

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA PONUDBE BANČNIH DEPOZITOV V IZBRANIH  
SREDNJEEVROPSKIH DRŽAVAH**

Ljubljana, september 2006

MARTINA ERIKA TURŠIČ

## **IZJAVA**

Študentka Martina Erika Turšič izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Boštjana Jazbeca, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 05. 09. 2006

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>1</b>	<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>FINANČNI SISTEM .....</b>	<b>2</b>
2.1	FINANČNE INSTITUCIJE .....	2
2.1.1	<i>Depozitni finančni posredniki .....</i>	<i>3</i>
2.1.2	<i>Nedepozitni finančni posredniki .....</i>	<i>4</i>
2.2	FINANČNI TRGI .....	5
2.3	FINANČNI INSTRUMENTI .....	5
<b>3</b>	<b>VRSTI FINANČNIH SISTEMOV IN TRŽNE NEPRAVILNOSTI.....</b>	<b>5</b>
3.1	BANČNO IN TRŽNO GOSPODARSTVO.....	6
3.2	RAZLIKE MED BANČNIM IN TRŽNIM FINANČNIM SISTEMOM.....	7
3.3	NEPRAVILNOSTI NA FINANČNIH TRGIH.....	9
<b>4</b>	<b>ANALIZA POVEZAV MED FINANČNIMI POSREDNIKI IN GOSPODARSTVOM.....</b>	<b>10</b>
4.1	GRAFIČNA ANALIZA POVEZAV .....	10
4.2	TRANSMISIJSKI MEHANIZEM DENARNE POLITIKE .....	13
4.2.1	<i>Model IS-LM .....</i>	<i>13</i>
4.2.2	<i>Model CC-LM .....</i>	<i>14</i>
4.2.3	<i>Vpliv monetarne politike na količino depozitov .....</i>	<i>16</i>
<b>5</b>	<b>KAZALNIKA FINANČNE STRUKTURE .....</b>	<b>17</b>
5.1	FINANČNO POSREDNIŠTVO.....	17
5.1.1	<i>Kreditne institucije .....</i>	<i>18</i>
5.1.2	<i>Institucionalni investitorji .....</i>	<i>18</i>
5.2	RAZVITOST KAPITALSKEGA TRGA .....	19
<b>6</b>	<b>ANALIZA PONUDBE BANČNIH DEPOZITOV V IZBRANIH SREDNJEVROPSKIH DRŽAVAH .....</b>	<b>21</b>
6.1	DOHODEK PREBIVALSTVA .....	21
6.2	OBREŠTNA MERA NA DEPOZITE IN POSOJILA TER BANČNO FINANČNO POSREDNIŠTVO .....	22
6.2.1	<i>Analiza stopnje finančnega posredništva .....</i>	<i>24</i>
6.3	DONOSI ALTERNATIVNIH NALOŽB.....	28
6.3.1	<i>Donosi iz pokojninskega zavarovanja .....</i>	<i>29</i>
6.3.1.1	<i>Tristebrni pokojninski sistem .....</i>	<i>30</i>
6.3.1.2	<i>Razlike v pokojninskih sistemih med izbranimi državami .....</i>	<i>32</i>
6.3.1.3	<i>Staranje in transmissijski mehanizem monetarne politike.....</i>	<i>34</i>
6.3.2	<i>Donosi iz vzajemnih skladov .....</i>	<i>34</i>
6.3.2.1	<i>Dejavniki rasti vzajemnih skladov.....</i>	<i>35</i>
6.3.2.2	<i>Struktura vzajemnih skladov .....</i>	<i>36</i>
6.3.2.3	<i>Vzajemni skladi in kapitalski trgi .....</i>	<i>37</i>
6.3.3	<i>Donosi iz zavarovanj.....</i>	<i>38</i>
6.3.3.1	<i>Vrste in analiza zavarovanj.....</i>	<i>38</i>
<b>7</b>	<b>SKLEP .....</b>	<b>41</b>
	<b>LITERATURA .....</b>	<b>43</b>
	<b>VIRI .....</b>	<b>45</b>



# 1 UVOD

Proces prehoda iz planskega v tržno gospodarstvo je v bivših socialističnih državah povzročil pomembne spremembe na ekonomskem, političnem in socialnem področju. Tradicionalno bančništvo še vedno predstavlja temelj finančnega sistema v teh državah, vendar nekateri ekonomisti menijo, da le-to izgublja pomembnost v primerjavi z nebančnimi finančnimi posredniki, kar naj bi pomembno vplivalo na zmanjševanje vloženi depozitov v bankah. Na tem mestu se porajajo vprašanja, ali bodo banke sposobne preživeti veliki val finančne liberalizacije, ki odpira vrata poplavi novih finančnih posrednikov in finančnih instrumentov, ki konkurirajo bankam v boju za denar s strani javnosti.

Za izbrano tematiko diplomskega dela sem se odločila, ko sem med prebiranjem ekonomske literature zasledila članek *A Simple Model of Money, Credit and Aggregate Demand* avtorjev Dala in Haldana (1993). Tako sem si za temeljni cilj zastavila analizo vplivov na ponudbo depozitov v štirih izbranih srednjeevropskih državah, in sicer na Češkem, Poljskem, Madžarskem in v Sloveniji, ki jih v nadaljevanju označujem s CEC-4 (*Central European Countries-4*). Namen diplomskega dela pa je preučitev strukturne spremembe varčevanja prebivalstva v CEC-4, na kar predvsem vpliva rast nebančnih finančnih posrednikov.

Struktura diplomskega dela bo naslednja. Uvodu sledi drugo poglavje, v katerem bom predstavila teoretični okvir finančnega sistema in njegove pripadajoče sestavne dele. Najpomembnejši del finančnih institucij, finančne posrednike, pa bom podrobneje razložila, saj so bistvenega pomena za moje delo, le-ti namreč pomembno vplivajo na ponudbo depozitov v posameznih državah.

Nato se v nadaljevanju osredotočim na značilnost finančnega sistema, ki je povezana predvsem s financiranjem podjetij. Raziščem pogoje in razlike med dvema vrstama finančnih sistemov, to je bančno in tržno orientiranih sistemov. Raziskave kažejo, da se evropske države, med njimi tudi obravnavane CEC-4, nagibajo iz bančnega v tržno gospodarstvo. Nato pa sem še nekaj besed namenila nepopolnostim na finančnih trgih, zaradi katerih nastane potreba po finančnih posrednikih.

Analizo povezav med finančnimi posredniki in gospodarstvom obravnavam v četrtem poglavju, v katerem opišem Dale-Haldanov model (1993), ki definira ponudbo depozitov od odvisnosti štirih pojasnjevalnih spremenljivk, ki jih podrobneje analiziram v šestem poglavju. Še prej pa predstavim razvitost finančnega posredništva in kapitalskega trga, ki pomembno vplivata na ponudbo depozitov. Zadnje poglavje je sklepno; v njem na kratko povzamem temeljne ugotovitve celotnega diplomskega dela.

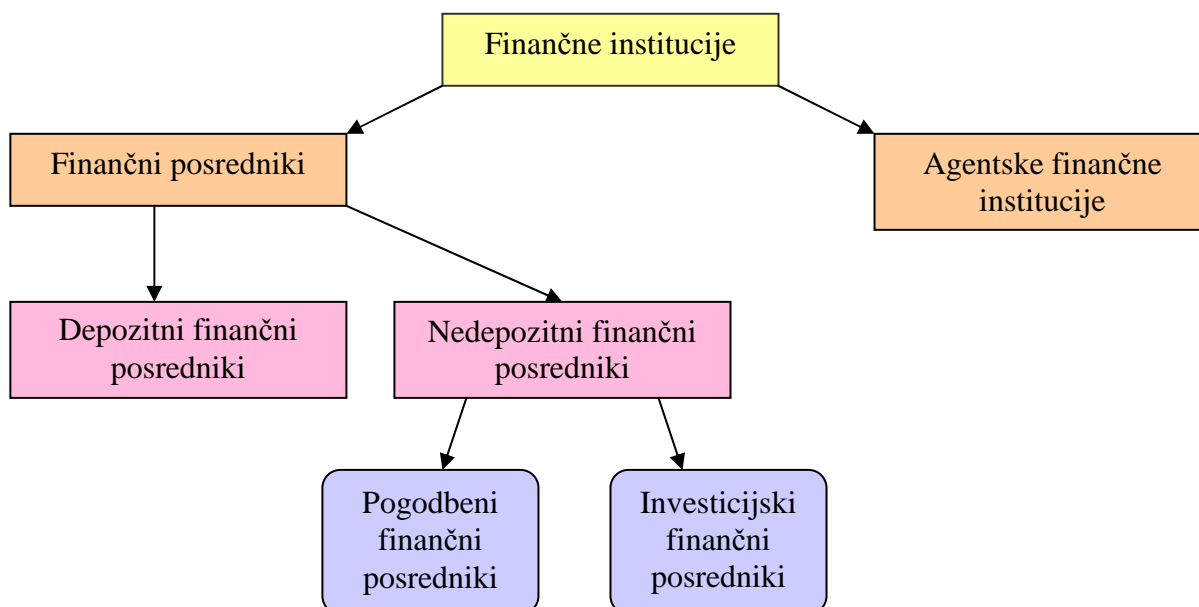
## 2 FINANČNI SISTEM

Finančni sistem je pomemben del vsakega narodnega gospodarstva. V tem poglavju bom predstavila sestavne dele finančnega sistema, in sicer finančne institucije, finančne trge in finančne instrumente, katerih naloga je, da vzpostavijo čim učinkovitejši prenos prihrankov od varčevalcev k investitorjem. Mnogi enačijo finančno strukturo s finančnim sistemom, vendar naj bi bila finančna struktura kvantifikacija finančnega sistema posameznega gospodarstva (Ribnikar, 2003, str. 189).

### 2.1 Finančne institucije

V finančni ekonomiji imenujemo podjetja, ki se ukvarjajo s finančnimi posli (torej proizvajajo in ponujajo finančne oblike in/ali storitve) finančne institucije.

Slika 1: Delitev finančnih institucij po funkcionalnem načelu



Vir: Ribnikar, 2003, str. 229.

Finančne institucije delimo na finančne posrednike in agentske finančne institucije. Slednje imenujemo tudi institucije trga vrednostnih papirjev, med katere uvrščamo tako borzne posrednike kot tudi borzne trgovce,<sup>1</sup> ki so specializirani za trgovanje z vrednostnimi papirji, in investicijske banke, ki pomagajo podjetjem pri emisiji vrednostnih papirjev. Opravljajo neposredni prenos finančnih prihrankov, ko varčevalci sami neposredno prenašajo finančne presežke na končne povpraševalce po prihrankih.

<sup>1</sup> Izraz borzni posrednik (*broker*) opredeljuje osebo, ki posreduje v svojem imenu in za tuj račun pri nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev na borzi, za kar mu pripada provizija. Na drugi strani pa borzni trgovec (*dealer*) v svojem imenu in za svoj račun izvaja nakupe ali prodaje vrednostnih papirjev, njegov zaslužek je v tem primeru razlika med prodajno in nakupno ceno vrednostnih papirjev. S sklenitvijo pogodbe z borzo lahko postane vzdrževalec trgov oziroma ponudnik likvidnosti (*market maker*), le na newyorški borzi se imenuje specialist.

Nasprotno pa se privarčevana sredstva posredno prenesejo prek finančnih posrednikov, ki omogočajo lažjo in bolj racionalno distribucijo prihrankov v gospodarstvu. Nadalje jih delimo na depozitne in nedepozitne finančne posrednike, odvisno od tega, ali zbirajo finančna sredstva z bančnimi vlogami ali ne.

### 2.1.1 Depozitni finančni posredniki

Med depozitne finančne institucije sodijo banke, hranilnice (*savings banks*), kreditne zveze (*credit unions*), vzajemne hranilnice (*mutual savings banks*) in podobno. V Sloveniji so prisotne le banke in hranilnice, med njimi večinoma banke, zato bom v nadaljevanju za depozitne finančne institucije uporabljala izraz banke. Le-te lahko na podlagi zbranih depozitov odobrijo posojila deficitnim celicam, ki iščejo in potrebujejo denar, s tem pa povečujejo gospodarski produktivni potencial.

Z leti se spreminjajo mnenja raziskovalcev, kaj banke počno in kaj je njihova posebnost, da se ločijo od drugih finančnih posrednikov. Tako na primer Diamond (1984) poudarja, da je naloga bank predvsem **nadzor** (*monitoring*) **posojilodajalcev** v imenu posojilodajalcev, ki si na ta način zmanjšajo svoje investicijsko tveganje in informacijske stroške. Banke so torej zmožne izvajati nadzor bolj učinkovito, predvsem za večjo skupino investitorjev, saj razpršijo posojila med številne celice s primanjkljajem in tako bolje absorbirajo slabe kredite, kot bi jih lahko individualne celice s presežkom. Vendar pa ne pojasni dejstva, da lahko tudi drugi finančni posredniki enako profitirajo, če razpršijo svoje premoženje (Rother, 1999, str. 5).

Nasprotno pa se na desni strani bilančne premoženjske bilance ustvarja **likvidnost**, katero pojasnita Diamond in Dybvig (1983), ki trdita, da banke financirajo nelikvidna posojila z likvidnimi depoziti, ki imajo krajšo ročnost do dospelja kot posojila. Posebnost banke prikažeta kot kvalitativno transformacijo sredstev, torej kot zmožnost transformacije likvidnosti (kratkoročnosti sredstev) v optimalno nelikvidnost (dolgoročnost sredstev) v svojem premoženju (Bossone, 2000, str. 8).

Fama (1985) meni, da posebnost bank izvira iz **integracije kreditnih in likvidnostnih funkcij**. V primeru da ima določen kreditojemalec pri banki depozit, lahko banka nadzira gibanje depozitov in s tem pridobi potrebno informacijo o posojilodajalcu, kateremu lahko na podlagi pozitivnih informacij odobri posojilo (Bossone, 2000, str. 9). Posebna vloga banke se tako izkaže v pridobivanju informacij o posameznikih in posledično v zmanjšanju kreditnih tveganj.

Novost doda Hicks (1989), ko opredeli posebno bančno sposobnost kot zmožnost banke, da posoja depozite prek posojil brez odrekanja lastnega denarja. S tem se ji povečajo njene obveznosti do prebivalstva in drugih sektorjev, na ta način pa banka kot edina finančna institucija **ustvarja denar**. Njena posebnost je torej zmožnost ustvarjanja denarja v obliki dolžniških terjatev, katere gospodarstvo porabi za proizvodnjo (Bossone, 2000, str. 12). Predstavljena shema o opisani sposobnosti bank sledi v nadaljevanju diplomskega dela (glej poglavje 4 na str. 10–12).

## 2.1.2 Nedepozitni finančni posredniki

Nedepozitne finančne institucije oziroma institucionalne investitorje delimo na dve podskupini, in sicer na pogodbene in investicijske finančne institucije. Prvi na podlagi sklenjenih pogodb zagotavljajo različne vrste izplačil denarnih zneskov. Na pasivi premoženjske bilance imajo obveznosti, ki izhajajo iz sklenjenih zavarovalnih ali pokojninskih pogodb, na aktivih pa različne finančne naložbe (Ribnikar, 2003, str. 228). Njihova primarna naloga je izpolnjevanje pogodbenih obveznosti, vzporedna pa opravljanje finančnega posredništva. V to skupino spadajo zavarovalnice in pokojninski skladi, ki jih bom podrobneje obravnavala v poglavju 6.

Slika 2: Premoženjska bilanca pogodbene finančne institucije

AKTIVA	PASIVA
finančne naložbe	obveznosti iz sklenjenih zavarovalnih ali pokojninskih pogodb

Vir: Ribnikar, 2003, str. 228.

Druga podskupina nedepozitnih finančnih posrednikov so investicijski skladi. Prek njih lahko posamezniki naložijo svoje finančno premoženje posredno v vrednostne papirje. Varčevalcem nudijo strokovno upravljanje njihovih prihrankov in jim z diverzifikacijo portfelja omogočajo zmanjšanje tveganja. Veljavni zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1, 2002) pozna dve osnovni obliki investicijskih skladov. Prva oblika, investicijska družba, ima na pasivi svoje premoženjske bilance delnice, saj gre za zaprte investicijske sklade.<sup>2</sup> Druga odprta oblika investicijskega sklada,<sup>3</sup> vzajemni sklad, ima investicijske kupone. Na aktivih imajo različne portfelje vrednostnih papirjev, skladno s poslovno politiko posameznega sklada.

Slika 3: Premoženjska bilanca zaprtih in odprtih investicijskih skladov

investicijski skladi (zaprti)		investicijski skladi (odprti)	
AKTIVA	PASIVA	AKTIVA	PASIVA
vrednostni papirji	delnice	vrednostni papirji	investicijski kuponi

Vir: Ribnikar, 2003, str. 257.

<sup>2</sup> Pri nastanku zaprtih investicijskih skladov (*Investment trusts* (VB), *Closed-end funds* (ZDA)) se določi velikost sklada, torej število delnic ali certifikatov, ki kotirajo na borzi.

<sup>3</sup> Nasprotno velja za odprte investicijske sklade (*Unit trusts* (VB), *Open-end funds* (ZDA)), ki nimajo določene velikosti kapitala ali števila delnic. Tako lahko vsak dobi delnico sklada, če to želi. Njihove delnice ne kotirajo na borzi vrednostnih papirjev, pač pa so naložbe sestavljene iz vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzi (Ribnikar, 2003, str. 257).



## 2.2 Finančni trgi

Ribnikar (2003, str. 196–197) opredeli finančne trge kot mehanizem, ki omogoča prenos sredstev od celic s finančnim presežkom na celice s finančnim primanjkljajem. V literaturi se največkrat pojavlja delitev finančnih trgov na denarni trg in trg kapitala. Med seboj se ločita po ročnosti prenosa finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim celicam na finančnem trgu. Na trgu denarja se trguje s kratkoročnimi finančnimi instrumenti, na trgu kapitala pa z dolgoročnimi finančnimi naložbami, pri katerih je dospelost daljša od enega leta.

V praksi finančne institucije in finančni trgi niso razdvojeni, saj se z razvojem finančnega trga veča dostopnost investicijskih alternativ skozi finančno posredništvo, kar pozitivno vpliva na gospodarstvo. Poveča se namreč investicijska učinkovitost in zmanjšajo stroški transferja kapitala od začetnega posojilodajalca do končnega posojilojemalca (Rother, 1999, str. 5).

## 2.3 Finančni instrumenti

Finančni instrumenti predstavljajo finančni kapital. Delitev finančnih instrumentov po naravi terjatve loči vrednostne papirje na lastniške (delnice) in dolžniške (obveznice). Obstajajo tudi iz njih izvedeni vrednostni papirji, kot so opcije (*options*), zamenjave (*swaps*) in terminske pogodbe (*forwards, futures*). Lastniški vrednostni papirji predstavljajo trajni vložek v podjetje, ko lastnik instrumenta postane solastnik izdajatelja in je lahko upravičen do članskih (glasovalnih pravic) in drugih pravic (izplačila dividend). Na drugi strani pa obveznice predstavljajo dolg, ki mora biti poravnán ob dospelju. Pestrost finančnih oblik prispeva k večjemu varčevanju, pretoku in racionalnejši alokaciji finančnih prihrankov.

Kombinacijo med pričakovano donosnostjo in tveganjem posameznega instrumenta lahko finančne institucije spreminjajo, pri čemer lahko pri istem tveganju dosežejo večjo pričakovano donosnost ali pri isti pričakovani donosnosti manjše tveganje (Ribnikar, 2003, str. 180).

## 3 VRSTI FINANČNIH SISTEMOV IN TRŽNE NEPRAVILNOSTI

Pomembna značilnost finančnega sistema je povezana s tem, kako se podjetja zunanje financirajo, in glede na to ločimo gospodarstva na bančna in tržna. V tem poglavju bom opisala značilnosti, pogoje in razlike med bančnim in tržnim finančnim sistemom ter kazalnike, ki nakazujejo preoblikovanje sistemov v smer izpolnjevanja zahtev tržnega gospodarstva, kar je v zadnjem času izziv za obravnavane države v mojem diplomskem delu (Móré, 2002, str. 25). Na koncu pa sledi opis tržnih nepravilnosti, ki pomembno vplivajo na učinkovito delovanje trga v posameznem gospodarstvu.

### 3.1 Bančno in tržno gospodarstvo

Po vrsti financiranja subjektov ločimo gospodarstva z bančnim (Evropa, Japonska) ter tržno orientiranim finančnim sistemom (ZDA in Velika Britanija).<sup>4</sup> Pri prvem igrajo banke glavno vlogo pri prenosu privarčevanih sredstev, ki so na voljo posojilojemalcem, pri drugem pa se trgi vrednostnih papirjev pridružijo bankam pri zbiranju sredstev s strani javnosti. V praksi so finančni sistemi hibrid obeh, eni bolj nagnjeni na stran bank, drugi na finančne trge, a finančne inovacije se nagibajo k izbrisu ločevanja, predvsem z uporabo izvedenih finančnih instrumentov, s katerimi banke upravljajo tveganja (Llewellyn, 2006, str. 22).

Demirgüç-Kunt in Levine (1999) sta s pomočjo raznovrstnih finančnih kazalnikov analizirala finančne sisteme 150 držav in prišla do naslednjih ugotovitev. Finančni sistem postane bolj tržno orientiran v visoko dohodkovnih državah, v času rastoče ekonomske aktivnosti, torej ko so pogoji taki, da trgi vrednostnih papirjev delujejo aktivno in učinkovito, kar posledično povečuje število finančnih posrednikov. V takih pogojih lahko uspejo le velika in formalno organizirana podjetja, ki lahko generirajo informacije po nizkih stroških in ki so zmožna čim boljše izkoristiti prednosti ekonomije obsega, ter delujejo v okolju, v katerem veljajo dorečeni zakoni in transparentnost, zaščita delničarjev, dobri računovodski standardi in nizka stopnja korupcije. Kateri sistem prevladuje, je torej predvsem odvisno od zakonodaje, se pravi od tega, ali velja civilno (*civil law*) ali običajno pravo (*common law*), in od institucionalnega okolja posamezne države (Rajan, Zingales, 2003, str. 27). V primeru da velja nasprotna situacija, smo priča bančnemu sistemu.

Znotraj trenutno še vedno najbolj prisotnega bančno orientiranega sistema v evropskih državah sta se razvili dve smeri. Prva smer deluje v korist delničarjev (*shareholders*) in jo imenujemo anglosaksonski model. Druga smer pa prevladuje v celinski Evropi in daje prednost udeležencem v podjetju<sup>5</sup> (*stakeholders*) (Llewellyn, 2006, str. 21). Banke v anglosaksonskem modelu želijo maksimizirati delničarsko vrednost, torej želijo obdržati visoke cene svojih delnic z namenom zaščititi se pred sovražnimi prevzemi, s tem pa hkrati povečajo svojo moč, da so lahko tudi same prisotne v prevzemnih aktivnostih. Strategija listinjenja<sup>6</sup> (*securitization*) ustvarja presežek kapitala v bilanci stanja, ki se ga poplača lastnikom (Llewellyn, 2006, str. 24).

---

<sup>4</sup> V literaturi lahko zasledimo poleg izraza bančno orientirani sistem (*bank-based system*) tudi renski kapitalizem (*Rhenish Capitalism*) in sistem institucionalnih odnosov (*relationship-based system*). Za izraz tržno orientirani sistem (*market-based system*) pa lahko zasledimo še termin anglosaški kapitalizem (*Anglo-Saxon Capitalism*) ter sistem z manjšim medsebojnim vplivom med ponudnikom in povpraševalcem po finančnih sredstvih (*arm's length system*).

<sup>5</sup> Freeman (1984) k udeležencem v podjetju prišteva tudi konkurente posameznega podjetja. S tem se ne strinjajo Post, Preston, Sachs (2002), ki definirajo udeležence kot posameznike, ki želijo povečati svojo korist. V zadnjem času se v okviru tega termina šteje za udeležence tudi privatne lastnike (*shareholders*), poleg njih pa še vrsto drugih udeležencev, od vlade, menedžerjev, delavcev, strank, upnikov in podobno.

<sup>6</sup> Listinjenje je proces, ko se različna kreditna razmerja spreminjajo iz bančnih kreditov v oblike vrednostnih papirjev. Tako se povečuje ponudba različnih vrst dolžniških vrednostnih papirjev, ki so lahko prirejeni posameznikovim željam. Uporablja se za spreminjanje nelikvidnih obveznosti v bolj likvidne oblike.

### 3.2 Razlike med bančnim in tržnim finančnim sistemom

Rajan in Zingales (2003, str. 13–21) v svojem članku Banks and Markets analizirata razlike med bančnim in tržnim gospodarstvom, s katerimi želita preveriti prednosti in slabosti vpeljave posameznega sistema v gospodarstvo.

#### 1. Odziv na cenovne signale

V bančnem sistemu so po navadi prisotni nejasni cenovni signali, saj sistem ne posveča dovolj pozornosti dogajanju na trgu. Cene odražajo premalo informacij, kar lahko posledično vodi v drage in napačne investicijske odločitve. Podjetja v takem primeru dosegajo nižji Tobinov  $q$ ,<sup>7</sup> ki predstavlja približek podjetniškim oportunitetnim priložnostim. Na drugi strani pa tudi tržni sistem ne alocira resursov popolnoma učinkovito zaradi problema agentskih stroškov.

#### 2. Občutljivost na mehurčke (bubbles)

Izkušnje kažejo, da je pretirano posvečanje pozornosti tržnim cenam tudi škodljivo. Primer iz prakse lahko najdemo v bančnem gospodarstvu, na Japonskem v osemdesetih letih, kjer je mehurček nastal na podlagi cen zemlje. Japonske banke niso reagirale neposredno na cene vrednostnih papirjev, temveč so povečale zavarovanja (*collateral*) na zemljo. Pok mehurčka na področju cen zemlje je japonsko gospodarstvo pahnil v visoke dolgove. V bančnem gospodarstvu občutljivost na mehurčke nastane na ravni celotnega gospodarstva, v tržnem pa na individualni (na primer le v zvezi z enim vrednostnim papirjem).

#### 3. Tržna moč

Korist tržnega sistema je predvsem povezana z velikostjo in diverzifikacijo potencialnega trga, saj veliki heterogeni trg z neomejenim številom igralcev povečuje konkurenco in s tem družbeno blaginjo.

#### 4. Nelikvidnost

Likvidnost bančnih obveznosti je izredno omejena, saj so sankcije v primeru želje po predčasni prekinitvi pogodbe o varčevanju lahko zelo ostre. Na drugi strani pa v primeru nezmožnosti bank, da bi zbrale poplačila od izdanih kreditov, le-ti postanejo nelikvidni. To je vzrok, da imajo bančno posredniške institucije visoka nelikvidna sredstva, dokler ne dobijo poplačanih obresti in glavnice.

---

<sup>7</sup> Tobin (1969) razvije kazalnik, ki primerja tržno vrednost delnic podjetja s stroški nadomestitvenega kapitala podjetja. Če je tržna vrednost enaka zabeleženim stroškom nadomestitvenega kapitala, znaša Tobinov  $q$  1. Tako je v primeru nizkega Tobinovega  $q$  tržna vrednost podjetja manjša v primerjavi s stroški kapitala, kar pove, da trg podcenjuje podjetje in je podjetje vredno več, kot je ocenjeno. Takrat podjetja ne bodo pripravljena izdajati novih delnic, iz tega sledi, da ne bodo vlagala v nove investicije, saj si tega ne bodo mogla privoščiti ( $M \downarrow \rightarrow P_{\text{delnic}} \downarrow \rightarrow \text{Tobinov } q \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$ ).

## 5. Tveganje

Bančni sistem omili šoke medčasovno, tako laže reši individualni kot sistemski šok. Da slednjega prepreči, »zdrava« podjetja intervenirajo in rešijo podjetja v težavah z namenom ohranitve zaupanja s strani javnosti v celotnem bančnem sektorju. Nasprotno pa v tržnem sistemu konkurenca nima želje po plačilu stroškov reševanja konkurentov, saj so ti stroški po navadi ogromni. Tak sistem temelji na tezi: »Ni treba, da vsi tonejo ali plavajo skupaj.« V primeru zadovoljivega javnega zaupanja imajo neprizadete zunanje institucije nadaljnjo neprekinjeno možnost investiranja in s tem oživitve sistema.

## 6. Vrste sredstev, ki jih financira posamezni sistem

Podjetja, ki za proizvodnjo potrebujejo veliko opredmetenih sredstev (*tangible assets*), večinoma posegajo po bančnih posojilih. V odsotnosti tržnih signalov o profitabilnosti je manj verjetno, da bodo nastali problemi pri pridobivanju posojil, saj so posojila dobro zavarovana z likvidnimi fizičnimi sredstvi. Na drugi strani pa se prek tržnega sistema financirajo podjetja z neopredmetenimi sredstvi (*intangible assets*).

## 7. Tipi podjetij

Z razvojem informacijske tehnologije se stroški ustvarjanja in zbiranja informacij zmanjšujejo, še posebej v večjih podjetjih, ki izkoriščajo večjo ekonomijo obsega. Na to vpliva predvsem organizacijska struktura v podjetjih, saj imajo večplastne hierarhije zmožnost producirati večje količine informacij kot majhna podjetja. Ni presenetljivo, da ima Velika Britanija z najbolj razvitim tržnim sistemom v Evropi večja podjetja kot katera koli druga evropska država.

## 8. Dostopnost informacij

Tržni sistem je učinkovitejši, ko je na voljo več javno dostopnih informacij, ko so v gospodarstvu prisotna večja in bolj formalno organizirana podjetja ter je na voljo večja izbira finančnih sredstev. V bančnem sistemu pa se informacije generirajo prek pogodb, za katere vedo le pri tem udeležene osebe.

## 9. Politični nadzor

Narava bančnega sistema omogoča lažje raznovrstne državne posege, ki nadzorujejo konkurenco, nudijo depozitno jamstvo in podobno. V omejenem okolju finančni posredniki potrebujejo vladni nadzor, da so v očeh javnosti sprejeti kot zanesljivi.

Mnogi so mnenja, da se mora Evropa gibati proti tržnemu sistemu, in tako Llewellyn (2006, str. 26) opredeli pritiske, ki vodijo Evropo v bolj tržno orientirani sistem:

1. globalizacija trgov, ki odpira vrata tuji konkurenci,
2. razvoj in nadaljnje večanje globine enotnega evropskega kapitalskega trga, ki omogoča izkoristiti prednosti ekonomije obsega in povečane učinkovitosti,
3. večje število sredstev se akumulira v institucije, s čimer bo potrebna sprememba vloge institucionalnih menedžerjev, da bodo postali bolj predrzni v svojih strategijah,

4. rezultat regulatorne arbitraže,<sup>8</sup> ki vodi v še bolj intenzivno regulacijo bank, kar odvrča podjetja od financiranja prek bank in posledično le-ta raje posegajo na kapitalske trge,
5. razvoj informacijske in komunikacijske tehnologije veča učinkovitost in omogoča lažji in hitrejši dostop do trgov,
6. finančne inovacije, torej obstoj široke izbire finančnih instrumentov z različnimi karakteristikami, bodo še naprej povečevale atraktivnost trgov za različne finančne aktivnosti,
7. če postane strategija delničarske koristi prevladujoča, bo to še bolj vplivalo na vlogo trgov.

### 3.3 Nepravilnosti na finančnih trgih

Potreba po obstoju finančnih posrednikov se pojavi z nepopolnostmi na finančnih trgih, saj s svojim pojavom zmanjšujejo obseg posredovanih prihrankov. Z nepopolno informiranostjo med udeleženci na finančnem trgu se pojavi problem asimetričnih informacij, čredno obnašanje in strategija trenutne investicije. Mishkin (1995) analizira osem osnovnih ugank (*puzzles*) finančne strukture. Sedem izmed njih lahko razložimo z narobe izbiro (*adverse selection*) (Ribnikar, 2003, str. 189).

Asimetrične informacije diferenciram glede na principalovo naravo pomanjkanja informacij, in sicer situacijo skritih informacij in situacijo skritega delovanja (Allen, Santomero, 1999, str. 2). Situacija skritih informacij predstavlja konflikt med principalom in agentom (*principal-agent problem*), ko prvi spremlja delovanje drugega, vendar principalu primanjkuje informacij, na podlagi katerih se agent odloči o izbrani strategiji. Agent lahko uporabi dodatno informacijo za maksimiziranje svoje koristnosti nasproti interesom principala. V takšni situaciji informacija obstaja preden agent izvede dejanje, kar imenujemo narobe izbira. V praksi podoben primer zasledimo v upravljanju vzajemnega sklada. Recimo, da ima menedžer ekskluzivno informacijo o padajoči vrednosti določenega vrednostnega papirja, vendar bo na ljubo lastnikom kljub temu izvedel investicijo v omenjeni vrednostni papir, s čimer si bo zaslužil provizijo in povečal osebno koristnost na stroške lastnikov (Mamaysky, Spiegel, 2001, str. 7).

Termin skrito dejanje se nanaša na moralni hazard (*moral hazard*), ki opisuje situacijo, v kateri principal ne more nadzirati agentovega delovanja z ničelnimi stroški. V primeru da posojiljemalec pride do bančnega denarja v zameno za svojo obljubo, to ustvari veliko oportunističnih priložnosti agentu, da porabi denar za kaj drugega, kot je obljubil (Mamaysky, Spiegel, 2001, str. 7). Moralni hazard tako nastopi po odobritvi financiranja.

Oportunistično obnašanje agentov v situaciji skritih informacij ali moralnem hazardu producira Pareto inferiorni rezultat z manjšo blaginjo kot v optimističnem primeru simetričnih informacij. V Pareto optimalni situaciji namreč nobena druga pogodba ne more izboljšati koristnosti ene

---

<sup>8</sup> Regulatorna arbitraža je posledica razvoja finančnih inovacij na področju bančništva. Z njo banke iz svoje bilance izločijo manj tvegana sredstva in zanje zahtevajo visoke uteži pri izračunu kapitalskega tveganja. V ta namen se uporabljajo različne tehnike listinjenja in izvedeni finančni instrumenti.

strani, ne da bi se hkrati zmanjšala koristnost druge. Kjer veljajo asimetrične informacije, je možna le druga najboljša rešitev. Agentski stroški namreč predstavljajo zmanjšanje blaginje med prvo najboljšo (*first-best solution*) in drugo najboljšo rešitvijo (*second-best solution*) (Bernarczyk, Eichler, 2002, str. 8).

Še posebej na razvijajočih se trgih je precej nagnjenja k črednemu obnašanju (*herding behaviour*). Čredni nagon udeležencev na finančnih trgih destabilizira trg in povečuje volatilitnost finančnega sistema. Takšno obnašanje nastopi, ko se investitorji odzovejo na javno znano informacijo, na primer na nenadno povečanje obrestnih mer, s čimer postanejo delnice manj privlačna investicija. Taka sprememba vpliva na želje investitorjev, ki z opazovanjem drugih želijo tudi sami zmanjšati delež delnic v svojem portfelju (Bikhchandani, Sharma, 2000, str. 4).

Uporaba trenutne investicijske strategije (*momentum investment strategy*) je nagnjenje investitorjev k nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev, ki temelji na prejšnjih donosih izbranih vrednostnih papirjev, na primer nakup prejšnjih »zmagovalcev« in prodaja »poražencev« (Bikhchandani, Sharma, 2000, str. 5). Ta oblika črednega obnašanja ni racionalna glede na hipotezo učinkovitega trga, kjer tržne cene odražajo informacije. Taka trenutna investicija lahko pretirava v gibanju cen in s tem poveča volatilitnost na trgu. Seveda pa se sčasoma nove informacije vgradijo v cene delnic in s tem trenutna strategija postane racionalna.

Temeljno spoznanje tega poglavja je, da posledice nepravilnosti ovirajo učinkovito delovanje finančnih trgov, kar sta spoznala tudi Beck in Levine (2001, str. 1). V svojem članku omenjata, da veliko modelov poudarja, da se v primeru učinkovitega delovanja finančnih trgov in posrednikov izboljšajo informacije in znižajo transakcijski stroški, kar pospeši učinkovitejšo razporeditev resursov in dolgoročno rast. Še posebej je to pomembno v tržnih gospodarstvih, kjer se večina podjetij financira prek trgov.

## **4 ANALIZA POVEZAV MED FINANČNIMI POSREDNIKI IN GOSPODARSTVOM**

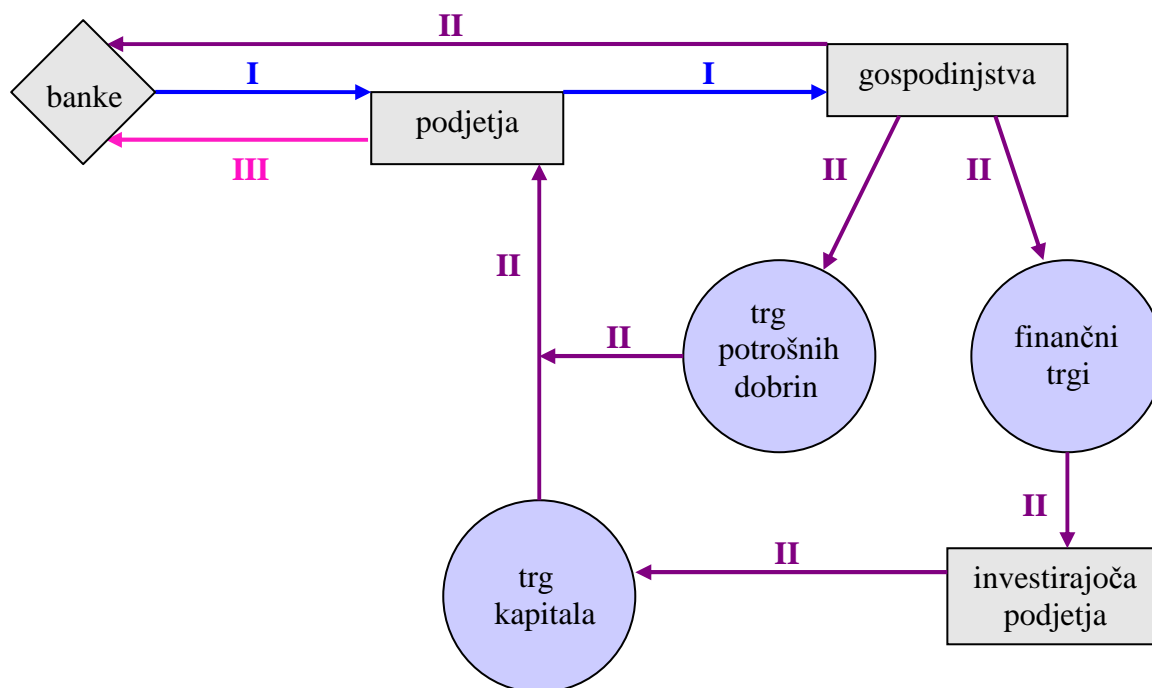
Med finančnimi posredniki banke v CEC-4 še vedno zavzemajo vodilno vlogo. Tako v okolju prevladujočih depozitnih institucij večina starejših analiz, ki obravnava finančne institucije, postavlja banke na prvo mesto. Predstavila bom Bernanke-Blinderjevo analizo (1988), ki je nastala v takšnih pogojih. Ali dobljeni rezultati njune analize veljajo tudi v današnjih pogojih, ko se je povečalo število drugih finančnih posrednikov, bom preverila v 6. poglavju.

### **4.1 Grafična analiza povezav**

Z integriranim pogledom na depozite, kredite, proizvodnjo in investicije v določenem gospodarstvu lahko razložim posebne funkcije bančništva in komplementarne vloge nedepozitnih finančnih institucij. Biagio Bossone (2000) namreč v svojem članku What Makes

Banks Special prikaže pristop krožnega toka (*circuit approach*), s katerim pojasni obnašanje posameznih ekonomskih subjektov.

Slika 4: Poenostavljena shema krožnega toka sredstev v določenem narodnem gospodarstvu



Vir: Bossone, 2000, str. 16.

V tržnem gospodarstvu sta prisotni dve temeljni skupini ekonomskih subjektov, in sicer gospodinjstva in podjetja. Ekonomska teorija šteje gospodinjstva za lastnike proizvodnih dejavnikov, svoje proizvodne dejavnike pa ponujajo podjetjem in so zato vir njihovih dohodkov. Podjetja pa so v poenostavljenem modelu tržnega gospodarstva ključni porabniki storitev proizvodnih dejavnikov, ki jih kupujejo na trgu. Dejanja teh ekonomskih osebkov se torej prepletajo. Če se med določenimi subjekti to prepletanje stalno ponavlja, pravimo, da sestavljajo sektor gospodarstva (Prašnikar, 1996, str. 32–33).

V shemi so tako prisotna podjetja, gospodinjstva, nebančni finančni posredniki ter bančni sektor, ki vključuje tako komercialne banke<sup>9</sup> kot tudi centralno banko države. Bančne funkcije in funkcije nedepozitnih finančnih posrednikov se lahko izvajajo tudi v eni instituciji,<sup>10</sup> a zaradi poenostavitve predpostavim, da so konceptualno različne in se tako funkcije izvajajo po ločenih enotah. Ekonomska aktivnost v krožnem toku traja le eno časovno obdobje (na primer eno leto), ki poteka v treh zaporednih fazah. Začetek krožnega toka se začne s tako imenovano začetno

<sup>9</sup> Komercialna banka je bančna institucija, ki se ukvarja s tradicionalnimi bančnimi posli, kot sta sprejemanje depozitov od fizičnih in pravnih oseb ter dajanje kreditov iz teh sredstev za svoj račun.

<sup>10</sup> Taka institucija je univerzalna banka, ki se ukvarja tako s komercialnim kot tudi z investicijskim bančništvom, kar pomeni, da sprejema vloge, daje posojila in posluje tudi z vrednostnimi papirji. Tako je banka hkrati denarni in nedenarni finančni posrednik oziroma ozka (*narrow bank*) ali široka banka (*broad bank*) (Ribnikar, 2003, str. 251).

fazo (oznaka I), sledi vmesni interval (oznaka II), tok sredstev pa se zaključi s končno fazo (oznaka III).

V začetni fazi imajo banke naloge, da izberejo primerne, kreditno sposobne kandidate med podjetji, katerim bodo posodile kredit za eno obdobje po različnih obrestnih merah, in jih tako oskrbijo s finančnimi sredstvi. Na drugi strani pa je naloga podjetij, da proizvedejo proizvode in/ali storitve, za kar potrebujejo kapital in delovno silo. S pridobitvijo kredita lahko podjetja najamejo gospodinjstva in tako nastane tok dohodkov od podjetij h gospodinjstvom. Podjetja s tem, ko zaposlujejo delovno silo in kapital, zadovoljijo povpraševanje po potrošnji in kapitalskih dobrinah s strani gospodinjstev in drugih podjetij.

Vmesni interval prikazuje situacijo, ko gospodinjstva svoj dohodek porabijo za nakup potrošnih dobrin in/ali za varčevanje pri finančnih institucijah. Diverzifikacija portfelja je odvisna od posameznikove naklonjenosti do tveganja in pričakovanih donosov. Delež dohodkov, ki je namenjen varčevanju, lahko vložijo v depozite pri bankah in/ali jih vložijo na kapitalske trge neposredno ali prek finančnih posrednikov. Podjetja, ki želijo investirati in za to potrebujejo dodatni kapital, lahko izdajo vrednostne papirje, ki jih ponudijo na trgu kapitala.

V zadnjem delu, zaključku kroga, podjetja porabijo dohodke od prodaje za poplačilo dolga banki, to je glavnico in pripadajoče obresti. Zaradi predpostavke, da krožni tok traja le eno obdobje, morajo podjetja ves svoj dolg poplačati in s tem se depoziti bank izničijo. Prav tako se mora ves dohodek vseh ekonomskih celic potrošiti ali investirati, da se krožni tok sredstev sklene.

V analizi, v kateri je gospodarstvo razdeljeno na zaporedne faze kot v opisanem poenostavljenem modelu, lahko nakažem ločljivost in pomembnost vloge bank in drugih finančnih posrednikov. Banke z injeciranjem novega denarja v gospodarstvo v obliki posojil zagotovijo, da se krog začne, torej ustvarijo likvidnost za financiranje proizvodnje. Finančni posredniki pa že obstoječo likvidnost alocirajo v investicije, pri čemer denar zberejo s pomočjo varčevalcev.

Zaradi svoje poenostavitve ima pristop krožnega toka dve pomembni pomanjkljivosti. Model je le enoperiodni in ne upošteva medčasovnega obnašanja. Ob začetku kroga se v gospodarstvo injicira kapital in ne dopušča dodatne akumulacije kapitala, ko krog že začne teči. Druga pomanjkljivost nastane, ker model ne upošteva novejših teorij o finančnih posrednikih, ki razlaga razvoj finančnih institucij kot odgovor na motnje (na primer informacijskih in transakcijskih stroškov), ki ovirajo konkurenco na finančnem trgu.

Bossone (2000) meni, da bodo banke ostale posebne, ker le one posojajo terjatve, ki so njihov dolg. Njegova študija prikazuje, da banke in nedepozitni finančni posredniki izvajajo komplementarno funkcijo, ki je bistvena za vsako gospodarstvo. Ali to drži tudi v praksi, bom na podlagi izbranih srednjeevropskih držav preverila v nadaljevanju.



## 4.2 Transmisijski mehanizem denarne politike

Finančni posredniki igrajo pomembno vlogo v transmisijem mehanizmu,<sup>11</sup> prek katerega vplivajo na realno gospodarstvo. Med njimi zavzemajo glavno vlogo banke, ki ustvarjajo povezavo med monetarnimi avtoritetami in nebančnim privatnim sektorjem. Mishkin (1997) razdeli transmisijske mehanizme na tri skupine, in sicer na tradicionalni učinek obrestne mere, na učinke cen drugih aktiv in na kreditni vidik (Ribnikar, 2000, str. 82). V nadaljevanju bom na kratko prikazala in povzela glavne ugotovitve dveh izmed mnogih modelov transmisijskega mehanizma monetarne politike, IS-LM, ki prikazuje učinek obrestne mere in modela CC-LM, ki prikazuje delovanje prek bančnih posojil.

### 4.2.1 Model IS-LM

V prvem, tradicionalnem modelu IS-LM, denarna politika prek obrestne mere vpliva na agregatno povpraševanje ( $M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$ <sup>12</sup>). Ta poenostavljeni model se osredotoča na pasivno stran bančne bilance, kjer sta notranji (*inside*) in zunanji denar<sup>13</sup> (*outside money*) nerazločljiva, torej ju obravnavamo kot popolna substituta. Na aktivni strani pa so posojila identična drugim finančnim instrumentom na trgu vrednostnih papirjev, kar pomeni, da so tako bančna posojila kakor tudi obveznice obravnavani kot popolni substituti (Mencinger, 1997, str. 22). Le od obrestne mere je odvisno, katerega izbrati.

Omenjeni rezultat, popolno nadomestljivost v pogojih popolnih informacij, tako na strani obveznosti kot na strani naložb banke, imenujemo Modigliani-Millerjev nepomembnostni teorem<sup>14</sup> (*irrelevance theorem*), kar pomeni, da je finančna struktura podjetja nepomembna. Nasprotno pa nova keynesianska teorija pravi, da so zaradi obstoja tržnih pomanjkljivosti (asimetričnih informacij) finančni trgi nepopolni in doseženo ravnotežje ni nikoli Pareto optimalno<sup>15</sup> (Chiades, Gambacorta, 2004, str. 2).

Preprosti model je definiran s pomočjo treh trgov, in sicer obvezniškega in denarnega trga ter trga blaga in storitev. Sestavljen pa iz dveh sektorjev, to sta nebančni privatni in monetarni sektor. V tem modelu finančni posredniki ne igrajo endogene vloge v transmisijem mehanizmu.

---

<sup>11</sup> S terminom transmisijski mehanizem denarne politike označujemo spremembe v gospodarski aktivnosti, ki jih povzroči dodatna količina denarja v obtoku.

<sup>12</sup> Povečanje denarja v obtoku ( $M$ ) vpliva na zmanjšanje obrestne mere ( $i$ ), kar spodbudi investitorje v večja vlaganja ( $I$ ) in to posledično vodi v višjo ekonomsko aktivnost gospodarstva ( $Y$ ).

<sup>13</sup> Gurley in Shaw (1960) vpeljeta delitev denarja na notranji denar, ki pomeni neposredno terjatev do nekoga v državi, in zunanji denar, ki je posredna terjatev do tujine (Ribnikar, 2003, str. 145).

<sup>14</sup> Modigliani in Miller (1958, str. 267–271) razvijeta teorem, ki pravi, da v odsotnosti davkov, stroškov bankrota in asimetričnih informacij ter v pogojih učinkovitega trga na vrednost podjetja ne vpliva način, kako se podjetje financira. V takih pogojih ni pomembno, ali se eno podjetje financira le z lastniškim kapitalom ali drugo hkrati tako z lastniškim kot tudi dolžniškim kapitalom, saj predpostavita, da je vrednost obeh podjetji enaka.

<sup>15</sup> Pareto Vilfredo (1840–1923) postavi načela učinkovitosti, ki se lahko uresničijo le v pogojih popolne konkurence (Tajnikar, 2001, str. 24). Ravnotežje je Pareto optimalno, če ne obstaja neko drugo, ki bi bilo boljše od obravnavanega ravnotežja po vseh kriterjih. Ekonomski sistem pa je Pareto učinkovit, če noben posameznik ne more biti na boljšem, ne da bi bil kdo drug na slabšem (Tajnikar, 2001, str. 48).

mehanizmu, zato je za mojo analizo pomembnejši razširjeni model, ki upošteva finančne posrednike.

#### 4.2.2 Model CC-LM

Opisani model sta nadgradila Bernanke in Blinder (1988, str. 435–439) v svojem t. i. modelu CC-LM, v katerem sta trgu blaga in storitev ter trgu denarja dodala poseben trg posojil ter razrahljala predpostavko o popolni nadomestljivosti med dvema vrstama bančnih naložb, med posojili in obveznicami. Nepopolna zamenljivost omogoča majhnim gospodarskim subjektom, da pridobijo potrebna posojila, ki si jih ne morejo privoščiti s financiranjem na finančnem trgu (Mencinger, 1997, str. 23). Z izkušnjami so torej ekonomisti spoznali pomembnost kreditnega kanala, prek katerega se monetarni šoki prenašajo v gospodarstvo.

Razširjeni model je v nadaljevanju določen z enačbami od (1) do (10), v katerih so prisotni trije sektorji, in sicer komercialne banke, nebančni privatni sektor in centralna banka. Bilance omenjenih sektorjev so podane v enačbah od (1) do (3). Iz enačbe (2) je razvidno, da banka izdaja knjižni denar prek obveznic, posojil in rezerv. Koliko bo imela banka posamezne vrste premoženja, je odvisno od donosnosti posameznega premoženja.

$$\begin{aligned} (1) \quad & \text{nebančni privatni sektor} && D^s = L^d + B^s \\ (2) \quad & \text{banke} && B^d + L^s + \left(\frac{1}{m}\right)D^s = D^d + R \\ (3) \quad & \text{centralna banka} && R = \left(\frac{1}{m}\right)D^s \end{aligned}$$

Namesto treh ta model definirajo štirje trgi, to so posojilni, denarni in obvezniški trg ter trg dobrin in storitev.

##### Trg posojil

$$\begin{aligned} (4) \quad & \text{povpraševanje po posojilih} && L^d = L^d \left( \begin{matrix} i \\ + \\ \rho \\ - \\ y \\ + \end{matrix} \right), \text{ kjer je } L_i^d > 0, L_\rho^d < 0, L_y^d > 0 \\ (5) \quad & \text{ponudba posojil} && L^s = L^s \left( \begin{matrix} i \\ - \\ \rho \\ + \\ R \\ + \end{matrix} \right), \text{ kjer je } L_i^s < 0, L_\rho^s > 0, L_R^s > 0 \end{aligned}$$

##### Trg denarja

$$\begin{aligned} (6) \quad & \text{povpraševanje po depozitih} && D^d = m R, \text{ kjer je } m > 0 \\ (7) \quad & \text{ponudba depozitov} && D^s = D^s \left( \begin{matrix} i \\ - \\ y \\ + \end{matrix} \right), \text{ kjer je } D_i^s < 0, D_y^s > 0 \end{aligned}$$

##### Trg dobrin in storitev

$$(8) \quad y = y \left( \begin{matrix} i \\ - \\ \rho \\ - \end{matrix} \right), \text{ kjer je } y_i < 0, y_\rho < 0$$

## Trg obveznic

(9) povpraševanje po obveznicah  $B^d = B^d(i, \rho, R)$ , kjer je  $B_i^d > 0$ ,  $B_\rho^d < 0$ ,  $B_R^d > 0$

(10) neto izdaja obveznic  $B^s = B^s(i, \rho, y)$ ,  $B_i^s < 0$ ,  $B_\rho^s > 0$  ali  $B_y^s < 0$ ,  $B_y^s > 0$

Legenda:

$L^D$  ... povpraševanje po posojilih

$L^S$  ... ponudba posojil

$D^D$  ... povpraševanje po depozitih oziroma ponudba denarja

$D^S$  ... ponudba depozitov oziroma povpraševanje po denarju

$B^D$  ... povpraševanje po obveznicah

$B^S$  ... ponudba obveznic

$y$  ... raven ekonomske aktivnosti oziroma bruto domači proizvod

$R$  ... stopnja rezerv

$m$  ... denarni multiplikator

$i$  ... obvezniška obrestna mera oziroma donos alternativne naložbe

$\rho$  ... posojilna obrestna mera

Bančni sektor povprašuje po depozitih privatnega sektorja (6), jim ponuja posojila (5) in investira v njihove obveznice (9). Bančna ponudba posojil (povpraševanje po obveznicah) je negativno (pozitivno) odvisna od donosa obveznic, pozitivno (negativno) od obrestne mere posojil in pozitivno (pozitivno) od stopnje rezerv. Pri centralni banki si banke sposojajo rezerve z namenom, da izpolnjujejo predpisano velikost obveznih rezerv, ki so odmerjene kot konstantni delež bančnih depozitov ( $R^{potrebne} = R^{obvezne} * R^{likvidnostne} = (\sigma * D) * R^{likvidnostne}$ ). Banka je vedno naklonjena razširitvi bilančne vsote do maksimalno dovoljene stopnje rezerv, ki jih mora držati v centralni banki. To se izraža v bančnem povpraševanju po depozitih v enačbi (6).

Obveznosti privatnega sektorja vključujejo dolgove bančnemu sektorju (4) in njihove neto izdaje obveznic (10), ki so uravnotežene z bančnimi depoziti (7). Povpraševanje po bančnih posojilih s strani privatnega sektorja (4) je odvisno od kreditne sposobnosti posameznih subjektov in je negativno odvisno od posojilne obrestne mere in pozitivno od obrestne mere na obveznice. Z Walrasovim zakonom<sup>16</sup> je ravnotežje na obvezniškem trgu podano z enačbama (9) in (10). Višji dohodek povzroči večje transakcijsko povpraševanje po denarju, višji donosi na obveznice pa ga znižujejo, saj povzročajo povečanje oportunitetnih stroškov držanja denarja. Zaradi poenostavitve modela sta avtorja depozitno obrestno mero obravnavala kot ničelno in tako izničila njen vpliv na ponudbo depozitov.

<sup>16</sup> Walras Leon je začetnik splošnoravnotežne analize, s katero je poskusil dokazati, da se v razmerah popolne konkurence cene svobodno oblikujejo na trgu, kar lahko hkrati pripelje vse trge v določenem gospodarstvu do ravnotežja (Tajnikar, 2001, str. 23).

Bernanke-Blinderjev model pravi, da se le v primeru znižanja obrestne mere obveznic poveča ponudba depozitov, a Dale in Haldane (1993) dodata, da je povpraševanje po denarju negativno odvisno tudi od obrestne mere posojil  $D^s = D^s(i, \rho, y)$ . Menim, da je ta dopolnitev Bernanke-Blinderjevega modela ustrezna, saj naraščajoče obrestne mere posojil silijo privatni sektor k čimprejšnjemu odplačilu najetih kreditov, pri čemer le-ta porabi sredstva, namenjena varčevanju. Njuna enačba ponudbe depozitov je ključnega pomena za moje diplomsko delo, v katerem bom preverila vse tri spremenljivke, poleg tega pa tudi depozitno obrestno mero, ki vplivajo na ponudbo depozitov v štirih srednjeevropskih državah (glej poglavje 6). Ali v ocenjenih predznakih ekonomska teorija sovпада s prakso, bom v nadaljevanju preverila s kvantitativnimi podatki omenjenih držav.

Na trgu dobrin je povpraševanje (8) določeno z dvema obrestnima merama,  $i$  in  $\rho$ , ki imata obe negativen predznak. V tem modelu se monetarna avtoriteta, centralna banka, obnaša eksogeno na naložbeni strani bank. Da poenostavim model, uvedem predpostavko, da javni sektor ni vključen v model, saj v tem primeru obveznice izdaja le privatni sektor, in tako znaša vladna potrošnja 0.

### 4.2.3 Vpliv monetarne politike na količino depozitov

Namen diplomskega dela je preučitev, od česa je odvisna ponudba depozitov, pri čemer igra pomembno vlogo tudi način vodenja monetarne politike, saj posledično vpliva na omejitve ali povečanje sprejema depozitov v poslovnih bankah.

Centralna banka v primeru vodenja ekspanzivne monetarne politike poveča ponudbo rezerv, kar omogoča bankam, da sprejmejo večji obseg depozitov s strani privatnega sektorja. Na strani naložb pa se poveča ponudba posojil in povpraševanje po obveznicah s strani bank, kar privede do povečanja bilančne vsote premoženjske bilance bank. Nasprotno pa naraščajoče investiranje povzroči padec tako posojilne kot tudi obvezniške obrestne mere, kar stimulira ekspanzijo dohodka. Torej velja  $M \uparrow \rightarrow \text{depoziti} \uparrow \rightarrow \text{posojila} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$ .

Slika 5: Poenostavljena premoženjska bilanca banke

AKTIVA	PASIVA	
Rezerve ( $R$ )	Depoziti ( $D$ )	
Posojila ( $L^s$ )		
Obveznice ( $B^D$ )		
↓	↓	↑ $R$

Vir: Bernanke, Blinder, 1988, str. 437.

Ekspanzivna denarna politika povzroči, da se poleg krivulje LM premakne tudi krivulja CC, saj večja količina denarja v obtoku deluje tudi skozi kreditni kanal, kar večja količino posojil, pri čemer je skupni učinek na dohodek ( $\partial y / \partial R > 0$ <sup>17</sup>) večji kot v standardnem modelu IS-LM.

<sup>17</sup> Izpeljavo dokaza si lahko ogledamo v prilogi.

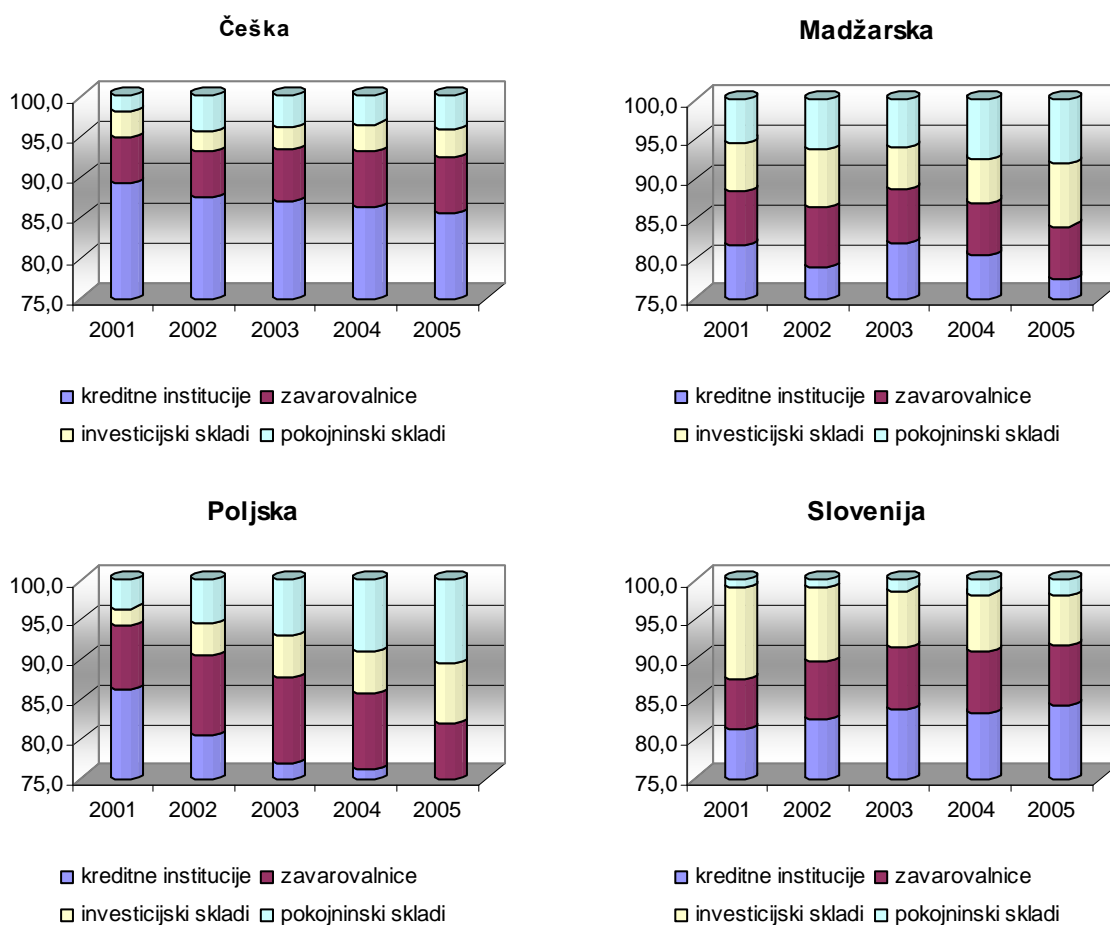
## 5 KAZALNIKA FINANČNE STRUKTURE

Kazalniki finančne strukture so razlikujejo tudi po državah s podobno ekonomsko razvitostjo, kot so na primer izbrane srednjeevropske države, v katerih je lahko prisoten različen pomen finančnih posrednikov ali tržne kapitalizacije (Ribnikar, 2003, str. 192). Ali to velja, bom preverila v nadaljevanju. Med finančnim posredništvom in ekonomsko rastjo lahko zasledimo povratno povezavo, saj finančno posredništvo prinaša le koristi in razvoj posameznemu gospodarstvu, sočasno pa večja ekonomska rast povzroča povpraševanje po finančnih storitvah v rastočih gospodarstvih (Rother, 1999, str. 6).

### 5.1 Finančno posredništvo

Relativna velikost posameznih vrst finančnih posrednikov je izražena z velikostjo premoženjske bilance (Ribnikar, 2003, str. 191), le-te pa primerjam v skupnih sredstvih vseh finančnih institucij. Struktura finančnega sektorja na Češkem, Madžarskem, Poljskem in v Sloveniji je v zadnjih dveh desetletjih izkusila drastične spremembe, ki so privedle do nastanka novih tipov institucij in posledično večje diverzifikacije udeležencev na trgu.

Slika 6: Struktura sredstev finančnega sektorja v štirih tranzicijskih državah od 2001–2005 (v %)



Vir: EU Banking Structures, 2005, str. 48–56; Lastni izračuni.

### 5.1.1 Kreditne institucije

Iz Slike 6 je moč razbrati očitno prevlado kreditnih institucij v vseh preučevanih državah, a iz podatkov lahko razberem, da se njihov delež glede na nebančne finančne posrednike iz leta v leto zmanjšuje, vendar skupna bančna sredstva ne padajo v absolutnih številkah, kar pomeni, da se vloga bank na trgu ne zmanjšuje. Med kreditnimi institucijami izstopajo banke, ostale institucije pa zavzemajo le marginalen delež.

S prevlado bančnega sektorja v gospodarstvu lahko uvrstimo vse obravnavane tranzicijske države med bančne ekonomije, kar pomeni, da je bančno financiranje podjetij relativno pomembnejše kot financiranje prek kapitalskega trga. Vse pa se trudijo okrepiti finančno posredništvo, saj po študijah sodeč to prinese državi le koristi in nadaljnji razvoj konkurence na finančnih trgih.

### 5.1.2 Institucionalni investitorji

Znotraj skupine nebančnega finančnega sektorja sem v analizo vključila investicijske sklade, zavarovalnice in pokojninske sklade, katerih skupni delež znaša le okoli 20 % (glej Sliko 6 na str. 17). Kljub hitri rasti v zadnjih letih ostaja nebančno finančno posredništvo še vedno na precej nižji ravni kot v ostalih manj razvitih državah Evropske unije (Grčija, Portugalska) (Stability and Structure of Financial Systems in CEC-5, 2002, str. 16).

Zavarovalnice so bile še leta 2001 drugi največji tip finančnih institucij v finančnem sektorju, lansko leto pa so na tem mestu ostale le še na Češkem in v Sloveniji. V preostalih dveh državah pa so jih prehiteli pokojninski skladi, saj je čas uvedbe pokojninske reforme pomembno vplival na razvoj teh nebančnih posrednikov (več v poglavju 6.3.1.1).

Iz Slike 6 je moč razbrati trend, da bo v prihodnosti prišlo do spremembe v alokaciji varčevanja med različnimi finančnimi posredniki, predvsem do realokacije sredstev iz bančnega sistema, kar bo posledično vplivalo na finančno strukturo in upravljanje tveganja v bilancah bank (Ageing and Pension System Reform, 2005, str. 11).

Tabela 1: Indeks EBRD reforme nebančnih finančnih institucij za obdobje 1999–2005

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Češka	3	3	3	3	3	3,3	3,7
Madžarska	3,3	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	4
Poljska	3,3	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Slovenija	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7

Vir: Transition Report 2005, str. 124–184.

Evropska banka za obnovo in razvoj (*European Bank for Reconstruction and Development – EBRD*) meri indeks reforme nebančnih finančnih institucij, ki ima skalo med 1 in 4+, ko doseže

največjo možno vrednost. V lanskem letu je zaznati izboljšanje reforme na Češkem in Madžarskem. Za nepremaknjeno stanje na tem področju pa je EBRD ocenila ostali dve, še najslabše Slovenijo. Iz tega sledi, da s pomanjkanjem reform na tem področju ni moč pričakovati večjega priliva sredstev v nebančne finančne institucije. Slovenija se mora predvsem osredotočiti na problem staranja prebivalstva in še bolj spodbuditi razvoj pokojninskih skladov.

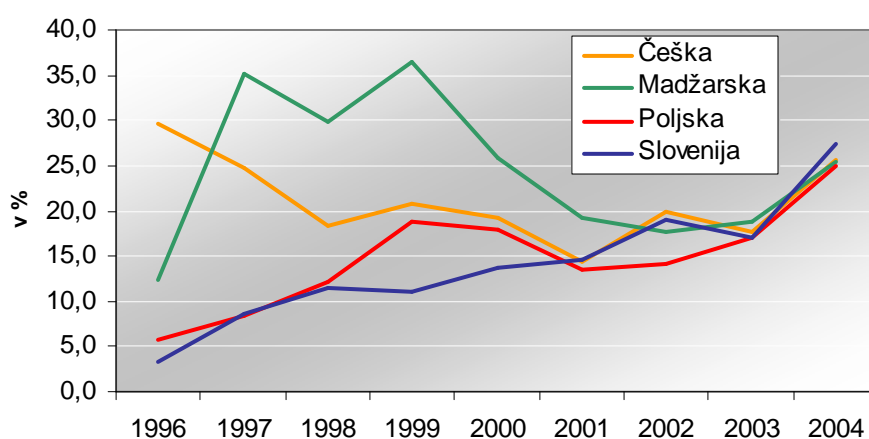
## 5.2 Razvitost kapitalskega trga

Ena izmed številnih raziskav, ki preverja vpliv financ na ekonomsko rast, je tudi Demirgüç-Kuntova in Levinova raziskava (1999), pri kateri sta ugotovila, da države z bolj razvitim finančnim sektorjem in likvidnim kapitalskim trgom dosegajo višjo ekonomsko rast. To pomeni, da morajo obravnavane države še več pozornosti usmeriti v to smer, da bodo še naprej rasle.

Prvo priložnost trgovanja na kapitalnem trgu so tranzicijske države dobile z začetkom privatizacijskega procesa. Na Češkem in v Sloveniji smo prebivalci prejeli lastniške certifikate, ki smo jih zamenjali za delnice podjetij, v tako imenovani voucherski privatizaciji. Na Poljskem in Madžarskem pa so izvedli privatizacijo od primera do primera (*case-by-case privatization*) (Bakker, Gross, 2004, str. 23). Obstoj razvoja trga dolžniških vrednostnih papirjev, denominiranih v domači valuti, pa je povezan z upravljanjem javnega dolga in procesom makroekonomske stabilizacije.

Kazalnik tržne ali borzne kapitalizacije, ki primerja obseg tržne kapitalizacije delnic podjetij (tržno vrednost) z BDP pokaže značilnost finančnega sistema posamezne države (Ribnikar, 2003, str. 191) in je eden izmed najrepresntativnejših kazalnikov razvitosti kapitalskega trga. Iz kazalnika je moč razbrati težnjo prehoda v tržno usmerjeno gospodarstvo.

Slika 7: Tržna kapitalizacija po državah v obdobju 1996–2004 (v % BDP)



Vir: Transition Report 2005, str. 124–184.

Iz razpoložljivih podatkov lahko razberem, da se tržna kapitalizacija v zadnjih letih povečuje, čeprav je na Češkem na nižji ravni kot leta 1996 in Madžarskem na nižji ravni kot leta 1999. Na

visoko, a precej volatilno tržno kapitalizacijo na Madžarskem v letih od 1996 do 2001 so pomembno vplivali tok tujega kapitala, neposredne tuje investicije (glej Tab. 2 v prilogi) in številni prevzemi, ki so temu sledili. Vendar pa je nastopu negotovega okolja na kapitalskem trgu pred letom 2001, ki sta ga povzročila poslabšanje delovanja kotirajočih podjetij na budimpeški borzi in zmanjšanje dobičkov blue-chip podjetij, sledilo pasivno tržno obnašanje velikih investitorjev, kar je povzročilo padec tako prometa kot cen delnic. Temu je sledil umik mednarodnih institucionalnih investitorjev, ki so s seboj prenašali velike zneske kapitala (Kun, 2001, str. 68). Ne morem reči, da je zaradi višje tržne kapitalizacije ta država primer večje finančne razvitosti, saj je povečanje trga lastniškega kapitala prisotno le začasno in tako le v kratkem času po relativni tržni kapitalizaciji prekosa ostale analizirane države, ki pa so lahko ekonomsko bolj razvite (Ribnikar, 2003, str. 193).

Na Češkem so v zgodnjih devetdesetih letih izvedli tako imenovano voucher privatizacijo, pri kateri so prodajali delnice za lastniške certifikate, to pa je povzročilo pospešen razvoj lastniškega trga, vendar je zaradi slabe regulacije začel delež tržne kapitalizacije močno upadati (Czech Fund Assets Surge, 2005, str. 5). Prevladujoči delež kuponov je bil centraliziran v investicijskih skladih, ki so delovali brez jasnih pravil glede zaščite investitorjev, nadzora in portfeljske diverzifikacije in v takih pogojih je bilo seveda prisotnih veliko tveganj (Hrnčir, 1992, str. 48). Tržne številke se v zadnjih letih sicer popravljajo in stalno naraščajo, kar nakazuje na izboljšanje zaupanja.

Na Poljskem in Madžarskem so najprej poskrbeli za primerno infrastrukturo in zakonodajo ter tako omogočili podjetjem, da so začela kotirati na borzi. Počasen pristop je pripeljal do boljše predstave borznih indeksov v obeh državah in do pozitivnega vpliva na razvoj delnic (Schardax, 2001, str. 43–44).

Vse države pa so še vedno na zelo nizki ravni tržne kapitalizacije. V Sloveniji so nekateri mnenja, da fiskalna politika ni vzpodbudila razvoja kapitalskega trga, saj so bile bančne obresti neobdavčene vse do 01. 01. 2005, kar pomeni, da so bile finančne naložbe obravnavane neenakovredno. Davčna politika je tako postavljala bančni sektor v privilegirani položaj v primerjavi s kapitalskim sektorjem. Poleg tega veliko oviro na trgu vrednostnih papirjev predstavlja majhnost slovenskega trga, nerazpoznavnost finančnih posrednikov v prostoru Evropske unije ter visoki stroški na enoto zaradi pomanjkanja ekonomije obsega.

Če povzamem, je obstoj aktivnega in učinkovitega kapitalskega trga bistvenega pomena pri doseganju stabilnosti korporativnega financiranja, ko postane izdaja lastniških vrednostnih papirjev bolj zaželen kot drago financiranje z bančnim kreditom. V vseh tranzicijskih državah je torej zaželen čim hitrejši in učinkovitejši razvoj kapitalskega trga, predvsem z razvojem novih finančnih trgov, kot je trg opcij, ki so predvsem namenjeni finančnim posrednikom.



## 6 ANALIZA PONUDBE BANČNIH DEPOZITOV V IZBRANIH SREDNJEVROPSKIH DRŽAVAH

Ogledali smo si kazalnika finančne strukture, ki pomembno vplivata na nadaljnjo analizo ponudbe depozitov. Le-ta temeljni na Bernanke-Blinderjevem modelu (1988), ki sta ga dopolnila Dale in Haldane (1993). Moj namen je preveriti, ali tudi v današnjih časih veljajo sledeči

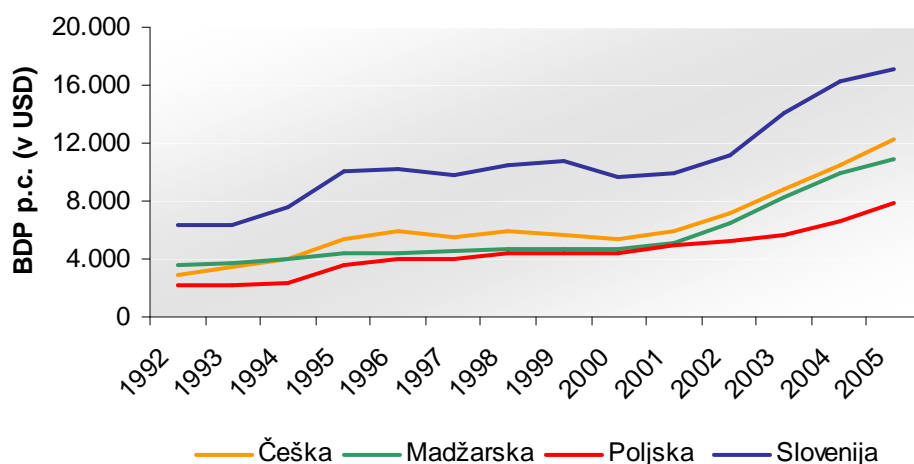
predznaki posameznih pojasnjevalnih spremenljivk  $D^s = D^s \begin{pmatrix} i, \rho, y, i_{DEP} \\ - \quad - \quad + \quad + \end{pmatrix}$ .

### 6.1 Dohodek prebivalstva

V obliki ekonomskih, socialnih in političnih sprememb so se tranzicijske države preobrazile iz centralnoplanskih v tržne ekonomije. Makroekonomski vpliv tranzicije je bil dramatičen, predvsem s padcem stopnje bruto domačega proizvoda in povečanjem inflacije (glej Tab. 1 v prilogi) (Denizer, Wolf, 1998, str. 4).

BDP na prebivalca se uporablja kot kazalnik ekonomskega razvoja. V višje dohodkovnih državah je finančno posredništvo večje, bolj učinkovito in bolj aktivno, kar z izvedeno analizo spoznata tudi Demirgüç-Kunt in Levine (1999). Tu je treba dodati, da je tranzicija v vseh državah prinesla spremembo v dohodkovni distribuciji, kar pomeni visoko neenakomerno porazdelitev dohodka in bogastva med prebivalstvom (Denizer, Wolf, 1998, str. 6).

Slika 8: Bruto domači proizvod na prebivalca (v USD)



Vir: Transition Report 2005, str. 124–184.

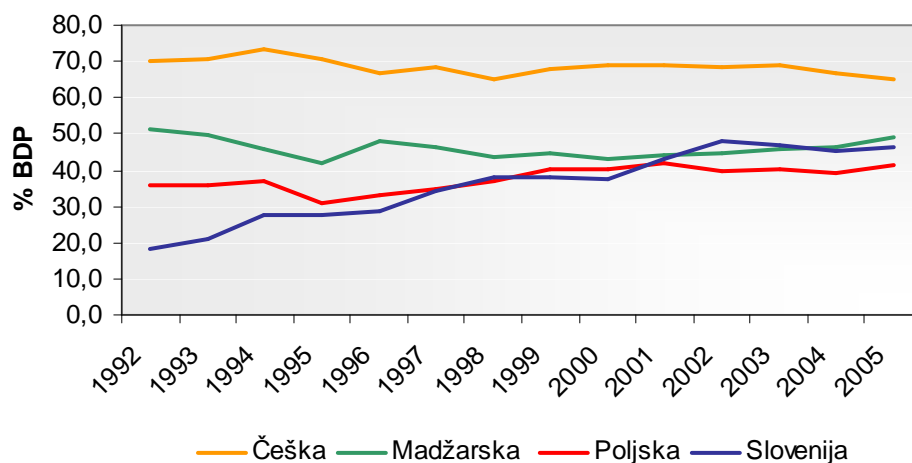
Izmed obravnavanih držav po merilih Svetovne banke le Slovenija spada med visoko dohodkovne države, kar je razvidno tudi iz zgornje slike. Precej konstantno gibanje dohodka na prebivalca se zazna v obdobjih 1992–1994 in 1996–2001. Po letu 2001 pa sledi precejšnja rast, vidno zaostaja le Poljska.

Naraščajoči dohodkovni položaj prebivalstva in s tem naraščanje življenjskega standarda bi morala, izhajajoč iz študij, imeti pomembno vlogo na povečanje varčevanja. Tu postavljam hipotezo, da se z naraščanjem BDP-ja povečuje varčevanje, vendar ne v bančne depozite, ki veljajo za manj tvegano naložbo z nizkimi donosi, temveč pride predvsem do premika v strukturi portfelja v bolj tvegane in donosne naložbe. Ali to velja in v katere naložbe se največ investira v posameznih državah, bom preverila v nadaljevanju.

## 6.2 Obrestna mera na depozite in posojila ter bančno finančno posredništvo

Depoziti veljajo poleg državnih obveznic za najbolj varno obliko naložbe varčevanja. Dohodek, ki ga prinašajo depoziti, imenujemo obresti. Za približek bančnim depozitom se vzela finančno poglobljanje, ki se meri kot razmerje med monetarnim agregatom M2 in BDP. V slovenski denarni agregat M2 so poleg agregata M1 (gotovina in vpogledne vloge) vključene tolarske vezane vloge pri bankah, vezane vloge države pri Banki Slovenije in tolarski vrednostni papirji (Bilten, 2005, str. 3–IV.).

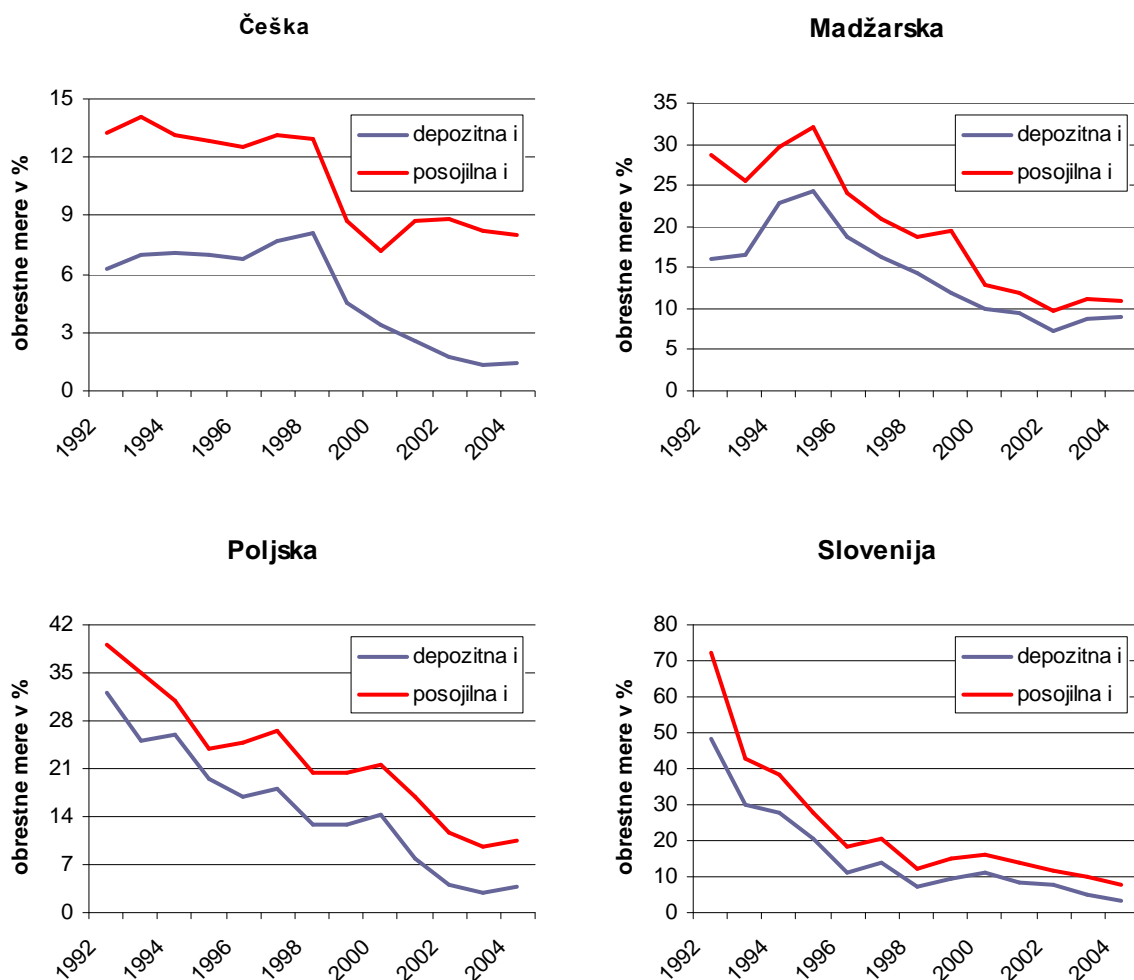
Slika 9: Finančno poglobljanje v izbranih državah od leta 1992 do 2005 (v % BDP)



Vir: Transition Report, 2005, str. 124–184.

Dinamiko lahko razberem iz krivulj, ki nakažejo, da je Slovenija v začetnem letu analiziranja podatkov startala z minimalne stopnje, M2 je dosegel stopnjo okoli 20 % BDP. A kasneje je finančno poglobljanje postopno naraščalo do leta 2002, ko je doseglo najvišjo stopnjo skoraj 50 % BDP-ja, nato pa je zopet padlo za nekaj odstotkov. Na drugi strani Češka z najvišjim startnim položajem, doseže že kar 70 % BDP, a od leta 2003 je navzoč trend upadanja. Poljska in Madžarska sta glede gibanja denarnega agregata M2 podobni, le da Poljska malo zaostaja za Madžarsko. Seveda sem do podobnih sklepov prišla pri že analizirani strukturi sredstev finančnega posredništva (glej Sliko 6 na str. 17).

Slika 10: Gibanje posojilnih in depozitnih obrestnih mer v obdobju 1992–2004 (v %)



Vir: Transition Report 2005, str. 124–184.

Na Poljskem in v Sloveniji je v preučevanem obdobju prišlo do padca tako posojilnih kot tudi depozitnih obrestnih mer. V zadnjem obravnavanem letu 2004 dosegata najnižjo depozitno obrestno mero, kar bi lahko vodilo individualne investitorje, da najdejo bolj donosne naložbe od tradicionalnih bančnih depozitov. Podobne razmere veljajo tudi v drugih dveh državah. Podatki nakazujejo, da se takšna predpostavka izkaže za pravilno, saj se delež nebančnih finančnih posrednikov v skupnih sredstvih povečuje, nasprotno pa se zmanjšuje delež bank (glej Sliko 6 na str. 17).

Potrjena je tudi Dale-Haldanova hipoteza o vplivu posojilne obrestne mere na ponudbo depozitov. To je dobro razvidno iz vrhov, ki so jih v posameznih letih dosegale posojilne obrestne mere. Najvišji vrh so dosegle na Madžarskem, ko se je obrestna mera v letih med 1993 in 1995 s 25,6 % povečala na 32,2 %, denarni agregat M2 pa padel z 49,6 % BDP na 41,9 % BDP. Nasprotno pa trenutni trend kaže na upadanje posojilne obrestne mere, kar naj bi pozitivno vplivalo na ponudbo depozitov, vendar se na drugi strani lahko posamezniki na račun manjših depozitnih obresti odločajo za vlaganje v alternativne naložbe.

Bančna obrestna marža je razlika med stroški financiranja (posojilno obrestno mero) in donosi varčevalcev (depozitno obrestno mero), kar se odraža v ravnovesju med povpraševanjem po kreditih in ponudbo depozitov. Obrestna marža je tako definirana kot kazalnik učinkovitosti bančnega sektorja, saj je glavna determinanta bančne profitabilnosti (Schardax, 2001, str. 39). Zmanjšanje obrestnih marž lahko delno izravna učinek neobrestnih prihodkov, ki nastanejo z razmahom univerzalnega bančništva (Móré, 2002, str. 32), torej z razvojem investicijskega bančništva, bančno-zavarovalniških in elektronskih storitev ter bančnih storitev prek telefona.

Razlogi za še nadaljnjo tradicionalno hranjenje denarja v bankah so poznavanje bank, zaupanje v bančni sistem, premajhna razvitost kapitalskega trga in s tem skromna ponudba alternativnih oblik varčevanja, relativno visoka donosnost bančnih depozitov v preteklosti<sup>18</sup> in do nedavnega neobdavčitev obresti v Sloveniji in na Poljskem. Dejstvo je, da so od 1. januarja 2005 obresti na depozite v Sloveniji obdavčene, vendar večina prebivalstva tega ne občuti, saj njihovi bančni depoziti niso tako visoki, da bi obresti presegle prag 300.000 SIT, in tako obdavčitev obresti prizadene predvsem premožnejše varčevalce.

Zniževanje tako nominalne kot realne obrestne mere je potrebno zaradi doseganja maastrichtskih konvergenčnih kriterijev, predvsem monetarnih,<sup>19</sup> ki so pogoj za vstop v ekonomsko in monetarno unijo (EMU).

### 6.2.1 Analiza stopnje finančnega posredništva

Razširjeno ekonometrično analizo globine finančnega posredništva je preveril Rother (1999, str. 3–29) s panelnimi podatki za devetnajst tranzicijskih držav (izmed CEC-4 vključuje vse razen Slovenije) od 1991 do 1997, dodatno pa je preveril še stacionalnost dolgoročnih vplivov dveh CEC-4 z najdaljšima dostopnima časovnima vrstama.

Ponudbeno stran banke (S) kot finančnega posrednika je avtor opredelil s funkcijo osmih pojasnjevalnih spremenljivk, in sicer

$$S = f\left(\underset{+}{obm}, \underset{-}{in\ f}, \underset{-}{slp}, \underset{+}{kap}, \underset{-}{rez}, \underset{+}{lastp}, \underset{-}{stk}, X^S\right),$$

<sup>18</sup> V Sloveniji so prisotne visoke obrestne mere do leta 2002, ko so še bile indeksirane po temeljni obrestni meri.

<sup>19</sup> Kriterij glede stabilnosti cen (inflacije) omeji stopnjo inflacije, ki mora biti blizu stopnji inflacije največ treh držav članic, ki so dosegle najboljše rezultate glede stabilnosti cen (inflacija ne sme presegati povprečja stopenj inflacije treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 1,5 odstotne točke). Naslednji kriterij pravi, da dolgoročna nominalna obrestna mera ne sme presegati za več kot 2 odstotni točki povprečja obrestnih mer treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije. Kriterij glede stabilnosti deviznega tečaja pa pomeni udeležbo v mehanizmu deviznih tečajev (*ERM II – Exchange Rate Mechanism II*) evropskega denarnega sistema z upoštevanjem normalnih mej nihanj deviznih tečajev in brez devalvacije valute do katere koli druge članice na lastno iniciativo vsaj 2 leti. Od preučevanih držav se je za enkrat le Sloveniji uspelo uvrstiti v ERM II, ostale države pa na to še čakajo.

kjer je:

*obm* = *obrestna marža*

Obrestna marža je razlika med posojilnimi obrestnimi merami (obrestnim dohodkom) in obrestnimi merami na depozite (obrestnim odhodkom), pri čemer se pričakuje pozitiven predznak.

*inf* = *pričakovana inflacija*

Inflacijska pričakovanja lahko vključujejo nekatere informacije o pričakovanjih v makroekonomski politiki in prihodnjem ekonomskem razvoju. Predvsem dolgoročna narava finančnih pogodb je odvisna od inflacijskih pričakovanj. Ponudba finančnih posrednikov je negativno odvisna od pričakovane inflacije.

*slp* = *slaba posojila*

Banke poskušajo izgube iz slabih posojil pokriti z dobički novo odobrenih kreditov, kar v dobrem scenariju celo poveča obrestno maržo, torej velja, da manjše število slabih posojil poveča posredniško aktivnost banke.

*kap* = *kapitalska ustreznost*

Z zadostno kapitalsko ustreznostjo, ki pozitivno vpliva na posredništvo, lahko banke dolgoročno posojajo privatnemu sektorju.

*rez* = *stopnja obveznih rezerv*

Banke lahko sprejmejo določeno količino depozitov glede na predpisano količino obveznih rezerv s strani centralne banke, ki vplivajo negativno.

*lastp* = *lastninske pravice*

Tudi zakonodaja v posamezni državi ima pomembno, in sicer pozitivno vlogo pri vplivu na finančno posredništvo.

*stk* = *stopnja koncentracije*

Na ponudbo finančnih posrednikov vpliva tudi tržna struktura, saj želijo banke v pogojih oligopola zmanjšati ponudbo posredništva, ker tako lažje požanjejo presežne dobičke.

$X^s$  = *ostale spremenljivke na ponudbeni strani posredništva*

Banke lahko omejijo aktivnost finančnega posredništva z medbančnim trgom. Tako v pogojih nezadostnih depozitov, pridobljenih s strani javnosti, banke izdajo kredite ena drugi in si na ta način pridobijo zadostno število depozitov.

Pri povpraševanju po bančnem finančnem posredništvu je avtor preveril vpliv osmih pojasnjevalnih spremenljivk, med katerimi je za tri preveril vpliv že na ponudbeni strani, dodal pa še pet novih:

$$D = f\left(\underset{+}{w}, \underset{-}{obm}, \underset{+}{i_{dep}}, \underset{-}{inf}, \underset{-}{C_{inf}}, \underset{-}{slp}, \underset{+}{kap}, X^D\right),$$

kjer je:

$w$  = premoženje oziroma dohodek

Večji dohodek prebivalstva pozitivno vpliva na povpraševanje po bančnem finančnem posredništvu.

$obm$  = obrestna marža

Na strani povpraševanja se spremeni pričakovani predznak, saj je prebivalstvo pripravljeno vlagati v depozite le, če je depozitna obrestna mera dovolj visoka, kar v primeru nizke posojilne obrestne mere znižuje obrestno maržo.

$i_{dep}$  = depozitna obrestna mera

Z večanjem depozitne obrestne mere postaja varčevanje v bankah bolj privlačno kot pri drugih nebančnih finančnih posrednikih.

$C_{inf}$  = stroški pretekle inflacije

Pomembno je tudi javno zaupanje v stabilnost domače valute, ki vpliva na povpraševanje po finančnih posrednikih. Večina v analizo vključenih tranzicijskih držav je v preteklosti občutila stanje hiperinflacije, zato se s počasnim tempom krepi zaupanje v domači finančni sistem. Hiperinflacija je vključena v spremenljivko stroški pretekle inflacije in naj bi imela negativen učinek.

$X^D$  = dodatne spremenljivke na strani povpraševanja

Eden izmed zajetih vplivov v tej spremenljivki je tudi nacionalno depozitno jamstvo, ki se razlikuje po višini v posamezni državi.

V primeru združitve obeh zgornjih enačb dobimo stopnjo finančnega posredništva, ki je v ravnotežju odvisna od vseh navedenih spremenljivk:

$$\text{stopnja finanč. posredništva} = h\left(\underset{+}{w}, \underset{+/-}{obm}, \underset{+/-}{i_{dep}}, \underset{-}{inf}, \underset{-}{C_{inf}}, \underset{-}{slp}, \underset{+}{kap}, \underset{-}{rez}, \underset{-}{stk}, \underset{+}{lastp}\right),$$

pri katerih makroekonomske dejavnike predstavlja prvih pet spremenljivk, ostale pa odražajo strukturno okolje finančnega posredništva.

Rezultati panelnih podatkov<sup>20</sup> so pokazali, da so statistično značilne spremenljivke tiste, ki najbolj vplivajo na zaustavitev globine finančnega posredništva,<sup>21</sup> to so pričakovana inflacija, delež slabih posojil v bančnih portfeljih in koncentracija bančnega sektorja. Manj statistično značilne spremenljivke pa so izkušnja pretekle inflacije, kapitalska ustreznost bank in stopnja obveznih rezerv.

Makroekonomska spremenljivka pričakovana inflacija pomembno vpliva na finančni razvoj. Nizka inflacijska pričakovanja oziroma stabilno makroekonomsko okolje spodbudi ekonomske subjekte, da vlagajo v dolgoročne finančne naložbe, kar poveča ponudbo in povpraševanje po finančnih posrednikih. Iz povedanega je moč razbrati, da nizka inflacija spodbuja finančno posredništvo in dolgoročno rast gospodarstva.

Med strukturnimi spremenljivkami so slaba posojila statistično značilna z negativnim vplivom, saj povečanje slabih posojil povzroči šibkejši razvoj finančnega posredništva. Visoka stopnja slabih posojil zmanjšuje zaupanje potencialnih varčevalcev, saj niso gotovi, da bodo prejeli poplačane pripadajoče obresti od vloženih depozitov, kar povzroči znižanje ponudbe depozitov. Hkrati pa to povzroči, da poskušajo banke povečati obrestno maržo, ki jo lahko uporabijo kot blažilec proti izgubam iz slabih posojil.

Tabela 2: Stacionarni rezultati Madžarske in Poljske

	Madžarska		Poljska	
	stat. znač.	ni stat znač.	stat. znač.	ni stat znač.
w	✓			✓
obm		✓		✓
i <sub>dep</sub>	✓		✓	
inf		✓		✓
C <sub>inf</sub>		✓	✓	

Vir: Rother, 1999, str. 25.

Analiza stacionarnosti<sup>22</sup> dolgoročnih vplivov v dveh tranzicijskih državah, Madžarski in Poljski, je pokazala, da je vpliv dohodka na stopnjo bančnega finančnega posredništva lahko pozitiven ali negativen, odvisno od ročnosti. Negativno povezavo je moč zaznati v spremembi dohodka na prebivalca na kratki rok, medtem ko so spremembe na dolgi rok pozitivne, kar je v skladu z ekonomsko teorijo. Zanimivo je, da se za statistično značilno izkaže le na Madžarskem, na

<sup>20</sup> Metoda panelnih podatkov je kombinacija presečnih podatkov in časovnih vrst. Takšna metoda omogoča opazovanje izbrane presečne enote po posameznih spremenljivkah v določenem časovnem obdobju. Dobljeni podatki so najbolj primerni za preučevanje dinamike sprememb določenega pojava.

<sup>21</sup> Globina finančnega posredništva (*depth of financial intermediation*) je razmerje med bančnimi domačimi terjatvami in BDP (Ribnikar, 2003, str. 191).

<sup>22</sup> V primeru stacionarnosti sta srednja vrednost in varianca opazovane časovne vrste konstantni, torej na njiju ne vpliva funkcija časa ( $f(t)$ ). Vrednost kovariance med dvema opazovanima točkama je tako odvisna le od časovnega odloga med tema dvema točkama (Gujarati, 2003, str. 797).

Poljskem pa povečan dohodek prebivalstva ne vpliva na stopnjo finančnega posredništva, vsaj na dolgi rok ne.

V primeru obrestne marže prevlada negativni predznak, torej visoka obrestna marža prepreči večanje globine finančnega posredništva, a v nobeni izmed analiziranih držav se spremenljivka ne izkaže za statistično značilno. Nasprotno pa velja za enega izmed sestavnih delov obrestne marže, depozitno obrestno mero, ki se izkaže za statistično značilno v obeh državah, seveda s pozitivnim vplivom. Pričakovana inflacija z negativnim predznakom ni statistično značilna v nobeni izmed obravnavanih držav, stroški pretekle inflacije pa le na Poljskem negativno vplivajo na dolgi rok in pozitivno na kratek rok. Empirična analiza kaže na rezultate, ki se ne ujemajo s teoretično razlago, ki predvideva da imajo stroški pretekle inflacije le negativen predznak.

### 6.3 Donosi alternativnih naložb

Realna donosnost bančnih depozitov je skoraj 0, zato je treba dolgoročno razmišljati o alternativnih naložbenih možnostih in spremeniti varčevalne navade. Novi varčevalni produkti so zanimiva oblika varčevanja, saj imajo večjo donosnost, vendar hkrati tudi večje tveganje. Če želijo banke obdržati prihranke v istem obsegu kot do sedaj, bodo morale razširiti svojo ponudbo.

Slika 11: Primerjava depozitov z alternativnimi naložbami

Kriteriji	Vezana vloga (depoziti)	Prostovoljno dodatno pokojninsko varčevanje	Vzajemni sklad	Klasično življenjsko zavarovanje	Naložbeno življenjsko zavarovanje
Pričakovana donosnost	nizka	zmerna	zmerna, visoka (odvisno od vrste sklada)	nizka, zmerna (odvisno od pripisanih dobičkov)	nizka, zmerna, visoka (odvisno od naložbene politike)
Zajamčena donosnost	da <sup>1</sup>	da	ne	da	da
Likvidnost	slaba	slaba	dobra	slaba	zmerna
Preglednost naložbe	dobra	zmerna	dobra	slaba	zmerna
Davčna obremenitev	zmerna	nizka	zmerna	zmerna, visoka <sup>2</sup>	zmerna, visoka <sup>2</sup>

Opombe:

1 – Pri dolgoročnih depozitih je lahko obrestna mera spremenljiva.

2 – Visoka davčna obremenitev, če je zavarovalna doba krajša od 10 let.

Vir: Vzajemci.com, 2006.



Pri izbiri kriterija naložbe je treba upoštevati tudi davčni vidik, saj države z nižjimi davki privlačijo večji pritok finančnih sredstev. Obdavčitev posameznih vrst finančnih naložb vpliva tako na izbiro oblike naložbe kot tudi na višino vloženih sredstev v določeno finančno obliko.

### 6.3.1 Donosi iz pokojninskega zavarovanja

Demografski trendi imajo številne makroekonomske posledice, in sicer vplivajo na spremembo strukture finančnega premoženja gospodinjstev (različna struktura sredstev z različnimi tveganji), na javne finance (saj bo potrebna komplementarnost med zdravstvom in staranjem prebivalstva), na rast življenjskega standarda, finančne trge in na mednarodne kapitalske tokove (Ageing and Pension System Reform, 2005, str. 6–7).

Pokojninski skladi kot finančne institucije so pomembni udeleženci na finančnih trgih predvsem v smislu dolgoročnega in stabilnega varčevanja. S svojim povpraševanjem spreminjajo način financiranja podjetij, torej povzročajo premik iz bančnih kreditov na financiranje prek trga. To vzpodbudi razvoj kapitalskih trgov, kar nadalje vpliva na celotno gospodarstvo, in sicer kot preobrazba iz bančnih v tržna gospodarstva. Tako večja diverzificiranost finančnega sistema zmanjša celotno tveganje finančne nestabilnosti v posamezni državi (Ageing and Pension System Reform, 2005, str. 24).

Vpliv na trenutno stanje sredstev v pokojninskih skladih so imele izvedene pokojninske reforme v obravnavanih državah. Oceno uspešnosti le-te lahko najlažje izmerim z nivojem deleža sredstev v bruto domačem proizvodu, ki ga imajo pokojninske družbe v upravljanju v primerjavi z drugimi državami (Žvipej, 2006, str. 11).

Tabela 3: Velikost pokojninskih skladov kot delež BDP med letoma 2001 in 2003 (v %)

	2001	2002	2003
Češka	2,6	3,3	2,5
Madžarska	4	4,5	5,3
Poljska	2,6	4,2	5,5
Slovenija	0,1	0,4	0,2

Vir: Pension Markets in Focus, 2005, str. 2.

Po mnenju Organizacije za ekonomsko sodelovanje in razvoj (*Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD*) spadata Madžarska in Češka med tiste svetovne države, ki so startale iz relativno majhne osnove in trenutno doživljajo najhitrejšo rast pokojninskih sredstev. Še najboljše kaže položaj na Poljskem; leta 2001 so obvladovali trg štirje pokojninski skladi, ki so skupaj zajemali 70 % vseh pokojninskih sredstev (Patriotic pensions, 2001, str. 62). Na drugi strani pa slovenski pokojninski skladi v primerjavi z izbranimi državami dosegajo minimalni nivo sredstev. Za povečanje pritoka prihrankov v dolgoročno varčevanje bo potrebno aktivirati veliko večino slovenskega prebivalstva, ki še vedno najbolj zaupa depozitom v bankah. Tisti, ki že vlagajo v alternativne naložbe, pričakujejo izredno visoke donose, tako motiv

varčevanja ni varčevanje za starost, pač pa kratkoročna oziroma srednjeročna naložba z namenom čim večjih, skoraj špekulativnih dobičkov (Pilgram, 2006, str. 57).

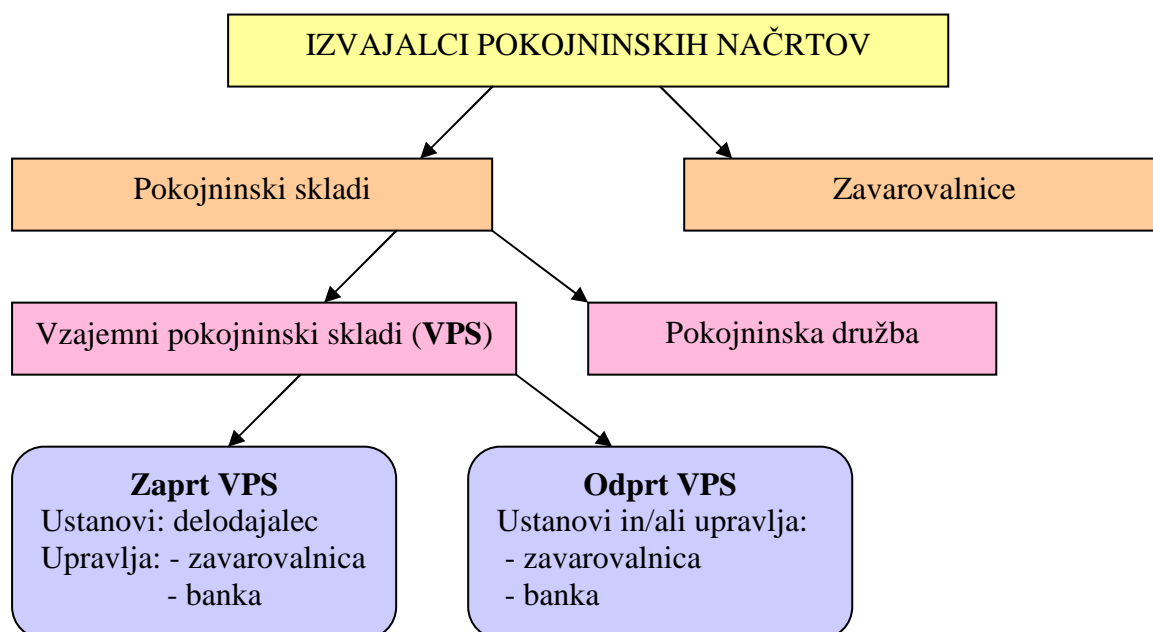
### 6.3.1.1 Tristebni pokojninski sistem

V začetku devetdesetih let se je BDP v državah v prehodu zmanjšal, povečala se je brezposelnost, kar je vplivalo tudi na pokojninski sistem, saj nezaposleni niso plačevali prispevka, poleg tega se je povečalo zgodnje upokojevanje, kar je še dodatno poslabšalo razmerje med upokojenci in varčevalci.

Vse tranzicijske države so v začetku imele dokladni sistem (*Pay As You Go System*) z vnaprej določenimi pravicami (*defined-benefit pension scheme*). Po terminologiji Svetovne banke (*The World Bank*) to sodi v prvi steber, ki je obvezno pokojninsko zavarovanje in temelji na medgeneracijski solidarnosti, v okviru katere se sredstva za izplačevanje pokojnin zagotavljajo sproti iz prispevkov aktivnih zavarovancev. Pokojnine iz tega naslova bodo zagotavljale zgolj najnujnejšo materialno varnost, kar ni dovolj za spodbudno preživljanje (Kacjan, 2006, str. 62).

Z začetkom uvedbe prvega pokojninskega programa pa države spoznajo prednosti pokojninskega sistema z naložbenim kritjem (*fully-funded pension schemes*) in z vnaprej določenimi prispevki (*defined-contribution pension schemes*), ki velja za svetovni trend (Gomuka, 1999, str. 62). Drugi steber, dodatno pokojninsko zavarovanje, se financira s prispevki zaposlenih ali kolektivnega zavarovanja v okviru delodajalca. Mesečni prispevki se obrestujejo po dogovorjeni obrestni meri ali glede na dobiček, ki ga upravljalec sklada doseže z naložbami.

Slika 12: Izvajalci dodatnega pokojninskega zavarovanja



Vir: Kacjan, 2006, str. 62.

Tretji steber pa tvorijo prostovoljna individualna pokojninska zavarovanja, ki so brez davčnih olajšav. Ponujajo jih različni ponudniki, kot so banke, zavarovalnice, borzno-posredniške hiše in družbe za upravljanje.

Madžarska je postala prva tranzicijska država, ki je vpeljala tristebni pokojninski sistem v začetku leta 1998. Leto kasneje je bil reformiran pokojninski sistem Poljske, ko je bilo že registriranih 21 pokojninskih skladov. Reforma pokojninskega sistema v obeh državah je bila potrebna, saj so visoki pokojninski transferji poglobljali proračunski primanjkljaj in posledično vplivali na višje davke. Kasnejša izvedba pokojninske reforme leta 2000 v Sloveniji je verjetno vplivala na današnje zaostajajoče stanje v sredstvih, namenjenih varčevanju v pokojninske sklade (Stability and Structure of Financial Systems in CEC-5, 2002, str. 79). Hitra rast pokojninskih skladov na srednji rok je tako predvsem odvisna od nadaljnih reform sistema PAYG in naraščajočega BDP p.c. (Bakker, Gross, 2004, str. 13).

Tranzicijske države sicer imajo podoben razvoj pokojninskih skladov, vendar se pokojninski sistemi med seboj razlikujejo glede na stopnjo vključenosti aktivnega prebivalstva. Bešter (2004, str. 59) meni, da je bila v obdobju 2000–2004 zajeta v dodatno pokojninsko zavarovanje slaba polovica zaposlene slovenske populacije, kar Slovenijo uvršča po številu zavarovancev med najbolj uspešne države na tem področju kljub majhnemu številu zbranih sredstev glede na BDP (glej Sliko 8 na str. 21) (Stability and Structure of Financial Systems in CEC-5, 2002, str. 79).

Tabela 4: Ocenjeni delež dodatnega pokojninskega zavarovanja v 2. stebru (% BDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Češka	3,6	4,32	5,18	6,22	7,46	8,96
Madžarska	6,8	8,16	9,79	11,75	14,1	16,92
Poljska	7	8,4	10,08	12,1	14,52	17,42
Slovenija	0,67	1,1	1,89	2,49	3,06	3,59

Opomba: Predvidena je 15-odstotna rast obsega celotne aktive v BDP.

Vir: Žvipelj, 2006, str.10.

Objavljena projekcija v slovenski reviji Profit (2006) kaže, da delež sredstev, namenjen drugemu stebru, raste, le da bo v Sloveniji sredstev v ta namen najmanj, le skromen delež 3 % BDP-ja, na Poljskem pa že kar 17 % BDP-ja, vendar je treba upoštevati, da je slovenski BDP dosti večji in število prebivalcev manjše, kar pomeni, da pride večji delež sredstev na posameznika.

V zadnjih letih poskušata OECD in EU (Direktiva 2003/41/EC) s priporočili in zakonodajo poenotiti delovanje drugega pokojninskega stebra. Cilji enotne ureditve so zaščita investitorjev, varnost, a hkrati zadostna donosnost naložb, enotna davčna obravnava, prosta izbira upravljalcev in podobno (Šterpin, 2006, str. 69).

### 6.3.1.2 Razlike v pokojninskih sistemih med izbranimi državami

Med pokojninskimi sistemi obravnavanih štirih držav opažam več razlik. Prva je razlika v **izvajanju drugega stebra**, ki ga na primer Poljska in Madžarska rešujeta z odvajanjem rednih premij, kar pomeni, da je dodatno pokojninsko zavarovanje obvezno. Nasprotno pa Slovenija vpeljuje en delček drugega stebra kot obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje,<sup>23</sup> večino pa predstavlja prostovoljno zavarovanje, ki ga vzpodbuja z davčnimi olajšavami. Uvedba obveznega varčevanja v drugem stebru pa verjetno ne bi bila primerna, saj je slovensko prebivalstvo že sedaj z dajatvami državi preobremenjeno (Pilgram, 2006, str. 56). Menim, da je Češka izbrala napačen pristop, in sicer je z izbiro postopnih delnih reform le odložila problem staranja prebivalstva na kasnejše obdobje (Lisický, 2003, str. 174). Izbrala je posebno obliko prostovoljnega pokojninskega zavarovanja, v okviru katerega se od leta 1996 dalje na račun vsakega posameznika pripiše še subvencija naloženim sredstvom (Kun, 2001, str. 70).

Naslednja razlika se pokaže v **naložbeni strategiji** pokojninskih skladov. Nobelov nagrajenec Harry M. Markowitz (1952) je razvil premoženjsko teorijo, ki izloči cilj likvidnosti in se osredotoči na ločitev med tveganjem in donosnostjo. Ta teorija sugerira optimalno sestavo sredstev, ki maksimizira pričakovani donos premoženja po poprej določeni stopnji tveganja, ki jo je posameznik še pripravljen sprejeti (Bednarezyk, 2002, str. 10).

Kako naj bo portfelj sestavljen, ni odvisno le od posameznega izvajalca pokojninskega sistema, pač pa tudi od omejitev v posamezni državi, saj le-ta zakonsko predpiše minimalne deleže naložb v netvegane vrednostne papirje. V večini držav so omejitve količina lastniških in tujih vrednostnih papirjev, poleg tega smo v zadnjem času priča slabi predstavi kapitalskega trga, pri čemer prihaja do povečane odprodaje lastniških vrednostnih papirjev in posledično nakupov alternativnih instrumentov (Pension Markets in Focus, 2005, str. 6).

Tabela 5: Struktura sredstev v pokojninskih skladih v izbranih državah leta 2003 (v %)

	Gotovina in depoziti	Državne obveznice in zakladne menice	Korporativne obveznice	Delnice	Vzajemni skladi	Drugo
Češka	7,9	60,1	24,8	4,9	0,4	1,9
Madžarska	4,4	68,1	5,2	8,7	5,8	7,8
Poljska	4,8	61	1,7	32,1	0	0,4
Slovenija	21,9	54,7	19,5	2,5	1,4	0

Vir: Pension Markets in Focus, 2005, str. 7.

V vseh izbranih srednjeevropskih državah je leta 2003 največji delež sredstev alociran v državne vrednostne papirje, to je zakladne menice in obveznice, saj le-te zasedajo več kot polovico vseh

<sup>23</sup> Obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje je namenjeno ozkemu krogu ljudi, ki opravljajo dela, katerih po določeni starosti ni mogoče več opravljati, ali dela, ki so škodljiva zdravju.

sredstev v portfelju. Poljski pokojninski skladi lahko svobodno vlagajo do 40 % portfelja v vrednostne papirje, denominirane v domači valuti, preostali del pa je večinoma naložen v državne obveznice. Tako lahko rečemo, da s svojim povpraševanjem pospešujejo razvoj varšavske borze<sup>24</sup> (Patriotic pensions, 2001, str. 63).

Posebnost našega sistema je zajamčeni letni donos,<sup>25</sup> ki ga poznajo le še na Norveškem in v Švici. Zajamčeni donos varuje zavarovance pred negativnim donosom in izgubo sredstev. Varnost pa ima tudi svojo ceno, saj zaradi obljubljenih donosov podjetja vlagajo v manj tvegane vrednostne papirje, tako letni donosi niso pretirano visoki, so pa stabilni in vedno pozitivni (Šterpin, 2006, str. 69).

Na pomoč pokojninskim skladom glede lažjega obvladovanja tveganja in boljšega ujemanja ročnosti med obveznostmi in naložbami lahko priskoči država z izdajo velikih količin ustreznih obveznic z dolgo ročnostjo do dospelja in obvezniške indekse (*index-linked bonds*). Prav tako tudi Evropska investicijska banka (*European Investment Bank – EIB*) išče način, kako pomagati pri razvoju instrumentov, ki bodo pomagali pokojninskim skladom pri izzivu staranja populacije.

Na drugi strani pa želijo privatni pokojninski skladi svoje naložbene strategije usmeriti predvsem v delnice, ki lahko na dolgi rok prinašajo izjemne donose, kar odtehta tveganje kratkoročne volatilnosti, ter tako s svojo dejavnostjo dosegajo dobičke. Zagovorniki lastniških vrednostnih papirjev pravijo, da delnice bolje varujejo pred inflacijo kot obveznice, saj njihova vrednost odraža prihodnje pričakovane dobičke ter pričakovanja o povečanju plač in cen na dolgi rok (Ageing and Pension System Reform, 2005, str. 28).

V tujini kar nekaj ponudnikov investicijskih skladov že ponuja sklade dolgoročnega varčevanja, ki strukturo naložb prilagajajo letu, ko varčevalec načrtuje pokojnino. Struktura naložb se na začetku varčevanja začne s 100-odstotnim delniškim skladom in konča z večino naložb v instrumente s fiksnim donosom. Razvoj pokojninskih skladov bo prav gotovo pripeljal na to pot tudi preučevane tranzicijske države (Pilgram, 2006, str. 57).

Davčna zakonodaja mora spodbudno vplivati na varčevanje, kar nas privede do naslednje razlike, do **davčnih olajšav** (Ageing and Pension System Reform, 2005, str. 8). Slovenski zakon spodbuja varčevanje v drugem prostovoljnem pokojninskem stebru na način, da se tako zavarovancu znotraj kolektivnega pokojninskega zavarovanja kakor tudi delodajalcu prizna davčna olajšava. Prvi sam prispeva del bruto plače, obveznost plačila dohodnine pa se zniža za znesek, ki ga je vplačal zavarovanec. Drugemu pa pripada davčna olajšava pri davku na dobiček,

---

<sup>24</sup> Pomanjkanje globine in širine domačih kapitalskih trgov povzroči alokacijo sredstev z nepriljubno donosnostjo in tveganjem. Izbira je omejena na eni strani z nizko donosnimi depoziti in državnimi obveznicami, na drugi strani pa s tveganimi lastniškimi instrumenti na volatilnih kapitalskih trgih (Bakker, Gross, 2004, str. 13).

<sup>25</sup> Država je izvajalcem dodatnega pokojninskega zavarovanja predpisala, da so dolžni svojim zavarovancem pripisati minimalno zajamčeno donosnost enkrat letno. Torej v višini 40 % letne donosnosti državnih vrednostnih papirjev z dospelostjo nad enim letom. Če bi bili dejanski donosi nižji od minimalne stopnje donosnosti, mora izvajalec minimalno stopnjo donosnosti zagotoviti z lastnim kapitalom (Žvipej, 2006, str. 11).

kar je dovolj dobra motivacija za vključitev v sistem dodatnega zavarovanja (Kacjan, 2006, str. 63).

### 6.3.1.3 Staranje in transmisijski mehanizem monetarne politike

Staranje lahko prek bančnih kreditov in bogastva prebivalcev vpliva na transmisijski mehanizem monetarne politike.

Želja po varčevanju za pokojnino bo delno spremenila kanal finančnih investicij. Gospodinjstva bodo verjetno del sredstev namenila dolgoročnemu varčevanju in skrčila pomembnost bančnih depozitov glede na ponujene proizvode drugih institucij. V finančnih sistemih, v katerih so banke glavni oskrbovalec sredstev gospodinjstvom in podjetjem, lahko padec bančnih depozitov vpliva na zmanjšano ponudbo posojil korporativnemu sektorju (Ageing and Pension System Reform, 2005, str. 61–62). Tak razvoj lahko spodbudi podjetja, da se raje financirajo z delnicami, še raje pa z obveznicami, in s tem povečajo ponudbo finančnih vrednostnih papirjev na kapitalskem trgu ter zmanjšajo povpraševanje po bančnih posojilih. Zaradi sprememb v finančni strukturi se lahko pomembnost kreditnega kanala za prenos monetarne politike zmanjša.

Današnje starejše prebivalstvo je začelo varčevati šele v letih pred upokojitvijo, kar z množičnim varčevanjem lahko privede do postopnega povečanja deleža kapitala in povečanja plač in do neke mere tudi do trenda padanja obrestne mere. S tem velja pomembnost vplivanja bogastva prebivalcev na transmisijski mehanizem monetarne politike (Ageing and Pension System Reform, 2005, str. 11). Pokojninski sistem lahko zamaje stabilnost proračuna v prihodnosti, kar bi lahko vplivalo tudi na kapitalski trg (Kun, 2001, str. 58).

### 6.3.2 Donosi iz vzajemnih skladov

Eksplozivna rast vzajemnih skladov je značilna za večino držav od devetdesetih let naprej. Vzajemni skladi so bili ustanovljeni z namenom, da zadovoljijo finančne potrebe gospodinjstev. Njihova prednost je predvsem ta, da nudijo diverzifikacijo portfelja in profesionalno upravljanje po nizkih stroških (Fernando et al., 2003, str. 5). Investitorji namreč iščejo vzajemni sklad, ki bo ustrezal njihovim sprejemljivostim tveganja in donosnosti. Vzajemni skladi predstavljajo široko območje dinamičnih strategij trgovanja, kar privlači številne posameznike, ki lahko izbirajo med različnimi tipi skladov in tako razpršijo svoje premoženje (Mamaysky, Spiegl, 2001, str. 60).

Rast vzajemnih skladov je stimulirala nastanek številne literature na to temo. Večina študij analizira podjetja po pristopu SCP (*The S(tructure) - C(onduct) - P(erformance) paradigm*),<sup>26</sup> vendar se osredotočajo na nastop vzajemnih skladov v posamezni državi. Zelo malo študij pa je preučevalo razvoj in vpliv teh skladov v več državah hkrati.

---

<sup>26</sup> Strukturalisti obravnavajo pristop SCP kot analizo strukture (koncentracija, stroški, vstopne ovire, stopnja diferenciacije izdelkov in podobno), obnašanja (določanje cen, proizvodna in trženjska strategija) in uspešnosti (učinkovitost, donosnost, tehnološki napredek) posameznega podjetja.

Delniški skladi prevladujejo v anglo-ameriških državah, medtem ko obvezniški v večini kontinentalnih in v srednje dohodkovnih državah (Fernando et al., 2003, str. 1). Na povečanje zanimanja za varčevanje v vzajemnih skladih so vplivale predvsem nizke depozitne obrestne mere (glej Sliko 10 na str. 23) in krepitev osveščenosti o alternativnih naložbenih oblikah.

Nasproti bankam in zavarovalnicam vzajemni skladi ne prevzamejo kreditnega in zavarovalnega tveganja ter tako ne potrebujejo zavarovanja za slaba posojila ali premije za prihodnje zavarovalne terjatve. Investicijsko tveganje je prisotno predvsem pri delniških skladih, ko udeleženci pričakujejo pozitivno rast korporativnih delnic in so izpostavljeni izgubam, ko trgi slabijo (Fernando et al., 2003, str. 3).

Madžarski investicijski skladi so se v zadnjih letih dinamično razvijali. Konec leta 2001 je delovalo že 106 investicijskih skladov, ki so dosegli 6 % v celotnih sredstvih finančnih posrednikov (glej Sliko 6 na str. 17). V Sloveniji pa je vrednost investicijskih skladov istega leta dosegla kar 11,6 %, verjetno predvsem zaradi nekaterih odmevnih prevzemov (Pirtovšek, Devjak, 2004, str. 18). Po zadnjih podatkih naj bi število vzajemnih skladov že bilo večje od 200 (Zalar, 2006, str. 4). Visoka vložena sredstva sledijo tudi kasneje, vendar se v lanskem letu že kaže upadanje. Nizka stopnja koncentracije investicijskih skladov je prisotna na Češkem, saj le trije največji obvladujejo trg (Davidová, 2002, str. 10).

#### 6.3.2.1 Dejavniki rasti vzajemnih skladov

Eden najpomembnejših dejavnikov, ki vplivajo na rast vzajemnih skladov (Fernando et al., 2003, str. 6–8) je **višina dohodka in premoženja** prebivalcev posamezne države. Na investiranje v vzajemne sklade kakor tudi na nakup življenjskega zavarovanja in varčevanja za pokojnino gledamo kot na luksuzno dobro s pozitivnim povpraševanjem po dohodkovni elastičnosti.

Drugi pomemben dejavnik je ponudba tako **substitutov** kot tudi **komplementov** na trgu. Stanovanjski skladi so daljni substitut vzajemnim skladom, večina ostalih instrumentov pa bližnji substitut ali komplement, v nekaterih primerih oboje hkrati. Bančni depoziti, varčevalni računi in denarni depozitni računi (*money market deposit accounts*) so bližnji substituti denarnemu vzajemnemu skladu.

Vloga vrednostnih papirjev in pogodbenega varčevanja je bolj kompleksna. Pomembno je, ali gledamo z individualnega ali agregatnega nivoja. Na stopnji posameznega investitorja so kotirajoči vrednostni papirji substituti vzajemnim skladom. Povpraševanje po vzajemnih skladih je odvisno od njihove stroškovne učinkovitosti v ponujeni razpršitvi portfelja in profesionalnem upravljanju.

Vendar se na agregatnem nivoju deleži vzajemnih skladov in trgovani vrednostni papirji izkažejo za komplemente. Za dobro delovanje vzajemnih skladov je takrat bistvenega pomena dobro razvit obvezniški in delniški trg. Na drugi strani zavarovalnice in pokojninski skladi med drugim

nudijo tudi produkte, ki so neposredno povezani z vzajemnimi skladi, kar nakazuje na komplementarnost med nebančnimi finančnimi posredniki.

Rast vzajemnih skladov so spodbudili tudi **globalizacija financ** in razširjanje prisotnosti velikih multinacionalnih podjetij, neposredne tuje investicije (glej Tab. 2 v prilogi) ter s tem močnejša predstava delniškega in obvezniškega trga.

**Regulacija** pokojninskih skladov in zavarovalnic lahko negativno vpliva na rast vzajemnih skladov, saj so v primeru restriktivne naložbene politike finančni posredniki prisiljeni investirati v državne vrednostne papirje, kar velja tudi za vse izbrane srednjeevropske države.

Prav tako pomemben dejavnik, ki vpliva na rast vzajemnih skladov, je **razvoj informacijske tehnologije** in s tem ogromen prihranek pri operativnih stroških, saj število vodenja računov in transakcij s priključitvijo novih investitorjev narašča.

### 6.3.2.2 Struktura vzajemnih skladov

Najbolj očitno dejstvo industrije vzajemnih skladov je obstoj velikega števila skladov, ki so diferencirani po tržnih kategorijah in jih v povprečju vodi le nekaj družb za upravljanje. Zanimiv podatek omenja Massa (1998, str. 3), ki pravi, da v ZDA število skladov že presega število delnic, ki trgujejo na NYSE in AMEX<sup>27</sup> skupaj.

Vzajemne sklade tako ločimo na naslednje glavne kategorije, in sicer na delniške, obvezniške, mešane in denarne. Prvi vlagajo v delnice, drugi v obveznice, tretji imajo uravnotežene portfelje iz delnic in obveznic, četrti pa so specializirani za kratkoročne vrednostne papirje. Nekateri izmed njih so porazdeljeni v manjše kategorije, lahko so klasificirani sektorsko ali geografsko glede na cilj investiranja, upravljani aktivno ali pasivno in podobno (Fernando et al., 2003, str. 18).

Tabela 6: Struktura vzajemnih skladov (VS) po glavnih kategorijah, povprečje od leta 1992 do leta 1998 (v %)

	Delniški VS	Obvezniški VS	Mešani VS	Denarni VS	Drugi
Češka	2	12	66	20	0
Madžarska	9	68	12	11	0
Poljska	28	12	51	0	9
Slovenija	19	12	69	0	0

Vir: Fernando et al., 2003, str. 19; Finančna-točka.si, 2006; Lastni izračuni.

Prisotnost skladov s trgovanjem z instrumenti s fiksnimi donosi je predvsem prisotno v državah, ki so reformirale svojo socialno varnost in pokojninske sisteme. Tako investitorji v treh

<sup>27</sup> NYSE je okrajšava za Newyorško borzo vrednostnih papirjev (New York Stock Exchange), AMEX pa za Ameriško borzo vrednostnih papirjev (American Stock and Option Exchange).



obravnavanih državah v letih med 1992 in 1998 najbolj zaupajo mešanim vzajemnim skladom, izstopajo le madžarski varčevalci, ki svoje prihranke bolj zaupajo obvezniškim vzajemnim skladom. Češki delniški vzajemni skladi imajo v upravljanju zelo malo zaupanih sredstev glede na preostale vrste skladov in preostale obravnavane države (Czech Fund Assets Surge, 2005, str. 5). Kar nekaj denarnih skladov je v obravnavanem obdobju prisotnih na češkem trgu, v Sloveniji pa smo šele lansko leto dobili prvi denarni vzajemni sklad (KD MM).

V zadnjem času pa poljski investitorji nastopajo z novim zagonom na delniškem investicijskem področju. Poljski domači (tuji) delniški vzajemni skladi so pridobili 46 % (58 %) v prvem četrtletju letošnjega leta, kar predstavlja največjo rast v finančni industriji, vendar je tu treba dodati, da je to hkrati tudi industrija z najmanj sredstvi (Polish Mutual Funds Assets Up 19% in Q1 06, 2006, str. 3). Tudi slovenski varčevalci vse več prihrankov nalagajo v tuje vzajemne sklade, ki jih pri nas tržijo nekatere banke in upravljalne družbe (Zalar, 2006, str. 4).

### 6.3.2.3 Vzajemni skladi in kapitalski trgi

Nepričakovana rast vzajemnih skladov zastavlja vprašanje o vplivu vzajemnih skladov na ceno vrednostnih papirjev in obratno. Edwards in Zhang (1998, str. 258–281) sta preverila vzročno povezavo med tokom sredstev v vzajemne sklade in delniškimi ter obvezniškimi cenami med letoma 1961 in 1996. Na učinkovitem kapitalskem trgu bi morale cene delnic odražati osnovne ekonomske dejavnike, kot so spremembe v pričakovanih korporativnih dobičkih ali stopnje obrestnih mer, ki pomembno vplivajo na odločitve skladov in odločitve posameznikov.

Postavila sta hipotezo, da naj – nasprotno – vzajemni skladi ne bi vplivali na spremembo vrednosti cen na kapitalskih trgih. Tako v primeru odločitve majhnega segmenta investitorjev za nakup večjega števila delnic v pogojih ceteris paribus (to je nespremenjenih pogojev na trgu) drugi investitorji ne bodo spremenili svojih odločitev glede investicij in pogledov na kapitalski trg.

Rezultati Grangerjevega testa kavzalnosti<sup>28</sup> so potrdili njuno hipotezo in pokazali, da niti delniški niti obvezniški vzajemni skladi nimajo statistično značilnega učinka na donose sredstev. Nasprotno pa je analiza pokazala, da donosi sredstev vplivajo na neto prodajo vzajemnih skladov, torej višji (nižji) donosi povzročajo večji (manjši) tok priliva sredstev v delniški in obvezniški sklad.

V primeru pridobitve nove informacije o prihodnjih korporativnih zaslužkih lahko pričakujemo porast cene delnic in naraščajoče neto tokove v delniške vzajemne sklade. Podobno povečanje pričakovanih obrestnih mer rezultira v znižanju cene delnic in zmanjšanje prilivov sredstev v delniške vzajemne sklade. Obe spremembi lahko privedeta do korelacije med tokom vzajemnih

---

<sup>28</sup> Grangerjeva kavzalnost je tehnika določitve ali je ena časovna vrsta uporabna pri napovedovanju druge. Tu se preuči vzročnost, in sicer ali je spremenljivka Y Grangerjevo povzročena X in obratno, ali je spremenljivka X Grangerjevo povzročena Y. Tretja možnost je obstoj vzajemne Grangerjeve vzročnosti med spremenljivkama.

skladov in donosnostjo na trgu kapitala, vendar je le-ta premalo, da bi lahko na podlagi tega sklepali o zadostni vzročnosti.

V ekonomski teoriji pa obstajata dve teoriji, ki trdita, da tok sredstev vzajemnih skladov vpliva na rast cen delnic. Prva je t. i. teorija o informiranem trgovcu (*the informed trader theory*), ki pravi, da če manj informirani trgovec zazna določen trend v neko smer, sledi ostalim investitorjem v vzajemnem skladu in tako naraščajoči nakup s strani investitorjev vodi signal tekoče naraščajoče cene delnice. Drugo teorijo je razvil Black (1986) o trgovcu z nepopolnimi informacijami (*noise trader theory*). Omenjeni trgovec je označen kot investitor, ki napačno verjame, da ima pravilne informacije o prihodnjih cenah delnic, in posledično kupuje na nepredvidljiv način. V primeru da tak trgovec preceni donos in podceni tveganje držanja določenih delnic, to vzdigne cene delnic nad osnovno vrednost. Ekonomska teorija in praksa torej ne zagotavljata jasnega odgovora glede vzročnosti med tokovi sredstev vzajemnih skladov in cenami vrednostnih papirjev.

Na kratko lahko strnem, da se za vzajemne sklade pričakuje nadaljnja rast, čeprav počasnejša kot v primeru pokojninskih skladov, saj imajo slednji prednost davčnih olajšav. Na vlaganja v to alternativo pomembno vpliva naraščajoči BDP p.c. in bogastvo prebivalstva. Vzajemni skladi trpijo zaradi pomanjkanja izbire sredstev na kapitalskih trgih, a na drugi strani pričakujejo korist od razvoja pokojninskih skladov, saj naj bi le-ti naredili domači kapitalski trg še bolj učinkovit (Bakker, Gross, 2004, str. 14).

### **6.3.3 Donosi iz zavarovanj**

Naslednja alternativa bančnim depozitom je varčevanje v zavarovalnicah, vendar banke svoje poslovanje dopolnjujejo tudi s ponudbo zavarovalniških storitev. Bančno zavarovalništvo je namreč trženje bančnih in zavarovalniških produktov ali njihovih kombinacij prek banke. Tako lahko banke ponudijo svojim strankam več storitev na enem mestu (*one-stop-shop*), s čimer želijo doseči večjo zvestobo in navezanost svojih strank (Kramar, 2004, str. 12–13).

Leta 2003 je Odbor evropskih zavarovalnih in pokojninskih nadzornikov (*Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors*) ocenil, da ima Slovenija med vsemi ocenjenimi zadnjimi pristopnicami k Evropski uniji najbolj razvito zavarovalništvo ter najbolj ugodne obete pri dostopu na tuje trge, kljub temu da še krepko zaostaja za staro EU-15 (Štiblar, 2004, str. 6). To je razvidno tudi iz Slike 6 na str. 17, ki prikazuje delež zavarovalnic glede na celotna sredstva v gospodarstvu.

#### *6.3.3.1 Vrste in analiza zavarovanj*

Zavarovanja delimo na življenjska in neživljenjska (nezgodno, zdravstveno, premoženjsko in kreditno) zavarovanja. V CEC-4 po veljavnih predpisih zavarovalnice ne morejo ponujati hkrati življenjskega in neživljenjskega zavarovanja, razen če so ob življenjskem ponudijo še

zdravstveno in nezgodno zavarovanje (Štiblar, 2004, str. 6). V osnovi poznamo dve vrsti življenjskih zavarovanj, ki vključujeta poleg zavarovanja tudi varčevalno komponento:

1. *Mešano ali klasično življenjsko zavarovanje*

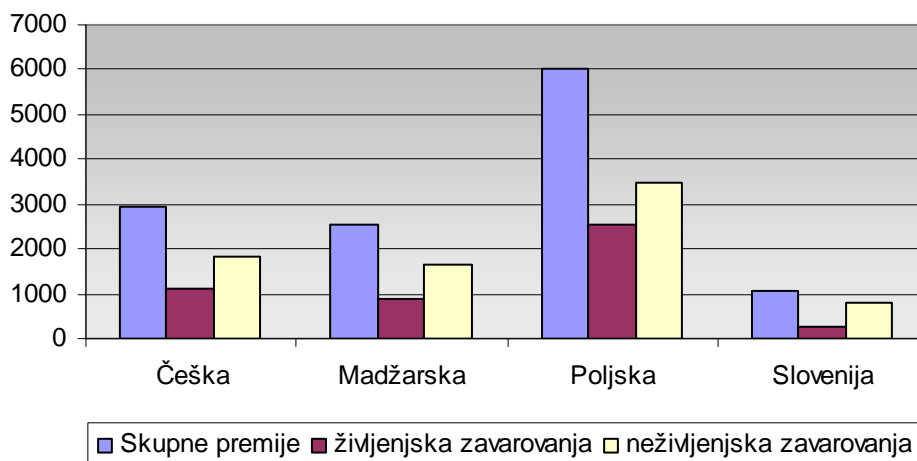
V takšnem primeru zavarovalnica upravičencu izplača dogovorjeno zavarovalno vsoto skupaj s pripisanimi dobički v obliki rente ali enkratnega izplačila. Pri takih zavarovanjih je zavarovalnica zelo omejena glede vlaganj in je zato ena najbolj varnih naložb, ki sicer ne omogoča zelo visokih donosov, vendar jamči izplačilo dogovorjene vsote z dobički.

2. *Življenjsko zavarovanje, vezano na investicijske sklade*

Produkt, ki ga poznamo tudi pod drugimi imeni, npr. naložbeno življenjsko zavarovanje ali življenjsko zavarovanje, vezano na investicijske sklade, je nadgradnja klasičnemu življenjskemu zavarovanju, ki prinaša višje donose, a hkrati tudi večja tveganja, saj je vloženi denar naložen v vzajemnih skladih. Izplačilo ob koncu dobe je tako odvisno od vrednosti sklada. V zadnjem času so na trgu že produkti, ki nam kljub naložbi v vzajemne sklade nudijo določene garante (zajamčena vsota, garant vplačanega kapitala, garant najvišje vrednosti sklada).

V nadaljevanju bom analizirala, katera zavarovanja prevladujejo, njihov prihodnji trend v obravnavanih državah, dva kazalnika globine zavarovalniškega trga ter dejavnike, ki vplivajo na trg zavarovalništva.

Slika 13: Kazalniki zavarovalniškega trga (v milijonih USD) za leto 2002



Vir: Bakker, Gross, 2004, str. 9.

V CEC-4 prevladujejo neživljenjska zavarovanja, vendar zaradi gospodarskega napredka in rastočega standarda prebivalstva, davčnih olajšav in novega sistema socialnega zavarovanja pričakujem hitrejšo rast življenjskega zavarovanja (Štiblar, 2004a, str. 19).

Tako v Sloveniji znotraj neživljenjskega zavarovanja prevladujeta premoženjsko in zdravstveno zavarovanje (Štiblar, 2004a, str. 21), vendar je relativno visok življenjski standard eden izmed

glavnih vzrokov za hiter razvoj in razširjenost zavarovalniškega sektorja kot dela slovenskega finančnega sistema. Na Poljskem pa trg še vedno obvladuje nekdanji državni monopol PZU s približno 50-odstotnim tržnim deležem (Stability and Structure of Financial Systems in CEC-5, 2002, str. 26). Največja domača češka zavarovalnica je na tržišču že mnogo let in tako si je uspela prisvojiti 41 % trga življenjskih zavarovanj in 37 % neživljenjskih zavarovanj (Davidová, 2002, str. 11).

Med omenjenimi kazalniki dodajam še dva, ki se najpogosteje uporabljata za merjenje globine sektorja, in sicer zavarovalno pogostnost (*insurance density*), ki meri premije na prebivalca, in zavarovalno penetracijo, ki meri premije v deležu BDP.

Tabela 7: Kazalnika merjenja globine zavarovalnega sektorja v letu 2002

	Zavarovalna pogostnost (v USD)	Zavarovalna penetracija (v %)
Češka	292	4,26
Madžarska	251	3,87
Poljska	156	3,21
Slovenija	532	5,03

Vir: Bakker, Gross, 2004, str. 9.

Po teh merilih imata Češka in Slovenija najbolj razvit zavarovalniški trg. Bakker in Gross (2004) menita, da bo rast zavarovalništva v naslednjih nekaj letih hitra, s čimer naj bi zavarovalnice postale pomemben finančni posrednik na trgu EU 8.<sup>29</sup> Trdita, da bo rast poleg naraščajočega BDP na prebivalca povzročilo staranje prebivalstva (le-to ustvarja povpraševanje po življenjskih produktih) in razvoj hipotekarnega trga (*mortgage market*), ki ustvarja povpraševanje po premoženjskem zavarovanju.

Do podobnih sklepov je prišel tudi Štiblar (2004a, str. 25–27), ko je v svoji ekonometrični analizi ocenil nekatere determinante, ki naj bi še posebej vplivale na zavarovalništvo v zadnjih desetih državah pristopnicah v EU. Za moje diplomsko delo je pomembna predvsem naslednja regresijska enačba, ki nakaže predznake pojasnjevalnih spremenljivk, ki vplivajo na rast premij na prebivalca:

$$\text{rast premij } p.c. = a + b * bdp \text{ } p.c. + c * k5nz$$

$$\text{rast premij } p.c. = 0,664 + 0,729 * bdp \text{ } p.c. + 0,0708 * k5nz$$

Na povprečno letno stopnjo rasti premij na prebivalca (*rast premij p.c.*) v obdobju 1992–2002 pozitivno vplivata rast BDP na prebivalca (*bdp p.c.*) in stopnja koncentracije trga neživljenjskega zavarovanja (*k5nz*).

<sup>29</sup> Med EU 8 uvrščamo Češko, Estonijo, Madžarsko, Latvijo, Litvo, Poljsko, Slovaško in Slovenijo.

## 7 SKLEP

Banke in nebančni finančni posredniki so glavni element v stabilnih finančnih sistemih, ki v obravnavanih srednjeevropskih državah na splošno sledijo podobnim vzorcem razvoja in diverzifikaciji. Na eni strani prevlada bančnega sistema, na drugi pa pomenijo institucionalni investitorji konkurenco v boju za prihranke, saj le-ti mobilizirajo sredstva, ki so potrebna za razvoj lastniškega in dolžniškega finančnega trga.

Iz analize ponudbe bančnih depozitov lahko povzamem, da se struktura portfelja s časom spreminja in predvidevam, da se bo struktura prihrankov – tako slovenskih kakor tudi tistih v ostalih preučevanih državah – približala evropski porazdelitvi prihrankov po finančnih posrednikih. Bistvene ugotovitve lahko strnem v naslednjem prikazu:

	BDP p.c.	$i_{\text{depozitna}}$	$i_{\text{posojilna}}$	$i_{\text{alternativnih naložb}}$
Dale&Haldane (1993)	+	+	-	-
Rotherjeva analiza bančnega posredništva (1999)	+ na dolgi rok - na kratki rok	+	Ne obravnava	Ne obravnava
Lastne ugotovitve	+/-	+	-	-

Kjer je:

BDP p.c. =bruto domači proizvod na prebivalca

$i_{\text{depozitna}}$  = depozitna obrestna mera

$i_{\text{posojilna}}$  = posojilna obrestna mera

$i_{\text{alternativnih naložb}}$  = donos alternativnih naložb

Prva obravnavana spremenljivka, BDP na prebivalca, nakazuje smer povečanega obsega finančnih sredstev v bankah, vendar je iz analize možno razbrati, da poleg pozitivnega lahko pričakujem tudi negativen predznak glede njegovega vpliva na varčevanje v bankah v obliki bančnih depozitov. Pozitivno korelacijo med BDP p.c. in bančnimi vlogami lahko zaznam predvsem, ko velja  $i_{\text{depozitna}} > i_{\text{alternativnih naložb}}$ . Lahko pa tudi, ko velja  $i_{\text{depozitna}} < i_{\text{alternativnih naložb}}$ , vendar ljudje niso pripravljeni sprejeti večjega tveganja na račun večjih donosov, saj bolj zaupajo bankam. Nasprotno pa negativen predznak nakazuje, da je povečanje BDP p.c. lahko negativno povezano s prihranki v bankah, saj je pri večjem dohodku prebivalstvo pripravljeno sprejeti večja tveganja, kar jih vodi v vlaganja v donosnejše alternativne naložbe.

Dale in Haldane se opirata na Bernanke-Blinderjevo analizo, ki je bila izvedena za obdobje 1953–1985 v okolju ZDA, in ne vključuje možnosti negativnega predznaka. Menim, da bi se v primeru izvedene ekonometrične analize takšen predznak v današnjem času in okolju tudi pokazal za statistično značilnega. Delček tega je prikazal Štiblar (2004a) na podlagi obravnavanih zadnjih desetih držav pristopnic k EU-15, ko je spoznal, da povečanje BDP p.c. pozitivno vpliva na rast premij. Zaradi večjih prilivov prihrankov v zavarovalnice lahko sklepam, da so zmanjšana razpoložljiva sredstva namenjena za varčevanje v bankah. Isto mnenje

je podprto tudi s strani Bakker in Grossa (2004), ki trdita, da povečanje BDP p.c. pozitivno vpliva na količino zbranih prihrankov pri vseh obravnavanih institucionalnih investitorjih.

Analiza pokaže, da tako pasivna kot aktivna obrestna mera bank padata. V prvem koraku manjša posojilna obrestna mera povečuje količino depozitov, vendar je le-ta odvisna tudi od drugega koraka, in sicer od vpliva depozitne obrestne mere. Kljub še tako velikemu padcu obrestnih mer na posojila varčevalci ne bodo vlagali svojih prihrankov v depozite, če bodo na trgu prisotne alternativne naložbe, ki prinašajo večje donose s sprejemljivim tveganjem. Pri tem pa igrajo pomembno vlogo tudi preference posameznikov.

Naj še dodam kratko pojasnilo k Rotherjevi analizi. Dobljene rezultate si interpretiram takole: negativni predznak na kratek rok v primeru BDP p.c. se pojavi predvsem zaradi vlaganj na kratek rok v alternativne naložbe, pri čemer vlagatelji računajo na špekulativne dobičke. Iz pregleda obdobja, v katerem je nastala njegova analiza, sklepam, da je večina vlagateljev na dolgi rok najbolj zaupala bančnim depozitom, ki so v preučevanem obdobju še prinašali visoke dobičke.

Naj sklenem s predvidenimi trendi v prihodnosti. Glede na druge razvite države lahko na osnovi izvedene analize predvidevam, da imajo izmed nebančnih finančnih posrednikov velik potencial rasti v CEC-4 predvsem pokojninski skladi in zavarovalnice, ki tržijo življenjska zavarovanja. Menim, da se bodo sčasoma razvili v močne finančne institucije.

## LITERATURA

1. Allen Franklin, Santomero Anthony M.: What Do Financial Intermediaries Do?. The Working Paper Series 99-30-B. Wharton : University of Pennsylvania, 1999. 41 str.
2. Bakker Marie-Renée, Gross Alexandra: Development of Non-bank Financial Institutions and Capital Markets in European Union Accession Countries. World Bank Working Paper No. 28. Washington : The World Bank, 2004. 40 str.
3. Beck Thorsten, Levine Ross: Stock Markets, Banks, and Growth: Correlation or Causality. World Bank Policy Research Working Paper No. 2670. Washington : The World Bank, 2001. 23 str.
4. Bednarczyk Tomasz P., Eichler Dirk: Theory of Mutual Funds: The Effect of Principal Agency Conflicts on Mutual Fund Size. Working Paper of European Business School. Rheingau : International University Schloss Reichartshausen, 2002. 36 str.
5. Bernanke Ben S., Blinder Alan S.: Credit, Money, and Aggregate Demand. American Economic Review, Menasha, 78(1988), 2, str. 435–439.
6. Bešter Helena: Dodatno pokojninsko zavarovanje v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 2004, 7/8, str. 56–60.
7. Bikhchandani Sushil, Sharma Sunil: Herd Behavior in Financial Markets. IMF Working Paper WP/00/48. Washington : IMF, 2000. 32 str.
8. Bossone Biagio: What Makes Banks Special? World Bank Policy Research Working Paper No. 2408. Washington : The World Bank, 2000. 60 str.
9. Chiades Paolo, Gambacorta Leonardo: The Bernanke and Blinder Model in an Open Economy: The Italian Case. German Economic Review, Frankfurt, 5(2004), 1, str. 1–34.
10. Dale Spencer, Haldane Andrew G.: A Simple Model of Money, Credit and Aggregate Demand. Working Paper Series No. 7. London : Bank of England, 1993. 28 str.
11. Davidová Petra: Češki bančni sistem na začetku novega tisočletja. Bančni vestnik, Ljubljana, 2002, 7/8, str. 9–15.
12. Davis Philip E.: Multiple Avenues of Intermediation, Corporate Finance and Financial Stability. IMF Working Paper WP/01/115. Washington : IMF, 2001. 51 str.
13. Demirgüç-Kunt Asli in Levine Ross: Bank-Based and Market-Based Financial Systems. World Bank Policy Research Working Paper No. 2143. Washington : The World Bank, 1999. 68 str.
14. Denizer Cevdet, Wolf Holger C.: Household Savings in Transition Economies. NBER Working Paper No.6457. Cambridge, MA : NBER, 1998. 15 str.
15. Edwards Franklin R., Zhang Xin: Mutual Funds and Stock and Bond Market Stability. Journal of Financial Service Research, Oxford, 13(1998), 3, str. 257–282.
16. Fernando Deepthi et al.: The Global Growth of Mutual Funds. World Bank Policy Research Working Paper No. 3055. Washington : The World Bank, 2003. 44 str.
17. Gascón Fernando: A model of Financial Markets and Financial Intermediation. Oviedo : Universidad de Oviedo, 1997. 55 str.
18. Golodniuk Inna: Financial Systems and Financial Reforms in CIS Countries. Studies & Analyses CASE No. 306. Warsaw : Center for Social and Economic Research, 2005. 19 str.

19. Gomuka Stanisław: Comparative Notes on Pension Developments and Reforms in the Czech Republic, Hungary, Poland and Romania. Studies & Analyses CASE No. 182. Warsaw : Center for Social and Economic Research, 1999. 17 str.
20. Gujarati Damodar N.: Basic Econometrics. 4<sup>th</sup> edition. New York : McGraw-Hill, 2003. 1002 str.
21. Hrnčič Miroslav: Financial Intermediation and Financial Markets in Transition. Russian and East European Finance and Trade, Leuven, 1992, str. 42–48.
22. Kacjan Janja: Pregled ponudbe: Kako do boljše dohodnine?. Kapital, Ljubljana, 2006, 393, str. 62–67.
23. Kramar Marjan, Vičič Miran: Bančno zavarovalništvo in skupina NLB, primer NLB Vita. Bančni vestnik, Ljubljana, 2004, 7/8, str. 12–16.
24. Kun János: Old-Age Pension Systems in the Czech Republic, Hungary and Poland. Focus on Transition, Vienna, 2001, 2, str. 58–76.
25. Lisický Milan: Pension Reform in the Czech Republic: A Gradual Approach. Focus on Transition, Vienna, 2003, 1, str. 174–188.
26. Llewellyn David: Is a new European banking landscape emerging?. The Financial Regulator, London, 11(2006), 6, str. 21–28.
27. Mamaysky Harry, Spiegel Matthew: A Theory of Mutual Funds: Optimal Fund Objectives and Industry Organization. Yale ICF Working Paper No. 00-50. New Haven : Yale School of Management, 2001. 62 str.
28. Massa Massimo: Why So Many Mutual Funds: Mutual Funds, Market Segmentation and Financial Performance. Fontainebleau : Insead, 1998. 36 str.
29. Mencinger Jože: Kreditiranje. Gospodarska gibanja, Ljubljana, 1997, 279, str. 21–39.
30. Modigliani Franco, Miller Merton: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, Menasha, 48(1958), 3, str. 261–297.
31. Móri Csaba: Razvoj bančnega sektorja na Madžarskem: preoblikovanje, tekoča gibanja in obeti. Bančni vestnik, Ljubljana, 2002, 7/8, str. 25–33.
32. Patriotic pensions. The Economist, Haywards Heath, 2001, 8237, str. 62–63.
33. Pilgram Gregor: Reforma pokojninskega sistema: Privabiti z atraktivnostjo. Kapital, Ljubljana, 2006, 393, str. 56–58.
34. Pirtovšek Matej, Srečko Devjak: Povpraševanje po enotah premoženja vzajemnih skladov v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 2004, 9, str. 16–22.
35. Prašnikar Janez: Uvod v mikroekonomijo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 514 str.
36. Rajan Raghuram G., Zingales Luigi: Financial Dependence and Growth. American Economic Review, Menasha, 88(1998), 3, str. 446–451.
37. Rajan Raghuram G., Zingales Luigi: Banks and Markets: The Changing Character of European Finance. NBER Working Paper. Cambridge, MA : NBER, 2003. 77 str.
38. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija III. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 205 str.
39. Ribnikar Ivan, Zajc Peter: Razvoj bančnih sektorjev tranzicijskih držav. Bančni vestnik, Ljubljana, 2002, 7/8, str. 99–105.
40. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 471 str.
41. Rother Philipp C.: Explaining the Behavior of Financial Intermediation: Evidence from Transition Economies. IMF Working Paper, WP/99/36. Washington : IMF, 1999. 32 str.



42. Schardax Franz, Reininger Thomas: The Financial Sector in Five Central and Eastern European Countries. Focus on Transition, Vienna, 2001, 1, str. 30–64.
43. Šterpin Dino: Pokojninski sistemi v tujini. Kapital, Ljubljana, 2006, 393, str. 68–69.
44. Štiblar Franjo, Šramel Filip: Normativna ureditev zavarovalništva v novih članicah EU. Bančni vestnik, Ljubljana, 2004, 7/8, str. 5–11.
45. Štiblar Franjo: Empirična analiza zavarovalništva novih članic EU. Bančni vestnik, 2004a, 7/8, str. 17–27.
46. Tajnikar Maks: Mikroekonomija. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 469 str.
47. Zalar Igor: Nova oblika varčevanja: Vzajemni skladi. Nakup potrošniški vodnik, Ljubljana, 2006, 27, str. 4–5.
48. Žvipelj Gregor: Za dostojne pokojnine bomo morali poskrbeti sami. Profit, Ljubljana, 2006, 13, str. 8–11.

## VIRI

1. Ageing and Pension System Reform: Implications for Financial Markets and Economic Policies. Washington : Organisation for Economic Co-operation and Development, 2005. 76 str.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 2(2006), 19-IV. str.
3. Czech Fund Assets Surge. Emerging Markets Monitor, London, 11(2005), 19, str. 5.
4. Deleži posameznih vrst vzajemnih skladov.  
[URL: [http://www.financna-tocka.si/datum\\_tec.php](http://www.financna-tocka.si/datum_tec.php)], 2006.
5. EU Banking Structures. Frankfurt : European Central Bank, 2005. 68 str.
6. Outline of the Capital Market in the Czech Republic. Praga : Czech Securities Commission, 2006. 17 str.
7. Pension Markets in Focus. Washington : Organisation for Economic Co-operation and Development, 2005. 12 str.
8. Polish Mutual Funds Assets Up 19% in Q1 06. Emerging Markets Monitor, London, 12(2006), str. 3.
9. Primerjava vzajemnih skladov z drugimi naložbami.  
[URL: <http://vzajemci.com/text.php/id=1651> ], 2006.
10. Stability and Structure of Financial Systems in CEC-5. Warsaw : National Bank of Poland, 2002. 88 str.
11. Transition Report 2005. London : European Bank for Reconstruction and Development, 2005. 208 str.
12. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 110/2002).



## PRILOGA

Krivulja LM:

$$D^S(i, y) = D^D(m^* R)$$

$$D_i^S di + D_y^S dy = D_R^D dR + D_m^D m_i di$$

$$(1) \quad di = \frac{D_R^D dR - D_y^S dy}{D_i^S - D_m^D m_i}$$

$$(2) \quad dy = \frac{D_R^D dR + di(D_m^D m_i - D_i^S)}{D_y^S}$$

$$L^D(i, \rho, y) = L^S(i, \rho, R)$$

$$\rho = \phi \left( \begin{matrix} i, y, R \\ + \quad + \quad - \end{matrix} \right)$$

Krivulja CC:

$$y = y(i, \rho)$$

$$Y = E(i, \phi(i, y, R))$$

$$(3) \quad dy = E_i di + E_\phi \phi_i di + E_\phi \phi_y dy + E_\phi \phi_R dR$$

Vstavimo enačbo (1) v (3):

$$dY = E_i \frac{D_R^D dR - D_y^S dy}{D_i^S - D_m^D m_i} + E_\phi \phi_i \frac{D_R^D dR - D_y^S dy}{D_i^S - D_m^D m_i} + E_\phi \phi_y dy + E_\phi \phi_R dR$$

$$dy(D_i^S - D_m^D m_i) + E_i dy + E_\phi \phi_i D_y^S dy - E_\phi \phi_y (D_i^S - D_m^D m_i) dy = E_i D_R^D dR + E_\phi \phi_i D_R^D dR + E_\phi \phi_R (D_i^S - D_m^D m_i) dR$$

$$\frac{dy}{dR} = \frac{E_i D_R^D + E_\phi \phi_i D_R^D + E_\phi \phi_R (D_i^S - D_m^D m_i)}{(D_i^S - D_m^D m_i) + E_i dy + E_\phi \phi_i D_y^S - E_\phi \phi_y D_i^S + E_\phi \phi_y D_m^D m_i} > 0$$

Tabela 1: Inflacija v tranzicijskih državah od leta 1993 do leta 2005 (v odstotkih)

Leto	Inflacija			
	Češka	Madžarska	Poljska	Slovenija
1993	20,8	22,5	35,3	32,9
1994	9,9	18,8	32,2	21
1995	9,6	28,2	27,8	12,6
1996	8,9	23,6	19,9	9,7
1997	8,4	18,3	14,9	9,1
1998	10,6	14,3	11,8	7,9
1999	2,1	10	7,3	6,1
2000	4	9,8	10,1	8,9
2001	4,7	9,2	5,5	8,4
2002	1,8	4,8	1,7	7,5
2003	0,2	4,9	0,7	5,6
2004	2,8	6,8	3,5	3,6
2005	2	3,8	2,2	2,5

Vir: Transition Report 2005, str. 50.

Tabela 2: Neposredne tuje investicije izbranih srednjeevropskih držav v obdobju 1993-2005 (v mio USD)

Leto	Neposredne tuje investicije			
	Češka	Madžarska	Poljska	Slovenija
1993	563	2328	580	111
1994	749	1097	1846	129
1995	2526	4410	3617	161
1996	1276	3295	4445	167
1997	1275	3719	4863	303
1998	3591	3065	6049	221
1999	6234	3065	7239	59
2000	4943	2191	9327	71
2001	5476	3580	5804	226
2002	8276	2590	3901	1489
2003	1895	874	3927	-139
2004	3917	3653	5353	227
2005	8500	3500	6431	346

Vir: Transition Report 2005, str.55.

## SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

Tuj izraz	Slovenski prevod
<i>Adverse selection</i>	Narobe izbira
<i>American Stock and Option Exchange</i>	Ameriška borza vrednostnih papirjev
<i>Broker</i>	Borzni posrednik
<i>Bubbles</i>	Mehurčki
<i>Case-by-case privatization</i>	Privatizacija od primera do primera
<i>Central European Countries-4</i>	Srednjeevropske države-4
<i>Circuit approach</i>	Pristop krožnega toka
<i>Civil law</i>	Civilno pravo
<i>Collateral</i>	Zavarovanje
<i>Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors</i>	Odbor evropskih zavarovalnih in pokojninskih nadzornikov
<i>Common law</i>	Običajno pravo
<i>Credit unions</i>	Kreditne zveze
<i>Dealer</i>	Borzni trgovec
<i>Defined-benefit pension scheme</i>	Sistem z vnaprej določenimi pravicami
<i>Defined-contribution pension schemes</i>	Sistem z vnaprej določenimi prispevki
<i>Depth of financial intermediation</i>	Globina finančnega posredništva
<i>European Bank for Reconstruction and Development</i>	Evropska banka za obnovo in razvoj
<i>European Investment Bank</i>	Evropska investicijska banka
<i>Exchange Rate Mechanism II</i>	Mehanizem deviznih tečajev II
<i>First-best solution</i>	Prva najboljša rešitev
<i>Forwards, futures</i>	Terminske pogodbe
<i>Fully-funded pension schemes</i>	Sistem z naložbenim kritjem
<i>Herding behaviour</i>	Čredno obnašanje
<i>Index-linked bonds</i>	Obvezniški indeksi
<i>Inside money</i>	Notranji denar
<i>Insurance density</i>	Zavarovalna pogostnost
<i>Intangible assets</i>	Neopredmetena sredstva
<i>Investment trusts (VB), Closed-end funds (ZDA)</i>	Zaprti investicijski skladi
<i>Irrelevance theorem</i>	Nepomembnostni teorem
<i>Market maker</i>	Ponudnik likvidnosti
<i>Momentum investment strategy</i>	Trenutna investicijska strategija
<i>Monitoring</i>	Nadzor
<i>Moral hazard</i>	Moralni hazard
<i>Mortgage market</i>	Hipotekarni trg
<i>Mutual savings banks</i>	Vzajemne hranilnice

<b>Tuj izraz</b>	<b>Slovenski prevod</b>
<i>New York Stock Exchange</i>	Newyorška borza vrednostnih papirjev
<i>One-stop-shop</i>	Več storitev na enem mestu
<i>Options</i>	Opcije
<i>Organisation for Economic Co-Operation and Development</i>	Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj
<i>Outside money</i>	Zunanji denar
<i>Pay as you go system</i>	Dokladni sistem
<i>Principal-agent problem</i>	Konflikt med principalom in agentom
<i>Puzzles</i>	Uganke
<i>Savings banks</i>	Hranilnice
<i>Second-best solution</i>	Druga najboljša rešitev
<i>Securitization</i>	Listinjenje
<i>Shareholders</i>	Delničarji v podjetju
<i>Stakeholders</i>	Udeleženci v podjetju
<i>Swaps</i>	Zamenjave
<i>Tangible assets</i>	Opredmetena sredstva
<i>The informed trader theory</i>	Teorija o informiranem trgovcu
<i>The World Bank</i>	Svetovna banka
<i>Unit trusts (VB), Open-end funds (ZDA)</i>	Odpri investicijski skladi