

EKONOMSKOPOLITIČNI »HITI POČASI« ALI PRIORITETE V KAOTIČNEM OKOLJU

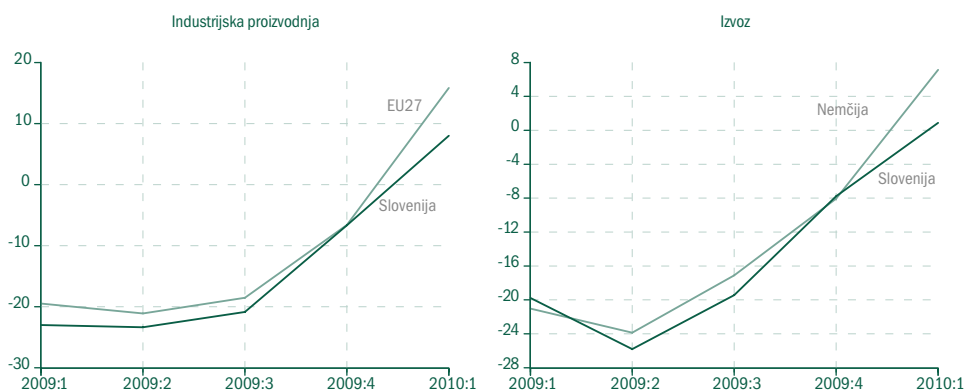
Velimir Bole

6

Uvod. Drastično padanje gospodarske aktivnosti se je v drugi polovici lanskega leta zaustavilo. Pričakovanja gospodarskih enot so se v zadnjih šest mesecih precej okrepila, še zlasti v predelovalni dejavnosti in pri izvoznem povpraševanju. Tudi dejanska gospodarska aktivnost se je začela popravljati, najbolj pri industrijski proizvodnji, ki je v prvem četrtletju letošnjega leta že presegla lanskeletne vrednosti. Poganja jo predvsem hitro naraščanje izvoznega povpraševanja, ki z zaostankom približno polovice četrtletja sledi rasti izvoznega povpraševanja v evro območju.

Slika 1.

Industrijska proizvodnja in izvoz



Vir: Evrostat; lastni izračuni

Opomba: Medletne stopnje rasti

Do znakov okrevanja prihaja, ko gospodarstvo deluje v vse bolj kaotičnem okolju. Tako se evro območja ukvarja z velikimi težavami na trgu instrumentov javnega dolga, tečaji ključnih valut (dolarja, juana, jena in evra) precej odstopajo od ravnotežnih vrednosti (ki jih določajo »osnove« poslovanja) in močno nihajo, razlike v rasti gospodarske aktivnosti med ameriškim gospodarstvom, BRIC gospodarstvi in evro območjem se ne zmanjšujejo, ponovno raste tudi negotovost na finančnih trgih, navkljub še vedno večkratno prenaplnotenih (in zato za intervencije onesposobljenih) bilancah največjih centralnih bank.

Težave na trgu suverenega dolga in pogoji poslovanja. Zaradi velikega obsega kriznega interveniranja držav je bilo že lani na dlani, da bo v obdobju vsaj do leta 2014 potrebno vsako leto kanalizirati najmanj eno četrtno(!) svetovnega varčevanja v financiranje dodatnega javnega dolga, ki ga bodo v tem obdobju neposredno in posredno ustvarile državne intervencije povezane s krizo v 2008-2009¹. Zato sedanje težave s servisiranjem javnega dolga v evro območju ne presenečajo.

Čeprav dogajanje na trgu javnega dolga predstavlja novo oviro za komaj pričeto gospodarsko okrevanje, pa na kratek rok posledice težav na trgu suverenega dolga na ostale gospodarske dosežke niso nujno le slabe. Po eni strani namreč težave na trgu suverenega dolga gospodarstev evro območja zaradi ponovnega povečanja negotovosti na finančnih trgih sicer znižujejo vzdržnost zagona okrevanja, po drugi strani pa te iste težave na trgu javnega dolga, vsaj na kratek rok, potencialno rast izvoznega povpraševanja evro območja še povečujejo.

Povečana negotovost povezana z instrumenti javnega dolga držav evro območja je potisnila tečaj evra opazno navzdol (od konca januarja za okoli 13 %). Kratkoročni izgledi za rast izvoza so se torej še izboljšali, saj je krepak zdrs tečaja evra močno povečal konkurenčnost največjih evropskih izvoznikov na trgih izven evro območja; ti zato že popravljajo letošnje napovedi navzgor. Torej je (bo) poraslo tudi neposredno in izvedeno povpraševanje po dobavah izvoznikov iz Slovenije². Ker so se začele zmanjševati tudi dolarske cene surovin, je vsaj na kratek rok tudi rast stroškov uvoza (zaradi depreciacije evra) precej omiljena, pa je tudi eksterni pritisk na cene (zaradi ugodnejšega tečaja) majhen. To pomeni, da je tudi potrebno krčenje bilance ECB in torej spreminjanje (zategovanje) njene politike vsaj do konca letošnjega leta malo verjetno. Še več, centralna banka (ECB) s svojimi zavezami pri (likvidnostnem) reševanju Grčije dejansko tudi sama opazno prispeva k omenjenemu začasnemu dodatnemu poganjanju rasti. Tako je, na primer, ponovno vpeljala neomejen (»full allotment«) dostop do likvidnostnega okna, poleg tega je začela celo dokončno odkupovati papirje držav s fiskalnimi težavami. Zato je odmaknjenost verjetnega denarnega zategovanja verjetno še toliko večja; verjetno bo do njega prišlo šele, ko bo gospodarska aktivnost toliko ojačala, da bo sprožila (omogočila) znaten markup uvoznih stroškov v cene in zato pritisk na rast inflacije³.

1 Glej, naprimer, Bole V., »Kje dopolniti ekonomsko politiko za težje čase«, GG, februar 2009 in »Fiskalna politika ponovno na razpotju«, GG, oktober 2009.

2 Slovenija izven evrskega območja izvažata okoli 50 % blaga in nefaktorskih storitev (2008, SURS).

3 Takrat se lahko pričakuje skokovita in velika povečanja obrestnih mer, saj bo ECB ne le zapirala prost dostop do likvidnosti in začela dvigovati osnovno interventno obrestno mero, temveč se bo morala lotiti tudi umikanja ponudbe denarja, ki jo sedaj generira s trajnim odkupom državnih papirjev. Za izdaten umik bodo zagotovo potrebni pasivni instrumenti povsem drugih ročnosti in tudi z drugačno licitacijo obrestnih mer od sedanjih šestdnevni depozitov z obrestno kapico. Še več, zaradi vzdrževanja dohodkovne bilance bo ECB zagotovo morala tudi osnovno interventno obrestno mero ravnati po ceni krčenja ponudbe denarja (in ne obratno, kot to dela sedaj), kar bo dodaten razlog za povečevanje obrestnih mer.

Po drugi strani pa težave na trgu suverenega dolga znižujejo vzdržnost sedanjega zagona okrevanja tako v BRIC državah (in Aziji) kot v Ameriki. Zato postaja v zadnjem času vse bolj vprašljiva tudi vzdržnost rasti izvoza evro območja. Oba »motorja« rasti izvoznega povpraševanja evro območja, torej rast v BRIC ekonomijah (še zlasti na Kitajskem) ter rast ameriškega gospodarstva, namreč začenjata kazati znake pešanja. Na Kitajskem je centralna banka zaradi nevarnosti pregrevanja gospodarstva in nadaljnjega napihovanja povpraševanja po nepremičninah začela (s povečevanjem obvezne rezerve) omejevati rast kreditov, poleg tega tudi depreciacija evra vse bolj opazno zmanjšuje konkurenčnost kitajskega (in azijskega) izvoza. Na dogajanja na finančnih trgih opazno bolj občutljiva ekonomija Amerike pa je, zaradi ponovnega povečanja negotovosti na finančnih trgih in drsenja tečaja evra - eno in drugo porajajo težave z javnim dolgom v evro območju - v sredini drugega četrtnetja 2010 tudi začela kazati znake mehčanja vzdržnosti rasti. Saj poleg juana, ki v letošnjem letu ponovno povečuje zunanjetrgovinski deficit ameriškega gospodarstva, sedaj še depreciiran evro zmanjšuje konkurenčnost ameriškega blaga⁴. Poleg tega je zaradi podpore ECB tudi FED moral ponovno povečati ponudbo dolarskih swapov, kar njegove bilance ne le povečuje (namesto zmanjšuje), temveč jo dela tudi manj kontrolabilno za čase hitreje rasti gospodarstva.

Divergentna gibanja in negotovost na finančnih trgih seveda opazno vplivajo na dosežke slovenskega gospodarstva? Na dlani je, da bo okrevanje slovenskega gospodarstva, ki se ga lahko zazna v zadnjih mesecih, postalo še dodatno bolj ranljivo, kot je bilo pričakovati. Saj bo na kratek rok odvisno od novih nihanj v eksternih (ekonomsko-političnih in endogenih) spremenljivkah (tečaju evra, denarni intervencij in obrestnih merah ECB ter negotovosti na finančnih trgih), katerih kratkoročne trajektorije so daleč od ravnotežnih (dolgoročno vzdržnih) vrednosti. Istočasno pa se je, zaradi težav na trgu javnega dolga evro območja, fiskalna pogojenost vzdržne in stabilne dolgoročne rasti še dodatno povečala. Kar pomeni, da lahko okrevanje prizadene tudi povečana intenzivnost izboljševanja fiskalnega stanja. Postavlja se vprašanje, kaj bi zaradi fiskalnih težav evro območja in, splošneje, kaotičnega okolja morale biti ključne prilagoditve v usmeritvi ekonomske politike?

Fiskalna solventnost. Težji dostop države do posojilnih skladov preko trgov suverenega dolga ne povečuje samo težave s financiranjem javnofinančnega salda in z refinanciranjem dolga temveč tudi avtomatično zavira ali, v skrajnem primeru, celo onemogoča dostop ostalih ekonomskih enot (podjetij, bank in prebivalstva) do trgov posojilnih skladov v tujini. Zato mora ostati, še zlasti v obdobju krize na trgu suverenega dolga evro območja, fiskalna solventnost, torej vzdrževanje normalnega dostopa do tujih trgov posojilnih skladov, ključna naloga nosilcev ekonomske politike. Odgovor na vprašanje o ekonomsko-političnih

⁴ 4. Aprilske vrednosti kažejo padec vodečih indikatorjev v ZDA. Glej B. Willis, »U.S. Economy: Leading Indicators Drop in Sign Recovery to Cool«, 20. maj, 2010, Bloomberg. Šibak dolar je v 2009 preko povečanja izvoza prispeval skoraj polovico močne (5.4 %) rasti ameriškega GDP-ja v zadnjem četrtnetju 2009. Glej komentar Eichengreen-a v Czuczka T. and A. Worrachate, »Europe's Rescue for Greece Brings Euro to New Normal«, Bloomberg, 20. maj 2010.

prioritetah je potemtakem odvisen od dosežkov gospodarstva, ki bi lahko najbolj ogrozili dostop države do trgov posojilnih skladov v tujini.

Čeprav so manj razvite države evro območja praviloma že doslej imele precej višji donos na državne papirje (iste ročnosti) kot Nemčija⁵, je šele kriza razlike tako močno povečala, da je za nekatera gospodarstva postal dostop do posojilnih skladov na trgu javnega dolga prohibitivno drag oziroma praktično nemogoč. Faktorji (gospodarski dosežki), ki determinirajo razlike v solventnosti (cenah in donosih) sicer podobnih instrumentov držav iz evro območja, so štirje: velikost zatečenega dolga ob začetku krize, dodatno povečanje dolga, ki ga je posredno in neposredno porodila kriza 2008-2009, predvidljiva hitrost okrevanja iz krize, torej ustreznost rasti za reden servis dolga pri zatečenih eksternih pogojih poslovanja ter realni tečaj evra, katerega nominalno raven diktira najmočnejše-nemško gospodarstvo, ki po 2002 sistematično znižuje relativne stroške dela glede na povprečje evro območja⁶. Počasnost okrevanja in realni apreciiran tečaj otežujeta šibkejšim (»južnim«) gospodarstvom evro območja reševanje »proračunskega« problema, čeprav zaradi enotnega denarnega območja nimajo težav s »transfornim« problemom.

Oglejmo si, kateri od navedenih gospodarskih dosežkov – faktorjev, bi lahko najbolj poslabšali trajektorijo fiskalnega stanja in torej ogrozili fiskalno solventnost Slovenije.

Velikost javnega dolga in javnofinančnega deficita. Ker je v krizi 2008-2009 prišlo v velikem številu držav do znatnega povečanja javnega dolga tudi zaradi reševanja (dokapitalizacije) finančnih posrednikov (bank) in ne le zaradi poslabšanja v primarni bilanci, je poleg strukturnega javnofinančnega salda (celotnega ali primarnega) postal ključen indikator fiskalne solventnosti tudi obseg javnega (bruto) dolga⁷. Dokapitalizacije so namreč narejene »pod črto« in niso vidne v javnofinančnem saldu.

Velika zadolženost države povečuje bodoče fiskalne izdatke za obresti in zato fiskalno represijo (distorzijsko povečevanje davkov), povečuje, dalje, izrivanje privatnih enot na domačem trgu posojilnih skladov ter nihanje gospodarske aktivnosti, saj upravljanje velikega javnega dolga onemogoča vodenje anticiklične fiskalne politike⁸. Vse to zmanjšuje pričakovano fiskalno solventnost.

5 Premija za španske državne 10 letne obveznice nad nemškimi je bila pred 2008 manjša od 0.25 odstotne točke, v 2008 je bila manjša kot 0.90 odstotne točke, v 2009 je v vrhu že dosegla 1.2 odstotne točke in letos celo preko 1.4 odstotne točke.

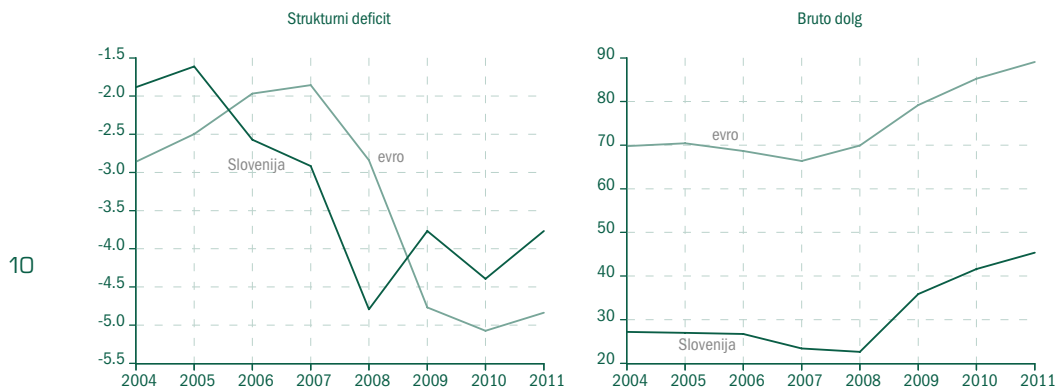
6 Glej, naprimer, V. Bole, 2007, »Gospodarstvo ob vstopu v evro«, GG, januar

7 V Kanadi, Nemčiji in Veliki Britaniji je neto podpora bankam (finančnim posrednikom) samo v 2009 preseгла 60 % javnofinančnega deficita širše države. Glej Fiscal Monitor, May 14, IMF.

8 Glej Fiscal Monitor, May 14 IMF ter J. Imbs in R. Ranciere, 2009, »The overhang hangover«, Journal of Development Economics.

Slika 2.

Dolg in strukturni (ciklično prilagojeni) deficit



Vir: European economic forecast, spring 2010, Evropska komisija; lastni izračuni

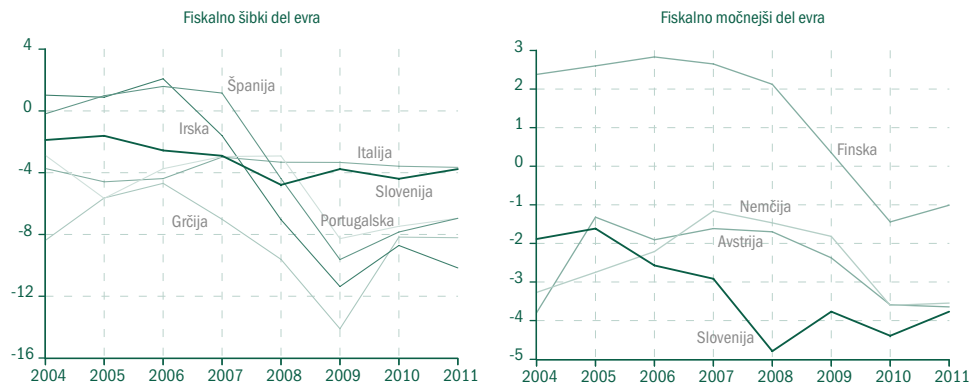
Opomba: Ciklično prilagojeni javnofinančni deficit v % BDP; vrednosti za 2010 so ocene Evropske komisije, za 2011 pa njihove napovedi.

Na sliki 2 sta prikazana ciklično prilagojen javnofinančni deficit ter bruto dolg. V obeh primerih so vrednosti prikazane za Slovenijo in evro območje. Grafikona kažeta, da so po kriznem obdobju 2008-2009 vrednosti strukturnega (ciklično prilagojenega) deficita javnofinančnega sektorja, še zlasti pa velikost javnega dolg v Sloveniji opazno boljše od povprečja evro območja. V nasprotju z vztrajnim poslabševanjem strukturnega javnofinančnega salda v obdobju po 2005 (do 2008 se je strukturni javnofinančni saldo poslabšal kar za 3 odstotne točke), je v 2009 strukturni saldo porasel, podobno kažeta tudi oceni za leti 2010 in 2011.

Na sliki 3 je natančneje ilustriran položaj fiskalnega stanja Slovenije med državami evro območja, kot ga kaže strukturni deficit. Prikazana je velikost strukturnega deficita Slovenije glede na fiskalno »močnejša« gospodarstva (Nemčijo, Finsko in Avstrijo) in, alternativno, glede na fiskalno »šibkejša« gospodarstva evro območja (Grčijo, Portugalsko, Španijo, Irsko in Italijo). Na dlani je, da je od fiskalno šibkejših gospodarstev strukturni deficit le v Italiji podoben kot v Sloveniji, medtem ko je v ostalih fiskalno šibkejših državah strukturni deficit v obdobju po 2008 v Sloveniji boljši! Fiskalno trdnjše ekonomije evro območja imajo strukturni deficit v času okrevanja po kriznih letih 2008 in 2009 boljši (deficit je manjši) kot Slovenija, vendar je izrazito boljša le Finska.

Slika 3.

Strukturni (ciklično prilagojeni) deficit; »močne« in »šibke« države evro območja



Vir: European economic forecast, spring 2010, Evropska komisija; lastni izračuni

Opomba: Ciklično prilagojeni javnofinancijski deficit v % BDP

11

Velikost strukturnega deficita in javnega dolga torej kažeta, da je fiskalna solventnost v Sloveniji boljša od povprečja evro območja!

Pribijmo še, da sliki jasno kažeta, da je bila učinkovitost upravljanja strukturnega deficita po 2008 (tudi v kriznem letu 2009!) boljša kot v konjunkturnih letih 2006-2007. V razdobju po 2008 je bil namreč potencialni davčni donos za 1.5-2 odstotni točki BDP nižji kot v letih pred 2008 (saj je ukinjen davek na plačilno listo in davek na bilančno vsoto). Poleg tega so v 2006-2007 realizirane tudi nekatere enkratne spremembe v dohodkih in odhodkih javnofinančnega sektorja (realizirani so, na primer, bančni dobički zaradi uvedbe mednarodnih računovodskih standardov⁹). Trdimo lahko, da bi pri nespremenjeni potencialni davčni osnovi strukturni deficit Slovenije v času okrevanja bil boljši ne le od Italije temveč tudi od Nemčije in Avstrije.

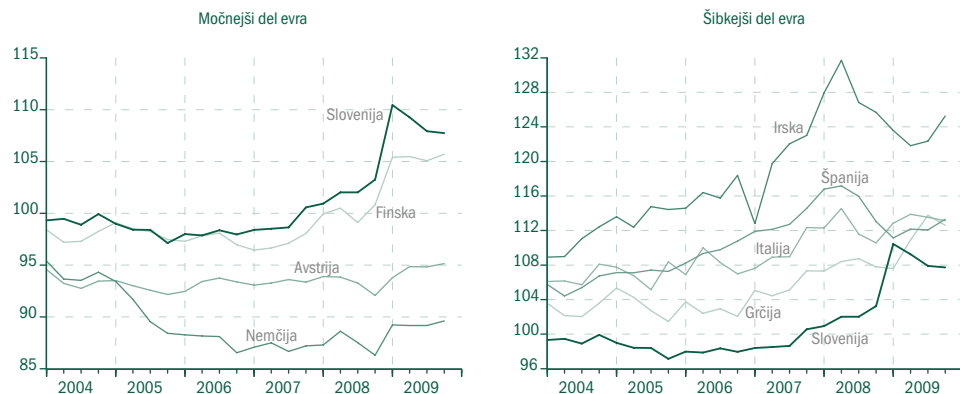
Potencialna rast po krizi – konkurenčnost. Ker je povečanje primarnega presežka, ki je potrebno za stabilizacijo dolga na enoto BDP, odvisno od razlike med obrestno mero in stopnjo rasti, so pri ocenjevanju fiskalne solventnosti med gospodarstvi z visoko ravniyo dolga prišla v prvi plan tista s slabšimi izgledi za hitrejšo rast. Na primer, tista gospodarstva, pri katerih je realni tečaj »precenjen« oziroma, natančneje, gospodarstva, ki niso sposobna prilagoditi njegovo realno vrednost. Prav zaradi rigidnosti apreciiranega realnega tečaja so težave s financiranjem javnega dolga močno prizadele prav nekatere države evro območja,

9 Glej, na primer, V. Bole, 2008, »Prvo leto evra – pregled gospodarskih dosežkov«, GG, januar.

čepprav imajo sicer podobno (ali celo ugodnejše) fiskalno stanje (velikost dolga in primarnega deficita), kot nekatera razvita gospodarstva izven območja evra¹⁰.

Slika 4.

Realni tečaj evra glede na urne stroške dela; fiskalno »močne« in »šibke« države območja evra



Vir: ECB; lastni izračuni

Opomba: Konkurenčnost tečaja evra (glede na košaro valut trgovinskih partnerjev) deflaciranega s stroški dela; 1999/I=100

Na sliki 4 je prikazana trajektorija realnega tečaja evra (glede na košaro valut trgovinskih partnerjev) deflaciranega z urnimi stroški dela. Vrednosti so preračunane na začetek uvedbe evra (1999/I=100). Ločeno so prikazane fiskalno »močne« in fiskalno »šibke« države. Pri vsaki skupini je dodana tudi Slovenija.

Na dlani je, da je realni tečaj evra v Sloveniji vse do sredine 2007 (torej osem let) ostal malo pod ravnilo v 1999/I, nato pa se je začela tečajna konkurenčnost hitro poslabševati (evro je začel realno apreciiirati), tako, da je bil tečaj evra zadnjem četrtletju 2008 realno (glede na stroške dela) že 10 % višji kot v sredini 2007. Napačen timing ukinitve davka na plačilno listo in davka na bilančno vsoto, ki je postavljen v čas, ko je gospodarska konjunktura v svetu že sicer dosegala »najvišje ravni v znani ekonomski zgodovini« (Rogoff), je gospodarstvo (in inflacijo) močno pregrelo in zato krepko pospešilo stroške dela. V sredini leta 2008 pa je svoje k hitri rasti stroškov dela dodal še nov plačni zakon za javni sektor. Šele padec stroškov dela v 2009 je zaustavil nadaljne poslabševanje tečajne konkurenčnosti Slovenije¹¹.

¹⁰ Španija in Irsko imata, naprimer, po krizi zelo podobno trajektorijo fiskalnega stanja kot Velika Britanija, vendar so donosi njunih državnih papirjev bistveno višji in fiskalna solventnost opazno nižja, kot pri Veliki Britaniji.

Obseg interne realne depreciacije za vzpostavljanje vzdržne fiskalne solventnosti, ki se implicitno pričakuje od Grčije, je ogrožen (nedosegljiv?) ravno zaradi nemožnosti nominalnega tečajnega interveniranja Grčije.

¹¹ Glej V. Bole, 2009, »Fiskalna politika ponovno na razpotju«, GG, oktober.

Na dlani je, da je napačno implementiran ekonomsko-politični poizkus povečanja konkurenčnosti (znižanja davkov) končal z nižjo konkurenčnostjo gospodarstva kot na začetku in istočasno, kot je pokazala predhodna točka, z znatno poslabšanim potencialnim fiskalnim stanjem (saj se je potencialni davčni donos zaradi »povečevanja konkurenčnosti« zmanjšal za približno 2 % BDP).

Dinamika tečajne konkurenčnosti Slovenije je bila, navkljub omenjenemu poslabševanju, razen v 2008/IV v razdobju po vstopu v EU boljša kot v vseh fiskalno «šibkih» gospodarstvih iz evro območja, čeprav so se razlike zaradi omenjene pospešitve stroškov dela precej skrčile. Tudi relativno poslabšanje tečajne konkurenčnosti Slovenije glede na fiskalno «močna» gospodarstva je bilo omejeno na posledice realne apreciacije tečaja evra zaradi povečane rasti stroškov dela po sredi 2007.

Prikazani učinki poslabšanja v stroških dela nesporno opozarjajo, da mora ekonomska politika v sedanji krizi na trgu suverenega dolga v evro območju striktno nevtralizirati vsako nadaljnje poslabševanje tečajne konkurenčnosti, saj je konkurenčnost realnega tečaja evra ključni faktor diferencialno slabše trajektorije fiskalnega stanja in torej večje ogroženosti fiskalne solventnosti za države v evro območju. Zaradi ponovnega pospeševanja cen, ki so pod večjim (ne)posrednim vplivom javnega sektorja¹² kakor tudi ponovnih pritiskov na stroške dela (zahtevano povečanje minimalne plače), mora postati nadziranje realne apreciacije tečaja eden od operativnih ukrepov uravnavanja fiskalne solventnosti.

Potencialna rast po krizi – breme dolga. Potencialno hitrost okrevanja gospodarstva kaže (poleg tečajne konkurenčnosti) tudi velika zadolženost ostalih sektorjev gospodarstva, torej ne le države. Velika zadolženost namreč zmanjšuje dinamiko investicij, torej tudi rast kapacitet in produktivnosti ter povečuje pritisk stroškov obresti. Zato je v primeru presojanja relativnih (glede na evro območje) težav Slovenije s fiskalno solventnostjo, zaradi dolgoročno prepočasnega okrevanja, potrebno oceniti tudi relativno velikost celotne zadolženosti vseh segmentov gospodarstva, torej širše države, prebivalstva in podjetij¹³. Breme za dolgoročno rast (primanjkljaj investicijskih sredstev) predstavlja seveda tako celotni (eksplicitni) dolg kakor tudi implicitni dolg, ki ga generirajo medgeneracijske pogodbe.

V Sloveniji je najbolj pomemben implicitni dolg, ki ga ustvarja prvi steber pokojninskega sistema. V primeru velikih finančnih kriz, ki povzročijo premik v trajektorji rasti (Hamiltonov učinek), se breme implicitnega dolga (prvega stebra pokojninskega sistema) še posebno močno poveča. Saj je potencial gospodarstva v obsegu Hamiltonovega premika trajno zmanjšan, pravice pa ostanejo nespremenjene. Zato so za vzdržnost pokojninskega sistema

¹² Glej redni del GG.

¹³ O učinkih velikega dolga, še zlasti, če gre za zunanji dolg, na rast glej, naprimer, J. Imbs in R. Ranciere, 2009, »The overhang hangover«, *Journal of Development Economics*, ali C. Reinhart in K. Rogoff, 2010, »Growth in a Time of Debt«, working paper.

v nadaljnjih letih nujne prilagoditve že samo zaradi premika trajektorije gospodarstva, ki ga je povzročila kriza (torej neodvisno od problema upokojevanja »baby boom« generacije).¹⁴ V nasprotnem primeru, torej proračunskega financiranja Hamiltonovega premika, se bo ustrezno zmanjšal dolgoročni potencial gospodarstva za rast (zaradi večjih stroškov obresti, manjšega investiranja, povečevanja distorzijskih davkov ter prociklične fiskalne politike) in torej fiskalna solventnost¹⁵.

V tabeli 1 je prikazana obremenjenost z implicitnim dolgom za fiskalno »močnejša« gospodarstva evro območja, v tabeli 2 pa za fiskalno »šibkejša« gospodarstva evro območja. V obeh tabelah je breme implicitne dolga ilustrirano z neto sedanjo vrednostjo potrebnega povečanja pokojninskih izdatkov za razdobje do 2030 oziroma za razdobje do 2050.

14

Tabela 1.

Neto sedanja vrednost povečanja izdatkov za pokojnine; fiskalno »močnejše« države evro območja

	2011-2030	2011-2050
Avstrija	7.6	25.7
Nemčija	7.6	34.7
Finska	33.4	76.6
Slovenija	23.1	110.4

Vir: IMF, 2010, »From stimulus to consolidation: revenue and expenditure policies in advanced and emerging economies«, Staff Paper; lastni izračuni

Opomba: Neto sedanja vrednost v odstotkih BDP

Tabela 1 kaže, da je obremenjenost fiskalno močnejših držav evro območja z implicitnim dolgom bistveno manjša od Slovenije. Sedanja vrednost neto povečanja izdatkov v Nemčiji in Avstriji je približno štirikrat manjša kot v Sloveniji. Le na Finskem je breme implicitnega dolga približno tako veliko kot v Sloveniji (manjše je za okoli 30 %). Od fiskalno »šibkejših« gospodarstev je le v Grčiji breme implicitnega dolga večje kot v Sloveniji, saj je neto sedanja vrednost povečanih izdatkov za pokojnine večja kot v Sloveniji za 60 % večje; v Španiji je neto sedanja vrednost večjih izdatkov pokojninskega sistema približno za 30 % manjša, v ostalih državah pa še bistveno (za preko 60 %) manjša. Na dlani je, da velikost implicitnega dolga najslabši indikator pričakovane trajektorije fiskalnega stanja in da zato najbolj ogroža fiskalno solventnost Slovenije.

14 Glej, na primer, V. Cerra in S.C. Saxena, 2007, »Growth dynamics: the myth of economic recovery«, BIS, WP226, glej tudi V. Bole, 2009, »Fiskalna politika ponovno na razpotju«, GG, oktober.

15 Vedlja dodati, da bi bile, v sedanjih pogojih na trgu suverenega dolga, posledice uvajanja obveznega drugega stebra pokojninskega sistema podobne.

Tabela 2.

Neto sedanja vrednost povečanja izdatkov za pokojnine; fiskalno »šibkejš« države evro območja

	2011-2030	2011-2050
Grčija	376	178.8
Portugalska	8.	18.9
Španija	14.	78.3
Irska	10.3	46.1
Italija	3.7	22
Slovenija	23.1	110.4

Vir: IMF, 2010, »From stimulus to consolidation: revenue and expenditure policies in advanced and emerging economies«, Staff Paper; lastni izračuni
Opomba: Neto sedanja vrednost v odstotkih BDP

15

Velikost bremena implicitnega dolga prvega stebra pokojninskega sistema kaže na potencialne, relativno (glede na evro območje) večje, težave pri dolgoročnejšem okrevanju po krizi 2008-2009 zaradi nereformiranega pokojninskega sistema. Zato je sedanje prenavljanje pokojninskega sistema ključno tudi za izboljšanje fiskalne solventnosti, torej za zmanjšanje ogroženosti dolgoročnega dostopa do posojilnih skladov na trgu suverenega dolga. Jasen signal o zmanjšanem bremenu implicitnega dolga mora torej biti ključna ekonomsko-politična prioriteta spreminjanja parametrov pokojninskega sistema. Dolžina delovne dobe in starostna meja upokojitve so zagotovo centralni parametri za zmanjšanje bremena implicitnega dolga¹⁶.

Po velikem padcu gospodarske aktivnosti v času krize 2008-2009, ko je prišlo do trajnega zmanjšanja proizvodnih kapacitet (Hamiltonovega premika v trajektoriji rasti), je velika skupna eksplicitna zadolženost vseh segmentov gospodarstva države, nefinančnih korporacij (podjetij) in prebivalstva postala dodatna pomembna ovira za hitrejše okrevanje in zato ključen faktor presoje fiskalne solventnosti. Povečana celotna zadolženost povečuje stroške obresti in zmanjšuje potrebne investicije podjetij in države ter zavira trošenje gospodinjstev.¹⁷

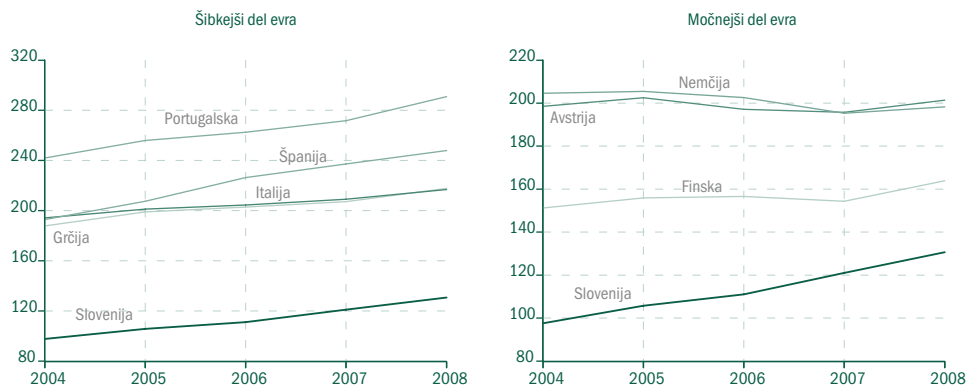
Da bi preverili, koliko bi lahko v zadnjih letih relativno veliko povečanje zadolženosti podjetij in manjše države ter gospodinjstev zavrlo okrevanje po krizi v 2008-2009 in zato poslabšalo fiskalno solventnost Slovenije (poslabšalo trajektorijo fiskalnega stanja po okrevanju) relativno glede na evro območje, je na sliki 5 prikazana celotna zadolženost države, gospodinjstev in podjetij (s posojili in dolžniškimi vrednostnimi papirji). Na grafikonu je prikazana celotna zadolženost za fiskalno »močna« in »šibka« gospodarstva evro območja in Slovenijo.

¹⁶ Velja poudariti, da je povprečna zakonska starostna meja za upokojitev v razvitih gospodarstvih 64.2 v razvijajočih pa 61.2 leti. Glej, na primer, IMF, 2010, »From stimulus to consolidation: revenue and expenditure policies in advanced and emerging economies«, Staff Paper.

¹⁷ Glej, na primer, F. Krause-Jackson in G. Salzano, 2010, »German households are more indebted than Greeks«, May 17, Bloomberg.

Slika 5.

Skupen dolg države, podjetij in prebivalstva; fiskalno »močne« in »šibke« države območja evra



Vir: Eurostat; lastni izračuni

Opomba: V odstotkih BDP; dolg obsega vsa posojila (kratkoročna in dolgoročna) ter vse dolžniške papirje (kratkoročne in dolgoročne)

Navkljub hitremu povečevanju zadolženosti podjetij (pri katerih se je zadolženost po vstopu v EU praktično podvojila) oziroma opaznem povečanju skupne zadolženosti države, gospodinjstev in podjetij (v istem obdobju je ta porasla za 30 %), slika 5 nazorno kaže, da je celotna zadolženost vseh treh (nefinančnih segmentov) v Sloveniji še vedno bistveno nižja kot v fiskalno »šibkejših« gospodarstvih evro območja. Italija in Grčija, ki imata od njih najmanjši skupen dolg države, podjetij in prebivalstva, še vedno presegata ustrezen dolg Slovenije za 40 %. Med fiskalno »močnejšimi« gospodarstvi ima najmanjši skupen dolg vseh treh segmentov (države, podjetij in prebivalstva) Finska, pri kateri je ta dolg za 25 % višji kot v Sloveniji. Čeprav je zadolženost samo podjetij v Sloveniji višja kot pri fiskalno »močnejših« gospodarstvih evro območja, je še vedno ugodna skupna zadolženost (države, podjetij in prebivalstva) posledica relativno (glede na gospodarstva evro območja) nizke zadolženosti države in še zlasti gospodinjstev.

Na dlani je, da obseg skupnega dolga države, podjetij in gospodinjstev, ki je dosežen do krize, ne poslabšuje potencialno trajektorijo izboljševanja fiskalnega stanja in torej relativno fiskalno solventnost (glede na države evro območja).

Sklepi. Večina analiziranih indikatorjev fiskalne solventnosti Slovenijo uvršča v sredino evro območja; njena fiskalna solventnost je slabša od fiskalno »močnih« gospodarstev evro območja (Nemčije, Avstrije in Finske) in boljša od fiskalno »šibkih« gospodarstev (Grčije, Španije, Portugalske, Irske in Italije).

V času krize suverenega dolga evro območja mora biti v Sloveniji zaščita fiskalne solventnosti centralna usmeritev ekonomske politike. Fiskalna solventnost Slovenije (in zato njen položaj na trgu suverenega dolga) bi lahko bila ogrožena predvsem zaradi relativno velikega bremena implicitnega dolga prvega stebra pokojninskega sistema in, v znatno manjši meri, zaradi poslabšanja tečajne konkurenčnosti, do katere je prišlo zaradi pregrevanja gospodarstva v 2006 in 2007.

Ker je trajektorija fiskalnega stanja zaradi velikega implicitnega dolga prvega stebra pokojninskega sistema daleč najbolj ogrožena, je ključni korak za zaščito fiskalne solventnosti parametrična reforma, ki bi nedvoumno signalizirala zmanjševanje implicitnega dolga pokojninskega sistema. V prvi plan mora ekonomska politika ponovno postaviti tudi rast cen, saj pri nekaterih skupinah produktov (komunalnih storitvah, derivatih) cene nevarno hitro naraščajo. Nadaljnja realna apreciacija tečaja bi lahko ogrozila že tako ranljivo okrevanje po krizi. Enake posledice bi lahko imele tudi vsako večje odstopanje enotnih stroškov dela od dinamike stroškov dela v fiskalno »močnih« gospodarstvih.

17

Ker bo kaotičnost okolja, ki jo poraja ogromno povečanje ponudbe suvernega dolga, lahko prevladovala dalj časa, je za ekonomsko politiko ključno izboljšanje institucionalnih osnov fiskalnega procesa.

Dokončati je potrebno implementacijo programske strukturiranega proračuna in vreče prilagodljivih izdatkov; oboje bo bistveno povečalo fleksibilnost fiskalnega procesa.

Ustanovljeni fiskalni svet je formalno brez ključnih značilnosti za učinkovito nevtraliziranje časovne nedoslednosti politikov, kar je osnovni namen te institucije. Spremenjen mora biti način izbora članov, njegov mandat in odvisnost od vlade, predvsem pa procedura posledic njegovih sklepov.

Nasilno prilagajanje trošenja države v tekočem letu je trenutno za fiskalno solventnost Slovenije relativno malo pomembno, saj je statično fiskalno stanje v Sloveniji boljše od povprečja evro območja. Takšna prilagajanja brez ustreznih institucionalnih prilagoditev so praviloma linearna, po drugi strani pa avtomatični stabilizatorji morajo biti financirani, če se cilja anticiklično delovanje fiskalne politike. Zmanjševanje davkov brez vnaprejšnjih korekcij v strukturnem trošenju ni mogoče.