

»KRIZNE« PRIORITETE EKONOMSKE POLITIKE

Velimir Bole

6

Nujne in manj nujne poteze. Državni svet je dal veto na jamstveno shemo za kreditiranje podjetij, torej na ukrep, s katerim bi država dopolnila ekonomsko-politični paket za nevtraliziranje posledic kreditnega zastoja, ki sta ga povzročila topljenje finančnega sistema v tujini in kolaps izvoznih trgov. Kmalu zatem je vlada najavila tretji sveženj ukrepov za premoščanje posledic krize gospodarstva; ta naj bi obsegal tudi bolj dolgoročne posege v strukturo vzpodbud in mehanizem gospodarstva (vseboval naj bi tudi ponovni naskok na pokojninsko reformo). V času, ko je kreditni zastoj še naprej praktično enak kot na začetku leta, preseneča takšno zaostajanje implementacije ključnih-začetnih posegov za normalizacijo finančnega napajanja gospodarstva, saj na repertoar ekonomske politike prihajajo že mnogo bolj dolgoročni ukrepi, čeprav ključni-začetni ukrepi še vedno niso implementirani.

Poseg države v normalizacijo finančnega napajanja gospodarstva bi moral imeti prednost pred vsemi ostalim ekonomsko-političnimi ukrepi. Slediti bi mu morale poteze za povečanje fleksibilnosti uravnavanja proračunskega trošenja ter, zaradi velikega obsega poslabšanja gospodarskih dosežkov, dodatni posegi v socialno mrežo¹. V času tako obsežnega in hitrega poslabšanja eksternih pogojev gospodarjenja, kot smo mu priča po avgustu 2008, bi s temi potezami ekonomska politika morala reagirati takoj, brez širokega dogovarjanja, analiziranja in usklajevanja!

Nadaljevanje kreditnega zastoja bi lahko bistveno povečalo že sicer velike negativne posledice krčenja eksternega povpraševanja. Kreditni zastoj bi namreč zaradi neustreznega napajanja gospodarstva povzročil (že povzroča) najprej težave z likvidnostjo nato pa z nesolventnostjo tudi mnogih dobrih (in ob padcu eksternega povpraševanja solventnih ali celo z eksterno krizo solventnostno malo prizadetih) podjetij, torej tistega dela gospodarstva, ki sploh omogoča(!) reševanje izvoznih podjetij in zaposlenih, ki so bili zaradi padca eksternega povpraševanja neposredno prizadeti. Podobne negativne posledice bi lahko imela nespremenjena (toga) instrumentalizacija obvladovanja javnofinančnega trošenja, saj onemogoča ekonomski politiki učinkovito reagiranje na nenadna velika poslabšanja javnofinančnega salda, ki so (zaradi negotovih gospodarskih dosežkov) verjetna v sedanjem času in torej negotovega toka davčnih prihodkov. Neustrezno nevtraliziranje večjega

1 Glej, GG, 2009, marec.

poslabšanja v fiskalnih dosežkih bi lahko (ob sedANJI negotovosti na tujih finančnih trgih) onemogočilo normalen dostop države, bank in podjetij do tujih virov sredstev. Neustreznost obstoječe intrumentalizacije obvladovanja javnofinančnega trošenja (ustreznega postopka rebalansiranja proračuna) so lepo ilustrirala že vprašanja, ki so se pojavila pred kratkim ob hitrem in velikem poslabšanju makroekonomske napovedi za Slovenijo.

Malo bolj natančno si oglejmo težave pri odpravljanju kreditnega zastoja.

Že novembra lani je bilo na dlani, da povečana negotovost na tujih finančnih trgih in kolaps izvoznih trgov porajata kreditni zastoj, ki bo lahko opazno povečal že sicer velike negativne posledice kolapsa izvoznih trgov. Na dlani je bilo, da lahko povečano negotovost učinkovito (hitro) nevtralizira le država z jamstvom tako na strani pridobivanja sredstev (napajanja) bank kakor tudi na strani naložb, torej odobravanja kreditov, bank.² Navkljub temu so vsi trije nujni koraki za normalizacijo finančnega napajanja gospodarstva potekali počasi in, seveda, z »obveznimi« političnimi dodatki, ki so podaljševali pripravo nujnih potez. Najprej se je zavlačevalo z uvedbo splošnega zavarovanja vlog v bankah, nato je skoraj tri mesece nastajalo (praktično neoperativno) državno jamstvo bankam za zadolževanje v tujini, medtem ko zadnji potreben ukrep (jamstvena shema za kreditiranje nefinančnih korporacij) verjetno ne bo implementiran niti šest mesecev po jasni identifikaciji naraščanja kreditnega zastoja.

Jamstvena shema za kredite nefinančnim korporacijam je nujen ukrep za dokončno nevtraliziranje posledic zmanjšane informacijskega kapitala bank, ki ga je povzročila negotovost na tujih finančnih trgih in kolaps izvoznih trgov. Navkljub temu bo, zaradi poseganja raznoraznih lobijev v nastajanje zakona (ki so bili, v razliko s kmetijskim, pravočasni), sama implementacija zakona verjetno ne le zelo zakasnela temveč tudi težko izvedljiva in še zlasti slabo ciljana. Podobno kot je od predlaganega ukrepa odložitve plačevanja davkov ostalo le težko preverljivo, neselektivno in zelo začasno subvencioniranje krajšega delovnega časa, bo lahko tudi pri jamstveni shemi, zaradi popuščanja nosilcev ekonomske politike pod pritiskih lobijev, implementiran zelo osiromašen poseg v kreditni mehanizem. Še več, zakon bo zaradi raznoraznih »dodatkov« verjetno ustvarjal natanko tiste probleme, s katerim se trenutno ekonomska politika in siceršnja politika (seveda, ob velikem zanimanju javnosti) tako intenzivno ukvarja, kot da ne bi imela dovolj dela z nevtraliziranjem vse bolj negativnih posledic siceršnjega poslabšanja eksternih pogojev gospodarjenja.

2 Glej, GG, 2008, november.

Zaradi (pre)počasnega normaliziranja kreditnega napajanja gospodarstva se vse bolj očitno poslabšuje likvidnost gospodarstva. Krediti podjetjem so se februarja in marca že skoraj povsem ustavili; od decembra do konca februarja so porasli le za dober odstotek. Zaradi kontrakcije aktivnosti se je obtočna hitrost denarja zmanjšala še bistveno bolj. Podjetja zaradi nezadostnega kreditnega napajanja črpajo depozite, zato se ti že nekaj časa krčijo; konec februarja letos so bili na ravni lanskoletnega avgusta. Velika podjetja na spodnjem toku ustvarjanja dodane vrednosti (bliže h končni porabi predvsem prebivalstva) povečujejo »lastno financiranje« z enostranskim podaljševanjem plačilnih rokov podjetjem (še zlasti manjšim) na zgornjem toku ustvarjanja dodane vrednosti. Res je, da medsebojna zadolženost podjetij še ni kritična, vendar se opazno hitro poslabšuje. Prvo večje poslabšanje je bilo decembra lani (povprečna neplačana stanja na računih so se povečala za preko 30%). V marcu je prišlo do nove stopnice v poslabšanju finančnega napajanja gospodarstva, saj so se skokoma povečale kratkoročne zamude v plačevanju (do 30dni) in število podjetij, ki so v zaostanku s plačili³. Normalizacija kreditnega napajanja je torej ključna poteza za nadaljnje normaliziranje gospodarskih dosežkov.

Potrebne korekcije. Postopek dodelitve državnih jamstev za dostop bank na mednarodni grosistični trg posojilnih skladov je potrebno poenostaviti. V nasprotnem primeru bo ustrezna garancijska podpora bankam za napajanje na grosističnem trgu v tujini skoraj neuporabna. Za kreditno rast malo uporabna je tudi narava (kratkoročnega) depozita države v bankah, saj banke ne morejo ročnosti sredstev transformirati v takšnem obsegu, da bi depozite s pričakovano ročnostjo 4 mesecev lahko uporabile kot vir za kredite z ročnostjo prek enega leta. Ob neustrezni korekciji podpore dostopu bank na grosistični trg posojilnih skladov bo tudi jamstvena shema za kredite podjetjem bolj malo uporabna.

Pogojevanje, ki obremenjuje obe jamstveni shemi (že sprejeto shemo za bančni dostop na grosistični trg posojilnih skladov in pripravljano shemo za dostop podjetij do kreditov) določa, kaj se lahko in kaj se ne sme kreditirati, če se uporablja jamstva iz sheme. Takšno pogojevanje je tudi teoretično nemogoče implementirati. Pri portfelju kreditnih sredstev je namreč nemogoče »ugotoviti«, kako so financirane posamezne naložbe⁴. To velja toliko bolj v primeru, če bi država skozi jamstveno shemo omogočala-želela doseči tiho dokapitalizacijo bank. Saj zaradi državnega jamstva manj tvegani instrumenti (zakonsko »dovoljeni« krediti) povečujejo kapitalsko ustreznost konkretne banke in torej možnost povečevanja izpostavljenosti banke prek drugih nejamčenih instrumentov (na primer, prek zakonsko »nedovoljenih« kreditov).

Zakon o jamstveni shemi podjetij bo, zaradi omenjenega omejevanja uporabe kreditov, še zlasti pa zaradi ločenega določanja volumna jamstev za komitente A, B in C, v najboljšem(!) primeru zgrešil osnovni namen ukrepa, namreč nevtraliziranje »dodatne«

3 Glej http://www.ajpes.si/Statisticno_raziskovanje/Neporavnane_obveznosti

4 Angl. funds are not fungable.

(nove!) negotovosti, ki jo generira topljenje tujih finančnih trgov in kolaps izvoznih trgov. V vsakem primeru pa bo, zaradi nepotrebne administriranja, političnega kontroliranja in vpletanja-interveniranja v kreditno politiko bank, za banke malo uporaben.

Zakon ne loči med boniteto terjatve in boniteto komitenta. Tudi obseg potencialnih jamstev je povsem arbitraren-nerazumljiv (za vsako bonitetno skupino komitentov naj bi bil na razpolago enak obseg jamstev). Saj je A in B komitentov neprimerno več kot C komitentov (terjatev). Poleg tega je takšna jamstvena shema potrebna za nevtraliziranje »nove« negotovosti, ki se je pojavila zaradi finančne krize po avgustu 2008. Ta »dodatna« negotovost pa je, vsaj v načelu, neodvisna od siceršnje (zatečene) solventnosti komitentov oziroma terjatev. Ocena solventnosti izvoznika-komitenta z najvišjo boniteto, ki je sicer prvi dobavitelj evropske avtomobilske industrije, je v tem času lahko, v načelu, bistveno bolj negotova od ocene solventnosti ponudnika storitev na domačem trgu (torej podjetja iz nemenjalnega sektorja) s siceršno solventnostjo C vendar s kvalitetnim zavarovanjem! Poleg tega imajo za zatečeno stanje bonitet terjatev banke tako ali tako že narejene ustrezne slabitve.

9

Ločeno dodeljevanje jamstev v predvidenem (po bonitetah enakem) obsegu bi zato avtomatično pomenilo tiho(!) dokapitalizacijo bank, še zlasti če bi realizirana udeležba bank v tveganju bila različna pri različnih bonitetah. Priče bi lahko bili svojevrstnemu Grethsmann-ovemu zakonu, saj bi povpraševanje po jamstvih za C komitente izrivalo povpraševanje po jamstvih za ostale komitente. Pri tem bi bila, seveda, takšna tiha dokapitalizacija bank narejena brez vzpostavljanja terjatve države (povečanja kapitalskega deleža države) do ustreznih bank. Jamstvena shema bi potemtakem imela, med drugim, enake posledice kot jih pričakujejo nekateri ekonomisti od posega finančnega ministrstva v ZDA (shema Geithner-Summers)⁵.

In končno, kar je najbolj pomembno, takšno ločeno odobranje jamstev bi bilo zaradi omenjenih razlogov lahko bistveno dražje za javne finance, saj bi bil del pričakovanih izgub na naložbah, za katere so banke doslej že tako ali tako naredile rezervacije (slabitve), prenesen na državno blagajno.

Omenjeni negativni učinki zakonsko (neustrezno) postavljene jamstvene sheme bi bil še večji, v kolikor bi bilo dodeljevanje jamstvenih paketov avtomatično – brez dražbe, torej sorazmerno bilančni vsoti oziroma sorazmerno obsegu kreditov nefinančnim korporacijam posameznih bank, torej brez trijaže podjetij, ki bi dobila jamstva oziroma bank, ki bi implementirale takšna jamstva.

⁵ O visoki »ceni« sodelovanja privatnih finančnih institucij v »iskanju« prave vrednosti slabih terjatev, glej, na primer, Sachs, 2009, Businessweek, March, ali Krugman, 2009, The New York Times, April.

Ker je, kot rečeno, implementacija jamstvene sheme nujna za normalizacijo finančnega napajanja gospodarstva in ker bi ponovno odpiranje razprave ob zakonu lahko sprejetje zakona še dodatno zavleklo, bi bilo smiselno zakonski predlog spremeniti le v toliko, da se vsem bonitetam (komitentov ali terjatev) dodeli skupen možen obseg jamstev (na primer, 1 milijarda evrov), oziroma, da se kakršnokoli diferenciranje komitentov (terjatev) po bonitetah izpusti. Ključno za pravilno implementacijo ukrepa (torej za trijažo »pravih« podjetij, ki prejmejo jamstva in bank preko katerih se implementirajo) je dodeljevanje jamstvenih paketov preko rednih dražb na katerih bi (oportunitetna) cena bila udeležba banke na tveganju. Dražbe bi se morale pričeti pri visokih izklicnih udeležbah bank, in se zniževati šele ko realizacija na predhodni dražbi nebi dosegla ponujene kvote jamstev. Na takšen način bi razpoložljiv obseg jamstev podprl največji možen obseg kreditov najboljšim komitentom.

V kolikor bi tudi omenjene »kozmetične« korekcije zakona o jamstvih lahko potencialno zavlekle uveljavitev jamstvene sheme, bi bilo (zaradi velikih oportunitetnih stroškov nadaljnjega zamujanja v uveljavljanju sheme) smiselno pri nespremenjenem zakonu določiti (preko uredbe o izvajanju zakona) proceduro razdeljevanja jamstev tako, da bi bile pri dražbah jamstvenih paketov izklicne cene (torej udeležbe bank v jamstvih) enotne – neodvisne od bonitetnih razredov.

V kolikor nosilci ekonomske politike ocenjujejo, da je posameznim podjetjem zaradi potencialno velikih eksternalij v primeru njihovega stečaja, potrebno dodatno finančno pomagati, jih mora država podpreti eksplicitno in ločeno, torej ne v okviru paketa ukrepov, ki je namenjen normalizaciji finančnega napajanja (dobrih-solventnih) podjetij