

# EKONOMSKO-POLITIČNI VIDEZ IN STVARNOST

Velimir Bole

6

**Uvod.** Razlogi za nastanek krize na trgu javnega dolga evro območja so različni od tistih, ki krizo vzdržujejo in povečujejo, eni in drugi pa ne sovpadajo z vzroki diferencialnih težav, ki jih ima Slovenija v sedanjí fazi evrske krize. Čeprav se pogrezanje evrskega področja v krizo javnega dolga pojasnjuje z fiskalno »razuzdanostjo« držav in čeprav je dosedanje reševanje krize slonelo le na urejanju fiskalnega sektorja, je bila fiskalna neurejenost, kot primaren vzrok krize, pomembna verjetno le pri Grčiji. Pri ostalih državah evrske periferije, ki se otepajo s težavami, pa je bila ključna verjetno predvsem velika rast stroškov dela oziroma ustrezna interna apreciacija, zaradi česar je prišlo do velikega pregrevanja domačega trošenja in izgube zunanje konkurenčnosti.<sup>1</sup>

Vzroki, ki poganjajo -vzdržujejo krizo, oziroma ovirajo njeno razrešitev, pa so, po drugi strani, malo odvisni od interne apreciacije, ki je krizo sprožila. Vzdrževanje krize je namreč v veliki meri posledica institucionalne zasnove evrskega področja in, seveda, nepripravljenosti (nesposobnosti) nosilcev ekonomske politike v ključnih državah evro območja, da te institucionalne ovire hitro odstranijo.

V Sloveniji je balon, ki sta ga ekonomska politika in pristajanje v evro območju napihovala skoraj dve leti (od lansiranja davčne reforme v drugi polovici 2006 do sredine 2008), po puku v 2009 povzročil ogromne izgube v premoženju in potencialnem produktu. Vendar je, navkljub veliki devastaciji, ki jo je povzročil, solventnosti potencial gospodarstva še vedno velik, nedvomno neprimerno večji od tistega, ki ga kažejo redni komentarji, tudi nosilcev ekonomske politike, še zlasti tistih domačih.

Slovensko gospodarstvo je pri okrevanju dodatno oslajeno glede na ostale članice evro območja predvsem zaradi neustrezne makroekonomske politike po začetku krize, ki je najprej veliko razpravljala in malo ter počasi implementirala, sedaj pa z veliko ihto in počez lansira slabo pripravljene poteze, ne da bi natančneje sploh identificirala ključne probleme.

Ne gre torej, le za slabo implementacijo potez temveč, v zadnjem času, celo za neustrezno diagnozo ključnih težav gospodarstva.

<sup>1</sup> Glej, naprimer, Mansori Kash, »What Really Caused the Eurozone Crisis?«, <http://streetlightblog.blogspot.com/2011/09/what-really-caused-eurozone-crisis-part.html>.

Ni sporno, da ima Slovenija že diferencialne težave z zadolževanjem<sup>2</sup>, torej, da ima opazno večje težave pri financiranju svojih finančnih potreb (ki izvirajo iz servisa dolga in tekočega deficita), kot druge države, ki ležijo med trdim jedrom in olivno periferijo evro območja<sup>3</sup> (na primer, Slovaške, Malte ali Belgije). Vendar te dodatne težave niso posledica slabše fiskalne solventnosti ali konkurenčnosti gospodarstva, čeprav se ekonomska politika v zadnjih letih z njima kar naprej ukvarja. Tudi priprava letošnjega spomladanskega paketa je slonela prav na teh dveh predpostavkah.

Tudi pri gonji proti bankam zaradi pešanja kreditov je težko zaslediti ekonomsko-politično smiselne razloge za poteze nosilcev ekonomske politike in še manj racionalnost ciljev, v katere merijo, čeprav se z njimi še dodatno poslabšujejo makroekonomski dosežki gospodarstva. Tako je bilo, na primer, z osemmesečnim »mečkanjem« pri sprejemanju jamstvene sheme za kredite podjetjem in (»političnim«) polnjenjem portfeljev bank z zaseženimi delnicami podjetij v prvem letu krize, še neprimerno slabše bo pri potencialni implementaciji sedanje ideje o slabi banki.

V nadaljevanju se prispevek ukvarja s segmenti, ki so v centru sedanjega ekonomsko-političnega ukvarjanja. Skuša opozoriti na (in ilustrirati) nekatere netočne interpretacije stanja gospodarstva ter zato na potencialno slabe ekonomsko-politične rešitve. Nadrobљeno je nekaj dejstev, s katerimi se skuša ločiti domače in evropske »prispevke« k težavam, kakor tudi nujne od manj nujnih (dolgoročnih) problemov.

**Fiskalna solventnost.** Navkljub temu, da se je fiskalno stanje v času napihovanja balona bistveno poslabšalo in navkljub temu, da se od izbruha krize dalje fiskalno stanje strukturno ni opazno izboljšalo (strukturni deficit javnofinančnega sektorja je po davčni reformi 2006 padel na raven, ki je bila malo pod sedanjo<sup>4</sup>), fiskalna solventnost Slovenije, relativno na ostale članice evro območja, ni ogrožena. Razloga za to sta predvsem dva. Prvič, fiskalno stanje pred vstopom v ERMII je bilo v Sloveniji relativno opazno boljše kot v povprečju evro območja in, drugič, posledice pregrevanja gospodarstva (torej predvsem posledice ogromne zadolženosti podjetij) se doslej še niso v celoti prevalile v bilance države.

Indikatorji fiskalne solventnosti takšno, relativno dobro, sliko Slovenije nesporno potrjujejo. Poglejmo si vsaj najbolj pomembne<sup>5</sup>.

Obveznosti države lahko delimo na eksplicitne in implicitne. Med prve štejemo tiste, ki so brezpogojne in kjer je narava izpolnitve vnaprej določena, med druge pa tiste obveznosti, katerih realizacija in način izpolnitve je odvisen od določenih pogojev v prihodnosti. Večina implicitnih obveznosti države (na nek datum) izvira iz medgeneracijskih pogodb,

2 Zato opustitev zadolžitve, zaradi previsoke cene, na začetku leta verjetno ni bila dobro premišljena.

3 V trdo (gospodarsko) jedro evrskega območja se običajno prištevajo Nemčija, Luksemburg, Holandija in Finska.

4 Glej podatke AMECO, EU Komisija; Bole V., 2012, »Repesaž ekonomske politike«, Gospodarska Gibanja.

5 Glej, na primer, IMF, 2012, »Fiscal Monitor«

gre predvsem za obljubljen socialna plačila v prihodnosti - torej za kumulativne prihodnje obveznosti države do živčih generacij prebivalcev (ki se iztečejo ob njihovi smrti), glede na njihove minule prispevke.

8

Eksplcitne obveznosti države v Slovenije so opazno manjše kot v povprečju evro območja: še več, manjše so od ustreznih obveznosti »trdega« jedra evro območja (Nemčije, Finske, Holandije in Luksemburga). Raven javnega dolga je tretja najnižja v evro območju. Predvidene neto finančne potrebe v tekočem letu (torej sredstva, ki so potrebna za plačila skupnih zapadlih obveznosti iz dolga ter verjetnega tekočega deficita) so druge najmanjše v evro območju. Po povprečni ročnosti do zapadlosti dolga, ki kaže dinamiko povečevanja pritiska servisa dolga, je Slovenija v prvi tretjini držav z najdaljšo ročnostjo (torej v prvi tretjini najboljših). Dolg glede na povprečno ročnost, ki kaže dolgoročno porazdelitev servisa dolga, je drugi najmanjši (najbolj ugoden) v evro območju. Nemčija, kot glavni reševalec evro območja in glavni financer Evropskega stabilnostnega mehanizma, je po vseh navedenih indikatorjih eksplcitnih obveznostih države slabša kot Slovenija<sup>6</sup>.

Relativno (glede na države evro območja) je opazno slabši položaj Slovenije pri implicitnih obveznostih države<sup>7</sup>. Navkljub temu pa je javnofinančni sektor v Sloveniji po skupnih implicitnih obveznostih (do leta 2030) še vedno v sredini evro območja. Dve medgeneracijski blagajni prispevata največji del implicitnih obveznosti, pokojninska in zdravstvena. Res zelo velike so implicitne obveznosti pokojninske blagajne, po pričakovanem povečanju (z zakoni »obljubljenih« plačilih) do leta 2030 je Slovenija v evro območju na samem repu! Vendar povprečje implicitnih obveznosti države bistveno popravlja druga velika medgeneracijska blagajna, namreč zdravstvena, saj je v evro območju po demografsko predvidenem povečanju do leta 2030, Slovenija skupaj z Irsko, za Italijo, na drugem mestu (z drugim najmanjšim povečanjem)!

Ker v razreševanju kriz pravilom dolg privatnega sektorja prehaja v dolg države (država ga z reševanjem krize prevzema), je seveda za oceno solventnosti (zmožnosti plačila v prihodnosti) države pomembno tudi skupna zadolženost privatnega in javnega sektorja. Če je namreč ta velika, potem je potencialno (pričakovano) breme države, navkljub nizki trenutni zadolžitvi države, lahko veliko in zato možnosti za razreševanje krize omejene. Tudi pri celotni zadolžitvi vseh sektorjev gospodarstva (države, nefinančnih korporacij, finančnih korporacij in prebivalstva) je Slovenija precej (skoraj pol) manj obremenjena od povprečja evrskih držav. Le Estonija in Slovaška imata celotno zadolžitev nižjo<sup>8</sup>.

6 Glej, IMF, 2012, »Fiscal Monitor«.

7 Glej, IMF, 2012, »Fiscal Monitor«.

8 Upotevane so obveznosti v vrednostnih papirjih in posojilih, glej Eurostat.

Slika 1. Stroški dela



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: Medletne stopnje rasti za četrtletja; za državo ni prikazan podatek za evro območje, ker Eurostat stroškov dela za celotno območje ne objavlja

**Konkurenčnost in potencial za rast.** Za dinamiko pričakovane solventnosti države je seveda pomemben tudi kratkoročen potencial za generiranje dodane vrednosti, torej potencial za rast, saj lahko daljše in globlje krizno pogrezanje gospodarstva opazno poveča potencialne obveznosti države do takrat, ko bo ta prešla v rast in neto zmanjševanje svojih obveznosti.

Tudi ključni indikatorji potenciala za generiranje dodane vrednosti so v Sloveniji na vzdržni ravni in se izboljšujejo relativno glede na evro območje. Ključna dva, s katerima se po izbruhu krize na trgu evrskega dolga dokumentira ogroženost evrske periferije, sta tekoči saldo poslovanja s tujino in dinamika tečajne konkurenčnosti, torej stroškov dela.

Po začetku krize se stroški dela v Sloveniji v povprečju gibljejo počasneje kot v evro območju, relativna konkurenčnost se torej izboljšuje, potemtakem se odpravljajo tudi posledice drastičnega poslabšanja konkurenčnosti, ki ga je povzročila implementacija davčne reforme 2006 v času ekstremnega pregrevanja gospodarstva in eksplozija plač v javnem sektorju zaradi reforme plač v javnem sektorju leta 2008. Popravljanje relativne dinamike stroškov dela je še zlasti intenzivno v predelovalni dejavnosti, torej v sektorju, ki je ključen generator

rasti v času, ko gospodarstvo poganja le izvozno povpraševanje. Najbolj radikalno se že dve leti izboljšuje dinamika relativnih stroškov dela javnofinančnega sektorja, tako da so katastrofalne posledice plačne reforma v 2008 že v veliki meri nevtralizirane.

Slika 2. Omejitve na strani povpraševanja (industrija)



Vir: EC; lastni izračuni

Opomba: Odstotek podjetij iz industrije, ki jih povpraševanje omejuje pri poslovni aktivnosti

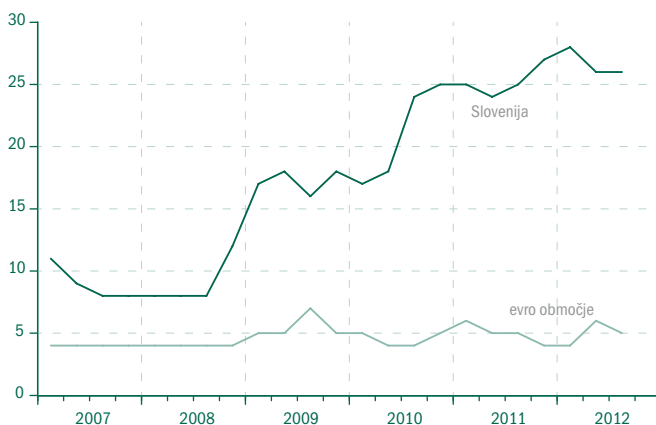
Konkurenčnost gospodarstva potrjuje tudi praktično zaprt tekoči saldo poslovanja s tujino. Saldo tekočega poslovanja, sicer rak rana olivne periferije evro področja, kaže namreč opazno prilagodljivost slovenskega izvoza in torej (vsaj kratkoročno) ustrezno veliko konkurenčnost slovenskega gospodarstva na izvoznih trgih. Medtem ko je bil 2008 deficit tekočih transakcij še preko 6.4% BDP, je bil saldo tekočih transakcij v 2011 že v rahlem presežku, v letošnjih prvih sedmih mesecih pa je bil presežek že skoraj 0.8% BDP<sup>9</sup>. Velika pozornost, ki jo nosilci ekonomske politike posvečajo konkurenčnosti in trgu dela, je v tem obdobju, ko jim teče voda v grlo, nerazumljiva, saj bodo, tudi v primeru idealne implementacije, pričakovani učinki takšnih potez dolgoročni, in za sedanje ključne probleme – likvidnost države – praktično irelevantni!

Relativno malo so učinki ekonomsko-političnega povečevanja konkurenčnosti relevantni (na kratek rok) tudi za poslovno aktivnosti podjetij. Resnična ovira za njihovo (kratkoročno) poslovno aktivnosti je tudi letos, tako kot vse razdobje po sredini 2010, slabo finančno napajanje gospodarstva in (pri storitvenih sektorjih) še vedno tudi šibko povpraševanje. Velja poudariti, da je po 2009 Slovenija edina država v evro območju, kjer nezadostno finančno napajanje močno ovira poslovno aktivnost podjetij. Nezadostno finančno napajanje

9 Glej Banka Slovenije, podatkovne serije, <http://www.bsi.si/financni-podatki-r.asp?Mapald=981>.

gospodarstva je do sredine letošnjega leta celo opazno bolj oviralo poslovno aktivnost podjetij iz industrije kot omejitve na strani povpraševanja. Šele poslabšanje na tujih trgih v letošnjem tretjem četrtletju je omejitve na strani povpraševanja ponovno povečalo na raven, ki presega normalno raven za toliko kot pri finančnih omejitvah.

Slika 3. Omejitve na strani financiranja (industrija)



Vir: EC; lastni izračuni

Opomba: Odstotek podjetij iz industrije, ki jih nezadostna finančna podpora omejuje pri poslovni aktivnosti

11

**Likvidnost javnofinančnega sektorja.** Če je solventnost javnofinančnega sektorja relativno dobra, se seveda postavlja vprašanje, zakaj se država po letu 2009 vse težje, po sredini 2011 pa praktično ne more več zadolžiti na trgih javnega dolga?

Osnovni vzrok zagotovo leži v zatečeni institucionalni ureditev ECB-ja, ki onemogoča centralni banki ECB, da bi delovala kot posojilodajalec v skrajni sili. Še več, ECB se pri sedanji institucionalni ureditvi v načelu sploh ne more zavezati za interveniranje na trgu javnega dolga (za kupovanje ustreznih instrumentov javnega dolga), tako kot delajo centralne banke v drugih gospodarstvih. To bistveno povečuje tveganost instrumentov javnega dolga, saj se države evro območja (ki emitirajo evrski dolg) dejansko ne zadolžujejo v denarju, ki ga kontrolirajo<sup>10</sup>. Zato je javni dolg držav evrskega območja (državni papirji držav članic) bistveno bolj tvegan od javnega dolga (sicer fiskalno enako ali celo slabše urejenih) držav izven evro območja.

<sup>10</sup> Glej, na primer, Paul De Grauwe, 2011, »The Governance of a Fragile Eurozone«, CEPS ali Jean Pissani-Ferry, 2012, »The euro crisis and the new impossible trinity«, Bruegel in V.Bole, M. Gaspari, 2011, »On enhancing short run efficiency of the EU economic system and policy«, non-paper.

V državah, ki kontrolirajo denar v katerem emitirajo svoj dolg, je namreč nominalna vrednost javnega dolga varna, saj lahko centralna banka za servis državnega dolga vedno generira potreben obseg bodočih kupnih skladov. Po drugi strani pa so države evrskega območja pri servisiranju javnega dolga soočene s klasičnimi »proračunskim« problemom (znanim iz dvajsetih let prejšnjega stoletja), namreč z ekstrakcijo tekočih(!) kupnih skladov v potrebnem obsegu.

Slika 4 Obrestne mere na 10 letne državne obveznice



Vir: ECB; lastni izračuni

Fiskalni pakt, ki je predlagan decembra lani, je bil prvi korak proti institucionalni ureditvi, ki bi omogočila interveniranje ECB-ja na trgu javnega dolga. Ker bi spremembe institucionalne ureditve ECB lahko povzročile moralni hazard držav članic za nevzdržno fiskalno politiko, so namreč potrebne trdne zaveze članic, da bodo to preprečile. Vnos zlatega pravila v ustavo je, na primer, ena od možnosti za takšno trdno zavezo članic.

Neustrezna ureditev ECB ovira normalno zadolževanje vseh članic evro območja, vendar imajo težave s servisiranjem dolga (likvidnostjo javnofinančnega sektorja) le tiste, za katere se ocenjuje (za katere podatki kažejo), da ekonomska politika ni v stanju rešiti »proračunskega« problema. To so torej tiste države, pri katerih makroekonomski dosežki kažejo, da nosilci ekonomske politike niso dorasli za, ali da jim institucionalna ureditev gospodarstva ne omogoča, dovolj učinkovito odpravljanje posledic (torej učinkovito reševanje proračunskega problema), ki jih je sprožilo finančno blokiranje in nato strmoglavljenje močno pregretim gospodarstev na začetku 2009.

Na dlani je, da sam začetek krize ni poslabšal možnosti zadolževanja Slovenije (glede na fiskalno primerljivo dobro urejene države). Saj je imela tako v 2009, v 2010 in začetku

2011 enak dostop do finančnih trgov, kot druge manjše članice evro območja s primerljivo fiskalno solventnostjo. To ilustrira tako obseg in cena zadolževanja kot tudi pribitek cene desetletne obveznice (nad nemško obveznico). Slednji je bil namreč vse do polovice 2011 praktično enak kot pri Slovaški.

Možnost (cena) zadolževanja Slovenije se je opazno poslabšala (glede na primerljivo velike in fiskalno enako trdne države evro območja), ko je sistematično referendumsko rušenje sprememb ključne zakonodaje za obvladovanje solventnosti in likvidnosti javnofinančnega sektorja (predvsem padec strokovno dobro pripravljenega in medgeneracijsko poštenega pokojninskega zakona) in nesporazumi v koaliciji pokazali, da vlada ni več sposobna učinkovito makroekonomsko voditi državo.

13

Da so lahko na pogled relativno majhne razlike v pribitkih (obrestnih merah) usodne za gospodarske dosežke države, kaže primerjava Slovaške in Slovenije; v letošnjem letu se je tako, na primer, Slovaška (spomladi) lahko zadolžila (na dolarskem trgu), medtem ko Slovenija po februarju, ko je nepremišljeno opustila (sicer drago) zadolžitev v kratkoročnejših instrumentih, ne more več do denarja na kapitalskem trgu, čeprav so njene finančne potrebe, za financiranje deficita in servis zapadlega dolga, v odstotkih BDP med najmanjšimi v evro območju.<sup>11</sup>

**Akcijsko krčenje države - spomladanski paket.** Če sodim po sporočilih predstavnikov vlade, se operativna pripravljenost-sposobnost za reševanje krize sedanje vlada zmanjšuje še hitreje, kot prejšnje. Saj meče puško v koruzo, še preden je prav začela in čeprav je še pred slabimi šestimi meseci, zaradi obvladovanja krize, izvedla skoraj krizno mobilizacijo prebivalstva, seveda predvsem tistega, ki je vezan na javni sektor. Razmišlja o pomoči še preden so prišli do izraza učinki, ki jih pričakuje od njenih ključnih spomladanskih potez.

V običajnih časih je vodenje ekonomske politike neprimerno bolj ležerno opravilo, kot sedaj. Saj se napačne poteze ne merijo z apotekarsko tehtnico, nosilci ekonomske politike se lahko »učijo«, pa tudi posledice slabih potez se težko identificirajo. Sedaj teče ekonomsko-politična ura neprimerno hitreje. Časa za poizkušanje in ad hoc poteze ter nato popravljanje ekonomsko-političnih napak je vsak dan manj, saj se posledice (enakih) napak hitro povečujejo.

Ni pomembna le pravilna diagnoza temveč tudi čim boljša implementacija sprejetih potez. Seveda je slabo, če je diagnoza napačna, vendar je še slabše, če je še implementacija neustrezna, kot se je dogodilo z letošnjo mini davčno reformo. Čeprav ima javnofinančni sektor očitno (zadnje leto) težave predvsem z likvidnostjo<sup>12</sup>, je spomladanski paket obsegal tudi »davčno povečevanje konkurenčnosti«, namreč zmanjšanje davka na dobiček in

<sup>11</sup> Glej IMF, 2012, »Fiscal Monitor«.

<sup>12</sup> Izjave ključnih nosilcev ekonomske politike v zadnjih dveh mesecih so verjetno dovolj prepričljive!

dohodnine! Ukrep, ki bi potencialno učinkoval ugodno na daljši rok, zaradi, na primer, večjih tujih investicij, je imel (po pričakovanju) opazne in takojšnje negativne posledice na likvidnost javnofinančne blagajne<sup>13</sup>! Ker pa je, poleg tega, neustrezno implementiran (zakon je namreč sprejet z veljavnostjo za nazaj, od začetka leta), so ustrezne olajšave »odnesle« skoraj 200 milijonov (največji del od zaključnih računov za 2011, sprejetih v letošnjem letu) prepotrebnih letošnjih likvidnih sredstev javnofinančne blagajne.

14

Še hujše so bile posledice neustrezne implementacije komunikacije z javnostjo, namreč posledice toče groženj (o tem, kaj vse bo in koliko »porezano«), ki je spremljala spomladanski paket. Že sicer piškavo domače trošenje je dobilo tako na začetku letošnjega leta od nosilcev ekonomske politike enako močan udarec, kot ga je prejelo na začetku 2009 ob izbruhu krize, od kolapsa eksternih (blagovnih in finančnih) trgov. Kot namreč kaže slika se je pričakovano trošenje prebivalstva po izbruhu krize 2009 počasi krepilo vse do februarja letos<sup>14</sup>, ko je strmoglavilo tako globoko kot ob izbruhu krize leta 2009.

Slika 5. Pričakovano trošenje prebivalstva



Vir: EC; lastni izračuni

Opomba: Del prebivalstva, ki pričakuje povečanje trošenja, zmanjšan za del prebivalstva, ki pričakuje zmanjšanje trošenja v odstotkih vseh prebivalcev

Implementacija spomladanskega varčevalnega paket tudi nazorno ilustrira velike škode, ki jih lahko povzroči ad hoc (improvizirano) rezanje trošenja države. Ker bodo nosilci ekonomske politike verjetno že letos, zagotovo pa drugo leto, ponovno prisiljeni v dodatno krčenje javnofinančnega trošenja, je potrebno opozoriti, da je finančno ministrstvo opustilo orodja s katerimi bi lahko omililo potencialno kolateralno škodo hitrih rezov. Prejšnja vlada

<sup>13</sup> Glej opozorilo v Bole V., 2012, »Repešaž ekonomske politike«, Gospodarska Gibanja.

<sup>14</sup> Velja dodati, da podoba kaže tudi avgustovska SURS-ova korekcija trošenja prebivalstva za predhodna leta.

je namreč začela s pripravljanjem projektno orientiranega proračuna<sup>15</sup>. Takšno strukturno obvladovanje proračuna je še zlasti pomembno v kriznih časih, ko je potrebno implementirati hitre reze v trošenju države, saj zmanjšuje kolateralno škodo improviziranih linearnih rezov v trošenje (zmanjšanje kvalitete in obsega ključnih storitev države)<sup>16</sup>. Praktično dokončan projekt je obstal v implementaciji že leta 2011. Letos in naslednji dve leti, ko bi prednosti takšnega obvladovanja proračuna prišle do izraza, saj bo potrebno dodatno, hitro in opazno krčiti trošenje javnofinančnega sektorja, pa so na ministrstvu projektno usmeritev proračuna sploh odstranili iz svojega instrumentarija in ponovno prešli na »tavanje« med (več tisoč) postavkami.

Brez oživljanja projektno strukturiranega proračuna, ali vsaj zmanjšanja improvizacij pri krčenju trošenja države, se bodo nesmisli in ustrezne (dolgoročne) škode, kot smo jim bili priča pri spomladanskem paketu, zelo verjetno nadaljevali.

**Banke.** Čeprav je bila dokapitalizacija bank v Sloveniji po 2009 znatno manjša kot v večini drugih držav EU, je imel bančni sistem konec 2011 opazno višjo kapitalsko ustreznost (v najkvalitetnejšem kapitalu) kot leta 2007.<sup>17</sup> Navkljub višji kapitalski ustreznosti banke krčijo kreditno aktivnost. Še več, kreditno aktivnost krčijo navkljub temu, da imajo še vedno opazen presežek v neto dohodku (okoli 700 milijonov evrov na leto<sup>18</sup>). Ker naj bi bile diferencialno velike slabitve posledica kreditov odobrenih v času kreditnega boom-a, je stiskanje kreditne aktivnosti, pri pozitivnem neto dohodku, nerazumljivo, saj zmanjšuje možnost (internega) generiranja kapitala bank (preko balance uspeha).

Tudi pri ocenjevanju vzrokov poslabševanja kreditiranja bank je potrebno ločiti vzroke, ki so jim botrovali evropski predpisi oziroma evropski bančni regulator (priprava nove ureditve Basel III) in vzroke, ki so domače narave. Pri slednjih pa je smiselno ločiti posledice potez bančnega regulatorja od potez samih bank.

Banke v Sloveniji so po kreditnem zastoju na grosističnem trgu posojilnih skladov v 2009 že konec leta začele pospeševati kreditiranje podjetij in prebivalstva. Za premostitev kreditnega krča na grosističnem trgu so si pomagale z zavarovanjem, ki ga je država ponudila bankam za dostop do grosističnih trgov posojilnih skladov v tujini, medtem ko je zavarovalna shema za kreditiranje podjetij (sprejeta sicer z veliko zamudo) ublažila učinek velikega zmanjšanja

15 Glej, Bole V., 2009, »Fiskalna politika ponovno na razpotju«, Gospodarska Gibanja.

16 Škodljivih posledic horizontalnega pavšalnega spomladanskega rezanja trošenja države je veliko. Omenimo le stiskanje univerz in pospešeno upokojevanje zdravnikov. V državi manjka okoli 800 zdravnikov. Še pred kratkim je država skušala stimulirati prihod zdravnikov iz bližnjih držav, saj je output obeh fakultet premajhen za hitro nadomeščanje primanjkljaja. Navkljub temu je letošnje spomladansko čiščenje po kratkem postopku (linearno!) upokojilo tudi množico zdravnikov.

17 Leta 2007 je kapitalska ustreznost v osnovnem temeljnem kapitalu bančnega sistema dosegala 7.3% konec 2011 pa 8.9%. Glej Banka Slovenije, 2012, »Poročilo o finančni stabilnosti«.

18 Glej Banka Slovenije, 2012, »Poročilo o finančni stabilnosti«.

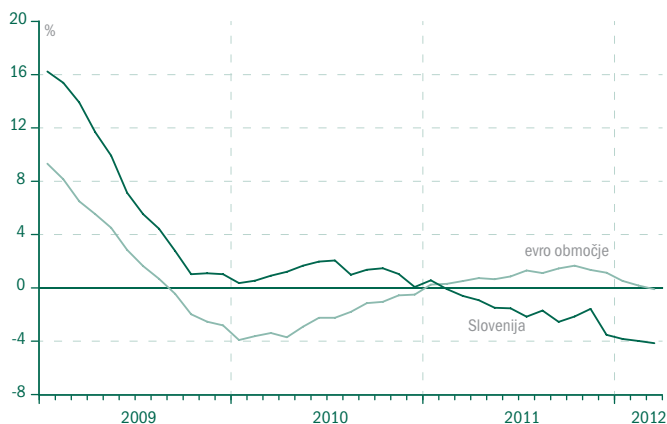
informacijskega kapitala bank po začetku krize.<sup>19</sup> Rast kreditov v Sloveniji v 2009 tako ni postala negativna, tako kot v evro območju, poleg tega je tudi pospešila bolj kot v evro območju.

16

Kreditno napajanje gospodarstva se je poslabšala v času, ko je postala jasna nova ureditev obvladovanja tveganj v bankah (Basel III). Bančni regulatorji so namreč pričeli zaostrovati kapitalske standarde bank, pri tem pa je slovenski prehitel. Saj je pričel z zaostrovanjem kapitalskih zahtev v sredini 2010, medtem ko je, na primer, EBA (evropski regulator) pričel s podobnimi zahtevami v tretjem četrtnetju lani. Poteze enega in drugega so imele enake posledice – najprej zaustavljanje rasti kreditov in nato ponovno padanje kreditov (v obeh primerih so se krediti začeli krčiti že v prvem naslednjem četrtnetju po spremenjeni ureditvi).

Mehanizem krčenja kreditov je enostaven. Ključen razlog leži v sovpadanju vse težjega dostopa do kapitala (tudi za tuje banke)<sup>20</sup> in sprejetja dodatnih kapitalskih zahtev, ki jih obsegajo prenovljeni standardi varnosti bank (BASEL III). Banke namreč povečane zahteve za kapitalsko ustreznost zaradi tega vse bolj pogosto izpolnjujejo s krčenjem terjatev, kreditov<sup>21</sup>.

Slika 6. Krediti nefinančnim korporacijam



Vir: ECB; lastni izračuni  
Opomba: Medletne stopnje rasti

19 Velike spremembe v pogojih poslovanja po izbruhu krize, predvsem kolaps eksterne trga, so namreč bankam bistveno otežale ocenjevanje solventnosti komitentov – banke so naenkrat o komitentih vedel precej manj kot pred krizo!

20 Glej, naprimer, Bloomberg, 2011, dec, »EU Banks Selling 'Crown Jewels'«. Da bo svetovnega varčevanja (ponudbe na kapitalskih trgih) premalo za rast in financiranja dolga je bilo jasno že 2009, ko so bile znane grobe razsežnosti povečanja javnega dolga potrebnega za financiranje izhoda iz krize najbolj razvitih držav na svetu; glej, naprimer, Bole, 2009, »Fiskalna politika ponovno na razpotju«, Gospodarska Gibanja. Podobno glej tudi v McKinsey, 2011, »The era of cheap capital draws to a close«.

21 Ob lansiranju svojih zahtev je EBA sicer trdila, da ne bo dovolila doseganje višjih kapitalskih zahtev z zniževanjem kreditov, vendar so to seveda bile, ob šibki ponudbi kapitala, le pobožne želje. Glej, naprimer, Bloomberg, 2011, 9. december, »EU Banks Must Raise \$153B of Extra Capital: EBA«.

Povečevanje kapitalskih zahtev ob nezadostni ponudbi kapitala ima še dve posledici, ki dodatno zmanjšujeta ponudbo kreditov podjetjem. Ker vsak evro zavarovane terjatve do podjetij zahteva praviloma pol manj kapitala bank kot evro nezavarovane terjatve (4 cente namesto 8 centov), povečevanje kapitalskih zahtev potiska navzgor povprečno pokritost terjatev s kolateralom. Tako se je po 2010 povprečna pokritost terjatev z zavarovanjem še povečala (na okoli 125%), kar je dodatno zmanjšalo dostop do kreditov predvsem podjetjem iz storitvenih sektorjev, ki imajo že sicer opazno manj sredstev primernih za zavarovanje od podjetij iz industrije<sup>22</sup>. Iz istega razloga (sistematičnega povečevanja kapitalskih zahtev in premajhne ponudbe kapitala) tudi država (centralna država in občine) neprimerno lažje izriva podjetja iz kreditne oskrbe<sup>23</sup>.

17

Postavlja se tudi splošno vprašanje, kdo sploh bo še pripravljen investirati v (bančni) sektor, kjer nova ureditev postavlja tako visoke kapitalske zahteve, da bodo, pri enakih ostalih pogojih, donosi na kapital takoj pol manjši kot pred spremembo in kot so v drugih sektorjih. Verjetno bodo nekaj časa ključni lastniki bank precej bolj pogosto države, zagotovo vsaj tako dolgo, dokler višje kapitalske zahteve ne bodo potisnile navzgor marže finančnega posredovanja. Ker regulatorji, kot rečeno, še pospešujejo dinamiko doseganja novih varnostnih standardov, bodo morali stroški finančnega posredovanja močno porasti, ali pa bo povečana prisotnost države v lastništvu bank tajala še precej časa.

Narava implementacije potez regulatorjev je povečala neaktivnost bank tudi pri prestrukturiranju kreditov podjetij s težavami. Saj so roki za doseganje zahtevanih povečanj kapitalske ustreznosti praviloma zelo kratki, timing sprememb pa nepredvidljiv. Eno in drugo povečuje regulatorsko negotovost in zato krči manevrski prostor bank pri uravnavanju razdolževanja problematičnih podjetij. Saj si, zaradi napetih rokov za kapitalsko izboljšanje, ne morejo privoščiti niti minimalnega (kratkoročnega) zmanjšanja kapitalske ustreznosti, ki je neizogibno pri ukvarjanju s problematičnimi dolžniki. Zato ne čudi, da se v bankah, namesto oddelkov za problematične komitente, krepijo predvsem pravni oddelki, ki se ukvarjajo s kreditno »izterjavo« preko prisilk in stečajev. Pri razdolževanju (zaradi povečevanja kapitalske ustreznosti) ostaja bankam v Sloveniji praktično samo sistematično zapiranje kreditov komitentov, ki so v teh časih sposobni dovolj hitro krčiti zadolženost in, seveda, bolj dolgoročno sodna izterjava propadlih komitentov. Zato se ne krči le obseg ampak tudi kvaliteta portfelja.

Oba regulatorja delujeta seveda prociklično, le slovenski je bolj zagnan, čeprav so v Sloveniji že sicer interne zahteve v povprečju strožje kot v evro območju (definiranje zamude pri podjetjih in gospodinjstvih je, na primer, strožje, zamude so definirane s komitentom in

22 Glej Bole V., J. Prašnikar in D. Trobec, 2011, »Crisi and contagion: banks and the real sector«, objavljeno v (ed. J. Prašnikar), »Why recovery is taking so long in Slovenia?«, Finance.

23 Davek na bilančno vsoto, ki ga je vlada letos ukinila, je ciljal prav takšno izrivanje podjetij (s strani enot države).

ne terjatvijo, zahtevana so večja zavarovanja, itd.<sup>24</sup>) in čeprav je v Sloveniji bistveno večji del bank kot v evro območju na »standardnem« (precej bolj konzervativnem) pristopu vrednotenja kapitalske ustreznosti<sup>25</sup>. Navkljub večji interni strogosti je torej tempo zahtev (in zato procikličnost delovanja) slovenskega regulatorja (do konca lanskega leta) večji kot v Evropi, s stiskanjem bank je, kot rečeno, tudi prišel prej kot evropski regulator. Prav zaradi tega se je rast kreditov v Sloveniji ponovno obrnila navzdol že v drugi polovici 2010, letos pa je že krepko negativna. Evropski regulator je podobno naredil v tretjem četrtletju 2011, torej približno z zamikom leta in četrt, vendar tudi pri njemu niso izostale enake posledice. Tudi v evro območju je namreč konec 2011 rast kreditov podjetjem začela hitro usihati, čeprav je prav takrat centralna banka ECB, s triletnim poceni kreditom, na stežaj odprla likvidnostna vrata.

Seveda so k degradaciji relacijskega bančništva precej prispevale tudi same banke, saj so v času kreditne »bonanze« 2006-2008, popolnoma zanemarile-opustile oddelke, ki naj bi se ukvarjali s problematičnimi naložbami. V času boom-a se je večina bankirjev »prelevila« v investicijske bankirje, novi računovodski standardi, še zlasti (prociklično) vrednotenje po trgu (»mark to market«), pa so to transformacijo samo okrepili. Lahko rečem, da je bil ob začetku krize 2009 tudi »slovenski Jimmy Stewart« že mrtev<sup>26</sup>. Gre seveda za potencialno sistemsko tveganje, ki ga negotovost regulatorsega okolja le še povečuje. Zanemarjanje ločenega (intenzivnejšega) ukvarjanja s problematičnimi komitenti ima za bančni sistem še zlasti usodne posledice, če gre za veliko-sistemsko banko, ki je preko bančnih sindikatov prisotna v mnogih večjih poslih. Njena neaktivnost pri problematičnih naložbah namreč onemogoča ukvarjanje s konkretnimi problematičnimi komitenti tudi ostalim bankam.

**Dokapitalizacija bank** Med tem ko je povečanje javnofinančnega deficita zelo močan argument proti državni dokapitalizaciji Nove ljubljanske banke, pa je nepotrebna poraba davkoplačevalskega denarja ne samo šibek temveč napačen argument. Države namreč praviloma rešujejo banke prav zaradi tega da zmanjšajo porabo davkoplačevalskega denarja. Saj je stečaj banke (zaradi državne garancije vlog) za davkoplačevalce precej dražji od reševanja (dokapitaliziranja bank).

V primeru, če gre za veliko sistemsko banko, ki ima v svojem portfelju tudi velik del največjih podjetij, ki so vključena v ključne gospodarske mreže, pa je dokapitalizacija banke potrebna že zaradi normalnega delovanja ostalih bank (zmanjševanja davkoplačevalskega

24 Aprila letos je Banka Slovenije opazno spremenila definicijo zamude in jo bolj prilagodila praksi drugih regulatorjev v EU. Glej, na primer, Banka Slovenije, 2012, »Poročilo o finančni stabilnosti«.

25 V Sloveniji je na modelskem (IRB) pristopu samo 8% bančnega sistema, v evro območju pa preko 50%, glej ECB. To je tudi eden od glavnih razlogov, da je kapitalska ustreznost bank v Sloveniji nižja kot v povprečju evro območju, čeprav je kapitala na enoto sredstev še vedno več kot v evro območju (glej, IMF). Velja opozoriti, da, pri tem ko se resno razpravlja o skupnem nadzoru bank v evro območju, EBA kot evropski regulator doslej ni uspel poenotiti niti ključne supervizijske standarde članic evro območja!

26 Glej, L.J. Kotlikoff, »Jimmy Stewart is Dead: ending the world's ongoing financial plague with limited purpose banking«, John Wiley, v katerem je opisano izginjanje »ozkega« bančništva, torej klasičnih (»limited purpose«) bank, ki so se je ukvarjal predvsem z zbiranjem prihrankov in kreditiranjem proizvodnje podjetij in končnega trošenja prebivalstva.

denarja za njihovo reševanje), ki so povezane ali neposredno preko skupnih poslov (bančnih sindikatov) ali pa posredno preko kreditiranja manjših podjetij v istih gospodarskih mrežah. V vsakem primeru je poraba davkoplačevalskega denarja za reševanje bank obramba pred neprimerno večjo porabo davkoplačevalskega denarja v primeru realizacije obveznosti, ki bi nastale zaradi zavarovanja vlog.

Iz istega razloga (torej skrbi za davkoplačevalski denar) tudi ni vseeno, ali država samo očisti portfelj (odkupi slabe terjatve), ali pa dokapitalizira banko neposredno; v drugem primeru tudi ni vseeno po kakšni ceni vstopa nov lastnik v banko.

Dejanska državna dokapitalizacija bank po začetku krize je bila v razvitih državah bistveno bolj izdatna kot v Sloveniji, ki je doslej v ta namen porabila okoli 600 milijonov.<sup>27</sup> V kolikor bi država v Sloveniji dokapitalizirala banke v enakem obsegu kot, na primer, Belgija bi porabila okoli 2.4 milijarde, v primeru, če bi bil obseg enak kot v Veliki Britaniji, pa 2.1 milijarde. Ključna razloga, da so v banke vstopile države sta bila, kot rečeno, šibka ponudba kapitala in potrebna hitrost, zaradi nevtraliziranja kreditnega krča pri sistemskih bankah.

Zaradi zahtev regulatorja in zanemarljive ponudbe kapitala na trgu je bil, po umiku KBC-ja, vstop KAD-a in SODA- v operacijo dokapitalizacije zagotovo smiselna rešitev. V primeru bodočih dodatnih zahtev regulatorja in odsotnosti ustreznih drugih investitorjev je takšna rešitev (ali neposredno financiranje z obveznicami države) še naprej najbolj smiselna.

Alternativno povečevanje kapitala banke preko čiščenja bančne aktive (slabe banke) ima več bistvenih pomanjkljivosti v primerjavi z neposrednim vplačilom kapitala. Dokapitalizacija preko čiščenja bančne aktive bi povzročila velike tehnične težave in opazne oportunitetne stroške za druge banke, ter zelo velike fiskalne posledice-stroške.

Že samo tehnične težave bi bile velike. Administrativni postopki bi trajali neprimerno dlje kot neposredna dokapitalizacija. Največje težave pri prenosu bi povzročilo vrednotenje prevzetih terjatev. Te bi bile, namreč, že v načelu več vredne za banke, kot za agencijo (državo), ki bi jih prevzemala. Saj banke o terjatvah vedo neprimerno več, kot zunanji administratorji. To ilustrira že višina izplena iz slabih terjatev, ki ga banke običajno dosegajo (okoli 50% vrednosti<sup>28</sup>); nobena nova birokratska institucija ne bo dosegla takšnega rezultata<sup>29</sup>. Še bolj inferiorna bi bila agencija pri terjatvah, ki bi imele še pozitivno neto vrednost. Saj lahko banka, zaradi poznavanja komitenta in potencialnega financiranja s katerim razpolaga, neprimerno lažje prestrukturira terjatev od državne agencije. V kolikor bi bil prenos (zakonsko) obvezen, bi potencialne razlike v vrednotenju povzročile tožbe

27 Efektivni vložki v banke so Veliki Britaniji dosegli 5.7% BDP, v ZDA 3.2% BDP, v Holandiji 5%BDP, v Belgiji 6.7% BDP, v Nemčiji 11% BDP, itd.

28 LGD (loss given default) je okoli 50%.

29 V ilustracijo je dovolj je primerjava izplena Agencije (slabe banke) in izplena bank pri bančni sanaciji v Sloveniji.

ostalih lastnikov (če bi bile cene terjatev »prenizke«) oziroma obtožbe vlade o zapravljanju davkoplačevalskega denarja (če bi bile cene »previsoke«).

Prenos kreditov (z zavarovanjem), ki izvirajo iz bančnih sindikatov, bi popolnoma onemogočil ostale (neočiščene) banke pri prestrukturiranju in reševanju ustreznih svojih naložb. Zato bi takšna dokapitalizacija banke poslabšala možnosti prestrukturiranja problematičnih podjetij, na škodo ostalih bank.

20

Daleč najbolj pomembne pa bi bile razlike v obremenitvi javnofinančne blagajne. Saj bi bil prevzem terjatev financiran z obveznicami države ali z obveznicami agencije z državno garancijo. V vsakem primeru bi prišlo, v višini prevzetih terjatev, do povečanja javnega dolga in v enakem znesku tudi do povečanja tekočega in strukturnega deficita širše države. Seveda bi bilo podobno tudi pri neposrednem vplačilu kapitala (na primer, z državnimi obveznicami), vendar s to razliko, da bi se v primeru čiščenja aktive fiskalna obremenitev povečala za bruto znesek, pri vplačilu kapitala pa za neto znesek. Prvi znesek bi bil (že zaradi velikosti LGD-ja) najmanj še enkrat (verjetno pa nekajkrat) večji od drugega.<sup>30</sup>

**Kakšni so nauki za naprej?** Ključen razlog za diferencialne (večje) težave Slovenije pri okrevanju po izbruhu krize (glede na primerljive države EU), je neustrezna makroekonomska politika.

**O usmeritvi ekonomske politike.** Zaradi časovne stiske in potencialnih stranskih učinkov se mora ekonomska politika usmeriti le v eden, trenutno ključen, problem okrevanja, namreč v likvidnost javnofinančnega sektorja. Fiskalna solventnost (glede na primerljive države evro območja) je namreč solidna, težave z bančnim sektorjem pa so posledica predvsem težav države pa tudi hitrega povečevanja kapitalskih zahtev in regulatorne negotovosti. Skratka, nosilci ekonomske politike naj pokažejo, kaj zmorejo in normalizirajo likvidnost zakladnice. Verjetno brez uporabe tudi bolj »eksotičnih« instrumentov ne bo šlo. Za prošnje za pomoč je (bo) potrebno manj veščine in znanja, pa tudi časa je še nekaj na razpolago.

Idealno bi bilo doseči vsaj enoletno presežno likvidnost, ki bi jo zakladnica zadrževala v bankah. Tako bi se zmanjšal pritisk na boniteto države in bank, ter zmanjšala potencialna zasvojenost bank z likvidnostno podporo ECB.

Improvizirano in pavšalno krčenje javnofinančnega trošenja, takšne narave kot ga je implementiral spomladanski paket, povzroča fiskalnemu stanju države več škode kot koristi, tudi na kratek rok. Vzpostaviti je potrebno že pripravljen projektno strukturiran proračun in nato krčiti javnofinančno trošenje po projektih. Stihijsko krčenje trošenja

30 Irski astronomski deficit države je bil posledica prav takšne napake.

države lahko zaradi nepredvidljivih oportunitetnih stroškov drastično zmanjša dolgoročen razvojni potencial in solventnost države.

**O signalih.** Zaradi nizke verodostojnosti signalov iz Slovenije, umeščanje zlatega pravila v ustavo verjetno vsebinsko ne bi dosti pomenilo. Usoda, na primer, fiskalnega sveta ali pokojninskega zakona je namreč znana; znana je tudi ustrezna odločitev Ustavnega sodišča, ki bi razsojalo tudi v primeru sporov, če bi bilo zlato pravilo v ustavi. Zaradi dosedanjega neverodostojnega signaliziranja in časovne stiske, so smiselne le dejanske poteze in ne signali; na primer, takojšnja implementacija zlatega pravila (dvig davkov in zapiranje izpada prihodkov, ki je nastal z mini davčno reformo).

21

Ker politične, socialne in strokovne elite niso sposobne internalizirati narodnogospodarskih stroškov, ki jih generirajo, je potrebno zaostriiti referendumске pogoje.

**O konkurenčnosti.** Spreminjanje zakonodaje, ki ureja trg dela, je za reševanje sedanjih težav sekundarnega pomena.

Odpraviti je potrebno pomanjkljivosti zakon o finančnem poslovanju (stečajni del, člen 192), ki ovirajo upnike (potencialne nove investitorjem) pri hitrejšem in lažjem (avtomatičnem) prevzemanju kontrole v času, ko je prestrukturiranje podjetja še možno-smiselno.

**O bankah.** Bančni regulator naj uskladi nacionalne supervizijske standarde s standardi v tujini, kar bo omogočilo korektno primerjavo kvalitete slovenskih bank z bankami (na standardnem pristopu) v tujini.

Bančni regulator naj zmanjša regulatorno negotovost. Med drugim naj bankam postavi zahtevano dokončno (ciljno) kapitalsko ustreznost. Vsaka banka naj (individualno) pripravi plan in (dovolj dolg) rok v katerem bo dosegla ciljno kapitalsko ustreznost, skupaj s kontrolnimi točkami. Dokler banke ne dosežejo postavljene kapitalske ustreznosti, banke ne smejo izplačevati dividend, višina nagrad uprav pa je omejena.

Če bančni regulator ocenjuje, da državne banke še potrebujejo dodatni kapital, naj država neposredno vplača kapital (obveznice, če nima dostopa do likvidnosti) v potrebnem obsegu, ali dobi drugega investitorja.

Ponovno naj se aktivira jamstvena shema za kredite podjetjem.

Zaradi zatečene ravni portfelja slovenskih državnih papirjev, bi lahko bile banke izpostavljene opaznim dodatnim slabitvam že pri potencialnem naslednjem, zanesljivo pa pri drugem naslednjem znižanju bonitete države. Tudi ranljivost na teste evropskega regulatorja EBA bi se ustrezno povečala. Zato se bančni portfelj terjatev do slovenske države ne sme več bistveno povečevati, dokler država ne stabilizira svoje bonitete.