije valute, predstavlja eno glavnih omejitev monetarne politike držav Srednje Evrope. Če centralna banka zadrži obrestno mero tako nizko, da prepreči arbitražne prilive, je realna

¹ Coricelli, Jazbec (2001), str. 127.

² Bundesbank (2001), str. 25.

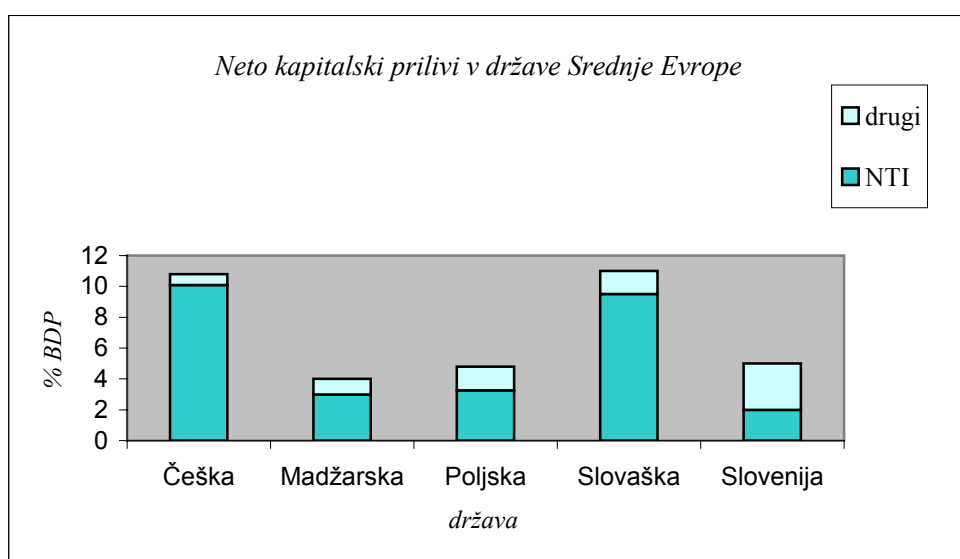
obrestna mera veliko pod mejnim proizvodom kapitala. To dvigne investicijske tokove nad domače varčevanje. Takšno stanje pa je mogoče vzdrževati le kratek čas in še to le ob veliki ekspanziji domačih kreditov (Lipschitz, 2004, str. 10).

Ekspanzija kreditov privatnemu sektorju pa je ena izmed značilnosti srednjeevropskih držav, ki vstopajo v Unijo. Veliko spremembo režima, ki ji bo botrovalo pomanjkanje politične kohezivnosti, nestanovitnost kapitalskega računa in velik fiskalni deficit, bodo namreč spremljale tudi znatne spremembe na finančnih trgih, ki bodo opazne predvsem v obliki hitre rasti kreditov privatnemu sektorju (Schadler et al, 2004, str. 3).

Na splošno velja, da so kapitalski količniki (K/L) v državah Srednje Evrope, kamor sodi tudi Slovenija, veliko nižji kot tisti v državah Unije, kljub razmeroma nizkim količnikom zaposlenosti. Redkost fizičnega kapitala in obilje človeškega kapitala v obliki delovne sile ob podpori ustrezne infrastrukture lahko daje relativno visok mejni produkt kapitala v državah Srednje Evrope. Vse to je podlaga za dobičkonosnost investicij ter osnova, ki privlači tuj kapital. Pritoki tujega kapitala v te države so obilni, nihajoči in slabo nadzorovani. Gledano na splošno, okoli 75% kapitalskih pritokov predstavljajo neposredne tuje investicije (NTI), kjer zopet močno izstopa Slovenija, kjer je ta delež le 40%. V preteklih letih so bili neto pritoki nadvse nihajoči. Veliko je k njihovi postopni ustalitvi in naraščajočemu trendu pripomogla tudi postopna liberalizacija in trend zmanjševanja kapitalskih ovir.

Po prevzemu enotne valute in pod okriljem enotne denarne politike držav monetarne unije, države ne bodo več podvržene tečajnemu tveganju, velik donos na kapital pa bo ostal in tako se bo privlačnost za tuje naložbe še povečala (Schadler et al., 2004, str. 15).

Slika 2: Kapitalski pritoki v tranzicijskih državah v obdobju 2000 – 2003



Vir: Schadler et al., 2004, str. 3

Veliki kapitalski prilivi so torej del procesa realne konvergence, ki so v mnogih primerih v preteklosti povzročili destabilizacijo. Da bi preprečili negativne učinke Lipschitz (2004, str. 14) predlaga naslednje ukrepe na podlagi izkušenj v podobnih okoliščinah nastajajočih trgov:

- Upravljanje s tujimi deviznimi rezervami in velikost ter sestava javnega dolga morata biti prilagojena potrebam in morata delovati kljub neustreznim okoliščinam. Ravno zaradi tega je nadvse pomembna ustreznost izbire mehanizmov prilagajanja asimetričnim šokom.
- Večinoma so se krize pojavile v finančnih sistemih, ki še niso bili dovolj razviti, da bi se lahko soočili z globalizacijo finančnih tokov. Že pred popolno liberalizacijo kapitalskega računa bi bilo potrebno vzpostaviti ustrezen regulatorni režim. Bankam bi morali striktno omejiti odpiranje tujih deviznih pozicij. Imeti pa bi morale tudi bolj preudaren management in poostrene mehanizme ocenjevanja tveganj.
- Tretji ključni element je sposobnost oblasti, da se odzove z učinkovitim spletom makroekonomskih politik. Ključna je sposobnost delovanja pod tržnimi pritiski in hitra odzivnost na tržne dogodke. Z odprtjem tujim kapitalskim trgom se zmanjšajo pristojnosti monetarne politike in fiskalna politika postane ključna stabilizacijska politika. Trden fiskalni položaj omogoči politiko ekspanzivnosti kot odziv na močen obrat v kapitalskem računu. Prav nasprotno pa visok javni dolg (še posebej, če je kratkoročnega značaja ali pa povezan z deviznim tečajem), deluje kot omejitev makroekonomskih politik.
- Največ preteklih kriz je še dodatno poostrilo to, da so se na trgu v najslabših možnih trenutkih pojavile informacije o ranljivosti. Transparentnost in dostopnost podatkov sta pomembni dopolnili dobrih politik. Dostop do informacij omogoča investitorju, da neodvisno oceni tveganje in da se diskriminatorno odloči za enega od nastajajočih trgov tržnih gospodarstev.

2.4 Prilagajanje na asimetrične šoke

V času pred vstopom v režim ERM II in po njem so asimetrični šoki ena največjih groženj makroekonomski stabilnosti, na katero oblasti nimajo vpliva. Asimetrični šoki se pojavljajo tako na strani ponudbe kot tudi na strani povpraševanja. V kolikšni meri so v času ERM II države kos asimetričnim šokom, je odvisno od različnih dejavnikov. Na prvem mestu je vrsta šokov, sledita pa ji konsistentnost politik, s katerimi se države odzivajo in jasna tržna komunikacija glede sprejetih monetarnih odločitev. Pri večini šokov se lahko pojavijo večja tveganja, če politike niso dovolj odzivne, monetarni okvir pa zaradi finančnih pogojev ne zagotavlja zadostne svobode in konsistentnosti kar zadeva blaženje šokov. Ob soočenju z

velikimi šoki, ki vplivajo na kapitalske tokove, so nujno potrebni kredibilni mehanizmi, ki dovoljujejo ali prilagoditev deviznega tečaja ali pa prilagoditev obrestne mere. ERM II lahko to kredibilnost omeji, če ga dojemamo kot omejitev obsega sprememb deviznega tečaja brez ustreznih alternativnih prilagoditvenih mehanizmov (Schadler et al., 2004, str. 11).

Zaradi enotne monetarne politike vodene s strani Evropske centralne banke, bodo večjo vlogo dobile druge ekonomske politike in nekateri alternativni mehanizmi prilagajanja na asimetrične šoke. Te razdelimo na institucionalne in tržne. Med tržne sodijo predvsem fleksibilnost cen in plač ter mobilnost kapitala in dela. Institucionalni mehanizmi pa so avtomatični stabilizatorji v okviru skupnega proračuna ter diskrecijska politika v obliki nepovratnih posojil in pomoči v okviru različnih strukturnih in kohezijskih skladov. Večja uporaba tržnih in institucionalnih mehanizmov je povezana s procesom realne konvergence (Jazbec, 2004, str. 129).

Če ocenjujemo verjetnost asimetričnih šokov v Sloveniji glede na EMU, je ta relativno majhna. Kljub heterogenosti, je struktura slovenske ekonomije podobna strukturi v državah EMU. Slovenija je močno vpeta v trgovino z državami evro območja, poslovni cikli so sinhronizirani, proces tranzicije in večji del strukturnih reform pa se prav tako zaključuje.

Avtorji, ki so analizirali koreliranost šokov v Sloveniji in EMU prihajajo do ugotovitev, da so povpraševalni šoki v Sloveniji povezani s šoki v povprečju EMU, medtem ko so ponudbeni šoki z EMU kot celoto, korelirani negativno. Slednje lahko razlagamo s prilagajanjem proizvodne strukture v času tranzicije. Na podlagi analiz ugotavljajo, da se povezanost šokov in odzivanje nanje v tranzicijskih gospodarstvih povečuje oziroma sinhronizira. (A)simetričnost šokov se torej s časom spreminja, smer in odzivanje nanje pa se s povečano integracijo v skupnem valutnem področju izenačuje (BS in Vlada RS, 2003, str. 13).

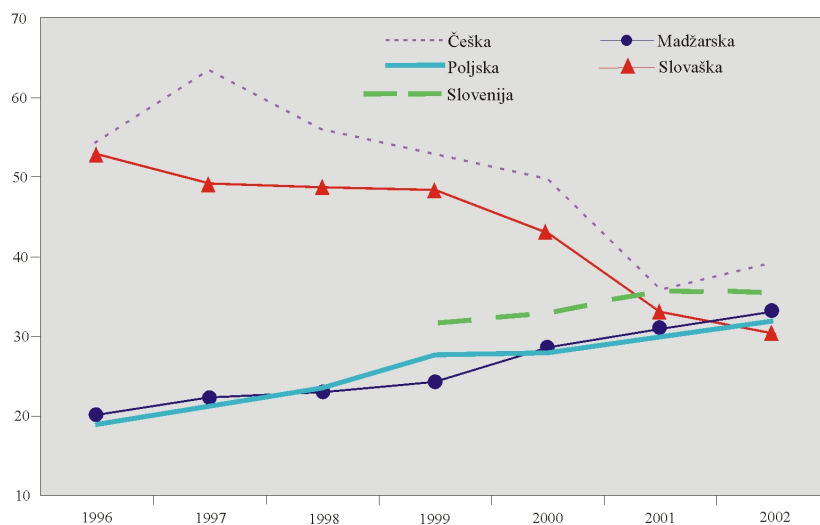
3 Možnost ekspanzije kreditnega povpraševanja

V povezavi z vstopanjem v ERM II se pojavi tudi potencialna nevarnost povečanja obsega kreditov. Izpolnjevanje nominalnega konvergenčnega kriterija, ki zahteva približevanje obrestnih mer evropskim ravnom, povzroči padec realnih obrestnih mer, kar lahko vodi v povečano povpraševanje po kreditih.

Schadler (2004, str. 15) ugotavlja, da sta dve pomembni značilnosti srednje-evropskih držav, ki vstopajo v evro področje, hitra rast bančnih kreditov privatnemu sektorju in nestanovitnost kapitalskih tokov. Prav tako te države povezuje majhnost finančnega sektorja, še posebno deleža bančnih kreditov privatnemu sektorju v primerjavi z evro območjem. Slovenija sicer predstavlja izjemo, saj je edina od držav, kjer je delež bančnih kreditov manjši, pa vendar ni v trendu nenadne hitre rasti.

Ocenjevanje potencialnega povečanja povpraševanja po kreditih je deloma tvegano. Ocene, ki temeljijo na starih podatkih in pričajo o kreditnih količnikih veliko pod ravnotežjem niso najbolj relevantne. Najboljši indikator potencialne velikosti in hitrosti kreditne ekspanzije so tako izkušnje držav, ki so že vstopile v evro območje. Schadler (2004, str. 65) na podlagi vektorskega modela, v katerega vključi nominalni delež bančnih kreditov privatnemu sektorju, dolgoročno realno obrestno mero in logaritem per capita dohodka glede na kupno moč, izračuna povprečno oceno ravnotežne vrednosti deleža kreditov privatnemu sektorju kot odstotek BDP. Ta znaša 75%, medtem ko je dejanski delež kreditov okoli 60%. V modelu je predvidevan razvoj in integriranje kreditnih trgov po zgledu evropskih držav. Simulacije modela nakazujejo, da je predvidena letna rast kreditov okoli 30-45%, kar je veliko nad preteklo rastjo. Tako strmi rasti pa naj bi sledil prav tako strm padec. Opisana pot kreditov presega dejansko hitrost prilagajanja srednjeevropskih držav na evro območje, kjer so odstopanja od ravnotežja bistveno manjša. Seveda pa ne smemo zanemariti institucionalnih razlik, ki zajemajo različno zaščito pravic kreditojemalcev in stopnjo negotovost bank glede zanesljivosti kreditnih ocen. Predvidene stopnje rasti kreditov so tako pod letnimi stopnjami rasti držav, ki so naknadno vstopile v EMU in zelo podobne stopnjam rasti ostalih tranzicijskih držav, kjer so bile začetne zaloge kreditov nizke (Schadler et al., 2004, str. 15).

Slika 3: Bančni krediti privatnemu sektorju (tranzicijske države)



Vir: Schadler et al., 2004, str. 41

3.1 Poglobljanje finančnih trgov

Predvidevanje hitre rasti kreditov je prisotno v vseh državah Srednje Evrope. Nivo zadolženosti privatnega sektorja se v prihodnosti ne bo dvignil le zaradi novih investicijskih možnosti in višje ravni permanentnega dohodka, temveč bo k temu prispevala tudi razširitev bančnega posredništva in povečanje ponudbe kreditov s strani nebančnih finančnih institucij, kar je del poglobljanja celotnega finančnega sistema. Na novo privatizirane banke in njihove

nove tehnike ocenjevanja tveganja bodo pripomogle k hitrejši rasti kreditov privatnemu sektorju. Rast kreditov, ki je povezana s poglobljanjem finančnega trga, pravzaprav ni vezana na prevzem enotne valute in se je v večini držav Srednje Evrope že začela. Seveda pa to ne pomeni, da prevzem evra tega procesa ne bo pospešil. Pritisk s strani povpraševanja zaradi učinkov evra na rast in investicije ter zmanjšanje premije za tveganje zaradi enotne valute, bo povzročil znižanje tujega izposojanja in velik priliv kreditov iz tujine. Po prevzemu evra bodo obrestne mere določali evropski pogoji, medtem ko bodo ciklični in strukturni učinki vplivali na to, da bo inflacija relativno višja kot v evro državah. V takšnih okoliščinah lahko nizke ali celo negativne obrestne mere doprinesejo k še dodatnem povečanju tveganja ekspanzije kreditnega povpraševanja (Schadler et al., 2004, str.13).

Povečano povpraševanje po kreditih sproži vprašanje kreditne sposobnosti bank. Marsikje je konsolidacija bank oziroma finančnih institucij neizbežna. Hitra konsolidacija, s katero so mišljeni predvsem prevzemi in združevanja finančnih institucij, je bila pričakovana in je pravzaprav ena izmed glavnih karakteristik, ki označujejo spremembe v evropski finančni industriji. V povezavi s hitrim združevanjem po zgledu ameriške bančne industrije, se pojavijo strahovi, da bi te velike bančne institucije lahko omejile posojanje manjšim podjetjem, da bi se vlade vmešavale v mednarodna združevanja in da bi ameriške konsolidacije bile uspešnejše od evropskih pri doseganju ekonomij obsega. Zaenkrat se napovedi o združevanju preko meja in znotraj Evrope še niso uresničile, izjeme so le skandinavske države in države Beneluxa, vendar pa jih je pričakovati v bližnji prihodnosti. Sicer so tuji lastniki v domačih bankah prisotni z 5% do 10% deležem, odstotek je nekoliko višji le v Franciji in na Portugalskem. Tako znotraj kot izven državnih meja so opazni nekateri prevzemi nadzora lokalnih bank (Botazzi, 2004, str. 4).

Najbolj tipične združitve finančnih institucij znotraj državnih meja so potekale med bankami in zavarovalnicami, saj so pomenile nekakšen odgovor na spremembe v upravljanju s premoženjem. Z nastajanjem velikih močnih konsolidacij se pojavlja vprašanje, ali morda ta trend zmanjšuje tok posojil manjšim podjetjem. Velikosti komitentov bank so namreč različne. Logično je, da so velike banke osredotočene na posojanje velikim in srednjim podjetjem, medtem ko se manjše specializirajo na manjša podjetja. Ta dejstva vodijo v sklepanje, da bodo z razširjanjem močnih bančnih konsolidacij največ izgubila manjša podjetja. Banke z manj kot 100 milijonov \$ premoženja, so skoraj 9% sredstev namenile za kredite majhnim podjetjem, medtem ko so banke, imajo več kot 10 milijard \$ sredstev, za majhna podjetja namenile manj kot 2% premoženja (Berger et al., 2002, str. 11). Iz tega sledi, da je ob prenosu sredstev v večje institucije, ki nastanejo v procesu združevanj in prevzemov, opazen padec posojil malim podjetjem. Vendar pa je to le en učinek združitvev in prevzemov, ki ga imenujemo statični efekt. Na drugi strani se pojavi nasprotni učinek, ki v veliki meri ublaži pomanjkanje kreditov malim podjetjem. Konkurenčna finančna podjetja - že obstoječa in nova, ki so pričela delovati na teh istih finančnih trgih in ki so ostala izven konsolidacije - namreč nadomestijo izpad teh kreditov. Opazen je torej le premik kreditov od konsolidiranih bank k drugim lokalnim finančnim institucijam.

Z združevanjem se pojavi še problem stapljanja kultur. V bančnem sektorju igra še posebej pomembno vlogo poslovanje na podlagi medsebojnih odnosov. Z meddržavnimi združitvami lahko pride do stapljanja različnih tržnih okolij, z različnimi jeziki, kulturami, nadzornimi in regulatornimi okvirji. Pojavijo se nevarnosti nedoseganja načrtovanih sinergičnih učinkov (Botazzi, 2004, str. 21).

Povečano povpraševanje po kreditih, ki bo sledilo nizkim obrestnim meram zaradi nominalne konvergence, se bo odražalo v potrebah po spremembi lastniške strukture in kapitalskih naložb bank. Banke bodo namreč potrebovale dodatni kapital, ki ga bodo pridobile iz različnih virov. Viri iz tujine bodo prevladovali nad dezinvestiranjem bančnih naložb v vrednostne papirje, predvsem v podružnicah tujih bank. Banke si bodo prizadevale povečati učinkovitost poslovanja, povečati tržno moč ter razširiti svoje poslovanje tudi na druga področja finančnih trgov, s čimer bodo pripomogle k diverzifikaciji tveganj.

V slovenskem bančnem sistemu se spreminja struktura bilanc bank in počasi postajajo prevladujoče le naslednje tri oblike:

- 1) banke s prevladujočo **tujo** lastniško strukturo
- 2) banke z večinskim **državnim** lastništvom
- 3) banke, katerih večinski lastniki bodo **domače** finančne družbe

Tabela 1: Lastniška sestava bančnega sektorja v Sloveniji

(% v lastniškem kapitalu)	31.12.00	31.12.01	31.12.02	31.12.03
Tuje osebe	12,0%	16,0%	32,5%	33,7%
Država v ožjem smislu	36,8%	37,0%	20,3%	19,6%
Ostale domače osebe	51,2%	47,0%	47,2%	46,7%

Vir: BS, 2004a, str. 37

Banke z večinsko tujo lastniško strukturo pridobivajo dodatni kapital v obliki subordiniranih posojil in neposrednih tujih naložb. Vlagajo predvsem v širjenje na druga področja finančnega delovanja, ki dopolnjujejo osnovno bančno dejavnost.

S konsolidacijami v finančnem sistemu pa so povezana tudi nekatera tveganja. Gre za tveganje institucij, ki so neposredno udeležene v združevanju ali pa prevzemih, saj je mogoče, da se pričakovane koristi ne bi uresničile. Pri mednarodnih združevanjih so tveganja še večja, saj gre za stapljanje različnih kultur in poslovnih okolij. Prav tako je nezanemarljivo tveganje z vidika nadzorne institucije. Poveča se namreč sistemsko tveganje, kar pomeni večjo nestabilnost celotnega finančnega sistema. Finančne konglomeracije, ki povezujejo različna področja finančnega trga pravzaprav predstavljajo oviro za izvajanje učinkovitega nadzora. Tako je potrebno spremeniti tudi pristop nadzora, ki je vedno bolj podprt z zahtevami po

transparentnosti poslovanja in kreiranjem lastnih sistemov upravljanja s tveganji (Jašovič, Košak, 2004, str. 14-15).

3.2 (Ne)razvitost finančnih sektorjev tranzicijskih držav

Coricelli in Masten (2004, str. 2) ugotavljata, da stopnje gospodarske rasti celo bolj razvitih nekdanjih tranzicijskih držav niso zadovoljive. Tudi če izvajamo velik padec proizvoda v obdobju med 1990 in 1992, je nihanje stopenj rasti veliko večje kot v državah Unije. To veliko večje nihanje rasti pa se ne ujema z dejstvom, da se s pomočjo neposrednih tujih investicij srednjeevropske države močno integrirajo z državami Unije. Integracija je močna tako v medpanožni kot tudi znotraj panožni trgovini. Trgovina in industrijska proizvodnja sta v srednjeevropskih državah razvejani in tesno povezani s proizvodnim procesom EU. Korelacija med cikličnimi gibanji industrijskega proizvoda v Srednji Evropi in EU je velika, amplituda teh gibanj pa je veliko večja v srednjeevropskih državah.

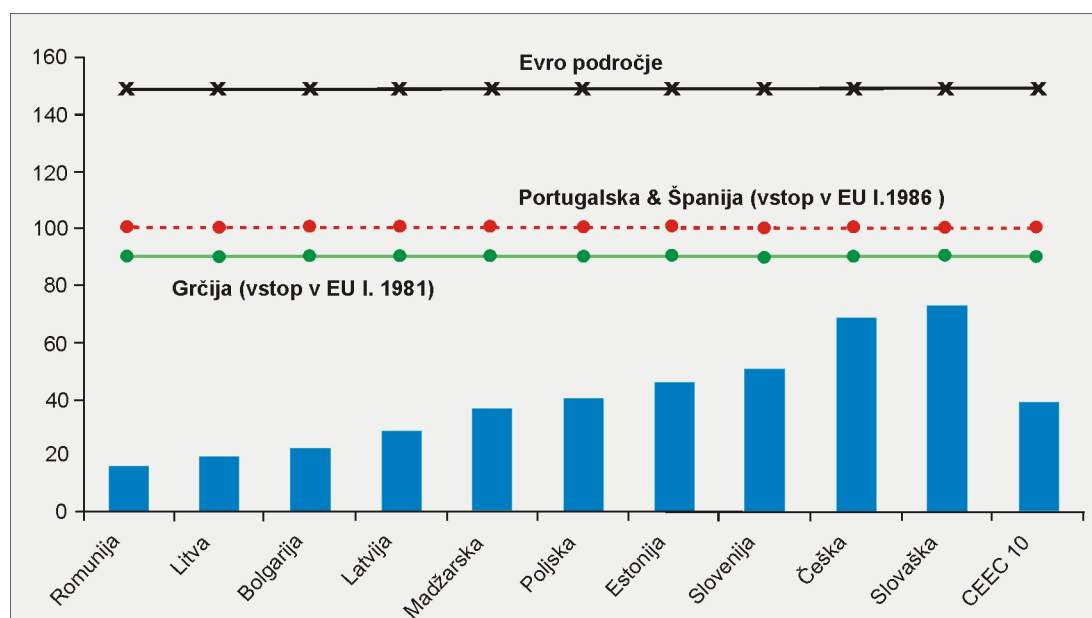
Vzrok za nezadostno rast in veliko nihanje stopenj rasti je prav v delovanju kreditnih trgov in potrebnih institucij, ki omogočajo ustrezne makroekonomske okvirje, potrebne za doseganje določenih stopenj gospodarske rasti (Coricelli, Masten, 2004, str. 3).

Za države Srednje Evrope predstavlja prvoten padec proizvodnje vzrok za njihovo glavno krizo. V tej fazi je bil finančni sektor pod vsakršnim nivojem. Gre za primer, ko lahko podrazvitost finančnega sektorja vodi v padec proizvodnje. Razvoj finančnih trgov, ki je sicer sledil, pa pravzaprav še vedno predstavlja oviro hitrejši rasti in je hkrati razlog za nestanovitnost proizvodnje. Kljub temu, da je nerazvitost bančnega sektorja in trga vrednostnih papirjev kompenzirana z rastjo trgovinskih kreditov, je velik delež teh kreditov v BDP lahko osnova za kreditno ekspanzijo. Hitra rast kreditov z vstopom v EMU pa je lahko odločilna v vlogi zagotavljanja večje gospodarske rasti in zmanjšanju nestanovitnosti. Konvergiranje delovanja kreditnih trgov ima namreč velik vpliv na zmanjševanje nestanovitnosti.

Če primerjamo stopnje rasti med državami Srednje Evrope (CEC markets) in državami nekdanje Sovjetske zveze (CIS markets), je dvig rasti po ruski krizi opazen le pri CEC državah. Še vedno pa rast, gledano relativno glede na EU, močno zaostaja. Proces konvergiranja se torej šele začne. Nestanovitnost je na teh trgih dvakrat večja kot na drugih novo nastajajočih trgih. Glavni razlog je običajno nestanovitnost pogojev menjave, ki pa je tukaj izločen kot možen vzrok (Mendoza, 1997, str. 134). Trgovina teh držav je namreč močno odprta in usmerjena na trge EU, delež intra panožne trgovine v celotni pa je prav tako zelo velik.

Vse kaže na to, da je glavni vzrok slaba razvitost finančnih oziroma kreditnih trgov. S prestopom v tržno gospodarstvo so tranzicijske države izvedle številne reforme; prestrukturirale so svoje gospodarstvo in izpolnile mnoge pogoje, da so se vsaj do neke mere približale zahtevam evropskega pravnega reda. Zelena luč za vstop v EU pa ne pomeni, da so vse institucionalne spremembe izpolnjene. Tranzicija je zaključena na področjih kot so liberalizacija cen in zunanje menjave. Veliko odprtega pa še vedno ostaja na področjih reform finančnih trgov, privatizacije, konkurenčne politike in reform infrastrukture. Plitkosti finančnih trgov, ki je tako glavna karakteristika držav Srednje Evrope, pa ne pojasnjujejo velike razlike v dohodku per capita glede na države EU. Ob prvi širitvi EU je bila namreč tudi raven dohodkov per capita Portugalske, Španije in Grčije podobna ravni Slovenije, vendar pa je bil delež kreditov v BDP dvakrat večji.

Slika 4: Domači krediti (kot delež BDP), za leto 2000



Vir: Coricelli, Masten, 2004, str. 9

Vsekakor je institucionalni razvoj eden od stebrov makroekonomskega okvirja in vpliva tako na stopnje rasti kot tudi na njihovo nestanovitnost. Finančni trgi pa so glavni kanal skozi katerega institucije delujejo. Ker v prejšnjem režimu finančni trgi sploh niso obstajali, je njihov razvoj sledil razvoju industrije, prvotno pa je bil osnovan za podporo trgovinskih aktivnosti. V obdobju industrijske revolucije je finančni kapital podprl rast industrije. Industrija je predstavljala glavni del gospodarstva, finančni sektor pa ni igral aktivnejše vloge. Banke so predstavljale le računovodske institucije. Koncept jamčenja za kredite ni bil poznan, kot je bila takratnem režimu tuja tudi možnost bankrotiranja. Tranzicijske države so morale v istem času izvajati korenite realokacije produkcijskih sredstev in razvijati finančni trg. Finančni trgi so tako nastali kot rezultat intervencijskih politik in spontanega razvoja gospodarstva. Izkušnje tranzicijskih držav so v tej drugi fazi razvoja nadvse heterogene.

Ponekod so se kreditni trgi razvili skozi trgovinske kredite, drugod je postala prevladujoča barter menjava, spet drugod so se uveljavila splošna pravila plačevanja znotraj podjetniških sektorjev (Coricelli, Masten, 2004, str. 7-10).

Države srednje Evrope so finančni sektor pričele razvijati v obdobju 1990-1992. Srečale so se z mnogimi velikimi težavami. Rezultat teh težav je, da je v večini finančni sektor še vedno pretežno nerazvit. Nedavne ocene Mednarodnega denarnega sklada kažejo na »ravnovesno« raven velikosti bančnega sektorja tranzicijskih držav. Kakor je razvidno iz tabele št. 2., je razlika med dejansko in predvideno vrednostjo deleža kreditov v BDP za te države izjemno velika (Cottarelli et al., 2003, str. 22).

Vsekakor je delež kreditov BDP glede na podatke nepopoln indikator finančne razvitosti. Institucionalne spremenljivke pa postajajo vedno bolj značilna mera finančnega razvoja (Beck et al., 2001, str. 29). Vstop v EU predstavlja gonilno silo institucionalnih sprememb. V zadnjih letih je delež kreditov v BDP močno narasel. Zaskrbljujoče pa je dejstvo, da bo rast kreditov prehitro dohitela stopnjo značilno za EU, medtem ko bodo domače finančne institucije ostale neučinkovite. Tveganje prevelike ekspanzije kreditov lahko še poveča zgodnji prevzem skupne valute. Prevzem evra namreč ne pomeni le trdne vezave in znižanja realnih obrestnih mer, ki spodbudijo rast povpraševanja po kreditih. Nezanemarljive so tudi velike institucionalne spremembe, odprava valutnega tveganja, odprava valutnih neskladij, spremembe v bilancah bank in odprava tveganja monetizacije javnega dolga.

Seveda prevzem evra ne odpravlja tveganja neučinkovitosti lokalnih bank. Nacionalni finančni sektor sicer postane del celotnega evro področja, vendar pa se zaradi majhnega deleža finančnega sektorja držav srednje Evrope, lokalni problemi majhnih bank ne prenašajo na celotni finančni sistem. Marsikatero lokalno banko propadejo zaradi konkurence večjih, bolj učinkovitih tujih bank. Te banke svoje aktivnosti koncentrirajo v glavnem na trgu maloprodaje in v sodelovanju z veliki korporacijami ter izključujejo mala in srednje velika podjetja, ki pravzaprav predstavljajo osrčje rasti srednje-evropskih držav. Glavni razvojni izziv za te države je torej pospešitev učinkovitosti finančnega sektorja in povečanje ponudbe kreditov majhnim in srednje velikim podjetjem. Zavlačevanje prevzema evra lahko težave le še poslabša (Schadler et al., 2003, str. 14).

Tabela 2: Dejanski in predvideni delež kreditov v BDP

Država	Dejanski delež kreditov v BDP (2002)	Predviden delež kreditov v BDP	Absolutni odklon
Bolgarija	15,6	52,6	-37,0
Češka	42,6	69,3	-26,7
Estonija	46,0	75,4	-29,4
Madžarska	29,3	70,5	-41,2
Latvija	24,8	76,7	-51,9
Litva	14,2	68,1	-53,9
Poljska	28,1	70,4	-42,3
Romunija	8,3	58,0	-49,7
Slovaška	31,5	59,9	-28,4
Slovenija	38,4	63,8	-25,4

Vir: Cottarelli et al., 2003, str. 22

Coricelli in Masten (2004, 32 str.) v svoji študiji analizirata vpliv kreditov na rast in nestabilnost tranzicijskih držav. Pravzaprav bi ocena na podlagi tranzicijskih držav ne bila zelo merodajna, saj se države razlikujejo zaradi različnih struktur gospodarstev. Boljši primer so zato države pristopnice v EU, katerih proizvodna struktura je močno razvejana, makroekonomsko okolje pa relativno stabilno. Večja nestanovitnost predstavlja tudi ovire pri upoštevanju fiskalnih pravil EU, ki so zasnovana za države z mnogo manjšim nihanjem stopenj rasti. Velika asimetrija razvoja finančnih trgov pa je lahko eden od razlogov neučinkovite skupne monetarne politike.

Avtorja v svojo analizo vključita četrletne podatke devetih držav. V modelu predstavlja rast BDP odvisno spremenljivko, pojasnjevalne spremenljivke pa so trije indikatorji finančnega razvoja in sicer: rast realnih kreditov privatnemu sektorju, razlika med aktivno in pasivno obrestno mero in indeks institucionalnega razvoja³. Oba zadnja indikatorja se izkažeta za statistično izjemno značilna. Zanimiva ugotovitev je, da ima rast kreditov pozitiven učinek na rast proizvoda le, če je finančni razvoj dosegel določeno mejo, ki je določena z deležem kreditov v BDP in s stopnjo izvedenih bančnih reform ter z liberalizacijo obrestnih mer (Coricelli, Masten, 2004, str. 20-26).

Iz analize povzameta, da je nestanovitnost gospodarske rasti nelinearna funkcija globine bančnega sektorja. Določa jo globina finančnih posredniških sistemov. Med nestanovitnostjo in finančnim razvojem posredniških sistemov vlada namreč obratna povezanost. Povezava pa je prav tako odvisna od tega, kakšne vrste je šok, ki prizadene gospodarstvo. Realni šoki za razliko od monetarnih zavirajo razvoj finančnega sektorja. Intuitivno lahko sklepamo, da monetarni šok v obliki ekspanzije kreditov povzroči večjo reakcijo na realni ravni

³ Po definiciji EBRD.

gospodarstva, če je globina finančnega sektorja večja. Na novo nastajajočih trgih je nestanovitnost fenomen, ki ga zaznamujejo predvsem krizni dogodki – različne valutne in finančne krize (Beck et al., 2001, str. 29). Vpliv krize na output je večji, če je finančni sektor bolj razvit. Tako v primeru Češke kot tudi Bolgarije je finančna kriza vodila v zmanjšanje proizvodnje in postopnega zmanjševanja globine finančnega sektorja. Obstaja pa tudi alternativni tok, ki je odvisen od karakteristike razvojnega procesa posamezne tranzicijske države in pri katerem velja negativna korelacija med nestanovitnostjo rasti proizvodnje in finančnega razvoja.

Sledečo logiko lahko prikažemo na enostavnem dvosektorskem modelu rasti, kjer imamo dinamičen, učinkovit sektor in sektor, ki stagnira. Agregatna rast je rezultat asimetričnega delovanja obeh sektorjev. Če je finančni sektor učinkovit, so finančni viri hitro prerazporejeni v bolj dinamični sektor. V primeru neučinkovitega finančnega sektorja je ta proces upočasnen in padec stagnantnega sektorja se ne kompenzira z rastjo dinamičnega. Stopnja rasti naj bi potekala po krivulji narobe obrnjene črke U, saj bi bila nestanovitnost večja v primeru popolnega delovanja kapitalskih in finančnih trgov. Prav tako bi bila velika v primeru popolne nerazvitosti teh trgov, kjer ne bi bilo možnosti izposoje in kreditov, vsak šok v toku gotovine pa bi vplival na proizvodnjo. V primeru, ko ni dostopa do zunanjih posojil in omejitev pri plačevanjih na avans pri nakupu inputov, inflacija ni nevtralna. Inflacija tako zmanjša kupno moč inputov, ki jih ima podjetje na zalogi iz prejšnjega obdobja. V primeru transakcij med podjetji, ki so financirane s trgovinskimi krediti, je težko vzdrževati likvidnost v vseh delih kreditne verige. Vsak šok, ki povzroči zmanjšanje likvidnosti enega samega podjetja, se prenese po kreditni verigi in lahko sproži efekt »napihnenosti« celotne proizvodnje. Tako odsotnost popolno delujočih kreditnih trgov poveča nestanovitnost proizvodnje, zaradi neučinkovite alokacije proizvodnih virov in zaradi pretirane občutljivosti outputa na tok gotovine.

Tudi nestanovitnost gospodarske rasti je v največji meri povezana z razvojem finančnega sektorja. Simultano izboljšanje na vseh področjih finančnega razvoja bi nestanovitnost zmanjšalo kar za četrtno in bi jo približalo povprečni nestanovitnosti, značilni za države EU. V transformaciji srednje-evropskih držav iz planskega gospodarstva v tržno veliko vlogo igrajo kreditni trgi. Ne le globina kreditnih trgov, temveč tudi njihova učinkovitost je odločilna tako za rast proizvodnje kot tudi za zmanjševanje njene nestanovitnosti. Ker razvoj finančnega sektorja temelji na institucionalnih dejavnikih, je vstop v EU in EMU za te države idealna priložnost, da okrepijo institucionalne okvirje. Kar se razlikuje od tradicionalne OCA teorije – teorije optimalnega valutnega področja - je dejstvo, da z vključitvijo v področje enotne valute, lahko marsikaj pridobijo tudi države s slabše razvitimi finančnimi sektorji in strukturnimi asimetrijami rasti proizvodnje. Tveganje se diverzificira, dostopni so jim mnogi instrumenti blaženja šokov. Mnoge empirične analize merijo pripravljenost vstopa v Unijo le glede na strukturne asimetrije – merijo celotno nihanje proizvodnje in korelacijo med individualnimi šoki posameznega gospodarstva s tistimi na celotnem področju denarne unije, zanemarjajo pa pomembnost transmisije teh šokov skozi finančni sektor. Če je finančni sektor

denarne unije učinkovitejši od nacionalnega, potem priključitev k uniji zmanjšuje nominalne šoke proizvodnje, oziroma prenašanje trenutnih šokov na proizvodnjo, ne glede na njihov izvor (Coricelli, Masten, 2004, str. 29).

3.3 Primerjava portugalskega in grškega bančnega sistema

Pri napovedovanju, kaj naj bi se zgodilo s povečanim povpraševanjem po kreditih v Sloveniji, že v obdobju režima ERM II, se lahko opremo na nekatere izkušnje držav članic EMU, ki so se v času vključevanja srečevale s podobnimi izzivi kot Slovenija.

Ker je bila gospodarska razvitost sedanjih članic Evropske monetarne unije pred vstopom primerljiva z zdajšnjo razvitostjo Slovenije, lahko s pomočjo primerjave sklepamo na možne posledice in vplive na bančni sistem ob vstopanju Slovenije v EMU.

Tabela 3: Razvitost posameznih držav glede na povprečje EU ob vstopu v ERM in EMU

	Ob vstopu v ERM	Ob vstopu v EMU
Grčija	Leta 1998 je razvitost znašala 66,8% povprečja EU	Leta 2001 je razvitost znašala 68,3% povprečja EMU
Portugalska	Leta 1992 je razvitost znašala 64,7% povprečja EU	Leta 1999 je razvitost znašala 71,5% povprečja EMU
Slovenija	Leta 2002 je razvitost znašala 69,0% EMU	

Vir: BS in Vlada RS, 2004, str. 11

3.3.1 Portugalski bančni sistem

Položaj portugalskega bančništva je bil do sredine osemdesetih let prejšnjega stoletja šibek, z močnim državnim nadzorom in regulacijo. Za bančni sistem je bila značilna močna centralizacija, kar je osrednja značilnost tranzicijskih držav pred reformami. V okviru približevanja Evropski uniji pa so začeli z izvajanjem reform v bančnem sektorju. Dovoljen je bil vstop zasebnega kapitala, ki je omogočil konkurenco. Reforme so se nadaljevale z vstopom v EU. V obdobju do leta 1996 so privatizirali vse banke razen ene velike hranilne banke (Canchoto, 2000, str. 2).

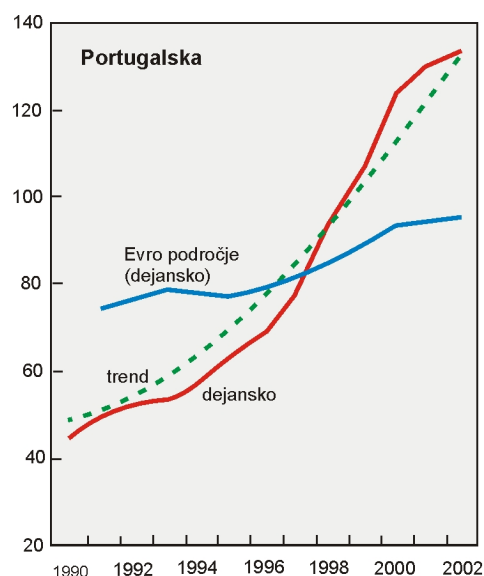
Sedaj je bančni sektor že dosegel fazo zrelosti in konsolidiranosti. Število poslovnih bank in bančnih podružnic v tuji lasti je doseglo skoraj polovico vseh poslovnih bank, čeprav je bil njihov tržni delež konec leta 2001 le slabih 18%. Koncentracija bančnega sektorja je

precejšnja. 5 največjih bančnih skupin je imelo leta 2001 79,6% tržni delež, merjen po velikosti aktive. Bilančna vsota je leta 2001 dosegla 231% BDP tega leta.

Kljub manjši rasti je donosnost portugalskih bank ostala skoraj nespremenjena. Kazalniki donosnosti so podrobneje predstavljeni v Tabeli št. 5. Čeprav se je delež operativnih stroškov preteklih letih nekoliko zmanjšal, je še vedno kar precej nad evropskim povprečjem (Banco de Portugal, 2002, str. 181).

Kot posledice nominalne konvergence so izrazite strukturne spremembe v bilancah monetarnih finančnih institucij. Hitra rast kreditov je vplivala na povečanje deleža kreditov v bilančni vsoti na račun kreditiranja rezidentov. Po drugi strani pa se je zmanjšal delež depozitov nebančnih rezidentov. Portugalska je hitro rast kreditov financirala s pomočjo tujih virov in z zmanjšanjem naložb v vrednostne papirje (Jašovič, Košak, 2004, str. 3).

Slika 5: Bančni krediti privatnemu sektorju 1990-2002 (kot delež BDP)



Vir: Schadler et al., 2004, str. 42

3.3.2 Grški bančni sistem

Grški bančni sistem sta do druge polovice osemdesetih let zaznamovala stroga regulativa in državni intervencionizem, ki se je sprevrgel v hiperinflacijo in velike deficite. Obširna liberalizacija se je zgodila šele v drugi polovici osemdesetih let po vstopu Grčije v Evropsko unijo. Tržne razmere so tako omogočile makroekonomsko stabilizacijo in prestrukturiranje gospodarstva. Ob koncu devetdesetih so se banke močno okrepile, svoje poslovanje so začele širiti na področje celotnega JV Balkana (Pust, 2004, str. 33).

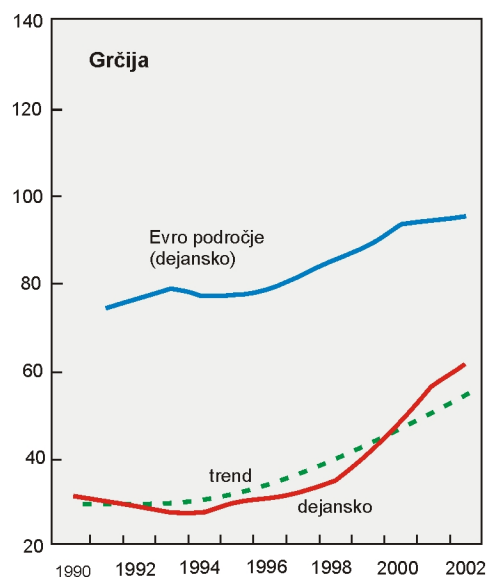
Kljub vstopu tujih bank je delež domačih bank še vedno okoli 80%. Prav tako je privatizaciji in mnogim reformam navkljub država še vedno večinski lastnik v poslovnih bankah. Ker je

bilo v preteklem obdobju sklenjenih mnogo strateških partnerstev s tujimi finančnimi institucijami, pa lahko rečemo, da je vpliv tujih investorjev dejansko večji od formalnih lastniških deležev. Čeprav se proces privatizacije še ni zaključil, je bila prisotna močna konsolidacija, ki še ni končana. Koncentracija bančnega sistema je delna, saj pet največjih bank razpolaga s 66% celotnih sredstev bančnega sistema. Pričakovati je povečanje koncentracije bank, saj le močne domače banke lahko nastopijo na tujih trgih. Grški finančni sistem ima v celotni Evropski uniji eno najvišjih stopenj rasti bilančne vsote v zadnjih letih. Bilančna vsota je leta 2001 dosegla kar 146% BDP v tem letu.

Za zadnja leta je značilna hitra rast bančnega trga. Med kreditnimi dejavnostmi so se najbolj povečala potrošniška posojila prebivalstvu. Najhitreje so naraščala kratkoročna ter stanovanjska posojila. Zaradi stanovanjskih posojil se je povečala tudi zadolženost sektorja prebivalstva, čemur so vzrok visoke bančne marže in navezanost komitentov na grške banke.

V letu 2001 se je grški finančni sistem sicer soočil z zmanjšano dobičkonosnostjo, toda grške banke nadaljujejo z večanjem operativne učinkovitosti. Kljub dodatnim stroškom z uvedbo evra so se operativni stroški, gledano relativno, zmanjšali (Bank of Greece, 2002, str. 96).

Slika 6: Bančni krediti privatnemu sektorju 1990-2002 (kot delež BDP)



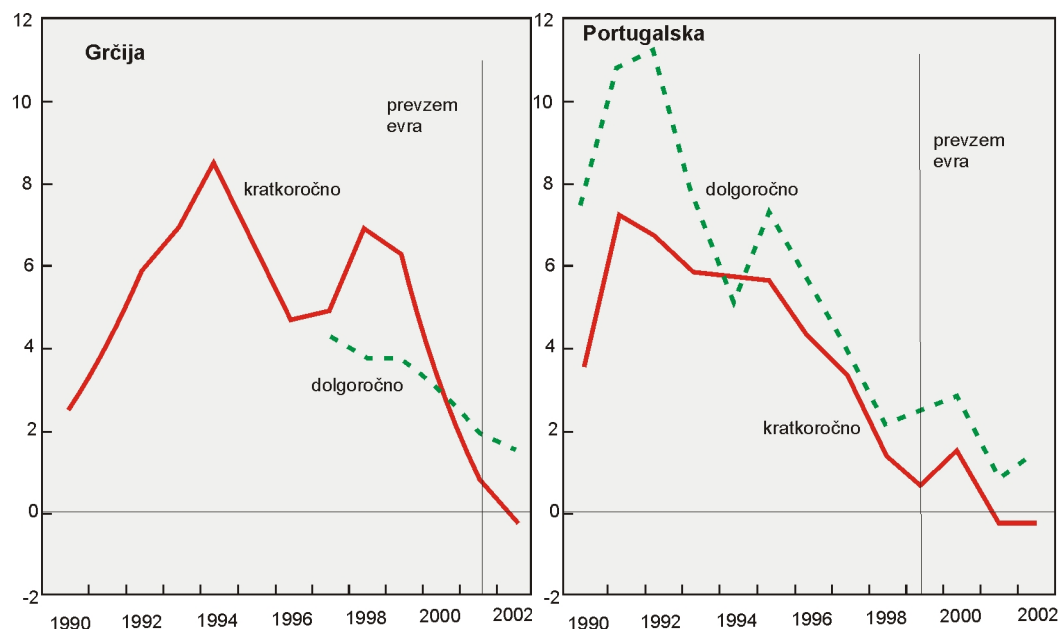
Vir: Schadler et al., 2004, str. 42

3.3.3 Podobnosti portugalskega in grškega finančnega sistema

Obe državi sta se pred vstopom v monetarno unijo soočili z ustalitvijo domačih obrestnih mer na nižjih nivojih. To je v obeh primerih botrovalo povečani kreditni aktivnosti, ki je presegla 20% letno rast. Kreditna aktivnost se je povečala do sektorja prebivalstva, še posebej v obliki

stanovanjskih posojil. V tem sektorju je hkrati prišlo tudi do zmanjšanja varčevanja pri bankah.

Slika 7: Gibanje realnih obrestnih mer, v povprečju za obdobje 1990 -2002 Grčija in Portugalska



Vir: Schadler et al., 2004, str. 44

V obeh sistemih je opazna pospešena konsolidacija bančnega sistema. V Grčiji se kaže v povečanem številu prevzemov in združitvah ter strateškem povezovanju z evropskimi finančnimi institucijami, na Portugalskem pa je bolj opazno povečano število prevzemov.

V obeh članicah EMU so še vedno prevladujoče banke v večinski domači lasti. V Grčiji je bil ob koncu leta 2001 delež tujih lastnikov glede na obvladujočo aktivo le 9,6%, na Portugalskem pa 18,0%.

Povsod je močno prisotno financiranje iz tujine, ki se kaže v izrazito pozitivni neto finančni aktivnosti nerezidentov (Jašovič, Košak, 2004, str. 3).

Tabela 4: Primerjava razvitosti bančnih sistemov (na dan 31.12.2001)

	PORTUGALSKA	GRČIJA	SLOVENIJA
Delež bilančne vsote bančnega sistema v BDP (v %)	231,00	146,00	85,90
Delež naobrestenih prihodkov v celotnih prihodkih (v %)	34,30	37,50	36,10
Delež nerezidentov v aktivih (v %)	7,60	/	10,50
Tržni delež največjih 5 bank glede na velikost aktive (C5)	79,60	66,00	69,40
Delež tujih lastnikov glede na obvladujočo aktivo (v %)	18,00	9,60	/
Delež tujih lastnikov glede na udeležbo v last. kapitalu (v %)	/	/	32,50

Vir: Letna poročila centralnih bank, 2002

Tabela 5: Primerjava učinkovitosti bančnih sistemov (na dan 31.12 2001)

	PORTUGALSKA	GRČIJA	SLOVENIJA
Delež operativnih stroškov v povprečni aktivni (v %)	1,70	2,30	3,20
Delež slabih posojil v skupnih posojilih (v %)	2,20	4,10	7,00
Kapitalska ustreznost (v %)	9,50	12,60	11,90
ROA (donosnost povprečnih sredstev, v %)	0,85	1,50	1,10
ROE (realna povprečna donosnost last. kapitala, v %)	10,15	15,02	5,40
povprečna obrestna marža (v % glede na celotno aktivo)	2,24	2,50	3,39

Vir: Letna poročila centralnih bank, 2002

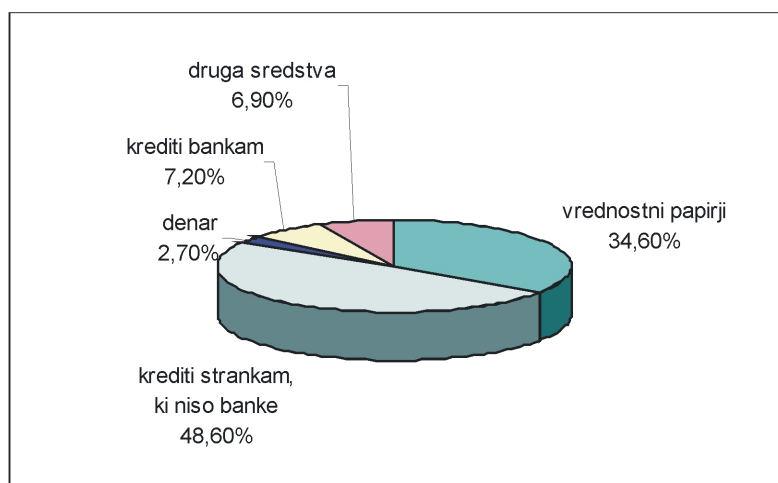
Iz zgornjih tabel je razvidno, da razvitost bančnega sistema v Sloveniji zaostaja za razvitostjo na Portugalskem in v Grčiji. Najbolj izstopa nizka bilančna vsota slovenskega bančnega sistema kot delež BDP. Tudi v primerjavi učinkovitosti izstopajo višji operativni stroški in bistveno nižji ROE kazalnik, ki kaže na nizko povprečno donosnost lastniškega kapitala.

3.4 Slovenski bančni sistem

Delež bilančne vsote kreditnih institucij je glede na EU povprečje (255%) relativno nizek. Po ocenah za leto 2003 je dosegel 87,3% BDP, kar vseeno nakazuje, da delež iz leta v leto narašča. V celotni strukturi bančnega sektorja v Sloveniji imajo prevladujoč položaj banke. Konec leta 2003 so pokrivalo kar 98,7% trga, merjenega z bilančno vsoto. Preostali del trga pa si delijo hranilnice in hranilno-kreditne družbe (BS, 2004a, str. 37).

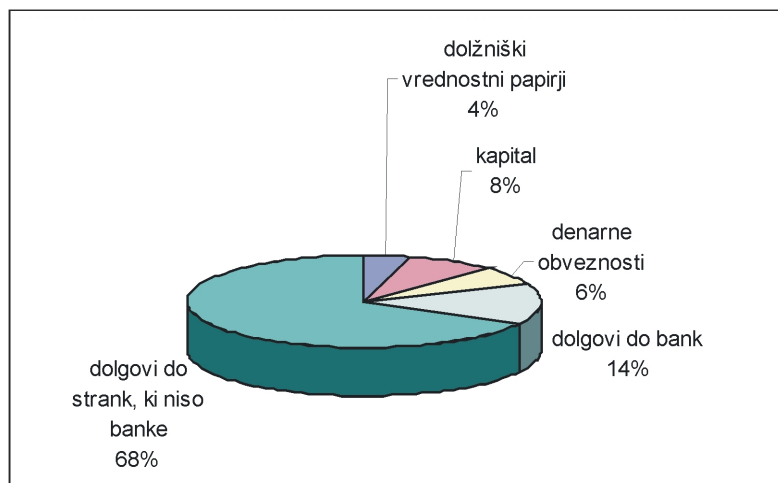
Pri slovenskih kreditnih institucijah je opazno znižanje deleža posojil v bilančni vsoti. V zadnjih petih letih se je omenjeni delež znižal za 2 odstotni točki, predvsem na račun povečanja deleža vrednostnih papirjev. Glede na izkušnje manj razvitih članic EMU se to gibanje spreminja v korist hitrejše rasti kreditov nebančnemu zasebnemu sektorju. (Jašovič, Košak, 2004, str. 5). V letu 2003 se je namreč obseg kreditov strankam, ki niso banke, okrepil za 15,4%. Čeprav je bila nominalna rast med nižjimi v obdobju od leta 1999 do 2003, je zaradi nizke inflacije v tem letu realna rast z 10,3% najvišja po letu 1999, ki je bilo zaznamovano z uvedbo davka na dodano vrednost. Največji vpliv na rast kreditov nebančnega sektorja ima povečanje obsega kreditiranja nefinančnih podjetij, ki se je povečeval vse leto. Tudi pri kreditiranju gospodinjstev je bila v letu 2003 dosežena največja rast, skoraj polovičen delež nominalne rasti pa je bil ustvarjen pri tujih bankah. Ob upoštevanju metodoloških sprememb je bilo kreditiranje države skromno, saj se je država bolj zadolževala z izdajanjem vrednostnih papirjev. Rast naložb v vrednostne papirje je z 1,1% nominalno rastjo sicer zaostajala za rastjo kreditov nebančnemu sektorju. Banke so manj vlagale v vrednostne papirje države in Banke Slovenije, predvsem zaradi manjših deviznih pritokov in manjših potreb po sterilizaciji. Sklepamo lahko, da se je delež posojil povečeval na račun zmanjševanja deleža vrednostnih papirjev v bilančni vsoti. V letu 2003 so se povečale kapitalske naložbe, čeprav njihov delež v bilančni vsoti zaostaja za Portugalsko in Grčijo (BS, 2004a, str. 43).

Slika 8: Povprečna sestava bančnih naložb v letu 2003



Vir: BS, 2004a, str. 44

Slika 9: Povprečna sestava bančnih virov v letu 2003



Vir: BS, 2004a, str. 44

Sklepamo lahko, da konvergenčna gibanja vplivajo na spremembe tako na strani naložb kot na strani virov bank. Razširjene so možnosti financiranja in naložb. Naložbene aktivnosti prebivalstva pa se prav tako širijo na finančne trge v tujino. Ob novem konkurenčnem okolju, ki nastaja z vstopom EU, je s strani Sveta Banke Slovenije pomembno okrepiti omejitve, ki jih v spremenjeni strukturi naložbenih aktivnosti prebivalstva predstavljajo okviri za rast plač (BS, 2004b, str. 1).

3.5 Spremembe v obnašanju bank

Povečano povpraševanje po kreditih, povzročeno zaradi znižanja obrestnih mer, je potrebno financirati. Način financiranja je odvisen od strukture premoženjske bilance, ki se razlikuje glede na to, ali je banka v večinski tuji ali domači lasti. Tako bo *financiranje s tujimi viri* relativno bolj pomembno za podružnice tujih bank v Sloveniji. Za banke v večinski domači lasti pa bo relativno pomembnejše *financiranje z odprodajo naložb v vrednostne papirje*, oziroma njihovim vnovčevanjem.

Banke bodo zaradi nominalne konvergence prisiljene znižati obrestne mere. Zaradi povečane kreditne aktivnosti bodo morale, če bodo želele ohraniti poslovni rezultat, povečati ali vsaj ohraniti tržni delež. Proces spreminjanja posojilnih in depozitnih obrestnih mer se nadaljuje v povečevanje obsega poslovanja. Zaradi strukture bančnih bilanc se bodo v prvem obdobju nominalne konvergence pasivne obrestne mere zniževale hitreje od posojilnih obrestnih mer. Ta proces je še posebej značilen za banke v večinski domači lasti, ki imajo v aktivih nadpovprečen delež vrednostnih papirjev. Ko so obrestne mere ustaljene na določenem nivoju, dodatno znižanje ni mogoče. Za ohranitev poslovnega rezultata banke povečajo obseg kreditnega poslovanja. Banke so v težnji po ohranjanju in povečevanju dobička prisiljene iskati ekonomijo obsega in ekonomijo povezanih proizvodov. Banke namreč ne morejo hitreje zniževati depozitnih obrestnih mer od posojilnih in potrošniki se obračajo na alternativne načine varčevanja. Prav tako se zaradi zniževanja inflacije znižuje inflacijski dobiček bank (Jašovič, Košak, 2004, str.10-11).

Ob vstopu v ERM II in EMU je tudi kar zadeva strukturo slovenskega bančnega sektorja opaznih mnogo podobnosti z dogajanjem na Portugalskem in v Grčiji, ko sta se obe državi pripravljali na prevzem evra. Tudi v Sloveniji je ključnega pomena bančni nadzor, konzervativnost pri oceni kapitalske ustreznosti bank, strožje zahteve pri razmerjih med posojili in njihovim zavarovanjem ter dopolnjevanjem ukrepov z izkušnjami drugih držav (BS, 2004b, str. 1).

Zaradi sprememb obsega in sestave portfeljev bank je poudarjena nadzorna vloga Banke Slovenije. Pomembno je opomniti, da povečan delež slabih posojil ni vezan na proces prevzemanja evra. Ker je znižanje obrestnih mer trajno, vstopanje v evro območje zagotavlja zgolj stabilno finančno okolje, kar naj bi delež slabih terjatev znižalo. Razlog za nastanek slabih terjatev je le ta, da banke niso zmožne obvladovati povečane količine posojil. Vzrok je nesposobnost in nerazvitost bančnega sistema, katerega jasen dokaz je bilančna vsota denarnega sistema, ki gledano kot relativen delež BDP v veliki meri zaostaja za povprečjem EU in primerljivimi članicami EMU (Masten, 2004, str. 8).

3.6 Tveganje bančne krize

Večji delež kreditov lahko vodi v vprašljivost zdravega bančnega sistema. Vprašljiv je odstotek slabih kreditov, ki lahko vodi banko v nelikvidnost in posledično lahko pride do bančne krize (Schadler et al., 2004, str. 14).

Z vprašanjem povečanega povpraševanja po kreditih se sočasno pojavi tudi vprašanje bančne krize. Gre za stanje, ko segment bančnega sektorja postane nelikviden oziroma nesolventen. Velik delež kreditov denominiranih v tuji valuti lahko skupaj s percepcijo krhkosti bančnega sistema vpliva na depreciacijo, ki poslabša stanje bančnih bilanc. Po prevzemu evra se kreditna tveganja zmanjšajo (velike spremembe deviznega tečaja so sicer še poslabševale kreditno tveganje). Ekspanzija kreditov lahko prinese s seboj pregrevanje, pojavljanje cenovnih balonov in oslabitev bančnega sektorja. Težko je obvladovati takšne razmere brez samostojne monetarne politike in blažiti posledice pregrevanja in cenovnih balonov brez pomoči deviznega tečaja, ki bi sicer vplival na potrebne spremembe relativnih cen. Tako še zdaleč ni jasno, ali državi, ki ji grozi velik porast kreditov privatnemu sektorju, vključitev v monetarno unijo, ki ji odvzame samostojno monetarno politiko in upravljanje s tečajem, prinaša prednosti.

Popolna posplošitev seveda ni smiselna. Vsaka izmed držav, pristopnic v EMU, ima s svojimi lastnimi karakteristikami drugačen položaj in malce drugačna izhodišča. Po nekaterih križnih analizah⁴ lahko povzamemo, da bančne krize večinoma sledijo ekspanziji kreditov. To lahko odraža slabšo tendenco bank pri selekciji kreditojemalcev, kadar je konkurenca med bankami večja, kar vodi v zmanjšanje njihove likvidnosti in postopoma v krizo. Valovi kapitalskih prilivov niso vedno povezani s kreditnimi priložnostmi bank, cenovno inflacijo, finančno deregulacijo ali pretirano poudarjenostjo kreditnega tveganja.

Seveda pa to ne pomeni, da vsakršna ekspanzija kreditov napoveduje tudi bančno krizo. Finančni razvoj se namreč pojavlja v valovih, v obliki kratkih obdobij intenzivnih finančnih poglobljanj (Gourinchas, et al., 2001, str. 13). Ocene verjetnosti nastopa bančne krize po kreditni ekspanziji so različne. Tudi pri najbolj pesimističnih študijah odstotek verjetnosti ne presega 21%.

Posebne okoliščine držav Srednje Evrope lahko zmanjšajo nekatera tveganja nastanka bančne krize. Če primerjamo izkušnje držav, ki so v unijo pristopile naknadno, ugotovimo, da se povečano povpraševanje po kreditih nikjer ni razvilo v bančno krizo. Tesne vezi z EU, zdrav makroekonomski okvir in razmeroma strog bančni nadzor zmanjšujejo tveganje bančne krize ob kakršnikoli kreditni ekspanziji (Schadler et al., 2004, str. 16)

⁴ Povzeto po študiji Bell in Pain (2000), str. 113 -129.

Mnoge študije, ki se ukvarjajo s proučevanjem bančnih kriz, za njihove vzroke podajajo različne razloge. Med vodilnimi je vsekakor ekspanzija kreditov, sledi pa ji tudi režim deviznega tečaja, destabilizacijski zunanji učinki, nagla finančna liberalizacija, nezadosten nadzor ter slabost zakonodajnega in institucionalnega okvira. Poglavitno vprašanje pa ostaja, ali so prevladujoči vzroki nastanka bančne krize internega ali zunanjega izvora ter ali je ugodnejši režim fiksnega ali fleksibilnega tečaja.

Eichengreen in Arteta (2002, str. 47-94) analizirata pojav bančne krize v 75 razvijajočih se državah. S pomočjo regresij ločita poglavitne vzroke nastanka bančnih kriz od šibkejših. Med vodilnimi so hitra rast domačih kreditov, velik delež bančnih obveznosti relativno glede na rezerve in pomanjkanje nadzora nad depozitnimi obrestnimi merami. Bančna stabilnost je podvržena velikemu tveganju kadar makroekonomske in finančne politike vodijo v finančno deregulacijo, ki ustvarja nevzdržno rast posojil. Nadzor nad kreditojemalci postaja veliko težji, ko obseg kreditov narašča z veliko hitrostjo, istočasno pa njihova kvaliteta upada. Hitro rast kreditov in finančno pregrevanje se regulira z makroekonomsko politiko. Liberalizacija domače obrestne mere dovoljuje bankam, da tekmujejo za depoziti s katerimi se financira nevzdržna posojilna ekspanzija. Nekateri indikatorji kažejo na to, da bo tudi zunanja liberalizacija, ki prinaša dodatne prilive tujega kapitala povečala tveganja, še posebej zato, ker si domače finančne institucije konkurirajo s cenami depozitov. Te ugotovitve še dodatno potrjujejo izkušnje nordijskih držav, ki so bančne krize doživele v začetku devetdesetih. Krizo je povzročila liberalizacija bančnih virov in znatna deregulacija, ki je vodila v kreditno ekspanzijo. Povsod je potem sledilo nevzdržno poslabšanje stanja na tekočem računu in okrevanje pri zaostrovanju monetarnih ukrepov, kljub močnemu dvigu posojil in zadolženosti privatnega sektorja.

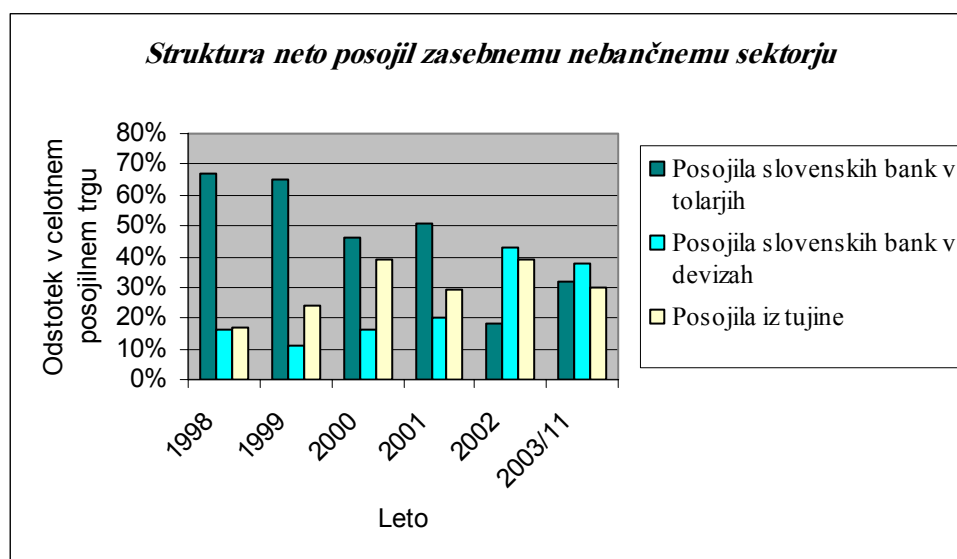
Po omenjenih analizah je kreditna ekspanzija dovolj močen predpogoj bančne krize. Veliko šibkejša pa je povezava med režimom deviznega tečaja in možnostjo nastanka bančne krize (Eichengreen, Arteta, 2002, str. 50).

3.6.1 Verjetnost bančne krize v Sloveniji

Slovenija, ki se vključuje v ERM II, je prav tako pred hudo preizkušnjo, saj nastajajoče razmere in hitra posojilna rast vzpostavljajo pogoje za razvoj bančne krize.

Spremembe na posojilnem trgu se najbolje odražajo v spremembah strukture bilanc kreditnih institucij. V zadnjih petih letih je opazen trend prestrukturiranja načina financiranja zasebnega nebančnega sektorja, pri čemer se je celotni obseg neto novo najetih posojil gibal med 6,1% BDP v letu 2002 in 9,7% BDP v letu 1999 in ima značilno ciklično gibanje. Če primerjamo deleže tolarskih in deviznih posojil v Sloveniji v obdobju od leta 1998 do leta 2003, lahko opazimo, da se je delež neto tolarskih posojil močno znižal, za okoli 30%, delež neto deviznih posojil pa je narasel na skoraj dve petini neto novih posojil.

Slika 10: Struktura neto posojil v zasebnem nebančnem sektorju



Vir: Jašovič, Košak, 2004, str. 6

Takšna sprememba v strukturi posojil močno vpliva na možnost izvajanja denarne politike prek obrestnega transmisijskega mehanizma. Krčenje relativnega deleža tolarskega posojilnega trga in naraščanje deleža deviznega kreditiranja nebančnega sektorja zmanjšuje učinkovitost transmisijskega mehanizma. Določena relativna višina tolarskih obrestnih mer namreč vpliva na restriktivnost denarne politike vedno manjšega denarnega območja (Jašovič, Košak, 2004, str. 6).

Z ekspanzijo kreditnega poslovanja se širi obseg poslovanja bank, kar lahko vodi v podcenjevanje potreb po oblikovanju posebnih rezervacij za kreditno tveganje bank. Kolikšen je dejanski obseg slabih posojil je mogoče ugotoviti šele po fazi hitre rasti. Prevelik obseg slabih posojil pa lahko vodi celo do bančne krize (Jašovič, Košak, 2004, str.10-11).

Ustrezna fiskalna politika, ki se odzove na povečano domače trošenje in tuje prilive, je nujno potrebna. Monetarna oz. tečajna politika v okviru ERM II namreč ne moreta več vplivati.

4 Odzivnost makroekonomskih politik

Države, ki vstopajo v evro območje, se lahko le z ustreznimi strategijami soočijo s pritiski maastrichtskih kriterijev, ki jih morajo izpolnjevati in hkrati upoštevajo še vse ostale pogoje, ki so z domačega vidika nujno potrebni za zagotavljanje uspešnega prevzema skupne valute.

Ob veliki spremembi režima deviznega tečaja se lahko številna tveganja nekoliko zmanjšajo skozi naslednje strategije (Schadler et al., 2004, str. 19):

- vse tri politike znotraj makroekonomske morajo biti tesno povezane s trgi in osredotočene na gladko integriranje v evro območje,
- monetarni okvir mora zagotavljati maksimalno zaščito pred zunanjimi viri nihanja kapitalskega trga, usklajen mora biti z denarnimi in fiskalnimi maastrchtskimi kriteriji,
- izbran in določen mora biti ustrezen čas za vstop v mehanizem deviznih tečajev ERM II in izstop in njega.

Zaradi različnosti posameznih karakteristik držav pristopnic se tudi strategije tečajnih politik med seboj razlikujejo. Pri njihovih oblikovanjih je pomembna ravnotežna stopnja apreciacije, kredibilnost centralne paritete glede na evro in različne strukturne značilnosti posamezne članice (Lipschitz, 2004, str. 12).

Obdobje tečajnega mehanizma ERM II je za gospodarstvo lahko še posebej težavno, saj želijo monetarne oblasti z dvigom obrestnih mer po eni strani preprečiti pregrevanje gospodarstva, po drugi strani pa želijo omejiti apreciacijo, ki negativno vpliva na konkurenčnost.

Ranljivosti takšnega gospodarstva se še povečajo, če domači in tuji posojiljemalci verjamejo, da obstaja prostor za valutna nihanja, ki sicer ni preveč oddaljen od centralne paritete. Takšno razmišljanje daje možnost nastanku tujih valutnih prilivov. V tem primeru lahko vsako domače poslabšanje in spremembe na kapitalskem trgu vodijo do špekulacij glede valute, brez večjih javnih ukrepov pa se znajdemo na hromečih bilančnih izgubah.

Zato je za mnoge države pristopnice bolje, da centralno pariteto prevzamejo kot končno pariteto in se je v obdobju do prevzema evra čimbolj tesno držijo. Ključna je namreč vzpostavitev kredibilnosti s trdno vezavo že od samega začetka. To tudi preprečuje velikim kapitalskim prilivom, da bi nominalni devizni tečaj dvignili navzgor do tiste mere, da bi negativno vplival na zunanjo konkurenčnost in s tem zaviral rast. Država se mora tako odreči nadzoru nad obrestno mero, po hitrem postopku mora nabrati dovolj rezerv ter se spoprijeti z velikim deficitom tekočega računa in tveganji cenovnih balonov v določenih sektorjih (npr. v sektorju nepremičnin). Obenem ji velike težave povzroča tudi vzdrževanje nizke inflacije, ki jo zahtevajo maastrichtski kriteriji. Strategija naj bi delovala le v zelo odprtih gospodarstvih, kjer sta medsektorska fleksibilnost plač in mobilnost delovne sile veliki. Poleg tega je potrebna tudi močna fiskalna pozicija, ki dovoljuje določeno mero uravnavanja s strani fiskalne politike. Velike kapitalske prilive pa je prav tako veliko lažje uravnati, če prihajajo v obliki neposrednih tujih investicij in če je regulatorni režim domačih finančnih posredniških institucij dovolj trden, da omeji tendence prilivov, ki bi se sicer lahko sprevrgli v nastanek cenovnih balonov (Lipschitz, 2004, str. 14).

4.1 Omejenost monetarne politike z vstopom v EMU

Po vstopu v EMU se monetarna suverenost vsake od članic izgubi, soočiti se je potrebno s skupno denarno politiko, ki jo izvaja Evropska centralna banka. Namen dvoletnega mehanizma v ureditvi deviznih tečajev ERM II je dokazati, da so pridružene članice strukturno dovolj podobne obstoječim članicam in da jim ustrezajo ukrepi skupne fiskalne politike. Učinkovitost denarne politike je odvisna od treh pogojev (Jazbec, 2004, str. 127):

- usklajenost smeri sprememb obrestnih mer s poslovnim ciklom posameznega gospodarstva,
- ustrezno visoka sprememba višin obrestnih mer ECB (predvideni makroekonomski učinki so možni le, če so si transmisijski denarni mehanizmi med gospodarstvi podobni),
- učinkovit vpliv fiskalne politike na agregatno povpraševanje (zmanjševanje morebitnih neusklajenosti transmisijskih mehanizmov).

Pri primeru Slovenije se lahko ustavimo že pri prvem pogoju usklajenosti obrestnih mer z gospodarskim poslovnim ciklom. Slovenija je imela gibanje inflacije in gospodarske rasti značilno za tranzicijsko gospodarstvo. Z vstopom v unijo naj bi postali poslovni cikli bolj usklajeni z evropskimi. Pričakovane so višje stopnje povprečne gospodarske rasti. Enotne nominalne obrestne mere, ki bodo veljale za celotno območje integracije, bodo za države z višjo gospodarsko rastjo, kamor sodi tudi Slovenija, pomenile nižje realne obrestne mere.

Tudi pri delovanju transmisijskega mehanizma denarne politike se pojavi asimetričnost. Do tega lahko pride zaradi spremembe strukture finančnega sistema, kar je posledica povečanega povpraševanja po kreditih. To povzroči še dodatna neskladja med procesom nominalne in realne konvergence. Če finančni trg ni dovolj razvit in strukturno usklajen, sprememba skupne obrestne mere Evropske centralne banke namreč ne učinkuje enako hitro in nima dovolj močnega in stabilizacijskega učinka. Učinek stabilizacije obrestne mere je v Sloveniji problematičen zaradi plitkosti finančnega sistema in pomanjkanja dolgoročnih lastniških vrednostnih papirjev (Jazbec 2004, str. 127).

4.1.1 Denarna politika Banke Slovenije

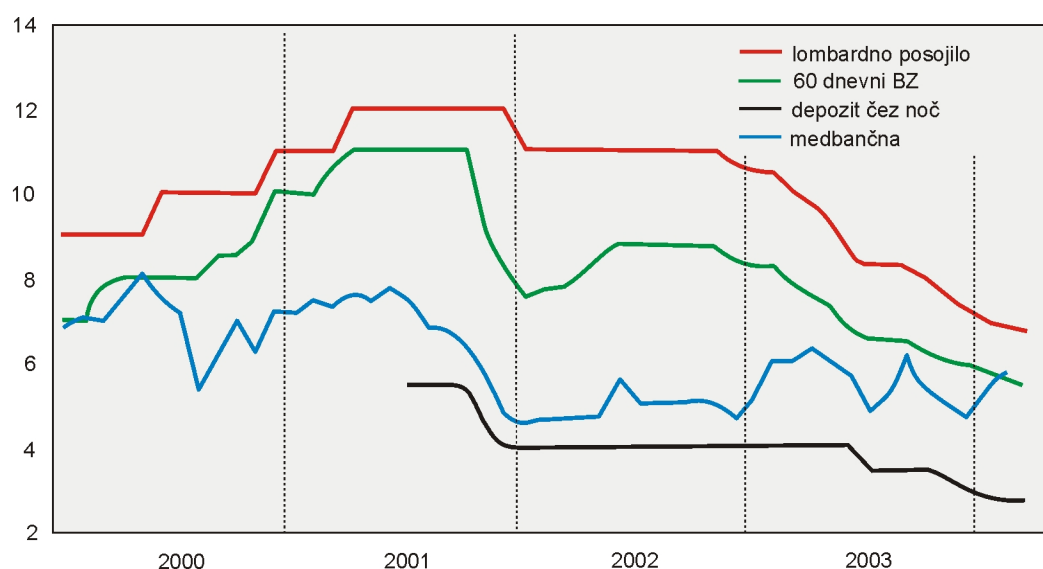
Zaenkrat je strategija denarne politike Banke Slovenije delovala v pogojih uravnavanega drsečega deviznega tečaja. V namenu zagotavljanja zmerne rasti denarja je uporabljala dve instrumentalni spremenljivki: *obrestne mere* in *dinamiko deviznega tečaja*. Obrestno mero se prilagaja v skladu s potrebno stopnjo restriktivnosti (želeno stopnjo rasti denarnih agregatov) in glede na inflacijska gibanja in inflacijska pričakovanja. Uravnavanje dinamike deviznega

tečaja pa zagotavlja zapiranje nepokrite obrestne paritete ob upoštevanju premije za deželno in tečajno tveganje.

Zniževanje obrestnih mer

Ugodni notranji in zunanji dejavniki so Banki Slovenije omogočili postopno zniževanje obrestnih mer in zniževanje deviznega tečaja. Potrebe po pogostejših intervencijah na trgih tujega denarja ni bilo zaradi izravnane ponudbe s povpraševanjem. Zunanja dejavnika - tuje obrestne mere in rizična premija Slovenije sta od sredine 2003 ostala nespremenjena in tako nista dodatno omejevala prostora za delovanje denarne politike. Obrestna mera ECB od junija 2003 ostaja nespremenjena in znaša 2,0%. Rizična premija Slovenije je do konca leta 2003 dokaj hitro padala, od tedaj pa se je trend upadanja bistveno upočasnil. Potencialni inflacijski pritiski niso opazni, saj je obseg financiranja zmeren. Finančni pritoki so šibki in struktura denarnih agregatov je naravnana relativno varčevalno (BS, 2004, str.17-18).

Slika 11: Zniževanje obrestnih mer Banke Slovenije



Vir: BS, 2004, str. 21

Dinamika deviznega tečaja

Po vstopu v ERM II se ohranjanje ustrezne ravni realnih obrestnih mer podredi tečajni politiki. Denarna politika se osredotoči na stabilnost deviznega tečaja. Ob vstopu v ERM II mora Banka Slovenije skupaj z Vlado RS v pogajanjih z Evropsko centralno banko, Evropsko komisijo in predstavniki držav članic EU določiti centralno pariteto tolarja do evra in pasove nihanja tržnega tečaja (BS, 2004, str. 6).

Ob vstopu v ERM II je najpomembnejša zahteva obdržati stabilen tečaj. Odstopanje ne sme biti večje kot $\pm 15\%$ od centralne paritete.

Glavni instrumenti tečajne politike ob vstopu v ERM II so sledeči:

- razmerje med vstopnim tečajem in centralno pariteto (možno je do 15% odstopanje, ki je utemeljeno s predvidenim spreminjanjem ravnovesnega tečaja),
- dinamika deviznega tečaja (gre za monotonost in zveznost gibanja tečaja),
- spreminjanje centralne paritete (v primeru devalvacije centralne paritete se podaljša čas delovanja v ERM II) (BS in Vlada RS, 2003, str. 52).

Tabela 6: Zapiranje nekrite obrestne arbitraže

mesec	Sprememba				Raven			
	TBZ 60 dni	"swap rate"	signalizirana dinamika tečaja	obr. mera ECB refinanc.	TBZ 60 dni	"swap rate"	signalizirana dinamika tečaja	obr. mera ECB refinanc.
Uporaba nekrite obrestne paritete v 2002								
januar					7,5	5,0	4,0	3,25
januar	0,25	0	0	0	7,75	5,0	4,0	3,25
marec	0,25	0	0	0	8,0	5,0	4,0	3,25
april	0,25	-0,25	-0,25	0	8,25	4,75	3,75	3,25
maj	0,5	0	0	0	8,75	4,75	3,75	3,25
december	-0,5	-0,25	-0,25	-0,5	8,25	4,5	3,5	2,75
Uporaba nekrite obrestne paritete v 2003								
marec	-0,75	-0,5	-0,5	-0,25	7,5	4,0	3,0	2,5
maj	-0,25	0	0	0	7,25	4,0	3,0	2,5
junij	-0,75	-0,5	-0,2	-0,5	6,5	3,5	2,8	2,0
oktober	-0,25	0	0	0	6,25	3,5	2,8	2,0
november	-0,25	-0,5	-0,3	0	6,0	3,0	2,5	2,0
Uporaba nekrite obrestne paritete v 2004								
januar	-0,25	-0,25	-0,25	0	5,75	2,75	2,25	2,0
februar	-0,25	-0,25	-0,25	0	5,5	2,5	2,0	2,0
marec	-0,25	0	0	0	5,25	2,5	2,0	2,0
april	-0,50	-0,25	-0,25	0	4,75	2,25	1,75	2,0

Vir: Banka Slovenije, 2004a, str. 22

Banka Slovenije je hkrati z zniževanjem obrestnih mer zniževala tudi dinamiko deviznega tečaja in tako zapirala obrestno pariteto. Zelena dinamika deviznega tečaja je, kakor je razvidno iz tabele št. 6, od septembra 2003 do aprila 2004 padla z 2,8% na 1.75%. To je bilo doseženo s pomočjo tečajnih intervencij – določanja izhodiščnega deviznega tečaja. Banka Slovenije je zapirala obrestno pariteto in jo prilagajala premiji za tveganje. V oktobru 2003 in marcu 2004 je znižanje pri obrestnih merah večje kot pri dinamiki deviznega tečaja, kar je pomenilo, da se obrestna pariteta zapira (BS 2004, str. 21).

Vloga denarne in tečajne politike se v preteklosti v tranzicijskih gospodarstvih ni izkazala za najboljšo. Na realno apreciacijo se je tečajna politika odzivala z depreciranjem, kar je namesto blaženja šokov povzročalo še dodatno variabilnost. S tega vidika torej delovanje enotne monetarne politike, ki jo bo izvajala Evropska centralna banka, ne bo ogrozilo volatilnosti tranzicijskih gospodarstev (Coricelli et al., 2003, str. 28).

Banka Slovenije ohranja zadostno raven nizkih obrestnih mer za potrebno restriktivno delovanje in stabilizacijo maastrichtskega inflacijskega kriterija. Zniževanje nominalnih obrestnih mer in postopna stabilizacija tečajne politike pa sta skladni z mehkim prestopom v delovanje ERM II. V skupnem Programu vstopa v ERM II in prevza evra Banka Slovenije in Vlada RS opredeljujeta naloge makroekonomskih politik po vstopu v ERM II. Prioritetna naloga denarne politike postaja stabilizacija nominalnega tečaja okoli centralne paritete, kar je predpogoj za prevzem evra. Denarna politika je tako orientirana k stabilizaciji tečaja in se ne more ustrezno odzivati na predvidene nastajajoče makroekonomske šoke. Uporaba denarne politike za stabilizacijo tečaja namreč onemogoči uporabo denarne politike za vzdrževanje nizke inflacije ali za uravnavanje agregatnega povpraševanja. V primeru prekomernega trošenja se centralna banka ne more odzvati z bolj restriktivno obrestno mero, realna obrestna mera se lahko celo zmanjša in delovanje denarne politike postane celo prociklično. S strani vlade je nato nujno proti-ciklično delovanje makroekonomskih politik (BS, 2004, str. 45-47).

Ker denarna politika ne more dosegati več ciljev hkrati, bo njeno dosedanje vlogo pri zagotavljanju cenovne stabilnosti in uravnavanju gospodarske aktivnosti prevzela fiskalna politika.

4.2 Nujnost fiskalne politike

Fiskalna politika je ključno orodje makroekonomske politike, s katero država lahko upravlja in obvladuje vse učinke možnih kreditnih ekspanzij in povečanega povpraševanja. Fiskalna bilanca pa mora biti v ravnovesju še preden se v gospodarstvu pojavijo neravnovesja. Diskrecijski ukrepi namreč predstavljajo le majhen delež in tako je fiskalna politika tista, ki mora intervenirati, da omeji povpraševanje ter prepreči pregrevanje in druge nevzdržne položaje gospodarstva. Za učinkovitost fiskalne politike pa je potrebno doseganje vzdržnega fiskalnega deficita.

Implikacije sprejemljivega fiskalnega deficita na povpraševanje in proizvod so različne. Kljub temu, da je kratkoročni keynesianski učinek fiskalne konsolidacije na rast negativen, so, gledano srednjeročno in dolgoročno, opazni pozitivni učinki. Doseganje vzdržnega fiskalnega deficita v državah Srednje Evrope zmanjšuje gospodarsko rast (pod predpostavko ceteris paribus in brez sprememb osnovnih politik) za 0,5% na Madžarskem in skoraj 2% na Češkem. Ta negativen učinek se nekoliko ublaži z znižanjem obrestnih mer, povezanim s procesom nominalne konvergence in ugodnim tujim povpraševanjem. Države morajo z vpeljavo fiskalnih prilagoditev delovati nekoliko oportunistično. Ciklično okrevanje v Zahodni Evropi

predstavlja idealne pogoje za odločilne fiskalne ukrepe. Prilagoditve, ki temeljijo na kredibilnih zmanjšanjih izdatkov, lahko bolj kot nenadni ukrepi in zvišanja prihodkov, ublažijo negativne posledice padca rasti (Schader et al., 2004, str. 20-24).

V primeru zdrave fiskalne politike fiskalna širitev stimulira potrošnjo. Ta učinek je prav tako prisoten v slabših fiskalnih časih, vendar v šibkejši obliki, saj je povečanje potrošnje skoraj nikakršno. Po modelu Perottija (1999) je ravno nasproten učinek fiskalne politike posledica likvidnostnih omejitev potrošnikov ter njihove kratkovidnosti. Ta učinek je še večji v tranzicijskih državah, saj so finančni trgi manj razviti, potrošniki pa po vsej verjetnosti bolj kratkovidni in bolj likvidnostno omejeni, kar je posledica dolgoletnega centralno-planskega sistema in precejšnja nepoznanost vladnih proračunskih omejitev, ki so sedaj del tržnega sistema. Stimuliranje gospodarstva skozi fiskalno širitev torej ni najboljša pot, še posebno v državah, ki so pred prevzemom evra, saj so lahko učinki drugačni od pričakovanih (Siwinska, Bujak, 2003, str. 28-29).

Države se v procesu doseganja vzdržnega fiskalnega deficita v času vstopanja v Evropsko unijo in vpeljevanju evra, soočajo z marsikaterimi težavami. Čeprav bo konvergenca nominalnih obrestnih mer in zmanjšanje javnega dolga po eni strani povzročila nepričakovano povečanje fiskalnih prihrankov, bo pristop k EU doprinesel k 1-1,5 odstotnemu povečanju fiskalnih deficitov v obdobju 2004-2006.

- Članice bodo morale približno 1,25% BDP prispevati v evropski proračun, prav tako pa bodo imele nekaj prihodkov iz strukturnih in kohezijskih skladov ter podporo iz različnih evropskih politik. Državni proračuni bodo morali pokrivati določene obveznosti iz sofinanciranja evropskih projektov in izgubo carinskih prihodkov.
- Prav tako je z namenom podpore dolgoročne gospodarske rasti potrebno nadgraditi infrastrukturna omrežja v skladu s standardi, ki jih predpisuje evropski pravni red. Nekaj teh stroškov bo kritih s strani plačil uporabnikov in javno privatnih družb. Večji del bremena pa bo padlo na vladna ramena.
- Za zagotovitev dolgoročnih zdravih fiskalnih trendov je potrebna pokojninska reforma, ki lahko močno poveča proračunske stroške.

Kljub perspektivnim nediskriminatornim vplivom na proračunske prihranke zaradi plačil obresti, proračunskim vplivom pristopitve k EU in harmonizaciji posrednih davkov so za doseg vzdržnega proračuna potrebne še dodatne znatne prilagoditve. Nekaterе srednje-evropske države so začele signifikantno in so v svojih proračunih že realizirale prihranke. Izjema je le Poljska, ki ji napovedujejo naraščajoč fiskalni deficit v letu 2004.

Določanje prioritete potrošnje in ocenjevanje učinkovitosti nasprotujeta proporcionalnemu zmanjševanju stroškov vseh. Ukrepi morajo biti prilagojeni specifičnim pogojem vsake

posamezne države. Vseeno pa nam lahko navzkrižna primerjava med velikostjo in sestavo vladnih izdatkov posameznih držav olajša ocenjevanje določenih neučinkovitosti znotraj posameznih proračunov. Takšna primerjava predlaga izdatno zmanjšanje subvencij in socialnih transferov v srednjeročnem prilagoditvenem načrtu.

V grobem lahko povzamemo, da je v večini držav mogoče doseči fiskalne prilagoditve s pomočjo sprememb, ki brez odvrčanja virov izboljšajo ekonomsko učinkovitost in v nekaterih primerih povečujejo infrastrukturne izdatke.

Fiskalna decentralizacija, ki poteka v večini srednje-evropskih držav in ki jo deloma narekuje proces pristopanja k Evropski uniji, pomeni še dodatno tveganje v procesu zmanjševanja deficita. Potrebne so ustrezne spodbude, tako na regionalnih kot tudi na državnih ravneh, ki zagotavljajo vzdržno fiskalno obnašanje. Nekateri ukrepi lahko pripomorejo k temu, da je fiskalna decentralizacija konsistentna s potrebnim fiskalnim prilagajanjem. Nujna je proračunska disciplina na nižjih nivojih in dogovor o ciljih fiskalne politike na vseh vladnih nivojih. Funkcija koordiniranja mora izhajati iz osrednjega nivoja. Prav tako je potrebna jasnost mehanizmov, kot so zgornja meja izposojanja ter transparentno delovanje lokalnih vlad (Schader et al., 2004, str. 20-24).

4.2.1 Slovenija in fiskalna politika

Trend zmanjševanja inflacije je vsekakor rezultat protiinflacijskega delovanja. Poleg restriktivne denarne politike, je dezinflacijo pospešila tudi nizka gospodarska aktivnost, ki se odraža na trgu dela. Z omejevanjem davčnih pritiskov na cene in zmerno rastjo kontroliranih cen pa je pospešeno dezinflacijo omogočila tudi inflacijsko nevtralna fiskalna politika. Inflacijsko nevtralnost fiskalne politike razumemo kot odsotnost pritiskov na inflacijo – na njeno zviševanje ali zmanjševanje. Protiinflacijski program denarnih in fiskalnih oblasti namreč predvideva usklajevanje porasta nadzorovanih cen s pričakovanim porastom prostih cen, s čimer se zagotovi, da relativne cene ostanejo nespremenjene.

Po vstopu v ERM II bo nalogo uravnavanja makroekonomske aktivnosti in s tem posredno tudi inflacije, prevzela fiskalna politika. Za svoje delovanje ima na razpolago različne instrumente (BS, 2004, str. 47):

➤ *načrtovanje neinvesticijske javne porabe*

Le-to bo usmerjeno kot proticiklični stabilizator ekonomije. Fiskalna politika lahko s takim delovanjem zajezi šok domačega trošenja in prepreči nastanke inflacijskih ciklov. Pri tem je nadvse pomembno upoštevanje omejitev Pakta o stabilnosti in rasti, ki ga bo po prevzemu evra morala upoštevati tudi Slovenija,

- *omejevanje poviševanj trošarin in davčnih stopenj nad raven, ki jo zahteva usklajevanje z uredbami EU*

Tako so preprečeni nastanki fiskalnih šokov stroškovne narave, ki sicer pomenijo neposredne pritiske na povečevanje inflacije.

- *omejevanje porasta nadzorovanih cen nad stopnjo inflacije*

Nadzorovane cene se jemlje kot agregat, mejna stopnja inflacije pa mora biti v skladu z maastrichtskim inflacijskim kriterijem. Takšno omejevanje pa hkrati pomeni tudi spodbudo k strukturnim reformam in boljšemu obvladovanju stroškov v podjetjih, ki sicer niso prisiljena v izboljševanje konkurenčnosti.

Zaenkrat Slovenija z izpolnjevanjem fiskalnih maastrichtskih kriterijev ni imela težav. Majhen proračunski primanjkljaj poleg tega, da izpolnjuje zahtevani kriterij, zagotavlja tudi makroekonomsko stabilnost in ovira potencialne špekulativne napade na domačo valuto. Na ta način fiskalna politika podpira Banko Slovenije pri vodenju tečajne politike. Fiskalna politika pa igra pomembno vlogo tudi pri pospeševanju procesa realne konvergence. Za leti 2004 in 2005 so namreč predvideni ukrepi, ki bi izboljšali fleksibilnost in strukturo proračunskih odhodkov, namenjenih razvojnim prioritetam. To pa naj bi vodilo v izboljšanje konkurenčne sposobnosti in razvojnega potenciala gospodarstva (BS in Vlada RS, 2003, str. 42).

5 SKLEP

Skozi proces prepletanja nominalne in realne konvergence se je tudi Slovenija znašla na pragu mehanizma ERM II. V okviru le-tega bodo morali biti dokončno izpolnjeni vsi maastrichtski kriteriji, ki bodo dovoljevali prevzem evra. Proces dohitevanja razvitih držav članic Unije pa naj bi, oprt na nominalno konvergiranje, vodil v dolgoročno rast gospodarstva.

Enotne nominalne obrestne mere, ki veljajo na evro področju, bodo za Slovenijo kot državo z višjimi stopnjami gospodarske rasti pomenile nižje realne obrestne mere. To lahko vodi v povečanje zadolževanja in porabe prebivalstva ter kreditno ekspanzijo. Hkrati dvig nemenjalnih cen pritiska na povečanje inflacije, ki jo je potrebno zaradi izpolnjevanja inflacijskega konvergenčnega kriterija vzdrževati na nizkih ravneh. Večja inflacija in preseganje ravnotežne apreciacije domače valute pa omejita razvojne možnosti gospodarstva in sta le še korak od zmanjšanja konkurenčnosti.

V vseh državah Srednje Evrope je ob vstopu v ERM II predvidena hitra rast kreditov finančnemu sektorju. Tudi izkušnje držav, ki so že vstopile v evro področje in katerih nivo gospodarske razvitosti je bil takrat primerljiv s slovensko, pričajo o pospešeni ekspanziji kreditnega povpraševanja. V Sloveniji pa je kljub nivoju gospodarske razvitosti, ki je v primerjavi s preostalimi tranzicijskimi državami na višji ravni, razvitost finančnega sektorja podpovprečna. Plitkost finančnih trgov je posledica nedokončanega procesa tranzicije na področju prestrukturiranja finančnih trgov in predstavlja nemajhno oviro v procesu strukturnih prilagajanj gospodarstva, katerega glavni namen je hitrejša gospodarska rast.

Ker sta za tranzicijske države globina in učinkovitost kreditnih trgov med glavnimi dejavniki rasti proizvodnje in zmanjševanja njene nestanovitnosti, je razvoj finančnega sektorja nujno potreben. Hitra rast kreditov ob neučinkovitosti finančnih institucij prinaša negativne posledice. Vendar pa vstop v EU oziroma EMU prinaša tudi mnoge institucionalne spremembe, odpravo valutnega tveganja in dostopnost do instrumentov blaženja šokov, s katerimi ob vključitvi v enotno valutno področje marsikaj pridobijo tudi države s slabše razvitim finančnim sektorjem.

V procesu prilagajanja tržnim razmeram skupnega denarnega trga so nujne spremembe v bančno-finančnem sektorju, ki vključujejo nove načine financiranja bank in nove načine obvladovanja tveganj v portfeljih bank. Spremembe bodo morale potekati pod okrepljenim nadzorom, ocene kapitalske ustreznosti bank pa bodo poostrene, saj bo to preprečilo kakršnokoli verjetnost bančne krize, ki včasih sicer sledi kreditni ekspanziji.

Ker znižanje obrestnih mer ni le trenuten fenomen, temveč element stabilnosti makroekonomskega okolja, kamor vstopa tudi Slovenija, lahko povečanje povpraševanja po posojilih razumemo kot ravnotežni proces. Večja kreditna ekspanzija, ki jo podpirajo nove investicijske možnosti, okrepljene s kapitalskimi prilivi, ter povišanjem splošne ravni

permanentnega dohodka, vodi v sklopu procesa dohitevanja k višjim ravnem gospodarske rasti.

V času mehanizma ERM II je gospodarstvo še posebej ranljivo. Monetarna politika se osredotoči na vzdrževanje stabilnosti tečaja in uravnavanje nihanja okoli centralne paritete, medtem ko je fiskalna politika tista, ki ima v rokah vse instrumente za blaženje makroekonomskih in kreditnih šokov. Ustrezen splet ekonomskih politik, ki jih izvajata Vlada in Banka Slovenije s svojim poostrenim nadzorom, naj bi torej tvoril okoliščine, ki omogočajo kar najmehkejši prehod skozi obdobje ERM II in prevzem evra. Pospešena poglobitev finančnega sektorja pa bi ublažila morebitne negativne posledice kreditne ekspanzije. Čeprav je poglobitev bančno-finančnega sektorja v teh okoliščinah nujna in jo v njo prisilijo nizke obrestne mere, bi tudi sicer morala biti neizbežen pojav. Plitkost finančnega trga namreč močno kvari položaj Slovenije, ki je sicer med tranzicijskimi državami na prvem mestu gospodarske razvitosti, v Evropski monetarni uniji pa s svojo globino finančnega sektorja in posledično tudi deležem storitev v BDP, daleč zadaj.

6 LITERATURA

1. Botazzi L., Giavazzi F.: The euro and the European Financial Industry. IGIER. Milano : Università Bocconi, 2004. 26 str.
2. Beck, T., Lundberg M., Majnoni G.: Financial intermediary development and growth volatility: Do intermediaries dampen or magnify shocks?. Policy Research Working Paper 2707. Washington DC : Mimeo World Bank, 2001. 56 str.
3. Bell J., Pain D.: Leading indicator models of banking crisis – a critical review. Financial Stability Review 9. London : Bank of England, 2000, str. 113-129.
4. Berger A., Dai Q., Ongena S., Smith D.C.: To What Extent Will the Banking Industry be Globalized? A study of Bank Nationality and Reach in 20 European Nations. International Finance Discussion Papers N725. Washington DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2002. 38 str.
5. Boone L., Maurel M., Babetski J.: Exchange Rate Regimes and Supply Shocks: The Case of the Accession countries. Trento : The Centre of Evolution in Eastern European Countries, 2002. 43 str.
6. Bujak P., Siwinska J.: Short-run Macroeconomic Effects of Discretionary Fiscal Policy Changes. Warsaw : Center for Social and Economic Research, 2003. 32 str.
7. Canhoto A. M.: A non-parametric Evaluation of Banking Efficiency in Portugal, new vs old banks. Fontainebleau : INSEAD, 2000. 24 str.
8. Coricelli F., Jazbec B.: Accession to the European Union: Real Exchange Rate Dynamics for Candidate Countries. Rivista di Politica Economica, Rome, No. 1-2, 2001, str. 99-128.
9. Coricelli F., Jazbec B., Masten I.: Exchange rate pass-through in candidate countries. CEPR Discussion Paper, No. 3894. London : CEPR, 2003. 35 str.
10. Coricelli F., Masten I.: Growth and Volatility in Transition Countries: The Role of Credit. Washington DC : IMF, Festschrift in honor of Guillermo Calvo, 2004. 32 str.
11. Cotarelli C., Dell'Ariccia G., Vladkova-Hollar I.: Early birds, late risers and sleeping beauties: Bank credit growth to the private sector in Central and Eastern Europe and the Balkans. Washington DC : IMF Working paper 03/213, 2003. 65 str.
12. Eischengreen B., Arteta C.: Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence. Massachusetts : Massachusetts Institute of Technology, 2002, str. 47-94.
13. Gourinchas P., Valdés R., Landerreche O.: Lending booms: Latin America and the World. Cambridge : NBER Working Paper 8249, 2001. 61 str.
14. Jazbec B.: Nominalna in realna konvergenca. Bančni vestnik, Ljubljana, (2004), 5 str. 127-131.
15. Jašovič B., Košak T.: Trendna gibanja v strukturi bančnega sektorja Slovenije ob vključevanju v EU in ERM2. Ljubljana : Banka Slovenije, 2004. 21 str.
16. Kopits G.: Implications of EMU for Exchange Rate Policy in Central and Eastern Europe. Washington DC : IMF Working Paper 9, 1999. 42 str.
17. Kovacs M. A.: On estimated size of the BS effect in CEC5 countries. Basle : Paper prepared by CEC5 National Banks for the Governors Meeting in Basle, 2002.

18. Lipschitz L.: Real Convergence, Capital Flows, and Monetary Policy: Notes on the European Transition Countries. Washington DC : IMF Working Paper, 2004. 17 str.
19. Martín C., Velátquwe J. F.: An Assesment od Real Convergence of Less Developed EU members: Lesson for CEEC candidates. European Economy Group Working Papers 2001, 5. Madrid : Universidad Complutense de Madrid, 2001. 56 str.
20. Masten I.: Fatamorgana kreditnega buma – drugič. Finance, Ljubljana, 5. maj 2004, str. 8-9.
21. Mendoza E.: Terms of trade, the real exchange rate, and economic fluctuations. International Economic Review 36. Philadelphia : University of Pennsylvania, 1997. str. 101-136.
22. Perotti R.: Fiscal policy in good times and bad. The Quarterly Journal of Economies, Vol. 114, Num 4, November. Cambridge : MIT Press, 1999, str. 1399-1436.
23. Pust T.: Primerjava prestrukturiranj bančnih sistemov tranzicijskih držav in njihovo približevanje primerljivim članicam EU. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 47 str.
24. Schadler S., Drummond P., Kuijs L., Murgasova Z., van Elkan R.: Evro Adoption and Accession Countries Vulnerabilities and Strategies. IMF Policy discussion Paper. Washington DC : IMF, 2004. 68 str.
25. Žumer T.: Estimation of Balassa-Samuleson Effect in Slovenia. Banka Slovenije, Analitsko Raziskovalni Center. Ljubljana : Banka Slovenije, 2002. 10 str.

7 VIRI

1. Annual report 2001. Athens : Bank of Greece, 2002. 269 str.
2. Annual report, Report and Financial Statements 2001. Lisboa : Banco de Portugal, 2002. 304 str.
3. Letno poročilo za leto 2003. Ljubljana : Banka Slovenije, 2004a. 106 str.
[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/letna_porocila/letno_porocilo_2003.pdf], 26.2.2004.
4. Monthly Report, October 2001. Frankfurt : Deutsche Bundesbank, 2001. 128 str. [URL: http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/monatsberichte/2001/200110mb_e.pdf], 26.2.2004.
5. Program vstopa v ERM II in prevzem evra. Ljubljana : Banka Slovenije in Vlada Republike Slovenije, 2003. 96 str.
[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/ERM2%20BS_vlada_200311.pdf], 20.3.2004.
6. Real Convergence in Candidate Countries, Past Performance and Scenarios in the Pre-Accession Economic Programms. Brussels: European Commission, 2001, 26 str. [URL: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/enlargement/2002/conv161101en.pdf], 13.2.2004.
7. Sporočilo za javnost 287. seje Sveta Banke Slovenije, 01.04.2004. Ljubljana : Banka Slovenije, 2004b. 2 str.
[URL: http://www.bsi.si/html/sporocila/svet_banke_20040401.html], 15.4.2004.
8. Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 2004. 50 str.
[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_2004q2.pdf], 12.3.2004.