

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA KREDITNEGA POVPRASEVANJA PRIVATNEGA
SEKTORJA V DRZAVAH SREDNJE IN VZHODNE EVROPE**

Ljubljana, junij 2011

MATJAŽ ŠABEC

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom _____, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 KREDITNA RAST	2
1.1 FINANČNO POGLABLJANJE.....	3
1.2 POSLOVNI CIKEL.....	4
1.3 PREKOMERNA CIKLIČNA GIBANJA.....	6
2 DRŽAVE SREDNJE IN VZHODNE EVROPE	8
2.1 BOLGARIJA.....	10
2.2 ČEŠKA.....	10
2.3 ESTONIJA.....	11
2.4 HRVAŠKA.....	11
2.5 LATVIJA.....	12
2.6 LITVA.....	12
2.7 MADŽARSKA.....	13
2.8 POLJSKA.....	14
2.9 ROMUNIJA.....	14
2.10 SLOVAŠKA.....	15
2.11 SLOVENIJA.....	16
3 KREDITNA RAST V DRŽAVAH SREDNJE IN VZHODNE EVROPE DO LETA 2004	16
3.1 KREDITNO DOGAJANJE V OBDOBJU OD 1999 DO 2004.....	17
3.2 ALI JE BILA KREDITNA RAST PREKOMERNA?.....	20
3.3 PRIMERJAVA DVEH RAZISKAV KREDITNEGA DOGAJANJA V REGIJI SVE.....	21
3.3.1 RAZISKAVA BOISSAY F., CALVO-GONZALES O. & KOZLUK T.....	21
3.3.1.1 Ravnotežna raven kreditov v razmerju do BDP.....	21
3.3.1.2 Ocena kreditne elastičnosti.....	23
3.3.1.3 Test prekomerne rasti z uporabo elastičnosti »benchmark« držav.....	24
3.3.1.4 Test z uporabo podatkov iz osmih držav SVE.....	24
3.3.2 RAZISKAVA BACKE P., EGERT B. & ZUMER T.....	25
3.3.2.1 Oblikovanje modela rasti KPS.....	26
3.3.2.2 Testiranje sestavljenih enačb ter določitve ravnotežnega razmerja KPS/BDP.....	27
3.3.2.3 Odstopanje od ocenjenega ravnotežnega razmerja KPS/BDP.....	28
4 KREDITNA RAST V DRŽAVAH SREDNJE IN VZHODNE EVROPE PO LETU 2004	29
4.1 NADALJEVANJE RAZISKAVE AVTORJEV BACKE P., EGERT B. IN ZUMER T.....	35
4.2 UKREPI DRŽAV OB HITRI RASTI KPS.....	36
5 POSLEDICE PREKOMERNE KREDITNE RASTI	38
SKLEP	42
LITERATURA IN VIRI	45

KAZALO SLIK

SLIKA 1: KUMULATIVNA SPREMEMBA GIBANJA KPS V RAZMERJU DO BDP	18
SLIKA 2: KPS V DRŽAVAH SVE V RAZMERJU DO BDP-JA IN POVPREČJE ZA DRŽAVE OBMOČJA EVRA	20
SLIKA 3: KREDITI PRIVATNEMU SEKTORJU V TUJI VALUTI (% VSEH IZDANIH KREDITOV PRIVATNEMU SEKTORJU)	31
SLIKA 4: OBSEG KREDITOV PRIVATNEMU SEKTORJU/OBSEG BDP, 2005-2009	33
SLIKA 5: TEKOČI RAČUN PLAČILNE BILANCE DRŽAV SVE V ODSOTKIH BDP; 2007-2010.....	38

KAZALO TABEL

TABELA 1: DELEŽ SLABIH POSOJIL GLEDE NA VSA POSOJILA V %	41
--	----

UVOD

Države Srednje in Vzhodne Evrope (v nadaljevanju SVE) so po padcu Berlinskega zidu in zlomu centralno planskega gospodarstva utrpeli velik padec bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP). Preteklo je skoraj pet let, da so začele dosegati spodbudno rast BDP-ja in šele kasneje so se vrnile na stopnjo razvitosti, ki so jo imele pred padcem železne zavesne ter to začele presegati. Njihov BDP na prebivalca se je začel hitreje približevati evropskemu povprečju. Vzoredno z rastjo BDP-ja pa je v teh državah prišlo tudi do visoke rasti kreditiranja. Hitra rast se je končala s finančno in gospodarsko krizo konec leta 2008.

Države, ki so prej izkusile nesluten razvoj, so se naenkrat znašle v položaju, ko so prvič po zlomu centralno planiranega gospodarstva doživele močan padec BDP. Najbolj globok padec so doživele Litva, Latvija in Estonija (baltske države), ki so prej dosegale tudi najvišjo rast. Ostale države v regiji, z izjemo Poljske, so prav tako doživele padec svojega BDP-ja.

Povečano povpraševanje po kreditih je v državah Srednje in Vzhodne Evrope povzročilo velik dotok kapitala, saj v teh državah ni bilo zadostne količine prihrankov, iz katerih bi lahko ljudje in podjetja črpali kredite za financiranje svojih potreb. Tuj kapital je v države prišel ali v obliki tujih neposrednih naložb ali pa z neposrednim izposojanjem denarja v tujini.

Namen diplomskega dela je ugotoviti, ali je bila rast kreditnega povpraševanja v državah Srednje in Vzhodne Evrope uravnotežena oziroma ali je ta rast celo preseгла ravnotežno rast. V diplomskem delu bom na podlagi raziskav poskušal ugotoviti, kaj naj bi bila uravnotežena rast za države, ki jih bom preučeval. Prekomerna rast kreditiranja lahko vodi k makroekonomskim neravnovesjem in do prevelike zadolženosti gospodarstva in prebivalcev. Poskušal bom ugotoviti, kaj pomeni presežna kreditna rast in kakšne so bile makroekonomske posledice zaradi le-te. V preteklosti je v nekaterih državah zaradi prevelike lahkotnosti pri odobravanju kreditov prišlo tudi do propada bank, zato bi bilo za vse dobro, da se iz tega kaj naučimo. Bančni krizi včasih sledi tudi gospodarska kriza, zato je pomembno, da politiki v posameznih državah prepoznajo znake, ki nakazujejo morebitno prihajajočo krizo.

Naslednje poglavje bo namenjeno pregledu literature na področju kreditne rasti. V tem poglavju bom predstavil nekatere teoretične razlage kreditnega povpraševanja in kreditne rasti. Posebej je zanimiva literatura, ki se ukvarja z vprašanjem kateri naj bi bili vzroki za rast kreditov in kakšne so lahko makroekonomske posledice kreditne rasti.

Drugo poglavje je namenjeno predstavitvi držav in specifičnih značilnosti le-teh. Države so v tranzicijskem obdobju reformirale gospodarstvo in vzpostavile tržni sistem.

V tretjem poglavju bom predstavil kreditno dogajanje v državah SVE do leta 2004. V tej luči bom obravnaval dve raziskavi, ki se osredotočata na izračun ravnotežne rasti kreditov v

državah SVE. Izračun pri teh državah je specifičen zaradi njihovega prehoda iz centralno planskega gospodarstva v tržno gospodarstvo. Posledica tega je krajše časovno obdobje iz katerega lahko izbiramo podatke. Na podlagi ravnotežne rasti pridemo do ugotovitve, katere so bile tiste države, ki so doživele prekomerno kreditno rast.

Četrto poglavje je namenjeno pregledu razvoja kreditiranja privatnega sektorja po letu 2004. Z začetkom krize se je hitra rast kreditov v regiji ustavila, zato je zanimiv ponoven pregled stanja kreditov v teh državah. V tem poglavju bom predstavil tudi nekatere ukrepe, ki so jih države sprejele za omejevanje kreditne rasti – predvsem kreditov, izdanih v tuji valuti.

Predzadnje poglavje je namenjeno pregledu posledic kreditne rasti. V tem poglavju se bom osredotočil tudi na spremenjene okoliščine v državah SVE.

V zaključku želim podati sklep, da je bila kreditna rast v nekaterih državah SVE prekomerna, vendar se je z začetkom gospodarske in finančne krize zelo zmanjšala.

1 KREDITNA RAST

S kreditnim povpraševanjem in kreditno ponudbo se je v preteklosti ukvarjalo veliko avtorjev. Velik del literature se osredotoča predvsem na spremenljivke, ki vplivajo na povpraševanje in ponudbo po kreditih. Pri določanju teh spremenljivk si avtorji empiričnih raziskav niso enotni katere naj bi bile tiste, ki najbolj vplivajo na ponudbo in povpraševanje. Na strani povpraševanja največkrat omenjajo spremenljivke kot so realni BDP, splošna raven cen, industrijska proizvodnja in pa obrestne mere. Pri ponudbi kreditov so raziskovalci z različnimi ekonomski modeli preučevali kako spremembe pri finančnem položaju bank vplivajo na dostopnost kreditov. Hulsewig, Mayer in Wollmershaeuser (2001) so ugotovili, da je glavni dejavnik ponudbe kapital bank. Banke so pri kreditiranju namreč omejene s kapitalsko ustreznostjo, ki jo določa centralna banka. Pomembno vlogo pri ponudbi pa imajo tudi vloge nebančnega sektorja. Večje kot so vloge nebančnega sektorja, večja je razpoložljivost posojil. Pri ponudbi je tako pomembna predvsem pasivna stran bilance bank.

Calza, Manrique in Sousa (2003) so analizirali pretekla dogajanja na področju posojil privatnemu sektorju in prišli do zaključka, da je bila rast realnih posojil v osemdesetih in devetdesetih letih pozitivno povezana z realno rastjo BDP-ja in negativno povezana z realno obrestno mero. Pri tej raziskavi pa so vključili tudi druge faktorje, ki so še dodatno prispevali k rasti izdanih posojil. Omenjajo predvsem val združitvev in pripojitev podjetij, povečanje investiranja podjetij v tujini ter rast stanovanjskih posojil.

Tudi v večini strokovne literature se predpostavlja pozitivna povezava med rastjo BDP in rastjo posojil. Gospodinjstva in podjetja v času gospodarskega vzpona potrebujejo dodatna sredstva za financiranje svoje porabe. Podjetja potrebujejo sredstva za investiranje v povečano

proizvodnjo zaradi višjega povpraševanja po njihovih izdelkih. Dosegajo tudi višje prihodke in tako relativno zmanjšujejo tudi svojo zadolženost. V obdobjih zmanjšane gospodarske aktivnosti pride do zmanjšane povpraševanja po nekaterih izdelkih in posledično se zmanjša investiranje podjetij v nove projekte. Gospodinjstva v času krize prejemajo manjše dohodke, posledica tega pa je padec kreditiranja s strani bank (Šuler, 2007, str. 32).

Raven kreditiranja je odvisna tudi od stanja gospodarstva. Nekateri oporekajo raziskavam, ki prikazujejo pozitivno korelacijo med realno rastjo BDP-ja in rastjo realnega obsega posojil. Bernanke in Gertler (1995) ter Friedman in Kuttner (1995) so na podlagi študij, ki se osredotočajo na dogajanje v ameriškem gospodarstvu, ugotovili negativno korelacijo med krediti in gospodarsko rastjo. Po njihovem mnenju imajo podjetja v obdobjih povečane gospodarske aktivnosti višje zaslužke, se zato bolj zanašajo na svoje vire, s katerimi financirajo povečano proizvodnjo in investicije zaradi večjega povpraševanja in zmanjšujejo izpostavljenost do zunanjih, predvsem bančnih virov financiranja. V času ekonomskega padca podjetja bolj posegajo po zunanjih virih financiranja, saj se jim zmanjša profitabilnost proizvodov zaradi manjšega povpraševanja. Gospodinjstvom, ki so prav tako del privatnega sektorja, se v času gospodarske rasti zvišujejo prihodki in tako del sredstev namenjajo za zmanjševanje svoje zadolženosti pri bankah, del denarja pa namenijo tudi višji potrošnji. V času recesije pa se zaradi nižjih dohodkov zadolžujejo pri bankah, da bi obdržali enak nivo potrošnje kot pred recesijo (Calza, Gartner & Sousa, 2001, str. 7-8).

Raziskovalci so v preteklosti poskušali razvozlati povezanost kreditne rasti z drugimi makroekonomskimi spremenljivkami. Na tem področju je bilo narejenih kar nekaj teoretičnih in empiričnih študij, ki so se ukvarjale s hitro rastjo kreditov. Porast kreditne aktivnosti lahko vodi k rasti agregatnega povpraševanja. Rast agregatnega povpraševanja po kreditih pa ni nujno nekaj slabega. V literaturi se omenjajo predvsem trije vzroki zakaj pride do hitre kreditne rasti (Mendoza & Terrones, 2004, str. 147):

- finančno poglobljanje (trend),
- poslovni cikel (business cycle),
- prekomerna ciklična gibanja (credit booms).

1.1 Finančno poglobljanje (angl. *trend*)

Razvoj gospodarstva je običajno povezan z dejstvom, da je kreditna rast višja od rasti BDP-ja in tudi obratno; da je kreditni padec globlji od padca BDP-ja. Interakcija med rastjo kreditiranja in rastjo BDP-ja je vidna v tem, da razmerje med krediti in BDP raste, ko se povečuje tudi BDP na prebivalca. Ta proces je znan kot finančno poglobljanje. Za lažje razumevanje procesa so ekonomisti raziskovali medsebojni vpliv in povezanost finančnega sektorja, prihrankov ter gospodarske rasti (Mendoza & Terrones, 2004, str. 147).

V neoklasičnem Solow modelu se predpostavlja, da finančni trgi različnih držav niso povezani – to pomeni da so medsebojno neodvisni. V Solowovem modelu je kot glavni vzrok rasti gospodarstva naveden tehnološki napredek. Po njegovem mnenju prihranki v gospodarstvu vplivajo samo na raven proizvodnje, nimajo pa vpliva na stopnjo rasti gospodarstva. Endogeni modeli rasti pa zagovarjajo nasprotno tezo, tj. da je prihranke mogoče preko finančnih posrednikov usmeriti v naložbe, ki vplivajo na dolgoročno rast v gospodarstvu. Poznamo tako naložbe v fizični, kot tudi v človeški kapital. Te naložbe pozitivno vplivajo na stopnjo gospodarske rasti (Kiss, Nagy & Vonnak, 2006, str. 7).

Endogeni modeli rasti predpostavljajo, da se vsi prihranki učinkovito porabijo za naložbe. Pri tem pa ti modeli izpustijo sektor finančnega posredništva, ki v realnem svetu posreduje prihranke kot posojila zainteresiranim gospodarskim subjektom. Zato so kasneje v endogeni model rasti vključili tudi finančni sektor. Za to so uporabili stroškovni parameter, ki izmeri tisti del prihrankov, ki je za gospodarstvo izgubljen in ne more biti uporabljen za naložbe. Gross (2001) je ugotovil, da lahko učinkovito finančno posredništvo zmanjša te stroške. Vendar pa finančno posredništvo ne prinaša samo pozitivnih učinkov. Vedno povzroča tudi dodatne stroške zaradi negotovosti, asimetrije informacij in zaradi transakcijskih stroškov. V modelih, ki se ukvarjajo z rastjo pa finančno posredništvo in gospodarska rast nista medsebojno povezana samo s stroški usmerjanja prihrankov, ampak tudi prek koristi učinkovitega finančnega sektorja. Učinkovit finančni sektor je tisti, ki omogoča razpršitev tveganja, preoblikovanje ročnosti, alokacijo informacij in druge sestavine, ki imajo pozitivne učinke na gospodarski sistem (Kiss et al., 2006, str.7).

Tudi Goldsmith (1969) poudarja, da se razvoj finančnega posredništva giblje vzporedno s stopnjo rasti gospodarstva. Do te ugotovitve je prišel na podlagi raziskave, ki jo je opravil za več držav in pri kateri je države razdelil v tri skupine. Skupina razvitih tržnih gospodarstev ima najvišjo stopnjo kreditov v razmerju do BDP, skupina držav v razvoju pa ima to stopnjo najnižjo. Tretja skupina so države v tranziciji oz. nastajajoča tržna gospodarstva in le-ta se nahaja nekje v sredini med razvitimi državami in med državami v razvoju. Raziskovalec pa s svojim delom ni odgovoril na vprašanje o smeri vzročnosti. Vprašanje, ki se je zastavljalo, je bilo, ali gospodarski razvoj vodi k finančnemu poglobljanju ali pa finančno poglobljanje spodbuja gospodarski razvoj. Kasneje je velika večina opravljenih raziskav pripeljala do sklepa, da bolj kot je razvit finančni sektor v posamezni državi, bolj ta sektor pomaga spodbujati gospodarsko rast (rast BDP-ja). Razvoj finančnega sektorja pa je odvisen od finančne liberalizacije, pravnega sistema in tudi od preglednosti poslovanja bank (Mendoza & Terrones, 2004, str. 147).

1.2 Poslovni cikel (angl. *business cycle*)

Ciklično gibanje gospodarstva je v strokovni literaturi označeno kot pomemben razlog za kreditno rast. Teoretične modele, ki pojasnjujejo ciklično komponento kreditne rasti, lahko

razdelimo v dve skupini glede na to ali izhajajo iz dogajanja v finančnem sektorju ali v realnem gospodarstvu (Kiss et al., 2006, str. 7).

Kreditna rast je lahko posledica delovanja cikličnih dejavnikov v realnem gospodarstvu. Raven naložb, ki so potrebne za nova sredstva in za zagotavljanje obratnega kapitala, je tako odvisna od faze, v katerem je gospodarstvo. Največji delež vseh kreditov predstavljajo krediti za zagotavljanje obratnega kapitala, zato je vpliv cikličnih nihanj na rast izdanih kreditov zelo pomemben. Raziskovalci so prišli do zaključka, da kreditna rast, ki je posledica cikličnih dejavnikov ne predstavlja velikega tveganja za morebitno krizo, ki lahko nastane zaradi prekomerne kreditni rasti (Palić, 2007, str. 11).

Ekonomski modeli finančnih akceleratorjev nam pojasnjujejo konjunktorno ekspanzijo skozi cikle v realnem gospodarstvu s krediti, ki so zavarovani z opredmetenimi osnovnimi sredstvi v lasti podjetij. Gospodarstvo se namreč vedno giblje v ciklih. Poznamo ekspanzijo in krčenje gospodarstva. Ko je gospodarstvo v ekspanziji, se tudi poveča povpraševanje po kreditih. Kiyotaki in Moore (1997) sta ugotovila, da lahko tehnološki šoki ustvarijo nihanja v proizvodnji in pri kreditih zaradi spremembe vrednosti zavarovanja s premoženjem zavarovanih dolgov. Tako lahko povečana vrednost premoženja podjetja sprost potencial s katerim lahko podjetje zavaruje nove kredite. Podjetja kredite zavarujejo predvsem s svojimi nepremičninami, zato banke ob padcu vrednosti nepremičnin zahtevajo dodatna zavarovanja za najete kredite. Ob poslabšanju gospodarskih razmer se vrednost zavarovanj za kredite zmanjša in tako imajo tudi posojilojemalci z donosnimi projekti probleme pri pridobivanju virov financiranja (Kiss et al., 2006, str. 7).

Zaradi gospodarske rasti lahko pride do povečanega povpraševanja izvozno naravnanih podjetij po posojilih, ker podjetja povečujejo investicije. V nekaterih podjetjih, ki izhajajo iz hitro rastočih gospodarstev, zaradi povečanja agregatnega povpraševanja povečujejo svoje proizvodne zmogljivosti, kredite pa uporabljajo tudi za povečan nakup surovin, ki jih potrebujejo za naraščajočo proizvodnjo. S tem dohajajo domače in tudi tuje povečano povpraševanje (Mendoza & Terrones, 2004, str. 148).

Vedenjski modeli proučujejo odziv udeležencev na trgu, ko pride do spremembe tveganja, povezanega s poslovnim ciklom. Borio, Furfine in Lowe (2001) so pri svojem raziskovanju glavni poudarek namenili vprašanju, kako se giblje tveganje skozi potek poslovnega cikla in kako naj bi se oblikovalci makroekonomske politike odzvali na tveganje finančne nestabilnosti, ki lahko nastane zaradi procikličnosti finančnega sistema. Avtorji razlagajo, da je finančni sistem prociklični zaradi asimetrije informacij med posojilojemalci in posojilodajalci. Z asimetrijo informacij se lahko srečamo tako pri gospodarskem vzponu, kot tudi pri gospodarskem padcu. Ob gospodarskem padcu se asimetrija informacij kaže v tem, da zaradi nizke vrednosti zavarovanj za kredite tudi posojilojemalci z donosnimi projekti težko pridobijo finančna sredstva. Ko se gospodarske razmere izboljšujejo in se vrednost zavarovanj za kredite povečuje, so banke bolj popustljive pri izdajanju kreditov, to pa še dodatno

spodbudi rast BDP-ja. Ta mehanizem, ki nastane tako v finančnem sektorju, kot tudi v realnem gospodarstvu, je poznan kot finančni akcelerator.

Finančni akcelerator igra določeno vlogo v vseh poslovnih ciklih, vendar so ugotovili, da to ni edini vzrok, ki lahko vodi do večjih nihanj v gospodarski aktivnosti. Dodatnen vzrok, ki pospešuje finančno procikličnost in s tem tudi nepravilno delovanje finančnega trga, je neprimeren odziv udeležencev finančnega trga na spremembo tveganja skozi čas. Odziv udeležencev je neprimeren predvsem zaradi težav pri merjenju tveganja, delno pa tudi zaradi obnašanja udeležencev na trgu, ki ni vedno optimalno. Težave pri merjenju tveganja pogosto privedejo do podcenjevanja tveganja pri gospodarskem razcvetu in do precenjevanja tveganja, ko je gospodarstvo v recesiji (Borio, Furfine & Lowe, 2001, str. 1).

1.3 Prekomerna ciklična gibanja (angl. *credit booms*)

Prekomerna rast kreditov je tista, ki je nevzdržna in se sčasoma sama ustavi. Eden izmed pomembnih mehanizmov, ki lahko vodi k prekomerni rasti kreditov, je tudi finančni akcelerator. Finančni akcelerator je bil omenjen že pri konjunktorni ekspanziji, saj je prisoten tudi pri običajni kreditni rasti. Prekomerna rast izhaja iz nepopolnosti na finančnih trgih, ki lahko nastanejo zaradi asimetrije informacij udeležencev na trgu ter iz institucionalnih problemov, ki nastanejo zaradi nezadostnega ali nepravilnega nadzora s strani nadzornih institucij (Mendoza & Terrones, 2004, str. 148).

Obnašanje udeležencev na trgu lahko pripelje do napačnih odločitev. Udeleženci na trgu so lahko preveč optimistični glede bodočih prejemkov, kar lahko poveča vrednotenje sredstev. Povečano vrednotenje sredstev povzroči izboljšanje neto premoženja podjetij, kar poveča sposobnost podjetij za izposojanje in porabo denarja. Če optimistična pričakovanja niso izpolnjena, lahko ta proces postane nevzdržen in temu sledi znižanje vrednotenja sredstev; pride do padca cen na trgu in finančni akcelerator začne delovati v obratni smeri, kar dodatno pospeši padec (Mendoza & Terrones, 2004, str. 151).

V novejši literaturi so preučili tudi druge faktorje, ki lahko vplivajo na spremembo povpraševanja po kreditih. Prišli so do ugotovitev, da na bilanco stanja ne vplivajo samo drugačna vrednotenja cen sredstev, ampak tudi spremembe v cenah blaga in storitev. Blago in storitve so raziskovalci razdelili na menjalne in nemenjalne dobrine. Menjalne dobrine so lahko dostopne in jih je mogoče na enostaven način prenesti na drugo lokacijo. Nemenjalne dobrine so omejene na določeno območje in niso lahko prenosljive. Ponudba menjalnih dobrin je cenovno bolj elastična kot ponudba nemenjalnih. Če torej pride do enakega povišanja cen menjalnih in nemenjalnih dobrin, se ponudba menjalnih bolj poviša kot ponudba nemenjalnih, ker se te lažje pridobi z uvozom, če jih na domačem trgu primanjkuje. Raziskave pa se niso osredotočile na elastičnost ponudbe dobrin, temveč na relativno ceno nemenjalnih dobrin v primerjavi z menjalnimi dobrinami. Prilivi kapitala iz tujine lahko

spročijo povečano povpraševanje po nemenjalnih dobrinah, kar pripelje do povečanja relativnih cen nemenjalnih dobrin. Rast teh cen poveča profitabilnost podjetij, ki dobrine ustvarjajo in posledično krepi tudi njihove bilance. Zaradi izboljšane sestave obveznosti do virov sredstev, se podjetjem poveča potencial pri najemu kreditov za potrebe novih investicij in povečanje proizvodnje. Pri tem procesu se ponovno srečamo z delovanjem finančnega akceleratorja. Ob slabšanju gospodarskih razmer in posledično padanju profitabilnosti podjetij, ki ustvarjajo nemenjalne dobrine, pride do odliva kapitala v tujino. Padanje profitabilnosti podjetij pa poslabšuje kreditni portfelj bank. Finančni akcelerator deluje v obratno smer (Mendoza & Terrones, 2004, str. 151).

Banke v času konjunktore zaradi želje po rasti kreditov povečujejo kreditiranje, ki imajo višjo obrestno mero. Le-ti so tudi najbolj rizični. Tako banke posojajo denar predvsem za nakup nepremičnin in nakup delnic. Ljudje se namreč obnašajo neracionalno zaradi optimističnih pričakovanj v času konjunktore. Povečana kreditna aktivnost bank pa vodi k rasti cen nepremičnin in delnic. Banke v času ekonomskega vzpona velikokrat tudi olajšajo pogoje za pridobitev posojil. S tem dodatno pospešijo kreditno rast. Hitra rast kreditov, ki jo spremlja neustrezen nadzor regulatorjev, lahko v času ekonomskega krčenja privede do poslabšanja bilanc bank.

Chenard in Fischer (1997) sta se pri raziskovanju prekomerne kreditne rasti osredotočila tudi na liberalizacijo bančnega sektorja. Liberalizacija je pomemben vzvod, ki pomaga pri finančnem poglobljanju (le-ta pa spodbuja gospodarsko rast). Vendar pa sta avtorja ugotovila, da preobsežna liberalizacija bančnega sistema vodi v prekomerno rast kreditov. Bistvena ugotovitev njihovega modela je, da deregulacija spodbuja banke k maksimiziranju dobička. Maksimizacija dobička banke dosežejo tako, da glede na tveganost projektov uvedejo diferenciacijo obrestnih mer za kredite. Banke si želijo imeti večji delež izdanih kreditov z visoko obrestno mero, zato njihovi kreditni portfelji postajajo ne samo dobičkonosnejši, ampak tudi bolj tvegani.

Posledica liberalizacije bančnega sektorja je lahko tudi povečana tekmovalnost bank za tržni delež na trgu. Tekmovalnost bank povzročijo asimetrične informacije o kreditni sposobnosti posojilojemalcev v razmerju do drugih bank. Dell'Aricecia in Marquez (2006) sta ugotovila, da je bil v državah, ki so liberalizirale bančni sistem, relativno večji delež posojilojemalcev, za katere ni bila znana njihova boniteta. Banke so tekmovalе za tržni delež tako, da so zmanjševale zahteve za posojilojemalce pri najemu kreditov. Zmanjšan nadzor posojilojemalcev je vodil k večjemu kreditnemu povpraševanju, ki lahko vodi v prekomerno kreditno rast. Le-ta se lahko konča v slabši kvaliteti posojilnega portfelja bank.

Svetovna finančna kriza, ki se je začela v letu 2008, ima svoje korenine tudi v liberalizaciji finančnega sektorja v ZDA. Rast cen nepremičnin je skupaj z ekspanzivno monetarno politiko in s preohlapnimi merili pri posojanju povzročila visoko rast hipotekarnih kreditov. Banke so kasneje hipotekarne kredite prodajale investicijskim bankam in te so jih združevale skupaj z

drugimi krediti v kompleksne izvedene finančne instrumente, t.i. CDO-je¹. Investicijske banke so izvedene kompleksne finančne instrumente z visokimi dobički prodale naprej vlagateljem, bonitetne agencije pa so le-te ocenjevale z najvišjimi bonitetnimi ocenami kljub temu, da je bilo veliko kreditov v CDO-jih drugorazrednih. Bonitetne agencije so imele težave pri ocenjevanju tveganja zaradi kompleksnosti teh instrumentov, pojavljajo pa se tudi vprašanja o nekonkurenčnosti sektorja bonitetnih hiš, ki ga obvaldujejo tri največje agencije. Celotnemu procesu združevanja in prodaje teh inovativnih instrumentov pravimo listninjenje. Banke so prenašale kreditno tveganje na vlagatelje, ki so kupovali CDO-je in se tako znebile rizičnih kreditov. Deregulacija na finančnem trgu in inovativni finančni instrumenti so omogočili velik razmah hipotekarnih posojil. Zakonodaja, ki je bila v ZDA predlagana za nadzor teh inovacij na finančnem trgu, ni bila nikoli sprejeta (Mohan, 2009, str. 5).

Prekomerna kreditna rast pa ni samo posledica dogajanja v določeni državi. Enega izmed razlogov, ki lahko privede do prekomerne kreditne rasti, lahko najdemo tudi v dogajanju na globalnih finančnih trgih. V času nizkih obrestnih mer po svetu so nastajajoča tržna gospodarstva in države v tranziciji bolj privlačne za tuje vlagatelje. Tuji vlagatelji se lahko poceni zadolžijo na domačem trgu in denar vlagajo na tistih trgih, kjer pričakujejo višje donose. Več raziskav je pokazalo, da je bil glavni vzrok višjega priliva kapitala v devetdesetih letih na trge Latinske Amerike in Azije nizka obrestna mera v ZDA. Tudi po napadih na World trade center 11. septembra 2001 je prišlo do znižanja obrestnih mer v ZDA in kasneje tudi v Evropi ter drugod po svetu. Evropska centralna banka je referenčno obrestno mero (obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja) po letu 2001 znižala iz 4,25 % na 2,25 % leta 2005. Danes znaša ta obrestna mera 1,25 %. Mnogi ekonomisti vidijo korenine današnje finančne krize tudi v pretiranem znižanju obrestne mere po napadih teroristične skupine na World trade center v New Yorku zaradi bojzani ameriških oblasti, da bi po napadu prišlo do recesije (Banka Slovenije, 2011a).

Valuta, ki jo uporablja država, je prav tako pomembna pri preučevanju kreditne rasti. V državah, kjer imajo subjekti velik delež kreditov, najetih v tuji valuti, lahko ob deprecijah domače valute pride do večjih makroekonomskih težav. Ob realni deprecijah domače valute lahko statistika zabeleži visoko povečanje kreditov, ki so nominirani v domači valuti, v razmerju do BDP-ja. Posledično bodo morali kreditojemalci za odplačilo posojil v tuji valuti namenjati več domače valute.

2 DRŽAVE SREDNJE IN VZHODNE EVROPE

Regija Srednja in Vzhodna Evropa je v raziskavah različno opredeljena. Države, ki jih bom vključil v pregled kreditnega dogajanja, so po padcu železne zavese pričele z reformiranjem gospodarskega sistema. Po letu 1995 so te države začele pogajanja za polnopravno članstvo v

¹ Collateralized debt obligation – dolg zavarovan s kolateralom (npr. vrednostnimi papirji).

Evropski uniji. Države bivšega Sovjetskega bloka, to so Češka, Estonija, Latvija, Litva, Madžarska, Poljska in Slovaška, so se priključile Evropski uniji prvega maja 2004. Kasneje sta se prvega januarja 2007 priključili tudi Bolgarija in Romunija, kot najmanj razviti državi vzhodnega bloka. V skupino držav, vključenih v raziskavo pa sta uvrščeni tudi dve bivši jugoslovanski republiki, to sta Slovenija in Hrvaška. Slovenija se je Evropski uniji (v nadaljevanju EU) priključila leta 2004, ko je bila izvedena najobsežnejša širitev EU v njeni zgodovini. Hrvaška je vključena v raziskavo, ker ima podobne značilnosti in tudi podobna gospodarska gibanja kot druge države. Hrvaška je prav tako blizu določitve datuma vstopa v EU, saj je kandidatka za članstvo že nekaj časa in zaključuje pristopna pogajanja.

Države so ob začetku procesa demokratizacije doživele hud padec gospodarske aktivnosti. Centralno plansko gospodarstvo, v katerem uradno skoraj ni bilo brezposelnosti, je doživelo padec zaradi nepripravljenosti na tržne razmere. Prišlo je do naglega povišanja brezposelnosti, padca gospodarske aktivnosti in pa tudi do izrazitega poslabšanja bilanc bank. Banke so namreč posojale denar podjetjem s slabimi investicijskimi projekti brez tržne osnove, ki so ob prehodu v tržno gospodarstvo propadla. V procesu pridruževanja so sprejemale zakonodajo, ki je veljala v EU. Sprejem evropske zakonodaje je državam prinesla makroekonomsko stabilnost in gospodarska rast se je začela počasi pobirati.

Gospodarska rast v teh državah po uvedbi reform in spremembi sistema pa ni bila zadovoljiva. Ljudje so pričakovali hitrejši napredek in približevanje njihovih dohodkov tistim v Zahodni Evropi. Realna konvergenca torej ni potekala v skladu s pričakovanji ljudi. Za države SVE je značilna podobna smer gibanja gospodarske rasti, kar je posledica tesne prepletenosti teh trgov in visoke odvisnosti izvoza teh držav v stare članice EU. Gibanje v državah SVE zaznamuje višja volatilitnost gospodarske rasti v primerjavi z državami, ki so bile vključene v EU pred letom 2004. Značilnost teh držav je tudi, da so bile v preteklosti deležne visokih neposrednih tujih investicij podjetij iz starih članic. Industrijska proizvodnja je v državah SVE diverzificirana in tesno povezana s proizvodnjo v EU. Zaradi te povezave lahko opazimo visoko korelacijo gibanja industrijske proizvodnje med starimi in novimi članicami, vendar so amplitude teh ciklov v novih članicah EU veliko večje. Eden od razlogov je tudi ta, da je industrijska proizvodnja v državah SVE manj tehnološko razvita, saj večinoma dobavlja sestavne dele za končno proizvodnjo izdelkov, ki jih proizvajajo podjetja na zahodu (Coricelli & Masten, 2004, str. 2).

Države, ki so vključene v analizo kreditne rasti, so imele različne začetne položaje po padcu prejšnjega sistema. Najrazvitejša glede na BDP na prebivalca izmed obravnavanih držav je bila Češka, skoraj enak BDP na prebivalca je v začetku devetdesetih dosegala tudi Slovenija. Najslabša gospodarska situacija je bila v baltskih državah, ki so bile del Sovjetske zveze. Za te države je značilen tudi upad prebivalstva, saj je bil velik del prebivalstva ruske narodnosti, ki se je z osamosvojitvijo teh držav odselil iz države. Skupna značilnost vseh obravnavanih držav pa je bila, da so banke pred zlomom prejšnjega sistema kreditirale predvsem državna podjetja. Prebivalci teh držav so bili malo zadolženi v primerjavi z zadolženostjo prebivalcev

v Zahodni Evropi. V nadaljevanju si bomo pogledali kratko predstavitev držav, vključenih v raziskavo.

2.1 Bolgarija

Bolgarija je doživela spremembo političnega sistema leta 1990. Po izvedenih demokratičnih volitvah so se v državi pričeli procesi, ki so tlakovali pot tržnemu gospodarstvu. V času konjunktura po letu 2004 pa do začetka gospodarske in finančne krize je država dosegala rast BDP-ja v povprečju okrog 6 % letno. V letu 2009 je država zabeležila padec gospodarstva v višini 5 %. Bolgarija ima velike probleme s korupcijo v javnem sektorju, ki je vsesplošno razširjena (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 32).

Uradna valuta v državi je lev. Menjalni tečaj lev-a je vezan na valuto evro. Država ima dokaj visoke devizne rezerve, kar ji pomaga pri stabilizaciji menjalnega tečaja leva v razmerju proti evru. Veliko držav v regiji je po začetku krize potrebovalo pomoč Mednarodnega denarnega sklada zaradi padca vrednosti njihovih valut. Bolgarija za pomoč ni zaprosila, saj je sama rešila težave, s katerimi so se ukvarjale države v regiji, ki imajo svoje valute. Bančni sektor je v času od pričetka krize deloval brez večjih pretresov. Tuje banke imajo več kot 85 % tržni delež v vseh sredstvih bank, kar predstavlja pomemben dejavnik stabilnosti, saj si banke v tuji lasti lahko ugodneje posojajo denar pri svojih materah. Velik problem Bolgarije v letih pred krizo je bil visok primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance. Zaskrbljujoče pa je tudi zadolževanje prebivalcev in podjetij v tuji valuti, je leta 2009 doseglo 58,6 % delež v vseh izdanih kreditih. V predkriznem letu 2007 so v Bolgariji zabeležili visoko kreditno rast podjetjem, ki so v privatni lasti. Letna rast je znašala 75,7 % glede na preteklo leto (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2008, str. 41-42; Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 32-33).

2.2 Češka

Z žametno revolucijo leta 1989 je prišlo do demokratizacije takratne Češkoslovaške. Češka se je sporazumno razdružila s Slovaško iz skupne države leta 1993. Češka velja za stabilno in uspešno državo v Srednji Evropi. Ima strateško lego, saj leži na križišču pomembnih poti, ki vodijo iz Zahodne Evrope proti Rusiji. Država je v obdobju od leta 2005 pa do vključno leta 2007 dosegala rast BDP-ja v višini dobrih 6 % letno. Kasneje je gospodarska rast upadla in leta 2009 se je BDP skrčil za 4 %. Češka je za vlagatelje privlačna država, saj leži na križišču pomembnih poti, ravno tako pa je pomembna tudi izobražena delovna sila. Država je izvozno usmerjena in ima močne trgovinske vezi z Zahodno Evropo, predvsem pa z Nemčijo (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2009, str. 22; Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 22-23).

Uradna valuta, ki je namenjena plačevanju v državi, je češka krona. Češka je finančno zelo stabilna država. Eden od vzrokov stabilnosti je prisotnost podružnic tujih bank, katerih tržni delež znaša skoraj 90 % v sredstvih vseh bank na trgu. Češka ima tudi visoke devizne rezerve in visoko stopnjo varčevanja prebivalcev v bankah. Finančna kriza je varčevanje v obliki depozitov še pospešila. Zaradi rasti depozitov in zelo majhne rasti novo izdanih kreditov (banke so povečale kreditiranje gospodinjstev, krediti namenjeni nefinančnim podjetjem pa so se po začetku finančne krize zmanjšali), se je razmerje med krediti in depoziti konec leta 2009 zmanjšalo na 77,9 %. Gospodarski subjekti imajo veliko večino posojil najetih v domači valuti, zato niso izpostavljeni valutnemu (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 22-23).

2.3 Estonija

Estonija, ki je bila prisilno vključena v Sovjetsko zvezo leta 1940, se je osamosvojila leta 1991. Kmalu po osamosvojitvi so v državi pričeli z reformami, ki naj bi pritegnile tuje investitorje k vlaganju v estonsko gospodarstvo. Sprejeli so zelo ugodno davčno politiko, privatizirali banke ter začrtali tehnološko usmeritev gospodarstva. Estonija je med letoma 2000 in 2007 dosegala povprečno letno stopnjo rasti BDP-ja v višini 8,5 %. Državo se je večkrat omenjalo kot baltskega tigra in kot zgled države, v kateri so reforme usmerjene k izboljševanju poslovnega okolja. Glavni trgovinski partnerji Estonije so predvsem nordijske države in Nemčija (Eesti Pank/Bank of Estonia, 2010).

Od 1. januarja 2011 je uradna valuta evro. Pred prevzemom evra so uporabljali svojo valuto, estonsko krono. Leta 2004 je Estonija vstopila v mehanizem menjalnih tečajev ERM II², ki predstavlja čakalnico pred prevzemom evra. Na estonskem bančnem trgu je prisotnih več tujih bank, ki imajo v lasti skoraj vse banke, ki delujejo na trgu. Največji tržni delež imajo švedske banke, ki zagotavljajo stabilnost in kapitalsko ustreznost svojih podružnic na bančnem trgu. V Estoniji je bil zelo velik delež kreditov denominiranih v tuji valuti, kar je predstavljalo resno grožnjo gospodarstvu, ki je bilo zaradi tega občutljivejše na zunanje pretrese. Po prevzemu evra se je ta nevarnost zmanjšala. Estonija je imela pred začetkom finančne krize tudi zelo velik primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance (Koyama, 2010, str. 34, 35, 50).

2.4 Hrvaška

Hrvaška je skupaj s Slovenijo razglasila neodvisnost leta 1991. S tem dogodkom je prišlo do razpada Jugoslavije, vendar pa se je Hrvaška, za razliko od Slovenije, še štiri leta vojskovala,

² Mehanizem deviznih tečajev ERM II je tečajna ureditev med državami evroobmočja in državami članicami EU izven evroobmočja. V okviru ERM II se določa centralna pariteta - fiksni tečaj valute do evra, okoli katere je dovoljeno zgolj nihanje v pasu +/- 15 %.

da je prišlo do združitve celotnega hrvaškega ozemlja. Zaradi dolgotrajne vojne je močno upadel hrvaški BDP in prišlo je do velikega znižanja obiska tujih turistov. Po podpisu mirovnega sporazuma in ponovni združitvi vseh hrvaških ozemelj, ki so bila okupirana, je obisk tujih turistov hitro dosegel predvojne številke.

Uradno plačilno sredstvo je hrvaška kuna. Hrvaška že nekaj let vzdržuje stabilen menjalni tečaj kune. Stabilnost zagotavlja tudi finančni sistem, saj se je privatizacija bank začela že leta 2000. Država ima tudi visoke devizne rezerve, s katerimi vzdržuje menjalni tečaj EUR/HRK nekje okrog 7,2 do 7,4 kune za evro. Za povečevanje deviznih rezerv je zelo pomembna turistična sezona, saj takrat pride do večjega pritoka tujih valut v državo (predvsem evra). Na Hrvaškem je velik problem brezposelnost, ki se ves čas giblje okoli 15 %, ter visok delež najetih kreditov v tuji valuti. Hrvaška gospodinjstva so tudi med najbolj zadolženimi v obravnavani regiji, saj krediti, izdani gospodinjstvom znašajo skoraj 40 % hrvaškega BDP-ja (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 28).

2.5 Latvija

Latvija se je osamosvojila izpod nadzora Sovjetske zveze leta 1991. Po osamosvojitvi leta 1992 je samo v enem letu doživela padec BDP-ja za 32 %. Po tem globokem padcu pa se je začela država počasi pobirati. Začeli so uvajati reforme, ki so sledile priporočilom ekonomskih strokovnjakov. V predkriznem letu 2007 je država zabeležila rast BDP-ja v višini 10 % (Gligorov, Poschl & Richter et al., 2009, str. 66, 150).

V Latviji je uradna valuta lats, katere menjalni tečaj je vezan na evro. Država je v mehanizmu ERM II. Latvija je pričakovala prevzem evra že pred dvema letoma, vendar niso izpolnili vseh Maastrichtih kriterijev za prevzem valute. Težave jim je povzročala predvsem inflacija, ki je v letu 2008 znašala visokih 15,4 %. V letih hitre gospodarske rasti se je država soočala z visokim primanjkljajem na tekočem računu plačilne bilance. V letu 2007 je primanjkljaj na tekočem računu znašal kar 22,8 % BDP-ja. Država ima zelo neugodno sestavo gospodarstva, saj je večina izdelkov, ki so namenjeni izvozu, nizko tehnoloških ali pa srednje tehnološko zahtevnih. Velik problem je tudi sestava izdanih kreditov, kjer so v obdobju 2008 – 2009 skoraj 90 % delež zavzemali krediti, izdani v tujih valutah (Koyama, 2010, str. 34-35, 38-39, 41).

2.6 Litva

Litva je bila prva država bivše Sovjetske zveze, ki je razglasila osamosvojitve že na začetku leta 1990. Država si je jasno načrtala prehod v tržno gospodarstvo. Prišlo je do privatizacije velikih državnih podjetij in po letu 1995 je v državi prišlo do občutne rasti BDP-ja, ki je z izjemo vpliva ruske finančne krize v drugi polovici leta 1998, trajala do svetovne gospodarske

in finančne krize. Država se je po ruski finančni krizi gospodarsko bolj usmerila v Zahodno Evropo in tudi na trg Združenih držav amerike (Koyama, 2010, str. 36-37).

Uradno plačilno sredstvo v državi je litovski litas. Menjalni tečaj litas, v razmerju 3,45 litas za 1 evro, vzdržujejo z valutnim odborom. Večina bančnega trga je v tujih rokah, predvsem v rokah švedskih bank. Približno dve tretjini posojil je v Litvi denominiranih v tujih valutah. Ta delež je manjši kot pri drugih dveh baltskih državah, vendar še vedno predstavlja precejšen problem. Brezposelnost se je v letih rasti gospodarstva zelo zmanjšala. K temu je pripomoglo tudi odhajanje Litovcev na delo v razvitejše članice EU, predvsem v Veliko Britanijo. Kot tudi ostale baltske države, se je tudi Litva srečevala z visokim primanjkljajem na tekočem računu plačilne bilance (Gligorov et al., 2009, str. 154; Koyama, 2010, str. 34).

2.7 Madžarska

Madžarska se je rešila sovjetskega vpliva leta 1990, ko so bile izvedene tudi prve večstrankarske volitve. Demokratični procesi pa so se pričeli že leta 1989, ko je država odprla mejo z Avstrijo in omogočila prost prestop mej Vzhodnim Nemcem, ki so poskušali priti v Zahodno Nemčijo. Madžarska je po spremembi sistema hitro izvajala ekonomske reforme, zato je že leta 1996 postala članica Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD). Zaradi nizkih podjetniških davkov, učinkovitega sodnega sistema ter nizke stopnje korupcije je bila država vsa leta privlačna za tuje direktne investicije. Veliko je bilo predvsem »greenfield«³ investicij v nove avtomobilske proizvodne obrate.

Uradna valuta na Madžarskem je forint. Madžarska ima prosto gibajoči sistem menjalnega tečaja. Prevzem evra načrtujejo daleč v prihodnosti, in sicer šele po letu 2020. Delež tujih bank na trgu je okrog 70 %, vendar pa je največja banka OTP še vedno v madžarskih rokah. Država se je pred letom 2006 soočala z visokim primanjkljajem v državnem proračunu. Leta 2006 je proračunski primanjkljaj presegel 9 % BDP-ja. Država ima tudi velik dolg, ki je dosegel skoraj 80 % BDP-ja. Delež kreditov, denominiranih v tuji valuti, je leta 2009 znašal 61,3 %. Zaradi restriktivnosti državnega proračuna in z omejitvijo javne porabe je prišlo na Madžarskem do upočasnjevanja gospodarske aktivnosti že leta 2007. Madžarska je prva izmed držav v regiji, konec leta 2009 uvedla tudi poseben davek za banke in zavarovalnice ter za druge finančne posrednike. S tem davkom poskuša zmanjšati velik proračunski deficit (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 20-21).

³ Gre za investicijo od začetka, pri kateri podjetje v tuji državi na novo investira v izgradnjo poslovnih in trgovskih obratov.

2.8 Poljska

Na Poljskem so pomembno vlogo pri prehodu iz enega v drugi sistem igrali sindikati. Že v začetku osemdesetih se je oblikoval sindikat Solidarnost, ki je bil neodvisen od takratne oblasti. Kmalu se je iz sindikata razvila tudi prva demokratična stranka Solidarnost, ki je na volitvah leta 1989 dobila večino v poljskem parlamentu. Leta 1990 so dobili tudi prvega demokratično izvoljenega predsednika. Prvi program prehoda iz centralno planskega v tržno gospodarstvo je nastal že leta 1989. Zaradi hitrih reform je država postala privlačna za tuje direktne investicije. Veliko multinacionalk je del proizvodnje preneslo na Poljsko zaradi ugodnih pogojev pri novih investicijah. Kljub razvoju gospodarstva, je še vedno veliko ljudi zaposlenih v kmetijstvu.

Uradno plačilno sredstvo na Poljskem je zlot. Poljska centralna banka dovoljuje prosto gibanje menjalnega tečaja za zlot (v veljavi je sistem prosto gibajočega menjalnega tečaja). Gospodarska rast po letu 2000 je bila v primerjavi z drugimi državami v regiji relativno nizka. V nobenem letu rast BDP-ja ni presegla 7 %, medtem ko so druge države SVE dosegale dvoštevlično rast. V letu 2009 je bila edina od držav SVE, ki je dosegla gospodarsko rast v višini 1,7 %⁴. Tudi v letu 2010 je dosegla rast v višini 3,8 %⁵ BDP. Poljska ima probleme predvsem z dokaj visoko brezposelnostjo in s proračunskim primanjkljajem. V letu 2010 je proračunski primanjkljaj namreč dosegel 7,9 % BDP-ja. Veliko Poljakov je po vstopu v EU odšlo na delo v stare države članice EU. Delež kreditov, izdanih v tujih valutah je v letu 2008 znašal 34,4 %, kar je zelo nizek delež v primerjavi z drugimi državami SVE. Poljske banke so stabilne in imajo visoko kapitalsko ustreznost. Več kot polovico bančnega sistema zasedajo banke v tuji lasti, vendar je največja banka PKO BP še vedno v večinskem državnem lastništvu.

2.9 Romunija

Romunija je padec prejšnjega sistema doživela konec leta 1989, ko je bil ubit komunistični diktator Nikolaj Ceausescu. Leta 1990 so bile izvedene prve neodvisne parlamentarne volitve. Več kot tri desetletja diktatorskega režima je pustilo velike posledice na romunskem gospodarstvu. Država se je zadolževala predvsem za ugodje vladajoče elite in za megalomanske projekte, kot je predsedniška palača v Bukarešti. Po padcu prejšnjega sistema je prišlo do spoznanja, da je večina industrijskih obratov neprimernih za potrebe države. Industrija je bila tudi zastarela, saj je država večino sredstev namenjala odplačilu dolgov, ne pa vlaganju v posodobitve. Romunija je imela in ima še vedno zelo nizek BDP na prebivalca, zato je veliko ljudi odšlo na delo v tujino.

^{4,5} Po podatkih poljskega statističnega urada.

Uradno plačilno sredstvo v Romuniji je novi romunski lev. Romunija ima v veljavi mehanizem prosto gibajočega menjalnega tečaja. Romunsko gospodarstvo se je že v devetdesetih letih soočalo z gospodarsko krizo, iz katere se je izvila ob prelomu tisočletja. Do finančne in gospodarske krize je država beležila solidno gospodarsko rast, ki jo je poganjalo predvsem tuje povpraševanje po romunskih izdelkih. Kljub temu je država beležila visok primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance. Bančni sektor je v večinski tuji lasti, dve tretjini izdanih kreditov pa je denominiranih v tuji valuti. Depoziti so na zelo nizkih nivojih, saj so v letu 2009 predstavljali komaj petino BDP-ja. Velik problem Romunije je korupcija v javnem sektorju ter vsesplošna utaja davkov. Tudi zaradi tega je imela država probleme pri zmanjševanju proračunskega primanjkljaja (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 30-31).

2.10 Slovaška

Slovaška se je skupaj s Češko osvobodila izpod sovjetskega vpliva z žametno revolucijo leta 1989. Za ta prehod je značilen prevzem oblasti brez večjih konfliktov. Slovaška in Češka sta se leta 1993 tudi sporazumno razdružili iz skupne države Češkoslovaške. V začetnih letih samostojnosti je imela Slovaška vzpodbudno gospodarsko rast, vendar je bila le-ta posledica povišanja državne porabe. Poraba pa se je financirala z zadolževanjem v tujini. Ob zamenjavi vlade, je po letu 1999 prišlo do obsežne privatizacije in do reforme davčnega sistema. Država je uvedla enotno davčno stopnjo v višini 19 %, s katero je pritegnila tuje vlagatelje. Zaradi izobražene delovne sile in enostavnega davčnega sistema je prišlo do izrazitega povišanja tujih investicij. Vlagatelji so investirali predvsem v avtomobilsko industrijo ter v proizvodnjo elektronike.

Slovaška je 1. januarja 2009 prevzela skupno evropsko valuto evro. Bančni sistem je bil že pred prevzemom nove valute privatiziran. Skoraj vse banke, ki delujejo na slovaškem trgu, so v tujih rokah. Izdani krediti, denominirani v tuji valuti, so predstavljali pred prevzemom evra zelo majhen delež med vsemi izdanimi krediti. Po prevzemu nove valute pa jih tako rekoč ni več. Slovaško gospodarstvo je z uvedbo reform po letu 1999 dosegalo solidno gospodarsko rast. Zaradi velikih »greenfield« investicij avtomobilskih podjetij je država postala največja proizvajalka avtomobilov v svetu na prebivalca. Vstop Slovaške v organizacijo OECD, ki združuje države s tržnim gospodarstvom in demokratičnim sistemom, je državi prinesel ustrezno pomoč drugih članic pri reformiranju slovaškega gospodarstva. Na Slovaškem je razmerje krediti/depoziti eno izmed najnižjih v regiji, kar pomeni, da je v bančnem sistemu občutno več depozitov kot izdanih kreditov (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 24-25).

2.11 Slovenija

V Sloveniji so bile prve demokratične volitve izvedene leta 1990, država pa se je s plebiscitarno odločitvijo osamosvojila leta 1991. Slovenija je bila še v času Jugoslavije najrazvitejši del skupne države. Pred razpadom Jugoslavije je imela petinski delež v jugoslovanskem BDP-ju, v deležu izvoza pa skoraj eno tretjino. Po osamosvojitvi se je gospodarstvo preusmerilo na trge zahodne Evrope, podjetjem pa je uspel tudi preboj na trge bivše Sovjetske zveze. Za razliko od drugih držav v regiji, je izvedla mnogo manj obsežne reforme gospodarstva. Država ima še vedno lastniške deleže v mnogih podjetjih, kar jo uvršča v sam vrh držav EU po prisotnosti države v gospodarstvu. V Slovenijo je bilo usmerjenih tudi manj tujih investicij v gospodarstvo, saj v državi obstajajo številne administrativne ovire, problematični pa sta tudi visoka obdavčitev zaslužkov in rigidnost trga dela.

Slovenija je kot prva država izmed novih članic EU leta 2007 prevzela valuto evro. Tudi zaradi prevzema nove valute je Slovenija ohranila sloves stabilne razvite države. Mednarodne bonitetne hiše so ji vsako leto podelile najvišjo bonitetno oceno v regiji. Gospodarstvo je predvsem izvozno orientirano. Odprto gospodarstvo, izobražena delovna sila, strateška lokacija ter politična in makroekonomska stabilnost so prednosti Slovenije, ki ima najvišji BDP na prebivalca v SVE. V letu 2009 je znašal BDP na prebivalca v standardih kupne moči 86 % povprečnega v EU. Najbolj se je v regiji SVE Sloveniji približala Češka, kjer je BDP na prebivalca v standardih kupne moči dosegel 80 % povprečja vseh članic EU. Velik del podjetij in bank v Sloveniji je še vedno v lastništvu države in paradržavnih družb. Banke v tuji lasti imajo najnižji delež na trgu (v % od celotnih sredstev) v regiji SVE. Posebnost v bančnem sistemu je tudi visok delež podjetniških depozitov (in sicer v vseh depozitih). Podjetniški depoziti so do leta 2008 predstavljali dobri dve tretjini vseh depozitov v državi. Problem pri le-teh je v tem, da so izredno nestanovitni v primerjavi z depoziti gospodinjstev. Slabost bančnega sistema je tudi v tem, da je v primerjavi z bankami v državah SVE zelo nedobičkonosen. Nižji povprečni donos na sredstva in na lastniški kapital v letu 2009 so imele samo banke v Romuniji (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 26-27; Statistični urad Republike Slovenije, 2010).

3 KREDITNA RAST V DRŽAVAH SREDNJE IN VZHODNE EVROPE DO LETA 2004

Države, ki so se v tranzicijskem obdobju soočale z velikimi strukturnimi problemi, so po koncu ruske finančne krize leta 1998 začele dosegati spodobno gospodarsko rast. Ruska finančna kriza je pomembno vplivala predvsem na baltske države, katerih gospodarstva so se zaradi ruske krize in padca izvoza na te trge, preusmerila na trge zahodne Evrope. Poleg gospodarske rasti pa so raziskovalci postali pozorni tudi na hitro rast kreditiranja privatnega sektorja. Zaradi specifičnosti regije, ki se ne more primerjati z dogajanjem v drugih državah, je več raziskovalcev poskušalo kreditna dogajanja oceniti z empiričnimi raziskavami.

Regija SVE je bila posebna tudi zaradi sestave finančnega sistema v teh državah – večino finančnega sistema so namreč predstavljale banke. Več kot 85 % vseh finančnih sredstev v državah so predstavljala bančna sredstva. Kapitalski trg obveznic in delnic je bil v večini držav slabo razvit, zato se je velika večina podjetij financirala z bančnimi krediti. V nekaterih državah pa so pomemben vir financiranja predstavljale tudi tuje neposredne investicije (Backe, Egert & Zumer, 2006, str. 8).

Pri vprašanju, kaj povzroča kreditno rast v privatnem sektorju, so se raziskovalci najprej osredotočili na spremenljivke, ki vplivajo na odvisno spremenljivko realni obseg kreditov privatnemu sektorju. Calza et al. (2001, 2003) so preučevali neodvisne spremenljivke, ki vplivajo na realni obseg kreditov v privatnem sektorju v evroobmočju v obdobju od prvega četrletja 1980 do drugega četrletja 1999. Ugotovili so, da lahko gibanje obsega realnih posojil pripišemo predvsem delovanju domačih – notranjih dejavnikov v posamezni državi. Pri prvi raziskavi leta 2001 so enačbo realnega obsega kreditov oblikovali iz spremenljivke realni BDP ter spremenljivk kratkoročna in dolgoročna obrestna mera. V letu 2003 pa so model spremenili tako, da je bil obseg realnih kreditov privatnemu sektorju odvisen od realnega BDP-ja, sestavljene nominalne obrestne mere za posojila in inflacije.

Calza in drugi so preučevali razvite države, ki so bile vključene v Ekonomsko monetarno unijo, tranzicijske države pa imajo drugačne značilnosti kot razvite, zato so raziskovalci poizkušali raziskati kreditno dogajanje tudi v teh državah.

Cottarelli, Dell'Ariceia in Vladkova-Hollar (2003) so bili prvi, ki so v oceno modela povezanosti med različnimi makroekonomskimi spremenljivkami z rastjo kreditov, kot odvisno spremenljivko, raje vključili delež kreditov privatnemu sektorju v BDP kot realni obseg kreditov privatnemu sektorju. Prvi so ocenili dolgoročno razmerje med deležem kreditov privatnemu sektorju v BDP-ju in pojasnjevalnih spremenljivk, kot so BDP per capita (na prebivalca), stopnja inflacije, indeks finančne liberalizacije, indeks računovodskih standardov, indeks ovir pri vstopu na bančni trg ter obseg javnega dolga v BDP-ju. Oceno deleža posojil v BDP-ju so naredili za vzorec razvitih držav in kasneje izračunali ocene parametrov »out-of-sample« (izven vzorca) za 15 držav Srednje in Vzhodne Evrope. Te parametre so primerjali z dejansko doseženimi v tranzicijskih državah v letu 2002 in ugotovili, da je bil delež kreditov privatnemu sektorju nižji od dolgoročno ocenjene ravnotežne ravni. Prišli so do zaključka, da kreditna rast ni bila prekomerna (Backe et al., 2006, str. 14, 16).

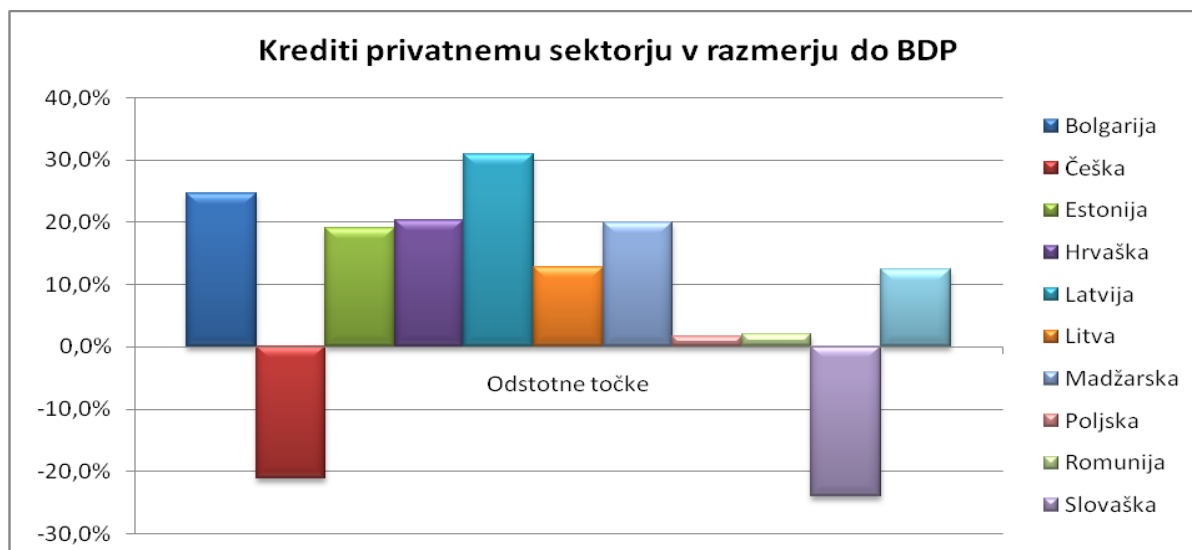
3.1 Kreditno dogajanje v obdobju od 1999 do 2004

Skoraj vse preučevane države so zabeležile precejšnjo rast kreditov privatnemu sektorju. Najvišjo letno povprečno rast realnih kreditov privatnemu sektorju v letih od 2000 do 2004 so zabeležile tri baltske države ter Bolgarija. Popolnoma nasprotno situacijo sta imeli Češka in

Slovaška, v katerih je prišlo celo do povprečnega letnega padca realnih kreditov privatnemu sektorju (v nadaljevanju KPS). Vendar pa so imele države z najvišjo kreditno rastjo tudi visoko rast BDP-ja. Za boljše predstavo kreditne ekspanzije je potrebno preveriti, kako se je povišal obseg KPS v razmerju do BDP-ja.

V regiji SVE je bila večina kreditov v državah, z izjemo Romunije in Latvije, denominiranih v domači valuti. Delež kratkoročnih kreditov je v preučevani regiji v letu 2004 presegal 50 %. Banke so večino kreditov namenile podjetjem, medtem ko je bilo posojanje gospodinjstvom še vedno relativno nizko v primerjavi s posojanjem v razvitejših državah. Slika 1 nam prikaže naraščanje kreditov v primerjavi z BDP predvsem v baltiških državah. Baltske države so imele leta 1996 najnižje stopnje razmerja krediti/BDP. Do leta 2004 so bile stopnje krediti/BDP ene izmed najvišjih v regiji SVE (Boissay, Calvo-Gonzales & Kozluk, 2005, str. 11).

Slika 1: Kumulativna sprememba gibanja KPS v razmerju do BDP



Opomba: Razlika v odstotnih točkah med podatki o razmerju KPS/BDP za leto 2004 in za leto 1999.

Vir: Hilbers, Johnsen, Okter-Robe & Pazarbasioglu, Assessing and managing rapid credit growth and the role of supervisory and prudential policies, 2005, str. 9, table 2.

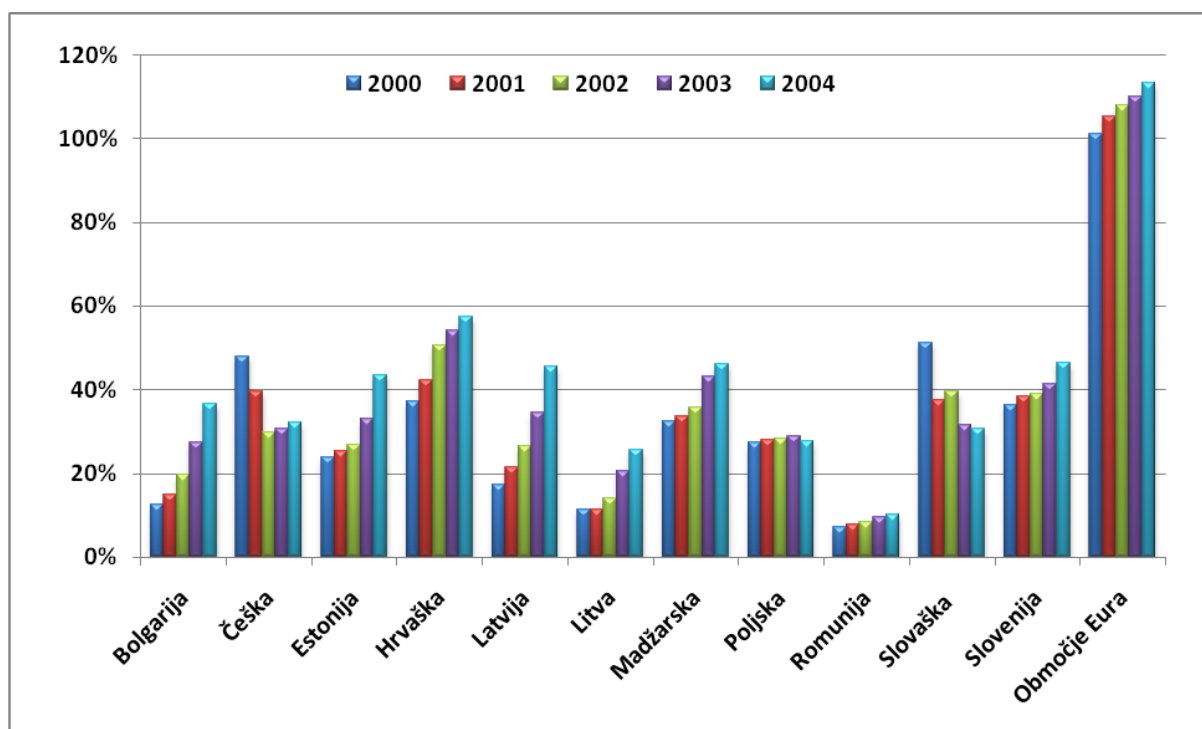
Slika 1 prikazuje spremembo obsega kreditov privatnemu sektorju v razmerju do BDP-ja. Čeprav so imele države z najvišjo rastjo kreditov tudi najvišjo rast BDP-ja, je iz slike 1 razvidno, da se je razmerje kljub temu povečalo. Ta značilnost ne velja za vse, je pa opazna pri večini držav v regiji. Avtorji raziskave so primerjali porast tega razmerja z razmerji v drugih ekonomsko nastajajočih regijah po svetu. V drugih razvijajočih gospodarstvih, ki so na podobni stopnji razvoja kot države v regiji SVE, v obravnavanem obdobju ni prišlo do rasti oziroma je bila ta rast zelo majhna. Iz povedanega sledi, da je bila regija SVE specifična glede na podobne regije in države v svetu (Boissay et al., 2005, str. 2).

Vprašanje, ki se je zastavljalo je bilo, ali se kreditna rast lahko pojasni s hitrim gospodarskim razvojem držav. Na začetku prehoda iz enega sistema v drugi, je bil finančni sektor v večini držav zelo slabo razvit. Sledila je privatizacija državne lastnine, a do nje v nekaterih državah sploh ni prišlo. Za primer lahko navedem Bolgarijo, v kateri je leta 1997 prišlo do bančne krize zaradi prekomerne rasti kreditov. Večina bančnega sistema je bilo v času pred zlomom v državnih rokah. Bolgarske banke so kreditirale velika državna podjetja, ki se niso prilagodila tržnim razmeram in tako je prišlo do zloma posojilnega sistema. Po koncu krize so večino bank privatizirali in sedaj je večina bank v rokah tujih lastnikov.

Hiter gospodarski razvoj držav SVE je prinesel tudi višje dohodke prebivalstvu. Dohitevanje razvitih držav v dohodkih pa je vedno povezano s finančnim poglobljanjem. Zaradi višjih dohodkov prebivalstva so začele rasti tudi cene nepremičnin, prebivalci pa so začeli najemati kredite za nakupe le-teh. Avtorji so proučevali razloge za hitro rast KPS in našli več vzrokov. Vstop tujih bank ali nakup obstoječih je prinesel izboljšane tehnike upravljanja s tveganji v bankah ter boljši dostop do sredstev v matičnih bankah. Reforma bančnega sektorja je prinesla tudi nove bančne produkte in povečala konkurenco, zaradi katere je prihajalo do nižanja kreditnih obrestnih mer. Vsi ti procesi so olajšali dostop do kreditov. Kreditna ponudba se je povečala tudi zaradi izboljšanja institucionalnega okolja v državah in zaradi pozitivnih pričakovanj glede prihodnjega razvoja gospodarstva (Boissay et al., 2005, str. 4).

Raziskovalci kreditnega dogajanja so visoko rast KPS večinoma pripisovali normalnemu prilagajanju gospodarstev zaradi prehoda v tržno gospodarstvo, vendar je bila podobna rast razmerja krediti/BDP zabeležena na Švedskem, v Indoneziji in Južni Koreji v devetdesetih letih pred kasnejšo finančno krizo. Pridobljene podatke o gibanju razmerja KPS/BDP v regiji SVE so avtorji primerjali z istim razmerjem v razvitejših zahodnoevropskih državah. Kot je razvidno iz slike 2, je bilo stanje kreditov privatnemu sektorju glede na BDP še vedno nizko v primerjavi s takratnim povprečjem v območju evra, čeprav je opazna rast v večini držav. Avtorji pa so hoteli preveriti, ali je ta rast povezana z rastjo makroekonomskih spremenljivk.

Slika 2: KPS v državah SVE v razmerju do BDP-ja in povprečje za države območja evra



Vir: Hilbers et al., *Assessing and managing rapid credit growth and the role of supervisory and prudential policies*, 2005, str. 9, table 2.

3.2 Ali je bila kreditna rast prekomerna?

V teoriji je prekomerna kreditna rast opredeljena kot proces, ki ogroža finančno stabilnost zaradi financiranja slabih projektov, ki se kasneje pokažejo v bilancah bank kot slaba posojila. Prekomerna kreditna rast je opredeljena tudi kot proces, ki vodi k nevzdržnemu makroekonomskemu razvoju zaradi poslabšanja pozicije države pri zadolževanju na tujih trgih. Pri tem pride do povečevanja dolga do tujine. Ta razvoj pa je težavno izmeriti in napovedati, zato je težko določiti tisto mejo, nad katero naj bi bil obseg KPS prekomeren (Boissay et al., 2005, str. 5).

Pri Mednarodnem denarnem skladu (IMF) so izvedli raziskavo, s katero so proučevali prekomerno kreditno rast (credit boom). Na podlagi vzorca 28 razvijajočih držav po vsem svetu so preučevali kreditno rast v obdobju od leta 1970 pa do leta 2002. Meja, nad katero lahko kreditno rast označimo za prekomerno, je ocenjena na osnovi trendne kreditne rasti posamezne države. Raziskovalci so mejo ocenili s pomočjo Hodrick-Prescott filtra⁶. Da lahko pridemo do primernih zaključkov, so potrebni podatki iz daljšega časovnega obdobja. Pri tej

⁶ Filter je dobil svoje ime po avtorjih Robertu J. Hodricku in Edwardu C. Prescottu. Je najpogostejša statistična metoda s katero se loči trendno in ciklično komponento določene časovne vrste. Ta metodologija zahteva daljše časovne vrste, da lahko privede do ustreznih sklepov, ki jih dobimo na podlagi izračuna.

raziskavi so zaključili, da je rast prekomerna, če standardni odklon presega povprečno nihanje kreditov okoli trenda za več kot 1,75. To vrednost so določili na podlagi predpostavke, da če bi bili letni kreditni nihaji okoli trenda normalno porazdeljeni, bi obstajalo samo 5 % možnosti, da bo rezultat standardnega odklona večji od 1,75 (Mendoza & Terrones, 2004, str. 151).

V nadaljevanju se bom osredotočil na dve raziskavi, ki sta ugotavljali, ali je kreditna rast v državah SVE v skladu z makroekonomskimi temelji.

3.3 Primerjava dveh raziskav kreditnega dogajanja v regiji SVE

Avtorji teh raziskav so se pri svojem delu osredotočili na iskanje primerne kazalca, ki bi prikazoval, ali je rast kreditov povezana z rastjo temeljnih makroekonomskih spremenljivk ali pa je ta rast prekomerna in škodljiva za gospodarstvo držav. V prvi raziskavi so avtorji v preučevani vzorec vključili 8 držav SVE, v katerih so zabeležili povečanje razmerja krediti/BDP med letom 1999 in letom 2004, v drugo raziskavo pa je bilo vključenih 11 držav SVE. Prva raziskava je bila opravljena v letu 2005, ko so v EU že vstopile Češka, Estonija, Latvija, Litva, Madžarska, Poljska, Slovaška in Slovenija, medtem ko sta se Bolgarija in Romunija priključili Uniji po opravljeni raziskavi leta 2007. Hrvaška do danes še ni vstopila v EU, čeprav je po dohodku na prebivalca pred Bolgarijo in Romunijo.

3.3.1 Raziskava Boissay F., Calvo-Gonzales O. & Kozluk T.

Avtorji te raziskave so poskušali najti način, s katerim bi lahko določili prekomerno kreditno rast v privatnem sektorju. Osredotočili so se na oblikovanje kreditne rasti kot funkcije makroekonomskih dejavnikov. Za spremenljivke, ki vplivajo na raven KPS, so uporabili rast BDP-ja, obrestne mere in vrzel med opazovanim ter ravnotežnim razmerjem krediti/BDP. Avtorji so ocenili elastičnost kreditov glede na te spremenljivke ter naredili tudi oceno pričakovane kreditne rasti. Primerjava pričakovane kreditne rasti z dejansko doseženo pa je avtorjem služila kot merilo prekomernosti (Boissay et al., 2005, str. 6).

3.3.1.1 Ravnotežna raven kreditov v razmerju do BDP

Raziskovalci so poudarili dva ključna koraka pri sestavljanju modela, ki bi prikazal, ali je bila kreditna rast v skladu z makroekonomskimi temelji. Prvi korak je določitev ravnotežja KPS v razmerju do BDP, drugi korak pa je ocena elastičnosti kreditov glede na izbrane spremenljivke. Za države SVE je ravnotežno raven težje določiti, ker mora le-ta vključevati tudi učinke prehoda iz centralno planskega gospodarstva v razvito tržno gospodarstvo. Te je zelo težko izmeriti, zato so raziskovalci ugotavljali, kateri so tisti učinki, ki so prisotni v

državah SVE in ki vplivajo na kreditno ponudbo in povpraševanje. Ugotovili so, da je najpomembnejša finančna liberalizacija, ki se je dogajala v času tranzicije. Finančna liberalizacija zaobjema prost vstop tujih bank, večjo konkurenco bank in posledično nižje obrestne mere ter razvoj novih finančnih produktov (Boissay et al., 2005, str. 7).

Ravnotežno raven so izpeljali iz povezav med kreditno ponudbo in povpraševanjem. Ugotovili so, da je kreditna ponudba pozitivno povezana z razliko med realno obrestno mero za kredite privatnemu sektorju (R^L) in realno medbančno obrestno mero (R) ter z realnim BDP-jem (Y). Tem dveh spremenljivkam so dodali še spremenljivko Z , ki zajema vpliv finančne liberalizacije na kreditno ponudbo. Kreditno povpraševanje pa je negativno povezano z realno obrestno mero za realne KPS (R^L) in pozitivno povezano z realnim BDP-jem (Boissay et al., 2005, str. 7).

Ravnotežna raven kreditov (C^*) je tako odvisna od realnega BDP-ja, učinkov finančne liberalizacije in realne medbančne obrestne mere.

$$C^* = C(Y, R, Z) \quad (1)$$

(+)
(-)
(?)

Avtorji so za potrebe raziskave oblikovali ravnotežno raven razmerja krediti/BDP. Finančno liberalizacijo, ki je specifičen dejavnik v tranzicijskih državah, pa oblikujejo kot postopen časovni trend. Izpeljejo tudi enačbo dejanskega razmerja krediti/BDP ($\frac{C_{it}}{Y_{it}}$), ki je vsota

ravnotežne ravni krediti/BDP ($\frac{C}{Y}$)* ter vrzeli ε_{it} med dejanskim razmerjem in ravnotežno ravni.

$$\frac{C_{it}}{Y_{it}} = \alpha_i + \beta_i R_{it} + \gamma_i Z_{it} = \left(\frac{C}{Y}\right)^* + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Ravnotežna raven kreditov predstavlja stanje, ki bi veljalo, če ne bi bilo kratkoročnih šokov, ki se lahko pojavijo ob spremembah obrestne mere in sprememb, ki so se dogajale zaradi finančne liberalizacije v tranzicijskih državah. Finančna liberalizacija (Z) je težko izmerljiva, zato so jo raziskovalci oblikovali kot determinističen nelinearni kvadratni časovni trend, da so lahko izmerili povprečno stacionarno vrzel ε_{it} , ki služi za nadaljnje izračune (Boissay et al., 2005, str. 7).

Na podlagi kratkoročne dinamične enačbe kreditne rasti so ocenili tudi elastičnost le-te. Enačba kratkoročne kreditne rasti vključuje tudi umetno spremenljivko in z njo povezan koeficient γ_i , ki predstavlja razliko med dejansko rastjo kreditov in kreditno rastjo, ki je

nakazana z makroekonomskimi spremenljivkami. Ta umetna spremenljivka in koeficient sta omogočila oblikovanje testa, ki določa, katera kreditna rast ni v skladu z makroekonomskimi spremenljivkami in jo lahko označimo kot prekomerno (Boissay et al., 2005, str. 7).

Za določitev ravnotežne ravni so raziskovalci potrebovali tudi oceno kreditne elastičnosti. Problem, ki se je pojavil pri oceni kreditne elastičnosti, je bil v pomanjkanju podatkov za države SVE. To oviro so zaobšli z oceno dveh skupin elastičnosti. Prvo skupino predstavlja več držav, ki so vzete za merilo (benchmark) pri določanju ravnotežne stopnje kreditov. Za te države je značilno stabilno razmerje krediti/BDP skozi daljše časovno obdobje, kar je bilo v pomoč pri določitvi zanesljivih ocen elastičnosti za vsako od teh držav. Zaradi stabilnega razmerja krediti/BDP je elastičnost kreditne rasti teh »benchmark« držav nižja od elastičnosti v državah SVE. Kreditno elastičnost teh držav so nato uporabili za izpeljavo pričakovane kreditne rasti v državah SVE. Kot je bilo že prej predstavljeno, pa je merilo prekomernosti razlika med dejansko in pričakovano kreditno rastjo, zato so avtorji sklepali, da se bodo rezultati nagibali k prekomernosti kreditne rasti in bo raziskava zaznala prekomerno rast kreditov. Ta skupina elastičnosti tako poda zgornjo mejo merila prekomernosti rasti KPS, drugo skupino elastičnosti pa so avtorji oblikovali z uporabo podatkov iz držav SVE. Zaradi časovno omejenih podatkov držav SVE, so avtorji ocenili kreditno elastičnost za t.i. povprečno državo v regiji. V primerjavi z »benchmark« državami je večina držav SVE doživela rast razmerja krediti/BDP. Avtorji so tako prišli do višje kreditne elastičnosti, kot so jo izračunali za razvite države. Zaradi tega so prišli do sklepa, da bodo rezultati nagnjeni k temu, da bo obstajala manjša verjetnost prekomerne kreditne rasti. Druga skupina elastičnosti tako poda spodnjo mejo merila prekomernosti rasti KPS (Boissay et al., 2005, str. 8).

3.3.1.2 Ocena kreditne elastičnosti

Ocena elastičnosti je narejena na podlagi kratkoročne enačbe dinamične kreditne rasti:

$$\Delta \log C_{it} = \beta + \beta_c \Delta \log C_{it-k} + \beta_y \Delta \log Y_{it-l} + \beta_r \Delta R_{it-j} + \lambda \left[\log \left(\frac{C_{it-m}}{Y_{it-m}} \right) - \log \left(\frac{C}{Y} \right)_{it-m}^* \right] + \gamma_i 1\Delta + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Osrednja točka v enačbi kreditne rasti je umetna spremenljivka 1Δ , ki avtorjem skupaj s koeficientom γ_i omogoča test prekomernosti, ki predstavlja razliko med dejansko in pričakovano kreditno rastjo, ki je nakazana z makroekonomskimi spremenljivkami. Pozitiven koeficient pomeni, da je bila kreditna rast v državi i hitrejša od tiste rasti, ki so jo nakazovale temeljne makroekonomske spremenljivke. Višji kot je koeficient (γ_i), višja je prekomerna rast KPS v posamezni državi SVE (Boissay et al., 2005, str. 9).

V študiji Boissay et al. (2005) so test prekomerne kreditne rasti preizkušali z uporabo različnih podatkov. Avtorji so naredili izračun ravnotežne ravni krediti/BDP za posamezno državo v vzorcu. V prvem testu so najprej ocenili kreditne elastičnosti »benchmark« držav in te, skupaj s podatki iz držav SVE, uporabili za izračun pričakovane (v skladu z

makroekonomskimi spremenljivkami) stopnje rasti KPS. V drugem testu pa so namesto kreditne elastičnosti »benchmark« držav uporabili kreditno elastičnost »povprečne« države SVE.

3.3.1.3 Test prekomerne rasti z uporabo elastičnosti »benchmark« držav

V test prekomerne rasti avtorji vključijo države, za katere so na voljo podatki iz daljšega časovnega obdobja. Te države služijo kot »benchmark« države pri izračunih avtorjev. V skupino teh držav so avtorji izbrali tiste države, ki imajo skozi daljše časovno obdobje stabilno razmerje krediti/BDP. Države, ki so vključene v skupino so: Avstralija, Belgija, Finska, Francija, Grčija, Irska, Nemčija, Norveška, Španija, Švedska in ZDA. Za navedene države so avtorji naredili oceno dejanskega razmerja krediti/BDP in oceno kreditne elastičnosti na podlagi kratkoročne dinamične enačbe kreditne rasti. V osmih državah SVE, v katerih je bila v obdobju 2000-2004 zabeležena rast razmerja krediti/BDP (Bolgarija, Estonija, Hrvaška, Latvija, Litva, Madžarska, Romunija, Slovenija) so izračunali pričakovano raven KPS/BDP. Kot medbančno obrestno mero so zaradi nedostopnosti podatkov o medbančnih obrestnih merah po posameznih državah SVE uporabili EURIBOR (Boissay et al., 2005, str. 11).

Opravljen test je prinesel zanimive rezultate. Kvadratni časovni trend, s katerim so raziskovalci poizkušali izmeriti učinke finančne liberalizacije na kreditno rast, je statistično značilen za vse države v skupini osmih držav SVE, razen za Slovenijo. Dobljeni rezultati nakazujejo, da je finančna liberalizacija vplivala na rast KPS. Primerjava ravnotežne ravni z dejansko ravno krediti/BDP kaže, da kvadratni časovni trend zajema večji del rasti KPS. Avtorji so prišli do zaključka, da je velik del kreditne rasti pojasnjen z vplivi finančne liberalizacije, ki je značilna za tranzicijske države (Boissay et al., 2005, str. 11).

Koeficient γ_i , ki predstavlja razliko med dejansko rastjo kreditov, in s standardno elastičnostjo nakazano (pričakovano) kreditno rastjo, je za vseh osem držav SVE večji ali enak nič. To pomeni, da je bila dejanska rast kreditov enaka ali višja kot pričakovana rast KPS. Romunija in Slovenija sta edini državi iz skupine osmih, v katerih je bila rast KPS v obdobju 2000-2004 v skladu s pričakovano rastjo. Do najvišjega odstopanja je prišlo v Bolgariji in v vseh treh baltskih državah, manjša pa je bila razlika na Hrvaškem in Madžarskem (Boissay et al., 2005, str. 11).

3.3.1.4 Test z uporabo podatkov iz osmih držav SVE

Za drugi test so avtorji uporabili podatke o gibanju različnih skupin kreditov. Avtorji so uporabili četrletne podatke o gibanju teh skupin od konca leta 1998 pa do konca proučevanega obdobja v letu 2004. Poleg skupnega obsega KPS, so kredite razdelili na več

skupin po različnih kriterijih. V prvi skupini so kredite razdelili na podlagi tega, ali so izdani v domači ali v tuji valuti. V drugi skupini je prisotna časovna komponenta, kar pomeni, da so kredite razdelili na podlagi tega, ali so dolgoročni ali kratkoročni. V tretji skupini so KPS razdeljeni glede na to, ali so bili izdani gospodinjstvom ali nefinančnim podjetjem (Boissay et al., 2005, str. 13).

Za te skupine kreditov so izračunali koeficient γ_i , ki predstavlja odstopanje pričakovanega razmerja od dejansko opazovanega razmerja krediti/BDP po različnih vrstah kreditov. Uporabili so kreditno elastičnost »povprečne« države SVE in naredili izračun koeficientov po posameznih skupinah kreditov. Izračunani koeficienti kažejo podobno sliko kot pri prvem testu z uporabo »benchmark« držav. Tudi na podlagi tega testa ocenjujejo, da v Romuniji in Sloveniji ni prišlo do prekomerne rasti. V ostalih državah pa je prišlo do manjših ali večjih odstopanj dejanskega razmerja krediti/BDP od pričakovane rasti, ki je nakazana z makroekonomskimi spremenljivkami in kreditno elastičnostjo za »povprečno« državo SVE. Rezultati so podobni tudi pri rangiranju držav po velikosti koeficienta γ_i od najvišjega do najnižjega. Najvišji koeficient γ_i so ocenili za Bolgarijo in tri baltske države, kar je enako kot pri prvem testu. Če si ogledamo koeficiente iz posameznih skupin kreditov lahko vidimo, da je na Hrvaškem prekomerna rast razmerja krediti/BDP izhajala predvsem iz kreditov, izdanih v domači valuti, medtem ko prekomerna rast na Madžarskem izhaja predvsem iz posojil gospodinjstvom (Boissay et al., 2005, str. 16).

3.3.2 Raziskava Backe P., Egert B. & Zumer T.

Avtorji te raziskave so prav tako kot avtorji prejšnje poizkušali priti do ugotovitve, ali je bila rast KPS v 11 državah SVE prekomerna. Po mnenju avtorjev je ravnotežna raven razmerja krediti/BDP odvisna od makroekonomskih spremenljivk. Odklon od tega ravnotežja pa se po njihovem mnenju zgodi, če se odstopanje ne more pojasniti s spremembo makroekonomskih spremenljivk. Avtorji menijo, da je začetna podcenjenost (undershooting) v državah SVE posledica nerazvitosti finančnega sektorja in nizkega deleža kreditov v BDP. V primerjavi z drugimi podobno razvitimi državami v svetu je bil delež krediti/BDP v državah SVE zelo nizek. Tako so sklenili, da lahko del kreditne rasti pripišejo ravnotežni rasti, del pa popravku na začetno podcenjenost. Če je v državah prisotna začetna podcenjenost in se prilagoditev ravnotežnemu razmerju dogaja postopoma, lahko uporaba podatkov samo iz te skupine držav povzroči pristranskost pri izračunih. Zato so avtorji v raziskavi uporabili tudi države, pri katerih ni bilo začetne precenjenosti (overshooting) ali podcenjenosti (Backe, Egert & Zumer, 2006, str. 12-14).

3.3.2.1 Oblikovanje modela rasti KPS

Za razliko od prejšnje raziskave, so tu avtorji v model vključili veliko več spremenljivk, ki določajo raven razmerja KPS/BDP. Avtorji v empirični model vključijo spremenljivke, ki so bile uporabljene že pri drugih raziskavah in spremenljivke, za katere so prepričani, da imajo prav tako vpliv na delež KPS v BDP.

Prva pojasnjevalna spremenljivka, ki vpliva na razmerje KPS/BDP, je BDP per capita (CAPITA). Če se poveča BDP per capita, pride tudi do povišanja KPS. Za testiranje zanesljivosti te spremenljivke so avtorji uporabili tudi realni BDP in industrijsko proizvodnjo. Druga spremenljivka zaobjema kredite državi kot delež v BDP (C^G). Ta spremenljivka je negativno povezana s KPS. Spremenljivka C^G je pomembna tudi zaradi ugotavljanja učinkov izrinjanja (crowding-out effect) posojil privatnemu sektorju, do katerega pride zaradi povišanega kreditiranja države. Naslednja spremenljivka, ki so jo vključili v model, so kratkoročne in dolgoročne nominalne obrestne mere za izdane kredite (i). Višje obrestne mere zmanjšujejo obseg KPS. Inflacija (p) je četrta spremenljivka, ki z naraščanjem zmanjšuje obseg KPS. Avtorji so uporabili dve različni vrsti inflacije, in sicer indeks cen življenjskih potrebščin ter indeks cen industrijskih proizvodov. Peta spremenljivka je cena nepremičnin (p^{house}). Pri povišanju cen nepremičnin pride tudi do povišanja obsega KPS. Avtorji pri tej spremenljivki poudarjajo, da gre lahko pri višjih cenah nepremičnin za ravnotežni proces, ki se dogaja zaradi izboljšanja kvalitete nepremičnin ali pa gre za prekomeren proces, t.i. napihovanje nepremičninskega balona, ki je posledica špekulacij na nepremičninskem trgu. Šesta spremenljivka je finančna liberalizacija (finlib). Višja kot je stopnja finančne liberalizacije, lažje banke financirajo ponudbo KPS. Za zajem učinkov finančne liberalizacije so avtorji uporabili razliko med posojilno in depozitno obrestno mero. Nižja kot je ta razlika, višja je stopnja finančne liberalizacije. Zadnja pojasnjevalna spremenljivka, vključena v model, je prisotnost registra kreditov (reg) za javni in privatni sektor. Prisotnost registra zmanjšuje probleme, ki so povezani z asimetričnostjo informacij med bankami. Register zmanjšuje možnost kreditnih prevar in tako posledično poveča ponudbo KPS (Backe et al., 2006, str. 16-18).

Izhodiščna enačba, s katero so avtorji ocenili povezanost med pojasnjevalnimi spremenljivkami in razmerjem KPS/BDP, je:

$$C^P = f(CAPITA, C^G, i^{lending}, p^{PPI}, spread) \quad (4)$$

Kasneje so sestavili še 5 enačb, s katerimi so preverili zanesljivost posameznih spremenljivk, vključenih v izhodiščno enačbo. Z dodatnimi enačbami so hoteli preveriti, ali z zamenjavo posamezne spremenljivke v enačbi pride do drugačnih rezultatov glede na osnovno enačbo. S testiranjem teh enačb so poskušali pridobiti spremenljivke, ki najbolj vplivajo na rast KPS. Odločali so se med sorodnimi spremenljivkami. Kot primer lahko navedem, da so v eni od

enačb namesto indeksa cen industrijskih proizvodov (p^{PPI}) avtorji uporabili indeks cen življenjskih potrebščin (p^{CPI}). Ugotovili so, da je ta spremenljivka bolj povezana z obsegom KPS. Kasneje so sestavili še dve enačbi z vključitvijo dveh alternativnih spremenljivk, to sta register kreditov in cene nepremičnin. Cene nepremičnin (p^{house}) vplivajo na povečanje razmerja KPS/BDP samo v primeru, da je rast cen hiš visoka. Zaradi nedostopnosti podatkov iz daljšega časovnega obdobja za vse države SVE, te spremenljivke niso vključili v osnovni model.

3.3.2.2 Testiranje sestavljenih enačb ter določitev ravnotežnega razmerja KPS/BDP

Enačbe so testirali s štirimi različnimi testi. V teste so vključili četrletne podatke 43-ih držav, ki so jih razdelili na več skupin držav. Oblikovali so skupino velikih držav, vključenih v OECD, skupino majhnih držav OECD (brez tranzicijskih držav, ki so že članice OECD), skupino, sestavljeno iz hitro rastočih držav Azije in Latinske Amerike, ter skupino z 11. tranzicijskimi državami SVE. Skupino držav SVE so razdelili tudi na bolj homogene podskupine. V prvi podskupini so vse tri baltske države (Estonija, Latvija in Litva), v drugi so srednjeevropske države (Češka, Madžarska, Poljska, Slovaška in Slovenija), v tretji pa države jugovzhodne Evrope (Bolgarija, Hrvaška in Romunija) (Backe et al., 2006, str. 20).

Pri dolgoročni analizi povezave med razmerjem KPS/BDP in pojasnjevalnimi spremenljivkami je pomembno, da so spremenljivke kointegrirane. »Bistvena ideja kointegracije je, da časovne vrste ponavadi niso stacionarne, se pa pogosto gibajo sinhrono, kar pomeni, da včasih obstaja linearna kombinacija nestacionarnih časovnih vrst, ki je stacionarna. Za takšno skupino časovnih vrst rečemo, da so kointegrirane⁷.« (Šuler, 2007, str. 19).

Spremenljivke v modelu so med seboj povezane preko kointegracijskega vektorja, če izračunan koeficient prilagajanja izpolnjuje pogoj, da je statistično značilen in da ima negativen predznak. Velika večina izračunanih koeficientov prilagajanja izpolnjuje oba pogoja. Izjema je le podskupina baltskih držav, za katere izmed vseh osmih enačb, ki so jih avtorji sestavili, le ena izpolnjuje oba pogoja (Backe et al., 2006, str. 21).

Avtorji se po preverjanju kointegracije osredotočili na oceno koeficientov posamezne pojasnjevalne spremenljivke za posamezne skupine držav. Pri preverjanju povezave med KPS/BDP in spremenljivko BDP per capita, so pri podskupinah baltske države in države jugovzhodne Evrope izračunali koeficiente, ki imajo pozitiven predznak in so statistično značilni, vendar velikost teh koeficientov znatno presega velikost koeficientov, izračunanih za

⁷ Kointegracija predstavlja osnovni metodološki okvir za modeliranje makroekonomskih časovnih vrst. Makroekonomske časovne vrste se skozi čas gibljejo nepredvidljivo. Dve ali več časovnih vrst je kointegriranih, če je vsaka zase nestacionarna, njihova linearna kombinacija pa je stacionarna. Spremenljivke so med seboj povezane s kointegracijskim vektorjem.

ostale skupine držav. Izračunani koeficienti so pristranski zaradi začetne podcenjenosti in hitrega dohitevanja ravnotežnega razmerja KPS/BDP. Ostale spremenljivke, ki so v dolgoročni povezavi z razmerjem KPS/BDP in ki so bile testirane, imajo večinoma negativen predznak, kar pomeni, da z njihovim naraščanjem razmerje KPS/BDP pada ob nespremenjenem BDP. Te spremenljivke so: obseg kreditov državi kot delež BDP, dolgoročna nominalna obrestna mera, inflacija (indeks cen industrijskih proizvodov), indeks finančne liberalizacije ter register kreditov. Cene hiš, ki so jih prav tako testirali, povzročajo rast KPS le, če cene hiš zelo hitro rastejo, zato so to spremenljivko izključili iz oblikovanja ravnotežne ravni KPS/BDP. Problem je nastal, ker so rezultati testov statistično značilni in imajo ustrezen predznak samo za skupino majhnih in velikih držav OECD. Največ odstopanj od pričakovanih vrednosti je bilo zaznati pri skupini 11-ih držav SVE ter v njihovih podskupinah. Kot primer lahko navedem podskupino baltskih držav, pri kateri je iz izračunov razvidno, da ima dolgoročna nominalna obrestna mera pozitiven predznak, kar je popolnoma v nasprotju s pričakovanimi rezultati. Povišanje obrestne mere namreč vodi k povišanju KPS (Backe et al., 2006, str. 22-24).

3.3.2.3 Odstopanje od ocenjenega ravnotežnega razmerja KPS/BDP

Avtorji so se po testiranju različnih enačb z različnimi pojasnjevalnimi spremenljivkami v tranzicijskih državah osredotočili na primerjavo ocenjenih vrednosti z dejanskimi in tako poizkušali poiskati ravnotežno raven KPS/BDP. Že pred izračunom je prišlo do vprašanja, kako zaradi možne začetne podcenjenosti (*initial undershooting*) razmerja KPS/BDP in zaradi nestabilnosti enačb primerjati podatke za države SVE. Iz izračunanih koeficientov lahko razberemo, da izmed 8-ih sestavljenih enačb ne obstaja niti ena, za katero bi imeli vsi ocenjeni koeficienti pričakovani predznak in bi bili statistično značilni. Zato so avtorji poskušali sestaviti drugačno primerjavo. Namesto, da bi uporabili ocenjene koeficiente in izhodiščno enačbo za skupino tranzicijskih držav (*in-sample-panel*), so raje uporabili ocene koeficientov in izhodiščno enačbo za majhne države OECD (*out-of-sample panel*). Namen »out-of-sample« analize je bil v tem, da so preučili, ali je nivo razmerja KPS/BDP v posamezni državi SVE v skladu z nivojem, ki ga nakazujejo temeljne makroekonomske spremenljivke v teh državah. Enačba za majhne države OECD (Avstrija, Avstralija, Belgija, Danska, Finska, Grčija, Irska, Kanada, Nizozemska, Nova Zelandija, Norveška, Portugalska, Španija, Švedska) je najbolj primerna, saj imajo vsi izračunani koeficienti ustrezen predznak in tudi vsi (z izjemo koeficienta, izračunanega za inflacijo in merjeno z indeksom cen industrijskih proizvodov) so statistično značilni. Avtorji so makroekonomske podatke iz tranzicijskih držav vstavili v enačbo, ki so jo oblikovali za majhne države OECD. Osnovna predpostavka njihovega izračuna je dolgoročna homogenost med parametri držav SVE in skupino majhnih držav OECD. Predpostavljali so torej, da se bo prihodnje makroekonomsko gibanje v državah SVE približalo gibanju v majhnih državah OECD (Backe et al., 2006, str. 26).

Pri »out-of-sample« testu z vključitvijo majhnih držav OECD so raziskovalci uporabili podatke iz držav SVE, da so lahko izpeljali ravnotežno raven KPS/BDP. Za države SVE ni na voljo konstantnih pogojev, ki bi jih avtorji lahko uporabili za določanje ravnotežne ravni kreditov, zato so jih pridobili iz skupine majhnih držav OECD. Za to so uporabili največje in najmanjše konstantne pogoje, ki so jih pridobili iz skupine majhnih držav OECD, in tako oblikovali območje možnih vrednosti KPS za države SVE. Območje možnih vrednosti je zelo široko, kar pomeni, da obstaja visoka stopnja negotovosti ravnotežja KPS/BDP. S temi pogoji so postavili najvišjo in najnižjo mejo obsega KPS. Mediana med maksimalno in minimalno vrednostjo predstavlja ravnotežno raven KPS za posamezno državo iz skupine SVE (Backe et al., 2006, str. 27).

Kljub temu, da je področje odstopanja od ravnotežnega položaja zelo veliko, so avtorji prišli do določenih zaključkov. Iz izračunanih podatkov in iz grafov lahko razberemo, da je ravnotežno raven KPS/BDP v letu 2004 dosegla samo Hrvaška. Ostale države so z zgornjo določeno mejo lahko dosegle ravnotežno raven, vendar je bila večina ocenjenih rezultatov v območju pod ravnotežno ravni. Po drugi strani pa lahko opazimo, da na Češkem in Slovaškem ni bilo prisotne začetne podcenjenosti, temveč celo precenjenost razmerja KPS/BDP. Kasneje je to razmerje upadlo pod mejo ravnotežne ravni KPS. Na podlagi te raziskave so avtorji zaključili, da kreditna rast v državah SVE do leta 2004 ni bila prekomerna, saj v večini držav raven KPS še ni bila na tistih ravneh, ki so jih nakazovale osnovne makroekonomske spremenljivke, ampak so bile pod to ravno.

4 KREDITNA RAST V DRŽAVAH SREDNJE IN VZHODNE EVROPE PO LETU 2004

V letih po obeh opravljenih raziskavah se je kreditno dogajanje, ki smo mu bili priča v prejšnjih letih nadaljevalo. V letih 2005 in 2006 je prišlo do rasti razmerja KPS/BDP tudi v državah, kjer so v prejšnjih letih zabeležili stagnacijo ali celo padec razmerja. Najvišjo rast razmerja so imeli v Estoniji, Latviji ter v Romuniji. Nekoliko manjša rast je bila v Litvi. V Estoniji, na Hrvaškem in v Latviji je bil opazen predvsem porast kreditiranja gospodinjstvom. Iz statističnih podatkov je razvidno, da so gospodinjstva najemala predvsem hipotekarne kredite za nakup nepremičnin. Hitra rast nepremičninskih posojil prebivalstvu bi kasneje lahko povzročila težave v obliki pretirane rasti nepremičninskega balona (Backe, Egert & Walko, 2007, str. 70-71).

Tudi v letih 2007 in 2008 se je v državah SVE nadaljevala visoka rast zadolževanja privatnega sektorja. Glavni razlogi za visoko kreditno aktivnost v državah SVE, ki jih avtorji navajajo, so: dohitevanje razvitejših držav EU v dohodkih in v zadolževanju, velika konkurenca med bankami, predvsem zaradi vstopa tujih bank in s tem povezane nižje obrestne mere, razvoj novih finančnih produktov ter delovanje bank v skladu s poslovnim ciklom. Banke pri izdajanju posojil niso bile previdne, saj je bilo gospodarstvo v vzponu in so

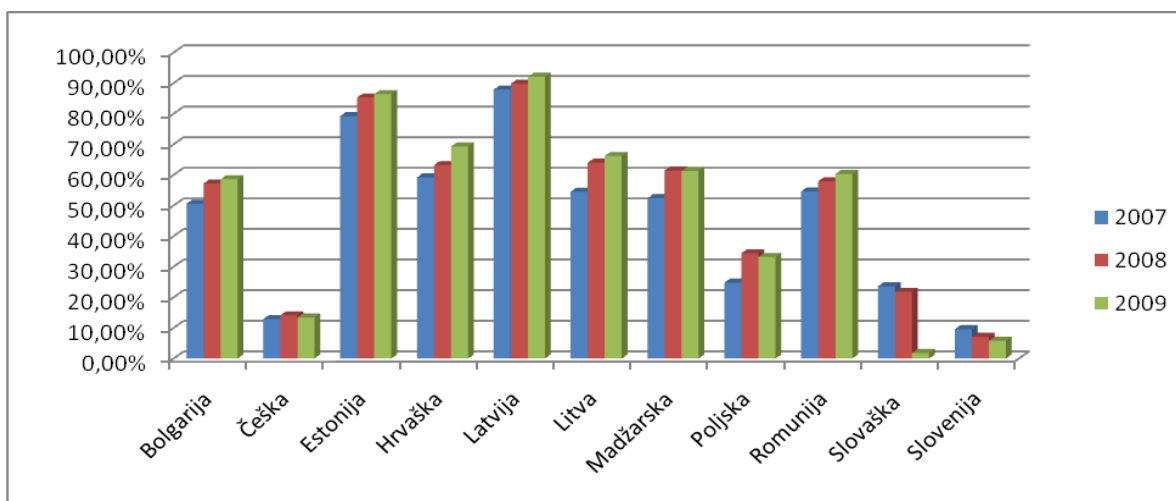
tudi banke, tako kot vse gospodarstvo, želele čim višji zaslužek. Zato so odobrile veliko tveganih kreditov, ki so sicer imeli visok donos, vendar so nosili tudi večje tveganje (Backe, Balazs & Zumer, 2009, str. 94).

S propadom banke Lehman Brothers, ki je 15. septembra 2008 razglasila insolventnost, je prišlo po vsem svetu do močnega padca kreditne aktivnosti. Enako se je zgodilo tudi v državah SVE. Še v začetku leta 2008 je znašala medletna netehtana (brez upoštevanja deleža posamezne države, v celotnem obsegu KPS v regiji) povprečna nominalna rast KPS, v državah SVE, slabih 35 %, po propadu banke Lehman Brothers pa je v začetku leta 2009 znašala samo še slabih 8 %. V tej raziskavi ni bila upoštevana deprecijacija valut držav SVE. V primeru upoštevanja deprecijacije (predvsem v državah, kjer je bilo veliko kreditov denominiranih v tuji valuti) bi bil padec še globlji. Tudi v državah iz območja eura je prišlo do padca kreditiranja, kar je bila posledica vsesplošne gospodarske in finančne krize, vendar je bil padec bistveno manjši (Backe et al., 2009, str. 95).

Pregled po posameznih državah v proučevani skupini 11-ih držav nam prikaže velike razlike. V tistih baltskih državah, kjer je bila prej zabeležena najvišja kreditna rast, je le-ta v letu 2009 močno upadla, v Estoniji pa je bila celo negativna. Poljska, ki v letih pred finančno krizo ni zabeležila tako visoke rasti KPS, je v letu 2009 zabeležila najmanjši padec. Vendar pa je potreben globlji vpogled v ta podatek. Na Poljskem, tako kot tudi v nekaterih drugih državah SVE, je prišlo do močne deprecijacije domače valute. Privatni sektor pa je imel veliko kreditov, najetih v tuji valuti, kar pomeni, da je ta kreditna rast bolj posledica deprecijacije domače valute kot pa realne rasti obsega KPS. Podobno kot na Poljskem, je prišlo do visoke deprecijacije tudi na Madžarskem (Backe et al., 2009, str. 96).

Kot je razvidno iz Slike 3, je imel privatni sektor v baltskih državah največ najetih kreditov denominiranih v tuji valuti. Estonija, Latvija in Litva so v času pred krizo beležile visoke trgovinske deficite. V vseh treh državah je prišlo do visoke rasti cen nepremičnin. Zaradi povišanja cen je prišlo do visokega zadolževanja prebivalcev v obliki najema hipotekarnih kreditov v tujih valutah. Čeprav imajo vse države menjalni tečaj svojih valut fiksiran na evro, posojila v tujih valutah predstavljajo potencialno nevarnost za vse tri baltske države (Hudson, 2008, str. 74).

Slika 3: Krediti privatnemu sektorju v tuji valuti (% vseh izdanih kreditov privatnemu sektorju)



Opomba: Podatki o stanju kreditov v tuji valuti za baltske države se za leto 2009 nanašajo na stanje ob koncu prvega četrtletja.

Vir: Raiffeisen CEE Banking sector report, 2010, str. 18-32; Gligorov et al., 2009, str. 11, table 6.

Tudi v ostalih državah je bilo prisotno kreditiranje v tujih valutah. Slovenija in Slovaška sta leta 2007 in 2009 zamenjali svojo valuto za evro, zato je delež KPS v tujih valutah v obeh državah majhen. V Sloveniji so po podatkih Banke Slovenije večino kreditov v tuji valuti predstavljali krediti, vezani na švicarski frank. Delež kreditov privatnemu sektorju, ki so bili vezani na tečaj švicarskega franka ali z valutno klavzulo na švicarski frank, je v oktobru 2010 znašal 4,4 % v vseh izdanih kreditih. Zaradi apreciacije švicarskega franka, ki je od začetka leta 2010 pa do konca oktobra 2010 zrastel za 7,6 %, je medletna rast KPS, odobrenih v omenjeni valuti, v oktobru 2010 znašala -9,1 %⁸. Večino teh kreditov so izdale banke v tuji lasti in so po apreciaciji močno omejile oziroma prenehale z izdajo kreditov, vezanih na švicarski frank. Konec januarja 2011 je bilo izmed vseh izdanih stanovanjskih kreditov še 23 % vezanih na švicarski frank. Na Slovaškem kreditiranja v tuji valuti po prevzemu evra skorajda ni več. Estonija je evro prevzela z letom 2011 (Banka Slovenije, 2011b, str. 21).

Z izjemo Češke so v vseh preostalih državah prevladovali krediti v tuji valuti. Zaradi potencialne nevarnosti, ki jo predstavljajo krediti v tuji valuti, so nekatere države uvedle ukrepe, ki naj bi obrzdali rast KPS. Hrvaška je na primer določila stopnjo obveznih rezerv za banke glede na njihovo izpostavljenost do izdanih kreditov, denominiranih v tuji valuti. Hrvaška je ta predpis uvedla že pred letom 2004. Ukrepe za zaježitev izdajanja posojil v tuji valuti so uvedle tudi Madžarska, Poljska in Romunija. Latvija, Litva in Bolgarija imajo tečaj svoje valute vezan na evro, zato niso uvedle posebnih ukrepov za preprečevanje zadolževanja v tujih valutah (Rosenberg & Tirpak, 2008, str. 11).

⁸ Stabilnost slovenskega bančnega sistema, 2010, str. 45-46.

Rosenberg in Tripak (2008) kot glavni razlog za tako visok delež posojil v tuji valuti navajata predvsem konvergenco držav SVE z državami EU v povpraševanju po kreditih. Veliko teh kreditov so izdale tuje banke, ki so zavzemale že precejšnji tržni delež v regiji, kredite v tuji valuti pa so izdajale tudi banke v domačem lastništvu. Članstvo držav (z izjemo Hrvaške) v EU je olajšalo pretok kapitala in banke so lažje prišle do sredstev, ki so jih posojale naprej. Pred letom 2008 je bila za te države značilna tudi nekajletna stabilnost menjalnih tečajev ali pa celo apreciacija domače valute v primerjavi z evrom. Kot primer lahko navedem Poljsko, kjer je v obdobju od leta 2004 do leta 2008 prišlo do apreciacije poljskega zlota v višini dobrih 29 %. K rasti teh kreditov so pomagale tudi nižje obrestne mere za tuje valute. V Sloveniji so bili v letih pred krizo zelo popularni stanovanjski krediti, denominirani v švicarskih frankih. Za švicarski frank je bila obrestna mera po letu 2004 nižja od obrestne mere za evro. Privatni sektor je tako pred krizo podcenjeval valutno tveganje. (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2008, str. 26; Swiss national bank)

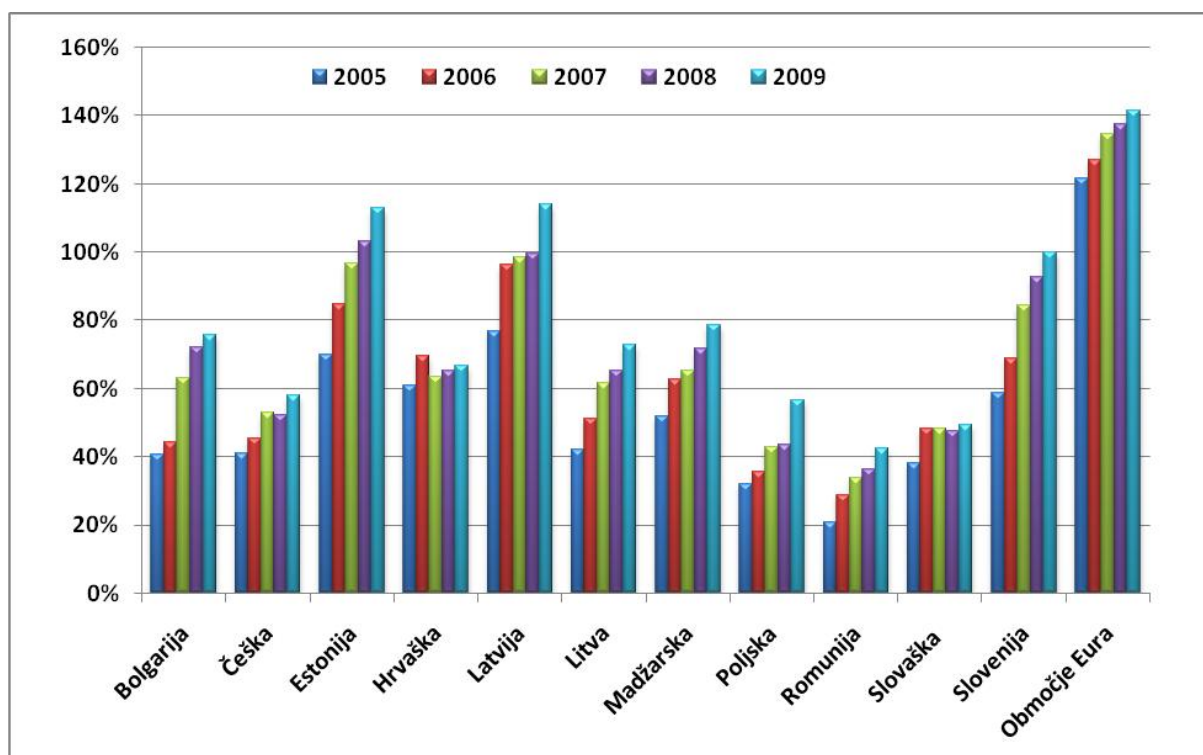
Backe, Egert in Zumer (2009) so ugotovili, da tudi po začetku finančne in gospodarske krize ni prišlo do znižanja deležev KPS v tuji valuti. V nekaterih državah je prišlo celo do rahlega povečanja tega deleža. Avtorji so pri svoji raziskavi uporabili konstantne menjalne tečaje, zato povečanje deležev ni posledica gibanja menjalnih tečajev. Ugotovili so tudi, da je bilo kreditiranje močnejše v državah, ki so imele večji delež neto obveznosti do tujine. Po začetku krize je prišlo do depreciacije menjalnih tečajev v večih državah v regiji. Depreciacija je bila prisotna v državah, kjer menjalni tečaj ni vezan na valuto evro.

Glavna značilnost zadolževanja v regiji SVE pred krizo je bila vsesplošna opora bank na financiranje s pomočjo zadolževanja v tujini, veliko manj pozornosti pa so namenili rasti depozitov, iz katerih bi lahko financirali povečano kreditno povpraševanje. Nižji obseg depozitov je bil delno posledica relativno nizkih obrestnih mer ter tudi rasti borznih cen in nepremičnin, zaradi katerih je privatni sektor usmerjal svoje prihranke v donosnejše naložbe. Banke v regiji SVE, ki so bile v tuji lasti, so večino sredstev za rast posojanja pridobile pri svojih bankah materah. Pod slabšimi pogoji (predvsem krajša ročnost) so se na finančnih trgih zadolževale banke, v katerih tuji lastniki niso bili večinski delničarji. Pred začetkom finančne in gospodarske krize so bila aktualna predvsem t.i. sindicirana posojila. Sindicirana posojila, ki jih ponavadi zagotavlja sindikat več bank, so najemale predvsem banke z večinskim državnim lastništvom. V Sloveniji, kjer imajo tuje banke v regiji SVE najmanjši tržni delež glede na sredstva, so si banke v delni ali večinski državni lasti največkrat izposojale sindicirana posojila. Poleg Slovenije je imela nižji delež bank v tujem lastništvu tudi Latvija. Kljub temu pa se banke v večinski tuji lasti pri financiranju niso zanašale samo na svoje matične banke. Backe, Egert in Zumer (2009) so z regresijsko analizo prišli do zanimivih rezultatov, ki so kazali na obstoj rahlo negativne povezave med tujim bančnim lastništvom in opiranjem na tuje vire financiranja. To analizo je potrebno jemati z veliko mero previdnosti, saj tuje lastništvo bank v regiji SVE prevladuje povsod, razen v Sloveniji. Ne obstaja tudi nobena druga obsežnejša raziskava, ki bi te rezultate potrjevala (UniCredit Bank Austria AG, 2011, str. 7-8).

Investitorji, ki so svoja sredstva posojali finančnim posrednikom v državah SVE, so se preveč zanašali na ugodne razmere, ki so takrat vladale na finančnih trgih po celem svetu in na povečano stabilnost teh držav po izpeljavi reform in vključitvi v EU. Po začetku finančne krize je prišlo do zmanjšanja rasti KPS ali pa celo do realnega padca obsega kreditov v vseh državah SVE. Zaradi zaostrenih razmer na mednarodnih finančnih trgih so banke v državah SVE vedno težje prihajale do sredstev v tujini. Ker so svojo kreditno ekspanzijo financirale predvsem z zadolževanjem v tujini, so morale na pomoč bankam priskočiti njihove matične banke v tujini ali pa države z dokapitalizacijo in s pologi depozitov. Banke so se bile primorane razdolževati v tujini, ker jim tam niso podaljšali kreditnih linij.

Kljub visokemu padcu letne netehtane povprečne rasti KPS v regiji SVE iz skoraj 35 % v začetku leta 2008 na slabih 8 % v začetku leta 2009, je razmerje KPS/BDP še vedno ostajalo na visokih nivojih ali se celo povečalo. Do konca leta 2009 pa je prišlo do rahlega padca obsega kreditov predvsem v baltskih državah. Razmerje KPS/BDP se je še povečalo, vendar ne zaradi rasti kreditov, temveč predvsem zaradi padca BDP v vseh državah v regiji z izjemo Poljske (Backe et al., 2009, str. 95).

Slika 4: Obseg kreditov privatnemu sektorju/obseg BDP, 2005-2009



Opomba: Bruto domači proizvod po tržnih cenah.

Vir: EU banking structures, 2010, str. 39; Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, 2008, str. 49; Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, 2009, str.44; Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, 2010, str. 44; GDP and expenditure components, 2005-2009; Hrvatska narodna banka, 2007, str. 194; Hrvatska narodna banka, 2008, str.176; Hrvatska narodna banka, 2010, str. 164.

Slika 4 lahko primerjamo s sliko 2, v kateri je prikazano razmerje KPS/BDP od leta 1999 do leta 2004. Kljub temu, da je prišlo v državah SVE do zvišanja vseh kazalcev gospodarske razvitosti, je realna rast KPS precej preseгла realno rast BDP. Primerjava pokaže, da se je razmerje KPS/BDP v nekaterih državah SVE v letu 2009 močno približalo istemu razmerju v evroobmočju. Evroobmočje je imelo višje kazalce gospodarske razvitosti kot SVE, zato je prišlo do vprašanja vzdržnosti tako visokega obsega KPS v teh državah. Ob koncu leta 2009 sta imeli največji obseg KPS glede na BDP Estonija in Latvija, nekaj manjši obseg je imela Slovenija. Najmanj zadolženi glede na BDP sta bili Romunija in Slovaška. Razmerje se kljub finančni in gospodarski krizi v letu 2009 ni znižalo. Vse to nakazuje na obnašanje bank v večini držav, ki kljub zmanjšanju gospodarske aktivnosti niso zmanjšale kreditiranja privatnega sektorja. Več avtorjev je iz raziskav v preteklosti ugotovilo, da se banke v času recesije počasneje odzivajo na spremenjene okoliščine. V času recesije se tako BDP giblje hitreje kot krediti, vendar v negativno smer.

Po začetku finančne krize je v državah SVE prišlo do ponovnega vzpostavljanja ravnotežja v virih financiranja bank. Iz dostopnih podatkov je razvidno, da je bilo zmanjšanje tujih virov financiranja prisotno predvsem v državah z najmanjšim deležem tujega bančnega lastništva tj. v Sloveniji in v Latviji (Backe et al., 2009, str. 97).

De Haas in Van Lelyveld (2010) sta z empirično raziskavo dokazala, da obstaja večja verjetnost, da prisotnost podružnic tujih bank v državi izboljšuje stabilnost finančnega sistema, kot da bi prisotnost podružnic poslabševala stabilnost. V vzorec sta vključila 45 multinacionalnih bank s svojimi podružnicami v 46 državah. Kot merilo za test pa sta uporabila večinoma domače največje banke, ki nimajo tujega večinskega lastnika. V raziskavo sta vključila tudi Raiffeisen Zentralbank s svojo podružnico v Sloveniji. Banke matere porazdelijo svoja sredstva na več podružnic in tako razpršijo tveganje. V času krize matične banke ponavadi zagotovijo dodatna sredstva svojim podružnicam, če imajo le-te težave. Večje sistemske banke, ki niso podružnice tujih bank, imajo pri zagotavljanju dodatnega kapitala težave zaradi nezadostnih finančnih zmožnosti domačih lastnikov. Posledica tega pa je občutno zmanjšanje posojanja teh bank, ob tveganju insolventnosti pa celo vstop države v lastniško strukturo. Zmanjšanje tujih neto obveznosti je opazno tudi na Slovaškem, vendar je to predvsem posledica vstopa v Ekonomsko in monetarno unijo (v nadaljevanju EMU) in odprave sterilizacijskega instrumenta slovaške centralne banke ter umika špekulativnega kapitala, ki je bil prisoten na Slovaškem pred uvedbo evra. V ostalih državah, kjer imajo tuje banke večinski delež na bančnem tržišču, pa se neto obveznosti do tujine niso znižale, ampak so ostale na nespremenjenih ravneh oziroma so se na Madžarskem, Poljskem ter na Hrvaškem celo povečale. Vse to kaže na pripravljenost matičnih bank v tujini, da vzdržujejo nivo poslovanja svojih podružnic tudi v času krize.

Poleg obveznosti do tujine, je kriza vplivala tudi na drugo pomembnejšo postavko na pasivni strani bilanc bank. Druga postavka v bilanci so domači depoziti. Domači depoziti, kot delež v celotnih obveznostih bank, so se v obdobju od drugega četrletja 2008 do drugega četrletja

2009 povišali na Češkem, v Latviji, Sloveniji in na Slovaškem. Delež depozitov se je torej povečal v Sloveniji in v Latviji, kjer imajo tuje banke relativno manjše tržne deleže. V Sloveniji lahko del povišanja deleža depozitov pripišemo državi, ki se je leta 2009 zadolžila in plasirala depozite v banke, v katerih ima pomemben delež lastništva. Banke v Sloveniji so tako rebalansirale svoje obveznosti zaradi vračanja najetih sindiciranih posojil. Po izbruhu finančne krize in puku borznega balona, so svoje vloge v banke povečala tudi slovenska gospodinjstva. Zaradi padca cen delnic so svoja sredstva selili v varnejše naložbe, kot so na primer depoziti. Za večjo varnost je poskrbela država, ki je sprejela zakon, s katerim je uzakonila neomejeno jamstvo za vloge prebivalstva do 31. decembra 2009. Pred tem je bilo jamstvo omejeno na 22.000 EUR. V skladu z evropsko direktivo in s sprejetim zakonom o bančništvu od 1. januarja 2011, je jamstvo za vloge spet omejeno, vendar na 100.000 EUR.⁹ Jamstvo v višini 100.000 EUR velja na ravni celotne EU (Backe et al., 2009, Graf 6; STA/El. M., 2008)

Čeprav so države SVE dosegle že visoke ravni razmerja KPS/BDP v primerjavi z evroobmočjem, se je še vedno zastavljalo vprašanje, ali je ta obseg kreditov vzdržen in ali je bila kreditna rast v skladu z rastjo temeljnih makroekonomskih spremenljivk. Raziskovalci so se ponovno osredotočili na ravnotežni nivo KPS/BDP.

4.1 Nadaljevanje raziskave avtorjev Backe P., Egert B. in Zumer T.

Avtorji raziskave so leta 2004 ugotovili, da kreditna rast v veliki večini držav ni bila prekomerna. Zaradi novih razmer v državah SVE pred pričetkom in v času gospodarske krize so na novo določili ravnotežna razmerja KPS/BDP za posamezne države, da bi ugotovili ali je bila rast KPS prekomerna. Zaradi možne začetne podcenjenosti razmerja KPS/BDP v tranzicijskih državah, v primerjavi z državami s podobno gospodarsko razvitostjo, so se raziskovalci pri določanju ravnotežne ravni razmerja KPS/BDP odločili za uporabo skupine majhnih držav OECD. Začetna podcenjenost lahko povzroči pristranskost pri ekonometričnih ocenah in nadalje tudi podcenjenost pri določanju ravnotežnega razmerja. Za izračun ravnotežnega razmerja so zato uporabili enačbo za skupino majhnih držav OECD, ki so jo kot najbolj primerno izbrali že pri prvi raziskavi. Osnovni predpostavki uporabe te enačbe sta dolgoročna homogenost med parametri obeh skupin držav ter dolgoročna gospodarska gibanja držav SVE, ki bodo zelo podobna gibanju v majhnih državah OECD (Backe et al., 2009, str. 98).

Za določanje razmerja KPS/BDP so avtorji uporabili pojasnjevalne spremenljivke, ki so jih vključili v enačbo že pri raziskavi kreditne rasti do leta 2004.

$$C^P = f(CAPITA, C^G, i^{lending}, p^{PPI}, spread) \quad (5)$$

⁹ Banka Slovenije, (b.l.), Jamstva za vloge v bankah

Pojasnjevalne spremenljivke so enake kot so bile pri predhodni raziskavi. Na podlagi te enačbe ocenijo ravnotežni položaj KPS/BDP, ki bi nastal, če bi bilo gibanje kreditov v skladu z makroekonomskimi temelji. Podatke so primerjali z dejanskimi vrednostmi iz držav SVE in ugotovili odstopanja od ravnotežja. Konstantne pogoje, ki so jih avtorji uporabili pri določitvi območja odstopanja možnih vrednosti, so pridobili iz skupine majhnih držav OECD. Območje odstopanja možnih vrednosti je razmeroma obširno in kaže na visoko stopnjo negotovosti pri določanju ravnotežne stopnje kreditov. Spodnja meja pri določanju ravnotežne rasti pomeni, da je bila dejanska rast KPS glede na delež v BDP nižja od ocenjene s pomočjo vzorca majhnih držav OECD (Backe et al., 2009, str. 98).

Rezultati raziskave za obdobje do prvega četrtletja 2009 se močno razlikujejo od rezultatov prejšnje raziskave, ki je preučevala kreditno rast do konca leta 2004. Kreditna rast se je v času od leta 2005 do leta 2007 močno povišala. Stopnja dejanskih razmerij KPS/BDP v državah SVE se je v zadnjih letih še dodatno povečala glede na dolgoročno stopnjo ravnotežja. Največje odstopanje navzgor (overshooting) je bilo prisotno v baltskih državah ter v Bolgariji in na Hrvaškem. Ravnotežno vrednost so presegli tudi v Sloveniji, Romuniji in na Poljskem, vendar je bilo preseganje ravnotežne ravni manj izrazito kot pri prejšnji skupini držav. Na Slovaškem pa se je dejanska stopnja KPS/BDP najbolj približala in se izravnala z ocenjenim pričakovanim ravnotežjem. Ravnotežne ravni razmerja KPS/BDP, ki so jo avtorji izpeljali iz majhnih držav OECD, so bile dosežene v vseh državah SVE (Backe et al., 2009, str. 99).

Začetek finančne in gospodarske krize ob koncu leta 2008 bi se moral odraziti v padcu razmerja KPS/BDP. Vendar pa do tega ni prišlo. V letu 2009 je prišlo v vseh državah proučevane regije, z izjemo Poljske, do strmega padca BDP. Krediti pa še vedno niso doživeli večjega popravka. Kreditna rast se je zelo upočasnila, vendar je bila v letu 2009 še vedno prisotna v vseh državah, razen v baltskih, kjer je prišlo do letnega padca novoizdanih kreditov privatnemu sektorju. Raziskovalci so ugotovili, da v času gospodarske krize spremembe v obsegu kreditov prihajajo z zamikom. Zaradi padca ostalih temeljnih spremenljivk in zaradi prekomerne rasti v preteklih letih se bo v prihodnosti moralo skrčiti tudi razmerje KPS/BDP (Backe et al., 2009, str. 99).

4.2 Ukrepi držav ob hitri rasti KPS

Avtorji večih raziskav so v primeru prekomerne kreditne rasti (credit boom) predlagali obširne ukrepe na različnih področjih, ki vplivajo na rast posojanja. Administrativne ovire za brzdanje rasti kratkoročno skoraj nimajo učinkov, države SVE pa so bile zaradi sprejetja skupne evropske zakonodaje tudi zelo omejene pri sprejemanju takih ukrepov. Ukrepe je bilo potrebno poiskati na drugih področjih. Zaradi visoke mobilnosti kapitala v državah SVE je bilo pri brzdanju kreditne rasti pomembno sodelovanje domačih regulatorjev in finančnih posrednikov iz tujine. V času kreditne rasti so se namreč močno povečali tudi čezmejni krediti iz tujine. Nekatere centralne banke so uvedle ukrepe tudi pri posojilojemalcih, in sicer z

določitvijo razmerja dolgovi/lastniški kapital, da se podjetja iz regije ne bi pretirano zanašala na financiranje s krediti, ki so bili v časih hitre gospodarske rasti lahko dostopni (Backe et al., 2007, str. 73-74).

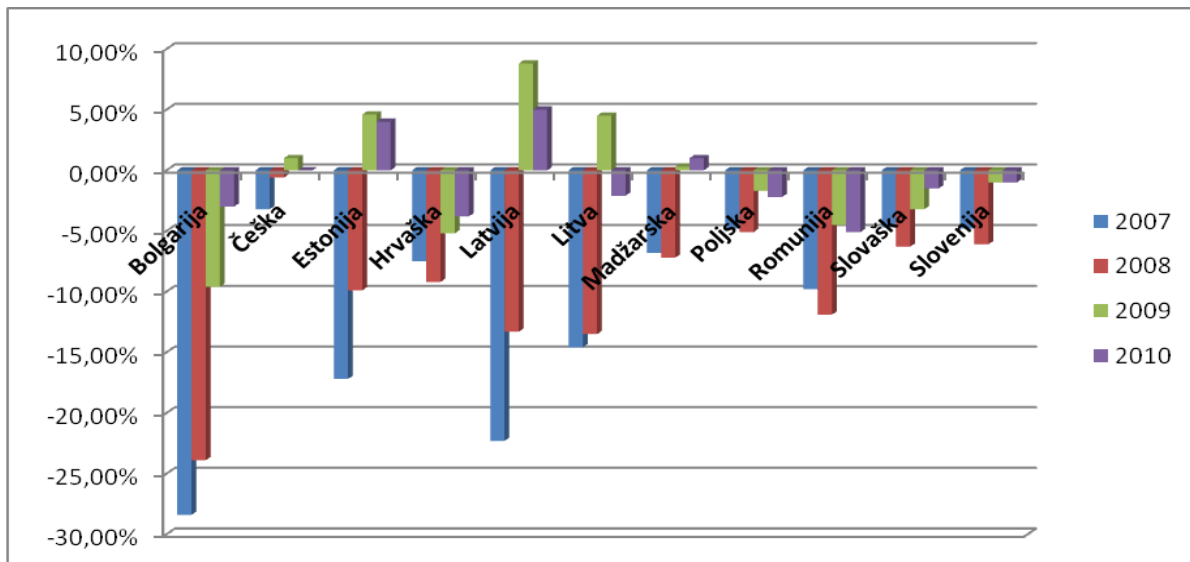
V večini držav SVE so poizkušali zajezi predvsem kredite, denominirane v tujih valutah. Nekatere države so prve ukrepe sprejele v času visoke kreditne rasti od leta 2005 do sredine leta 2008. Ukrepi centralnih bank vplivajo tako na potrošniške kredite, kot na kredite podjetjem. Nobena država pa si ne želi zmanjšanja kreditiranja malih in srednjih podjetji, ki so gonilna sila gospodarskega razvoja in konkurenčnosti posamezne države. Centralne banke morajo tako preišljeno uporabiti nabor ukrepov, kot so zvišanje obrestne mere, povišanje obveznih rezerv in znižanje zgornje meje kreditov. Na Hrvaškem so visoko rast zabeležili predvsem krediti gospodinjstvom. Delež gospodinjstvom je presegel celo delež posojil podjetjem. Za brzdanje kreditne rasti je Hrvaška centralna banka znižala maksimalno predpisano razmerje sredstva/obveznosti v tuji valuti, ki je znašalo 28,5 %. Postopno je na 55 % dvignila tudi obvezno mejno rezervo za neto rast tujih virov financiranja ter uvedla limit na letno stopnjo rasti kreditov v višini 12 % na banko. V primeru preseganja te stopnje je bila banka kaznovana s predpisanimi dodatnimi stroški pri nadaljnjem kreditiranju. V Bolgariji so konec leta 2007 povišali mejo minimalno kapitalске ustreznosti bank iz 8 % na 12 %. V Romuniji pa so zvišali predpisane rezerve za kredite, denominirane v tuji valuti za posojilojemalce, ki imajo dohodke v domači valuti in so nezavarovani pred valutnim tveganjem (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2008, str. 12-13).

Problem, ki se je pojavil ob hitri rasti kreditov, je omejenost monetarne politike v nekaterih državah. Slovenija je vstopila v evroobmočje leta 2007, Slovaška leta 2009, Estonija pa pred kratkim tj. 1. januarja 2011. Tudi pred vključitvijo v evroobmočje so države omejene pri razpolaganju z ukrepi, ker so vključene v mehanizem deviznih tečajev ERM II in ne vodijo samostojne monetarne politike. Po vstopu v mehanizem ERM II so se države osredotočale predvsem na stabilnost menjalnega tečaja domače valute, obrestne mere pa so poskušale čim prej prilagoditi tisti obrestni meri, ki je v veljavi v EMU. Te države so imele posledično pri soočanju s kreditno rastjo na voljo samo restriktivno fiskalno politiko. Iz statističnih podatkov je razvidno, da je imela Slovenija izravnani proračun le v letu 2007, ko je bila gospodarska rast najvišja. Na Slovaškem so v obdobju od leta 2004 naprej vsako leto zabeležili deficit v državnem proračunu. Estonija je edina izmed držav, ki je v obdobju od leta 2004 do leta 2007 vsako leto zabeležila presežek državnih prihodkov nad odhodki. Po začetku krize v letu 2008 se je deficit v proračunu pojavil tudi v Estoniji, še poglobil pa se je v Sloveniji in na Slovaškem. Slovenija in Slovaška nista v zadostnem obsegu uporabili restriktivne fiskalne politike, da bi delno omejili naraščajočo kreditno aktivnost. V času hitre kreditne rasti bi z restriktivno fiskalno politiko lahko omejili naraščajoče domače povpraševanje privatnega sektorja (Recovery and reform, 2010, str. 112-113, 144-145; Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2008, str. 32)

5 POSLEDICE PREKOMERNE KREDITNE RASTI

Po začetku finančne krize so se makroekonomske razmere v državah SVE zelo hitro spreminjale. Prišlo je do padca gospodarske rasti, občutno zmanjšanje pa je vidno tudi pri KPS. V Estoniji se je realni obseg KPS v letu 2009 celo zmanjšal glede na leto prej. Čeprav so skoraj v vseh državah preseгли ravnotežno raven KPS/BDP, lahko kreditna kriza hitro privede do ponovne »podcenjenosti« (undershooting). Finančna kriza je izpostavila predvsem problem financiranja kreditne rasti iz tujine. Problematici so postali tudi krediti, denominirani v tujih valutah, saj je v nekaterih državah prišlo do depreciacije domače valute in nekateri so že videli novo dolžniško krizo. Visoka gospodarska rast in visoke rasti kreditiranja so v skoraj vseh državah SVE privedle do velikega zunanjega neravnovesja. Vse države so namreč imele v letih pred krizo primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance, te primanjkljaje pa so financirale predvsem z zadolževanjem v tujini.

Slika 5: Tekoči račun plačilne bilance držav SVE v odstotkih BDP; 2007-2010



Opomba: Za leto 2010 so podane ocenjene vrednosti.

Vir: *Recovery and reform, EBRD Transition report, 2010, st. 110-140; Raiffeizen CEE Banking sector report, 2010, str. 18-32*

Bilanca tekočega računa predstavlja presek plačilne bilance in je pomemben pokazatelj zunanjega ekonomskega ravnovesja države. Primanjkljaj v tekočem delu pomeni, da mora država ta primanjkljaj pokriti s prilivi kapitala iz tujine. Na dolgi rok je pomembno, da je tekoči račun uravnotežen. Kot je razvidno iz Slike 5, so imele države SVE v obdobju pred krizo zelo visoke primanjkljaje na tekočem računu. Države, ki imajo plačilno bilančni deficit, imajo na voljo dva ukrepa za odpravo le-tega. Prvi ukrep je financiranje deficita s prilivi tujega kapitala ali v obliki tujih kreditov ali kot tuje direktne investicije, lahko pa tudi z zmanjšanjem mednarodnih deviznih rezerv. Drugi ukrep je plačilnobilančno prilagajanje. S

tem ukrepom država poskuša povečati izvoz, predvsem s spremembo strukture proizvodnje k proizvodom z višjo dodano vrednostjo. Ta ukrep je dolgoročen in ne daje takojšnjih rezultatov (Mrak, 2002, str. 35, 39).

Raziskovalci iz Raiffeisen banke so menili, da rast plačilno bilančnega primanjkljaja ni problematična. Države v tranziciji so po njihovem mnenju močno povečale uvoz kapitala in ga uporabile za investicije v širitev proizvodnih zmogljivosti, kar vodi k kasnejšemu manjšanju deficita tekočega računa. Visok deficit na tekočem računu plačilne bilance so države financirale tudi z direktnimi tujimi investicijami in s sredstvi iz skladov EU. Vendar pa so po začetku finančne krize prišli do spoznanja, da sredstva niso bila vedno učinkovito porabljena (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2008, str. 14).

V državah SVE je po začetku finančne krize prišlo do zmanjšanja tujih neposrednih investicij in tudi do popolne prekinitve vseh kapitalskih prilivov. Tuje banke niso več odobrile novih sindiciranih kreditov, ki jih je bilo pred krizo zelo lahko dobiti. Privatni sektor v državah SVE je bil relativno visoko zadolžen in porajalo se je vprašanje, ali so se ekonomski subjekti sposobni soočiti z visoko ravniyo kreditov glede na to, da je prišlo do spremenjenih okoliščin v svetovni ekonomiji. Podjetjem se je zmanjšal obseg poslovanja, zato so nekaterim postali najeti krediti preveliki za spremenjeno raven poslovanja. Države, ki so imele v preteklosti visoke plačilnobilančne deficite zaradi uvoza kapitala, so se začele bolj zanašati na domače vire financiranja. Zmanjšanje tujih neposrednih investicij in umikanje tujega kapitala je države SVE prisililo, da so začele spreminjati svojo odvisnost od uvoza blaga in kapitala. Začele so poudarjati pomen izvoza, predvsem visokotehnoloških proizvodov in spreminjanja poslovnega okolja za čim večjo privlačnost za tuje naložbe.

Večina držav je do začetka krize zabeležila visoke stopnje rasti kreditov. Finančna kriza s konca leta 2008 je pretrgala tudi dolgoletno hitro rast kreditov. Stopnje rasti kreditov so se močno zmanjšale vendar je bila rast še vedno pozitivna. V baltskih državah pa se je obseg kreditov konec prvega četrtertletja 2009 (glede na isto četrtertletje v letu 2008) celo zmanjšal. Delež podjetij v KPS je v nekaterih državah razmeroma visok, v drugih državah SVE pa imajo večinski delež najetih posojil gospodinjstva. Konec leta 2009 je v baltskih državah in na Hrvaškem delež gospodinjstev med vsemi KPS presegal 50 %. Nekateri avtorji visok delež posojil gospodinjstvom v teh državah pripisujejo predvsem visoki rasti cen nepremičnin. V baltskih državah je po mnenju nekaterih prišlo do nepremičninskega balona, ki so ga še vzpodbujale države s subvencijami za nakup novih stanovanj. Večinoma so bili ti krediti denominirani v tujih valutah, predvsem v valuti evro. Na Madžarskem in Poljskem pa je bila, za razliko od drugih držav, večina izdanih kreditov gospodinjstvom denominirana v švicarskih frankih (Eller, Frommel & Srzentic, 2010, 57-60).

V regiji se je po začetku finančne krize pričelo zmanjševanje obsega kreditov podjetjem, po drugi strani pa se je v nekaterih državah še vedno nadaljevala rast kreditov gospodinjstvom. V letu 2009 so največje zmanjšanje obsega kreditov zabeležila podjetja iz Srednje Evrope. Ta

regija obsega Češko, Madžarsko, Poljsko, Slovaško in Slovenijo. Banke so zaostrile posojilne pogoje, prišlo pa je tudi do znižanj investicij zaradi recesije in nezadostne zasedenosti proizvodnih kapacitet. Krediti gospodinjstvom so se v letu 2009 še vedno povečevali. Povečanje kreditiranja gospodinjstev je bilo najvišje v Srednji Evropi. Do povišanja je prišlo v vseh državah, razen na Madžarskem. Čeprav segment izdanih kreditov gospodinjstvom še vedno narašča pa je s 27,7 % deležem v BDP še vedno precej nižji kot v evroobmočju, kjer je v letu 2009 znašal 55,2 % BDP (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 10-11).

Nekateri nadzorniki finančnega sistema so opozarjali na mogoče negativne posledice prekomernega posojanja v državah SVE. Poraba sredstev iz tujine je bila v nekaterih državah problematična. Krediti so bili namenjeni nakupom uvoženih potrošniških dobrin, ki nimajo nobenega vpliva na razvoj domačega gospodarstva. Ljudje so zlahka dostopali do kreditov in jih trošili za nakup uvoženih dobrin, nakup delnic, ki so bile na visokih nivojih, ter nakup nepremičnin. Visoki deficiti na tekočem računu držav SVE so postajali zaskrbljujoči, saj večinoma niso bili financirani s pritoki, ki ne ustvarjajo dolga. Države bi se morale osredotočiti na tuje direktne investicije, ki ne povečujejo državnega dolga. Primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance je povzročal zaskrbljenost tudi centralnim bankam. Ogrožena je bila namreč stabilnost valut. Od zadnjega četrtertletja v letu 2008 do konca prvega četrtertletja 2009 je prišlo do deprecijacije nekaterih valut. Problem je nastal, ker je bilo veliko kreditov denominiranih v tuji valuti in je moral privatni sektor zaradi razvrednotenja domače valute plačevati več (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 12).

Države s fiksnim menjalnim tečajem niso zmogle ublažiti gospodarskega padca skozi deprecijacijo nacionalne valute, zato so potrebovale pomoč pri reševanju nastale situacije. Svetovna banka je pričela opozarjati na možno dolžniško krizo zaradi padanja vrednosti valut v nekaterih državah. Pri iskanju rešitev za izhod iz krize so sodelovali Mednarodni denarni sklad, Svetovna banka in EU. Posebej se je za države v težavah zavzela Avstrija, saj so avstrijske banke močno prisotne v regiji. Avstrijske banke so na trge SVE vložile približno 220 milijard dolarjev in ta znesek predstavlja skoraj tretjino avstrijskega BDP. Države, ki niso bile visoko zadolžene, so imele še nekaj prostora za zadolževanje, zato so povečale državno trošenje in tako poskušale stimulirati domače povpraševanje in s tem delno ublažiti šok zaradi visokega padca izvoza (Ugovšek, 2009; Koyama, 2010, str. 6).

Za države s prosto gibajočim menjalnim tečajem in z nizkim deležem dolga, denominiranega v tuji valuti zunanji šok ni bil preveč boleč. Češka in Poljska ustrezata tem kriterijem in nobeni od držav ni prišlo do večjih pretresov. Češka je s povečano državno porabo delovala proticiklično, Madžarska in Romunija pa sta imeli veliko večje težave pri soočanju s krizo. S prostogibajočim menjalnim tečajem in z visokim deležem kreditov, denominiranih v tuji valuti, se nista mogli samostojno rešiti iz nastale situacije. Madžarska je imela že pred začetkom finančne krize visok javni dolg, zato ni zmožna stimulirati gospodarstva s povišano javno porabo, ampak je delovala celo prociklično in zmanjševala porabo zaradi zavez IMF, ki je Madžarski odobril posojila (Koyama, 2010, str. 6).

Najbolj problematične so bile baltske države, ki so imele fiksni menjalni tečaj in zunanje šoka niso ublažile z deprecijacijo domače valute. Problematični so bili tudi visoki deficiti na tekočem računu in razmeroma visok zunanji dolg. Izmed vseh držav SVE so imele baltske države tudi najvišji delež KPS, denominiran v tuji valuti. Takšna izpostavljenost je za majhne odprte ekonomije, kot so te države, izjemno nevarna, saj ne morejo ublažiti morebitnih zunanjih šokov (Koyama, 2010, str. 6).

Avtorji raziskave, ki jo je opravila banka Raiffeisen (le-ta je prisotna v vseh 11-ih državah regije SVE), so opozorili na visoko rast hipotekarnih kreditov. Največjo rast so ti krediti zabeležili po vstopu držav v EU. Države so morale pred vstopom v EU narediti reformo zakonodajnega sistema. Evropski pravni okvir je sprostil najemanje hipotekarnih kreditov. Hipotekarne kredite so ponujale predvsem banke v lasti velikih tujih bančnih skupin. Po začetku krize so se banke zdale nezmožnosti vračanja teh kreditov zaradi deprecijacije valut držav SVE. Za nameček so upadle tudi cene nepremičnin, kar je zmanjšalo vrednost zavarovanja za najete kredite. Banke so zaradi novonastalih razmer postale previdne pri izdajanju novih kreditov. Analitiki pa kljub padcu predvidevajo, da bo ta segment kreditov prebivalstvu v prihodnosti še vedno naraščal, saj ni zaznati pretirane zasičenosti trga (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 13).

Tabela 1: : Delež slabih posojil glede na vsa posojila v %

	2006	2007	2008	2009	zadnji podatki so za
Bolgarija	2,2	2,1	2,5	6	september
Češka	3,7	2,8	3,3	5,3	december
Estonija	0,2	0,4	1,9	5,2	december
Hrvaška	5,2	4,8	4,9	6,4	september
Latvija	0,5	0,8	3,6	16,4	december
Litva	1	1	4,6	19,4	december
Madžarska	2,6	2,3	3	5,9	september
Poljska	7,4	5,2	4,4	7	september
Romunija	2,8	4	6,5	14,8	oktober
Slovaška	3,2	2,5	3,2	4,3	oktober
Slovenija	2,5	1,8	1,8	2,3	november

Opomba: Slaba posojila so definirana kot posojila, katera so zapadla v plačilo že pred več kot 90 dnevi.

Vir: Meeting new challenges to stability and building a safer system (Global financial stability report-statistical appendix), 2010, str. 55

V bilancah bank v regiji je razvidna tudi rast slabih kreditov. Glavni dejavniki, ki vplivajo na slabe kredite so: deprecijacija domače valute, delež kreditov v tuji valuti, ki niso valutno zavarovani, padec cen nepremičnin, globina recesije, ki vpliva na število stečajev podjetij in na višino brezposelnosti. Države SVE so imele različne padce gospodarske aktivnosti.

Največji upad je bil v baltskih državah ter v Bolgariji in Sloveniji. Iz slike 6 je razvidno, da so izrazito povišanje slabih kreditov zabeležile predvsem Latvija, Litva in Romunija (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 14).

V ostalih državah povišanje slabih posojil ni tako izrazito, kljub temu pa je še vedno opazna tendenca rasti po začetku finančne in gospodarske krize v letu 2008. Tudi v prihodnjih letih se pričakuje naraščanje slabih posojil, še posebej v državah, kjer je privatni sektor sredstva usmerjal v nedonosne projekte.

Spremembe so se zgodile tudi pri depozitih, ki so vir kreditiranja bank. V tujini je vladala visoka stopnja negotovosti zaradi propada banke Lehman Brothers in banke niso več tako zlahka prihajale do sredstev na mednarodnih finančnih trgih, zato so se osredotočile na pridobivanje depozitov. Strah pred dvigom depozitov iz bank je države prisilil, da so zvišale znesek, za katerega so jamčile ob mogočem propadu banke. Zanimivo je, da so prebivalci še povišali svoje depozite v bankah, saj so preusmerili svoje prihranke iz delnic, katerih vrednosti so upadale, v banke. Podjetja so svoje vloge v bankah zmanjševala, ker so morala uporabiti svoje rezerve pri premagovanju krize (Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG, 2010, str. 14-15).

SKLEP

Države SVE so že v preteklosti prehodile trnovo pot iz centralno planskega gospodarstva. Vse so namreč v času tranzicije šle skozi boleče reforme, ki so jih pripeljale do polnopravnega članstva v EU. Do začetka finančne in gospodarske krize so beležile neizmerno gospodarsko in tudi kreditno rast. Kriza je bila popolnoma nepričakovana in je pomenila streznitev nekaterih, ki so verjeli, da bodo krediti tudi v prihodnosti razmeroma lahko dostopni.

Opravljeni raziskavi, ki ocenjujeta raven kreditov privatnemu sektorju do leta 2004 sta pokazali, da v večini držav ni prišlo do prekomerne rasti kreditov. Države SVE so, ob spremembi družbenega in gospodarskega sistema v začetku devetdesetih, beležile majhen obseg KPS glede na podobno gospodarsko razvite države. Avtorji so opozorili na začetno podcenjenost KPS, ki je posledica finančne nerazvitosti in razmeroma nizkega obsega kreditiranja privatnega sektorja, še posebej gospodinjstev. Raziskovalci so kljub temu opozarjali na previdnost pri zadolževanju privatnega sektorja s tako visokimi letnimi stopnjami.

Propad banke Lehman Brothers konec leta 2008 je povzročil negotovost na svetovnem finančnem trgu. Medbančni trg ni več deloval, ker si banke medsebojno niso več zaupale. Rast kreditov se je močno zmanjšala, v baltskih državah pa realno celo upadla. Prekomerno kreditno rast glede na makroekonomske temelje je imela večina držav SVE z izjemo Slovaške in Češke, kjer je bila kreditna rast v skladu z dolgoročno pričakovanim ravnotežnim

položajem, določenim z enačbo kreditne rasti za majhne države OECD. Poljska in Romunija sta beležili visoko rast v letih 2005-2007, vendar sta ravnotežje dosegli samo z zgornjim delom ocenjenih možnih vrednosti. Najvišja odstopanja dejansko doseženih ravni razmerja KPS/BDP od pričakovanega ravnotežja so imele Bolgarija, Estonija, Hrvaška in Latvija. Litva, Madžarska in Slovenija so ravnotežje presegle, vendar v manjši meri kot prej navedene države.

Prvi odzivi po pričetku krize kažejo, da tuje matične banke še vedno financirajo svoje hčerinske banke in jim zagotavljajo sredstva za nadaljnje kreditiranje, čeprav so banke močno zaostrole pogoje kreditiranja. Banke, ki so sredstva za kreditno rast, pridobivale z zadolževanjem pri sindikatih bank, so morale poiskati pomoč države, saj kreditov sindikati bank niso podaljševali, ker so banke posojilodajalke tudi same občutile finančno krizo. Sindicirana posojila so najemale predvsem banke, ki niso imele močnih kapitalskih lastnikov. Zanašanje samo na tuje vire financiranja se je izkazalo za napako in banke so ponovno začele večjo pozornost namenjati zbiranju depozitov.

Finančna kriza je izpostavila tudi problem zadolževanja privatnega sektorja v tuji valuti. Gospodarski subjekti se niso zavedali problema valutnega tveganja, banke pa so zanemarile problem kreditnega tveganja, saj niso upoštevale, da zaradi depreciacije domače valute nekateri komitenti ne bodo več zmožni odplačevati višjih zneskov obrokov posojil. Posebej izpostavljena so gospodinjstva, ki se ne ščitijo pred valutnim tveganjem. Razkrit je bil tudi problem vrednotenja cen delnic, nepremičnin in drugega premoženja kot jamstva pri najemu kredita. Banke so bile namreč v preteklosti premalo konservativne pri vrednotenju premoženja za zavarovanje najetih kreditov.

Kriza je poudarila tudi pomen preventivnih ukrepov v času gospodarske rasti in rasti kreditov. S fiskalno in monetarno politiko lahko države delujejo proticiklično in tako zmanjšujejo kasnejše posledice, če pride do krize. Nekatere države so že članice območja EMU in niso več samostojne pri vodenju monetarne politike. Vse države SVE bodo v prihodnosti vstopile v EMU in prevzele skupno valuto evro, tako da jim bo ostala samo fiskalna politika, s katero bodo lahko samostojno vplivali na kreditno aktivnost.

Pomembno vlogo bodo tudi v prihodnosti igrali regulatorji na trgu in skupna evropska zakonodaja. Usklajeno delovanje regulatorjev, tako domačih kot nadnacionalnih, je pomembno pri preprečevanju novih finančnih kriz. Pomembno vlogo pri odpravljanju posledic v državah SVE je odigral tudi skupen nastop institucij kot so Evropska komisija, IMF in ECB. Te so z usklajenim nastopom preprečile dolžniško krizo v nekaterih državah.

Razdolževanje privatnega sektorja v tujini je bilo v nekaterih državah opazno že v letu 2009. Države, ki so presegle ravnotežno razmerje, se bodo z razdolževanjem počasi vrnile na ravnotežje, ki ga določajo makroekonomske spremenljivke. Po mojem mnenju pa gospodarska rast (in s tem tudi kreditiranje zaradi realne konvergence) v državah regije SVE

dolgoročno ni ogrožena. Tako krediti gospodinjstvom, kot dela privatnega sektorja, že beležijo rast. Prihodnja rast kreditov je tako še vedno obetajoča za vse države, saj države SVE niso še dosegle ravni kreditov v EMU, pomembno pa je, da bodo nadzorniki finančnega trga v prihodnosti previdnejši in bodo pravočasno ukrepali ob prekomernem zadolževanju privatnega sektorja.

LITERATURA IN VIRI

1. Backe, P., Egert, B., & Walko, Z. (2007). Credit growth in Central and eastern Europe revisited. *Focus on European economic integration*, 2/2007, 69-77.
2. Backe, P., Egert, B., & Zumer, T. (2006). *Credit growth in Central and eastern Europe: New (over)shooting stars?* (Working paper series no 687). Frankfurt am Main: European central bank (ECB).
3. Backe, P., Balazs, E., & Zumer, T. (2009). Credit developments in CEE: From boom to bust or back to balance? *Bančni vestnik: revija za denarništvo in bančništvo*, 58(11), 94-101.
4. Banka Slovenije. (b.l.). Jamstva za vloge v bankah. Najdeno 23. aprila 2011 na spletnem naslovu: <http://www.bsi.si/jamstvo-vlog.asp?MapaId=150>
5. Banka Slovenije. (2010). *Stabilnost slovenskega bančnega sistema*. Ljubljana: Banka Slovenije. Najdeno 22. aprila 2011 na spletnem naslovu: <http://www.bsi.si/iskalniki/porocila.asp?MapaId=1057>
6. Banka Slovenije. (2011a). Obrestne mere Evropske centralne banke. Najdeno 23. aprila 2011 na spletnem naslovu: <http://www.bsi.si/podatki/om-ECB.asp>
7. Banka Slovenije. (2011b). *Bilten Banke Slovenije* (Letnik 20, številka 2). Ljubljana: Banka Slovenije.
8. Bernanke, B., & Gertler, M. (1995). *Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission* (Working paper No. 5146). Cambridge: National bureau of economic research. Najdeno 5. decembra 2010 na spletnem naslovu: <http://www.nber.org/papers/w5146.pdf>
9. Boissay F., Calvo-Gonzales, O. & Kozluk, T. (2005). *Is lending in Central and eastern Europe developing too fast?* (Preliminary draft). Frankfurt am Main: ECB-CFS research network
10. Borio, C., Furfine, C. & Lowe, P. (2001). *Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options* (BIS Papers No1). Basel: Bank for International Settlements (BIS).
11. Calza, A., Gartner, C., & Sousa, J. (2001). *Modeling the demand for loans to the private sector in the Euro area* (Working paper No. 55). Frankfurt am Main: ECB.
12. Calza, A., Manrique, M., & Sousa, J. (2003). *Agregate loans to the euro area private sector* (Working paper No. 202). Frankfurt am Main: ECB.
13. *Central statistical office Poland*. Najdeno 24. februarja 2011 na spletnem naslovu: http://www.stat.gov.pl/gus/5840_5692_ENG_HTML.htm
14. Chenard, M., & Fischer, K. P. (1997). *Financial liberalization causes banking system fragility* (Working paper No. 97-12). Montreal: CREFA and Faculte des sciences de l'administration, Universite Laval.
15. Coricelli, F. & Masten, I. (2004). *Growth and volatility in transition countries: the role of credit* (prispevek na konferenci). Washington: International monetary fund. Najdeno 20. februarja 2011 na spletnem naslovu:

- <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2004/calvo/pdf/corice.pdf>
16. Cottarelli C., Dell'Ariccia, G., & Vladkova-Hollar, I. (2003). *Early birds, late risers, and sleeping beauties: Bank credit growth to the private sector in Central and Eastern Europe and the Balkans* (Working paper 03/213). Washington: International monetary fund (IMF).
 17. Dell'Ariccia, G., & Marquez R. (2006). *Lending booms and lending standards* (Volume 61, Issue 5, Pages i-ix, 2511-2546). Berkeley: American finance association (The journal of finance).
 18. De Hass, R., & Van Lelyveld, I. (2010). Internal capital markets and lending by multinational bank subsidiaries. *Journal of financial intermediation*, 19(1), 1-25.
 19. Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske. (2008). *Statističke informacije 2008*. Zagreb: Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske. Najdeno 4. marca 2011 na spletnem naslovu: http://www.dzs.hr/publikacije/statističke_informacije
 20. Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske. (2009). *Statističke informacije 2009*. Zagreb: Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske. Najdeno 4. marca 2011 na spletnem naslovu: http://www.dzs.hr/publikacije/statističke_informacije
 21. Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske. (2010). *Statističke informacije 2010*. Zagreb: Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske. Najdeno 4. marca 2011 na spletnem naslovu: http://www.dzs.hr/publikacije/statističke_informacije
 22. Eesti Pank/Bank of Estonia (2010, 29. april). *Annual indicators of Estonian economy*. Tallinn: Statistical office of Estonia. Najdeno 16. decembra 2010 na spletnem naslovu: http://www.eestipank.info/dynamic/itp2/itp_report_2a.jsp?reference=503&className=EPSTAT2&lang=en
 23. Eller, M., Frommel, M., & Srzentic, N. (2010). Private sector credit in CESEE: Long-run relationship and short-run dynamics. *Focus on European economic integration*, Q2/10, 50-78.
 24. European bank for reconstruction and development. (2010). *Recovery and reform (transition report)*. London: European bank for reconstruction and development.
 25. European central bank. (2010). *EU banking structures*. Frankfurt am Main: European central bank.
 26. Friedman, B., & Kuttner, K. (1993). Economic activity and the short-term credit markets: an analysis of prices and quantities. V *Brookings papers on economic activity* (str. 193-283). Washington, DC: The Brookings institution.
 27. GDP and expenditure components. (b.1.) V *Statistical data warehouse – European central bank*. Najdeno 3. marca 2011 na spletnem naslovu: http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?DATASET=0&sfl1=3&sfl2=4&sfl3=4&ESA95_ACCOUNT=B1QG00&node=2120796
 28. Gligorov, V., Poschl, J., & Richter, S., et al. (2009). *Where have all the shooting stars gone?* (Current analyses and forecasts). Vienna: The Vienna institute for international economic studies.
 29. Goldsmith, R. (1969). *Financial structure and development*. New Haven: Yale university press.

30. Gross, D. M. (2001). *Financial intermediation: A contributing factor to economic growth and employment*. Geneva: International labour organization.
31. Hilbers, P., Johnsen, G., Okter-Robe, I., & Pazarbasioglu, C. (2005). *Assessing and managing rapid credit growth and the role of supervisory and prudential policies* (Working paper 05/151). Washington: IMF.
32. Hrvatska narodna banka. (2007). *Godišnje izvješće za 2006. godinu*. Zagreb: Hrvatska narodna banka. Najdeno 3. marca 2011 na spletnem naslovu:
<http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm>
33. Hrvatska narodna banka. (2008). *Godišnje izvješće za 2007. godinu*. Zagreb: Hrvatska narodna banka. Najdeno 3. marca 2011 na spletnem naslovu:
<http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm>
34. Hrvatska narodna banka. (2010). *Godišnje izvješće 2009*. Zagreb: Hrvatska narodna banka. Najdeno 3. marca 2011 na spletnem naslovu:
<http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm>
35. Hudson M. (2008). Fading Baltic miracle. *The magazine of international economic policy, Winter issue*, 74-78. Najdeno 12. decembra 2010 na spletnem naslovu:
<http://www.international-economy.com/Winter2008archive.htm>
36. Hülsewig, O., Mayer, E., & Wollmershäuser, T. (2005). *Bank loan supply and monetary policy transmission in Germany: An assessment based on matching impulse responses* (Working paper No. 1380). Munich: CESifo group.
37. International monetary fund. (2010). *Meeting new challenges to stability and building a safer system*. (Global financial stability report-statistical appendix). Washington: International monetary fund.
38. Koyama, Y. (2010). Economic crisis in New EU member states in Central and Eastern Europe: Focusing on Baltic states. *Romanian economic and business review*, 5(3), 31-55.
39. Kiss, G., Nagy, M. & Vonnak, B. (2006). *Credit growth in Central and Eastern Europe: Convergence or boom?* (MNB Working papers 2006/10). Budapest: Magyar nemzeti bank.
40. Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit cycles. *The Journal of Political economy*, 105(2), 211-248.
41. Mendoza, E., & Terrones, M. (2004). Are credit booms in emerging markets a concern? *International monetary fund - World economic outlook, chapter IV.*, 147-166.
42. Mohan, R. (2009, 23.april). Global financial crisis-causes, impact, policy responses and lessons. *Speech at the 7th annual India business forum conference*. London: Business school. Najdeno 20. aprila 2011 na spletnem naslovu:
<http://www.bis.org/review/r090506d.pdf>
43. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV založba.
44. Palić, M. (2007). *Analiza kreditne aktivnosti u Srbiji: Trend ili kreditni boom?* (Stručni rad broj 8) Beograd: Narodna banka Srbije.

45. Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG in Raiffeisen Centrobank AG. (2008, 15. september). *CEE banking sector report 2008*. Vienna: Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG and Raiffeisen Centrobank AG. Najdeno 8. marca 2011 na spletnem naslovu:
http://www.rzb.at/eBusiness/services/resources/media/1026359884948-1026359885014_1026067974202-511396645989197153-1-NA-EN.pdf
46. Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG in Raiffeisen Centrobank AG. (2009, 23. junij). *CEE banking sector report 2009*. Vienna: Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG and Raiffeisen Centrobank AG. Najdeno 8. Marca 2011 na spletnem naslovu:
http://www.rzb.at/eBusiness/services/resources/media/1026359884948-1026359885014_1026067924320_1026689962565-574060325146557957-1-38-EN.pdf
47. Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG in Raiffeisen Centrobank AG. (2010, 22. september). *CEE banking sector report 2010*. Vienna: Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG and Raiffeisen Centrobank AG. Najdeno 8. marca 2011 na spletnem naslovu:
http://www.rzb.at/eBusiness/services/resources/media/677051657971876801-677051657971876802_1026067974202_1027874455325_1027874650133-340710535099119323-1-10-EN.pdf
48. Rosenberg, C. B., & Tirpak, M. (2008). *Determinants of foreign currency borrowing in the New member states of the EU* (IMF working paper 08/173). Washington: IMF.
49. STA/EI. M. (2008, 14. oktober). Neomejeno jamstvo za bančne in hranilniške vloge v noveli zakona. Najdeno 7. decembra 2010 na spletnem naslovu:
<http://www.delo.si/clanek/69107>
50. Statistični urad Republike Slovenije. (2009, 21. Junij). *Paritete kupne moči (PKM) in bruto domači proizvod (BDP) na prebivalca po standardih kupne moči (SKM)*, 2009-kratkoročna napoved. Ljubljana: Statistični urad RS.
51. *Swiss national bank*. Najdeno 22. aprila 2011 na spletnem naslovu:
<http://www.tradingeconomics.com/switzerland/indicators>
52. Šuler, T. (2007). *Kreditna aktivnost slovenskih bank in njeno financiranje* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
53. Ugovšek, J. (2009, 11. februar). Avstrija: EU naj vzhodni Evropi nameni 150 milijard evrov. *Finance*. Najdeno 16. decembra 2010 na spletnem naslovu:
http://www.finance.si/237689/Avstrija_EU_naj_vzhodni_Evropi_nameni_150_milijard_evrov
54. UniCredit Bank Austria AG. (2011). *CEE Banking outlook*. Vienna: UniCredit Bank Austria AG. Najdeno 22. aprila 2011 na spletnem naslovu:
<http://www.bankaustria.at/en/open.html?opencf=/en/26549.html>