

ODPRAVLJANJE KREDITNEGA KRČA – KAKO NAPREJ?

Velimir Bole

6

Uvod. Rast kreditov in denarja se je v zadnjem četrtletju 2008 drastično zmanjšala. Kreditni krč je bil posledica povečane negotovosti na finančnih trgih in zmanjšanega informacijskega kapitala bank (manjšega poznavanja solvetnosti komitentov). Porast negotovosti na finančnih trgih je onemogočil dostop do grosističnega trga posojilnih skladov (zaustavil ponudbo na grosističnem trgu posojilnih skladov), zmanjšan informacijski kapital bank (zaradi velikega padca gospodarske aktivnosti) pa je zavrl ponudbo na detajlističnem trgu posojilnih skladov¹.

Ekonomska politika je sprejela tri ključne ukrepe za odpravljanje kreditnega krča. Razširila je zavarovanje na vse vloge prebivalstva v bankah, odobrila je državno jamstvo za dostop bank na grosistični trg v tujini ter državno jamstvo bankam za podjetja, s katerim država prevzema del povečane negotovosti pri oceni solventnosti bančnih komitentov.

Ključni jamstveni shemi (za banke in podjetja) sta postali operativni šele potem, ko je zmanjševanje gospodarske aktivnosti, kot se zdi, že doseglo dno. Pri nadaljnjem usmerjanju ekonomske politike se zato postavlja dilema, ali še vztrajati pri ekonomsko-političnem vzpodbujanju finančnega napajanja gospodarstva in če, ali je sprejeti instrumentarij za takšno poseganje potrebno prilagoditi. Saj se, po nekaterih ocenah, eksterni pogoji gospodarjenja opazno spreminjajo; tako se že kažejo prvi znaki izboljševanja gospodarskih dosežkov v najbolj razvitih gospodarstvih². Pred ekonomsko-politično odločitvijo ob tej dilemi je potrebno odgovoriti na nekaj osnovnih vprašanj, ki se postavljajo ob doslej sprejetih ukrepih ekonomske politike in siceršnjih kriznih gospodarskih dosežkih: kaj so ključne ovire za (pre)majhno operativnost sprejetih ukrepov (obeh jamstvenih shem); koliko je, po obratu v gospodarski rasti, z boljšim kreditnim (finančnim) napajanjem gospodarstva sploh možno dodatno prispevati k gospodarski aktivnosti, oziroma, natančneje, ali ni problem v (pre)majhnem kreditnem povpraševanju gospodarstva in ne v kreditni ponudbi bank. Ali res banke blokirajo instrumentarij (»sedijo na denarju«), ker ni narejen po njihovi meri (ker jim ne omogoča tihe dokapitalizacije, torej prenosa slabih terjatev, za katere že imajo narejene rezervacije, na državo) in, končno, ali se je negotovost na finančnih trgih v tretjem četrtletju 2009 res že opazno zmanjšala?

1 Glej prispevek v novembrski številki Gospodarskih Gibanj (Bole(2008)). V pojasnilo velja enkrat za vselej dodati, da je grosistični trg posojilnih skladov trg transakcij med bankami, detajlistični pa trg transakcij bank z nebančnim sektorjem.

2 Mednarodni monetarni sklad, na primer, že poziva na pripravo posebnih strategij za izhod iz krize.

Pomanjkljivosti ukrepov za zmanjšanje kreditnega krča. Medtem ko je bilo razširjeno jamstvo za vloge prebivalstva in jamstvo za dostop do grosističnega trga bank formalno sprejeto že konec leta 2008, je bila jamstvena shema za podjetja sprejeta šele konec aprila. Dodati pa je potrebno, da je tudi jamstvena shema za banke (za dostop do grosističnih trgov posojilnih skladov) formalno stopila v veljavo šele marca. Operativno pa sta se obe jamstveni shemi (za banke in za podjetja) začeli uporabljati junija 2009.

Nesporna pomanjkljivost pripravljenega instrumentarija za odpravljanje kreditnega krča (bančne in podjetniške sheme) je zagotovo velika časovna zamuda v implementaciji. Čeprav je bilo zaradi pospešenega krčenja eksternega povpraševanja in velike negotovosti na tujih finančnih trgih po avgustu 2008 mogoče pričakovati hitro in veliko povečanje kreditnega krča³, se je implementacija ukrepov, kot rečeno, zavlekla do konca drugega četrtrletja 2009 zaradi političnega vpletanja vprašanj in pogojevanj, ki s finančnim napajanjem gospodarstva niso imele zveze in se z njimi praviloma ukvarjajo druge institucije.

Vendar je, poleg zamujanja pri jamstvenih shemah, težava nastala tudi v operativni izvedbi formalno sprejetih ukrepov. Zaradi že omenjenega političnega vpletanja vprašanj, ki s finančnim napajanjem gospodarstva niso imele zveze, se je namreč z velikim številom dodatnih (pogosto nejasnih) zakonskih omejitev in pogojev cilj ukrepov spremenil in domet zmanjšal, povečala pa velika administrativna negotovost pri izvajanju ukrepov⁴. Zaradi tega se je opazno zmanjšala že potencialna učinkovitost analiziranih ukrepov.

V jamstveni shemi za podjetja najbolj štrli ločevanje jamstvenih kvot po bonitetah podjetij, omejevanje volumna jamstev z maso plač ter, še zlasti, eksplicitno omejevanje-izločanje reprogramov (neto podaljševanja kreditov) oziroma eksplicitno določanje namembnosti kreditov⁵. V času velikega zmanjšanja gospodarske aktivnosti in še hitrejšega padca obtočne hitrosti ter popolne blokade trga sredstev, torej sistemske nelikvidnosti (!), je reprogramiranje (neto podaljšanje) kredita (z rednim servisom obresti) bistveno za vzdrževanje normalne finančne napojenosti gospodarstva, torej brez drastičnih padcev, ki bi jih sicer avtomatično sprožilo bruto podaljševanja kreditov. Prav zaradi eksplicitnega izločanja (oziroma omejevanja) reprogramov iz sheme so nekatere banke v času največje nelikvidnosti, na primer zahtevale bruto podaljševanje kreditov!⁶

Sosledica učinkov finančnega napajanja in aktivnosti. Pospešeno padanje finančnega napajanja bi lahko v 2009 samostojno (neodvisno od velikega krčenja eksternega realnega povpraševanja) stisnilo gospodarsko aktivnost vsaj iz treh razlogov.

3 Glej omenjeni prispevek (Bole(2008)) v novembrski številki GG .

4 Glej , na primer, prispevek v marčevski številki Gospodarskih Gibanj (Bole (2009).

5 V shemo je lahko vključeno le 20% kreditov, ki so reprogrami starih kreditov.

6 Enake narave bi lahko bile tudi posledice potencialnega ukrepa bančnega regulatorja, ki v času sistemske(!) poslabšane likvidnosti, ko zaradi nelikvidnosti trgov sredstev, praktično ni podjetij, ki bi lahko bruto podaljševala kredite, poslabšuje ročnosti in solventnostno obravnavo takšnih kreditov!

Prvič, krčenje finančnega napajanja lahko bistveno zmanjša možnosti vzdrževanja aktivnosti tistega dela gospodarstva, pri katerem je v času pešanja (eksternega) povpraševanja možno aktivnost vzdrževati s premikom finančnega napajanja s povpraševanja na ponudbo (na primer pri podjetjih, ki spremenijo ključne kupce). Pri izhodu iz krize bo v začetnem obdobju (pri ponovnem zagonu normalnega obsega proizvodnje oziroma normalizaciji zalog) prav takšno zelo povečano financiranje ponudbe bistveno.

8

Drugič, pešanje ali relativna stagnacija finančnega napajanja lahko dodatno zmanjša gospodarsko aktivnost tudi zato, ker opazno zmanjšanje gospodarske aktivnosti v gospodarstvu povzroča pešanje obtočne hitrosti denarja⁷. Gospodarstvo torej potrebuje za enoto produkta (in dodane vrednosti) večje finančno napajanje. Če padanje gospodarske aktivnosti spremlja tudi hitro zaustavljanje inflacije se pešanje obtočne hitrosti še pospeši⁸.

In končno, premajhno in predvsem negotovo finančno napajanje sili podjetja, podobno kot banke na grosističnem trgu posojilnih skladov, h »kopičenju« likvidnosti in posojilnih skladov, še zlasti podjetja na koncu verig dodane vrednosti (v Sloveniji so, na primer, po avgustu lani prav nekatere velike trgovske verige opazno povečale plačilne roke).

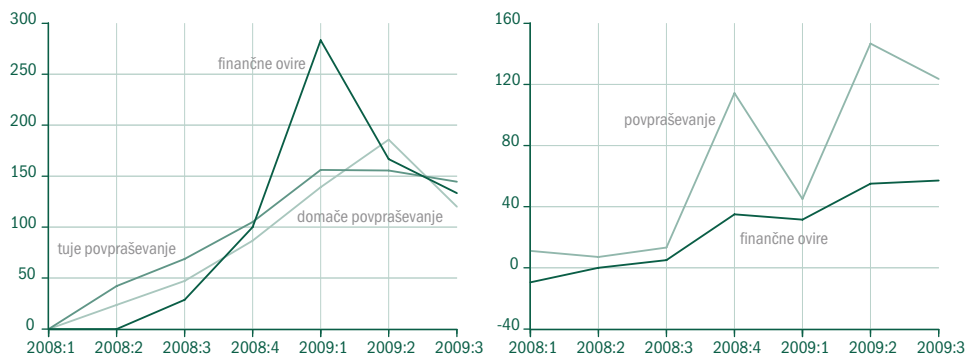
Vsi trije razlogi za opazne učinke stiskanja finančnega napajanja na realno aktivnost so bili po avgustu 2008 prisotni tudi v Sloveniji. Kako močno je stiskanje finančnega napajanja vplivalo na gospodarsko aktivnost je ilustriровано na sliki 1, kjer je prikazana trajektorija povečevanja kreditnega krča. Prikazane so medletne stopnje rasti povečanja obsega podjetij (merjenega z deležem zaposlenih), ki jih je nezadostno finančno napajanje oviralo pri poslovanju, kakor tudi medletne stopnje rasti obsega podjetij, ki so jih ovirale omejitve pri povpraševanju. Ločeno je prikazana trajektorija za predelovalne dejavnosti in storitvene dejavnosti.

Na dlani je, da so se finančne ovire že v drugi polovici 2008 močno povečale, v predelovalnih dejavnostih (za katere so izvozni trgi bistveni) so se finančne ovire kar podvojile (več kot četrtnina podjetij je močno čutila finančne ovire), medtem ko so se finančne ovire v podjetjih iz storitvenih sektorjev povečale za 40%. Tudi na sredini tretjega četrletja 2009 so ostale finančne ovire še naprej bistveno (za preko 130% pri predelovalnih dejavnostih in preko 60% v storitvah) višje kot leto prej. (tik pred kolapsom gospodarske aktivnosti in rednega finančnega napajanja). Ekonomsko-politično vzpodbujanje finančnega napajanja bi lahko, potemtakem, opazno vplivalo na boljše gospodarske dosežke tudi po tretjem četrletju letošnjega leta. Ob morebitnem izhodu iz krize (povečevanju gospodarske aktivnosti) bi bilo povečano finančno napajanje pomembno še zlasti zaradi omenjenega premika financiranja od povpraševanja na ponudbo, torej pri ponovni normalizaciji-zagonu proizvodnje, normalizaciji zalog in(al) restrukturiranju kupcev-trga.

7 Elastičnost povpraševanja po denarju na (realne) prodaje je manjša od ena.

8 V evro območju se je v 2009 tako opazno povečala relativna rast gotovine in zelo kratkoročnih depozitov (glej , na primer, Monthly Bulletin ,Tabela 2.3).

Slika 1.
Faktorji zaviranja proizvodnje



Vir: SURS

Opomba: Medletne stopnje rasti (v %) podjetij (merjenih po številu zaposlenih)

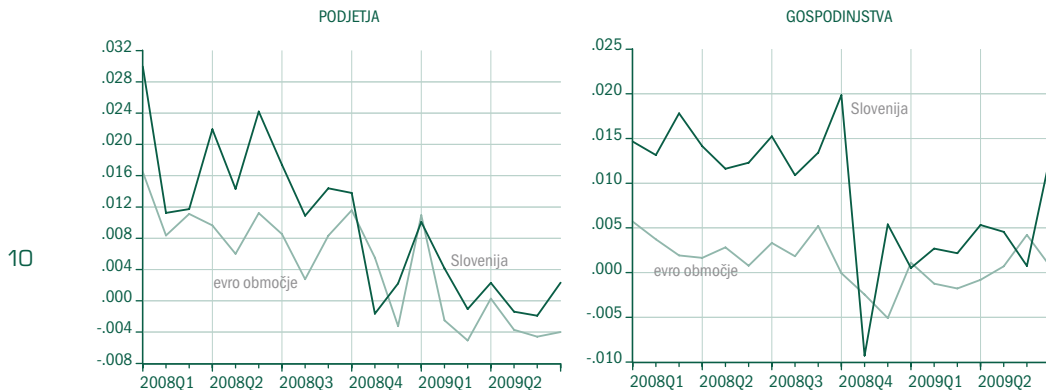
Oportunitetni stroški dosedanjega zamujanja implementacije ukrepov, nesmiselnih omejitev v ukrepih in administrativne negotovosti, so zaradi neoviranega poslabševanja finančnega napajanja bili doslej potencialno sicer veliki, vendar bi opuščanje izboljševanja finančnega napajanja v nadaljevanju lahko imelo (kot kaže slika) podobno velike oportunitetne stroške. Število podjetij, ki čutijo finančne ovire, namreč ostaja bistveno večje kot v normalnih pogojih.

Močno kreditno racioniranje po lanskem avgustu ni bila značilnost le dogajanj pri bančnem posredovanju posojilnih skladov v Sloveniji, saj je po tretjem četrtletju 2008 kreditni zastoj, navkljub velikemu interveniranju centralnih bank, ostal ključen problem ne le v evro območju temveč tudi v drugih velikih denarnih območjih. Postavlja se vprašanje, ali je bil kreditni zastoj v Sloveniji »relativno« večji kot v evro območju. Torej, ali je bilo, na primer, večje zaostajanje izvoza v Sloveniji kot v evro območju v 2009 posledica tudi relativno večjega poslabšanja finančnega napajanja gospodarstva v Sloveniji kot v celotnem evro območju⁹ (razlike v rasti BDP so lahko pod velikim vplivom tudi drugih faktorjev in politik)?

Ali kreditni zastoj v Sloveniji odstopa od siceršnjega dogajanja v evro območju ilustrira slika 2, kjer so prikazane tekoče mesečne stopnje rasti kreditov podjetjem (nefinančnim korporacijam) in, ločeno, gospodinjstvom, za evro območje in Slovenijo.

⁹ V povprečju zadnjih treh četrtletij (torej v obdobju ko se je izvoz v evro območju in Sloveniji na medletni osnovi zmanjševal) je povprečni medletni padec izvoza v Sloveniji dosegel 16% v evro območju pa 13.5%. Glej, Eurostat in SURS.

Slika 2.
Rast kreditov



Vir: ECB

Pripomba: (tekoče) mesečne stopnje rasti; pri vseh kreditih je komitent (nasprotna stranka) iz evro območja

Slika 3.
Rast denarja in domačega bruto produkta



Vir: ECB; Bilten Banke Slovenije

Pripomba: medletne stopnje rasti M2 po mesecih; pri denarju za Sloveniji je upoštevana gotovina po ključu ECB; četrletne stopnje rasti desezoniranega domačega bruto produkta (BDP-ja)

Na dlani je, da se je relativna dinamika kreditov v Sloveniji (glede na evro območje) močno spremenila po lanskem avgustu in še zlasti v zadnjem četrtletju lanskega leta, ko se je dinamika kreditnega napajanja v Sloveniji drastično zmanjšala, v zadnjem četrtletju 2008

je bila celo počasnejša kot v evro območju. V 2009 je bila doslej relativna rast kreditov v Sloveniji (glede na evro območje) bistveno počasnejša kot pred avgustom 2008; med tem ko je bila rast kreditov podjetjem v Sloveniji v letošnjem letu za približno 0.4 odstotne točke na mesec hitrejša kot v evro območju (kjer je bila do julija rast kreditov podjetjem celo sistematično negativna), je pred lanskim avgustom bila kar za 1.2 odstotne točke na mesec hitrejša. Ker je v Sloveniji neposrednega napajanje gospodarstva na kapitalskem trgu zelo malo, je bila razlika v relativnem finančnem napajanju (med evro območjem in Slovenijo) še toliko večja, saj trgovanje na kapitalskem trgu za podjetja v evro območju, navkljub velikemu krčenju, ni v celoti usahnilo (seveda pa so se zelo povečale cene¹⁰).

Dodajmo, da Slika 2 tudi kaže, da v evro območju do julija letos še ni bilo znakov večjega popuščanja kreditnega krča. Dodatno to ilustrira slika 4, kjer so za Nemčijo prikazane obrestne mere za nove kredite preko 1 milijona evrov za dobo 1-5 let in donos prvovrstnih podjetniških obveznic. Razlika med obrestno mero in donosom obveznic je v letošnjem letu nihala med 1.4 in 2.2; najnižja je bila februarja in julija (1.4) najvišja pa marca in maja (2.2).

11

Slika 4.
Kreditni krč v evro območju



Vir: Deutsche Bundesbank

Opomba: Donos prvovrstnih podjetniških obveznic v Nemčiji; obrestna mera za nova posojila podjetjem preko 1 milijon evrov, 1-5 let.

Pešanje rasti kreditov je povzročilo pospešeno krčenje finančne napojenosti slovenskega gospodarstva. Obseg pešanja finančne napojenosti ilustrira dinamika širšega denarja, ki je prikazana na sliki 3. Kot slika 1 tudi slika 3 potrjuje, da je do opaznega poslabšanja v

10 Mercedes je na primer za obveznico plačal več kot 400 bazičnih točk nad nemško državno obveznico.

finančnem napajanju prišlo že v tretjem četrtletju 2008, saj je rast širšega denarja že v 2008 skoraj pol leta zaostajala za rastjo v evro območju tudi za dve točki medletne stopnje rasti. Na možne posledice tako velikega zaustavljanja finančnega napajanja gospodarstva opozarja rast BDP, ki je prikazana na isti sliki, saj je v Sloveniji začela rast BDP pospešeno padati glede na rast BDP v evro območje eno četrtletje kasneje od drastičnega padca rasti širšega denarja v Sloveniji glede na evro območje¹¹. Najprej se je torej začelo poslabševati relativno finančno napajanje gospodarstva in šele nato relativna gospodarska rast in ne obratno!

12

Zakaj je obstala (relativna) kreditna aktivnost bank. Že slika 1 kaže, da je bilo potencialno povpraševanje po kreditih v obdobju po avgustu lani veliko, da je torej bilo zaustavljanje rasti kreditov v veliki meri posledica kreditnega racioniranja in ne padca povpraševanja po kreditih. Postavlja se vprašanje, zakaj so banke v drugem polletju in še zlasti v zadnjem četrtletju 2008 začele intenzivneje racionirati kredite in se predajati »sedenju na denarju« namesto kreditiranju, kot bi lahko skleпали iz slike 2 in 3.

Negotovost na finančnih trgih v tujini se je začela povečevati že po avgustu 2007, zaradi česar se je možnost dostopa do grosističnega trga posojilnih skladov vztrajno zmanjševala dokler se po avgustu 2008 ni povsem ustavila. Ker je, poleg tega, po drugem četrtletju 2008 začelo pešati tudi ekstermo (izvozno) povpraševanje in zato potencialno povpraševanje na detajlističnem trgu posojilnih skladov, je za korekten odgovor na predhodno vprašanje o »bančnem sedenju na denarju« potrebno pogledati tudi spremembe drugih segmentov bilanc poslovnih bank v Sloveniji, in ne le na kredite ter depozite rezidentov, ki so prikazani na sliki 2 in 3.

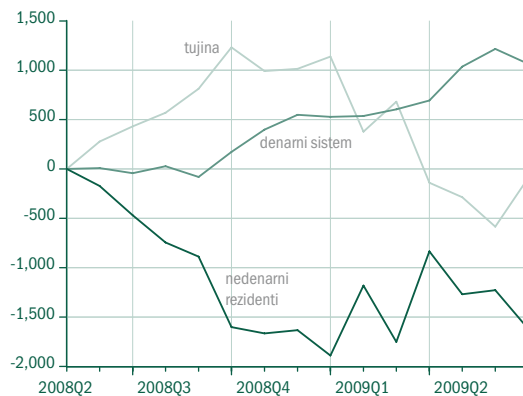
Gre predvsem za spremembe na segmentih, ki kažejo transakcije s posojilnimi skladi celotnega sistema poslovnih bank, torej za transakcije na grosističnem trgu posojilnih skladov. Za transakcije na grosističnem trgu posojilnih skladov, ki so vidne v konsolidirani bilanci sistema poslovnih bank, so ključni trije sektorji: nedenarni rezidenti, denarni sistem (centralna banka evro sistema) in tujina¹².

11 Ker so časovne vrste za denar pri Sloveniji (kot članici evro območja) prekratke za desezoniranje, so pri denarju prikazane medletne stopnje rasti pri BDP pa četrtletne stopnje rasti desezoniranih vrednosti.

12 Sektor nedenarnih rezidentov obsega naslednje rezidente: finančne korporacije, prebivalstvo, državo in ostale finančne organizacije.

Slika 5.

Tokovi posojilnih skladov; transakcije na grosističnem trgu posojilnih skladov



13

Vir: Bilten Banke Slovenije

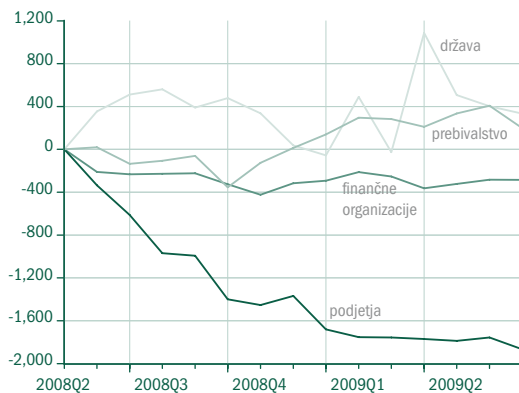
Pripomba: Sprememba neto razpoložljivih posojilnih skladov poslovnih bank glede na maj 2008; v milijonih evrov; od instrumentov so upoštevana posojila in vrednostni papirji pri terjatvah in vloge ter vrednostni papirji pri obveznostih; neto pozicija je definirana kot razlika med obveznostmi in terjatvami poslovnih bank (do konkretnega sektorja); zmanjševanje pomeni neto pritok posojilnih skladov v ustrezni sektor.

Na sliki 5 je ilustriano dogajanje na grosističnem trgu posojilnih skladov v Sloveniji po maju 2008 (ko je dosežen zadnji »predkrizni« ciklični obrat navzdol), kot se kaže v (konsolidirani) bilanci poslovnih bank. Do oktobra 2008 so bili neto posojilni skladi, ki so pritekali iz tujine, posredovani domačim nedenarnim rezidentom (nefinančnim korporacijam, prebivalstvu, državi in nedenarnim finančnim organizacijam). Od oktobra do decembra so banke še vzdrževale neto nespremenjeno napajanje nedenarnih rezidentov, vendar le s pomočjo posredovanja neto pritoka (zelo kratkoročnih) posojilnih skladov iz centralne banke evro sistema, saj se je neto pritok posojilnih skladov iz tujine ustavil.

Od januarja 2009 dalje pa se je stagnacija neto tokov posojilnih skladov iz tujine prevesila v drastičen neto odtok posojilnih skladov v tujino (zaradi zastoja na grosističnem trgu posojilnih skladov v tujini, ni bilo možno obnavljanje financiranja iz tujih virov), ki je trajal do junija letos in kumulativno dosegel približno 1.9 milijarde evrov. Ta neto odtok v tujino je sistematično zmanjševal neto posojilne sklade poslovnih bank, ki so bili razpoložljivi za rezidentske sektorje. V času, ko naj bi »banke sede na denarju«, so torej poslovne banke morale dejansko drastično zmanjševati neto posojilne sklade rezidentom zaradi velikega neto odtoka posojilnih skladov v tujino, saj se je vse do aprila letos neto pritok posojilnih skladov iz evro sistema (centralne banke) le malo spremenil. Tako so se do aprila 2009 posojilni skladi rezidentov zmanjšali za preko 1 milijarde evrov (v tujino jih je odteklo preko 1.4 milijarde). Šele po aprilu je intenziviranje pritoka (in podaljšanje ročnosti) posojilnih skladov iz centralne banke evro sistema omogočilo ponovno povečevanje bančnega

posredovanja posojilnih skladov rezidentom in šele julija (z zadolžitvijo Ljubljanske banke) se je neto raven razpoložljivih posojilnih skladov iz tujine približala stanju maja lani!

Slika 6.
Tokovi posojilnih skladov; transakcije na detajlističnem trgu posojilnih skladov



Vir: Bilten Banke Slovenije

Pripomba: Sprememba neto razpoložljivih posojilnih skladov poslovnih bank glede na maj 2008; v milijonih evrov; od instrumentov so upoštevana posojila in vrednostni papirji pri terjatvah in vloge ter vrednostni papirji pri obveznostih; neto pozicija je definirana kot razlika med obveznostmi in terjatvami poslovnih bank (do konkretnega sektorja); zmanjševanje pomeni neto povečanje-pritok posojilnih skladov v ustreznih sektor.

Banke potemtakaem v analiziranem razdobju celotnemu agregatu rezidentov niso mogle posredovati (neto) več posojil brez večjega dostopa do grosističnega trga posojilnih skladov v tujini (kar naj bi podpirala prva jamstvena shema)! Potemtakaem bi bilo lahko gospodarstvo pri opisanem stiskanju pritokov posojilnih skladov iz tujine in danem pritoku (zelo kratkoročnih) posojilnih skladov iz evro sistema (centralne banke), ki jih, kot rečeno, banke niso mogle posredovati v kredite relevantne ročnosti, boljše finančno oskrbljeno (krediti gospodarstvu bi lahko hitreje naraščali) le na račun neto pritoka posojilnih skladov iz ostalih rezidentskih sektorjev.

Ključna je bila seveda predvsem sektor države, ki je edini imel opazen dostop do trga posojilnih skladov v tujini (do julija se je država zadolžila v tujini v skupnem znesku za 2.5 milijarde evrov). Še zlasti, ker je del sredstev država v bankah vezala tudi dolgoročno¹³.

Kako so banke restrukturirale neto posojilne sklade med domačimi sektorji in, še zlasti, ali so banke res »le kopicile sredstva države« kaže slika 6. Prikazane so neto spremembe posojilnih skladov po maju 2008 (ko je bil zadnji »ciklični« obrat gospodarske aktivnosti

13 1.33 milijarde evrov, glej Bilten Banke Slovenije.

pred sedanjo krizo) ključnih domačih sektorjev, države, gospodarstva, ostalih (nebančnih) finančnih organizacij in prebivalstva.

Slika 6 ilustrira dve ključni dejstvi. Prvič, da so banke neto restrukturirale posojilne sklade rezidentov praktično samo v korist gospodarstva in, drugič, da sektor države neto v 2009 (do julija) praktično ni povečal razpoložljivih skladov bank glede na povprečje zadnjih dveh četrtletij 2008.

Od maja lani do julija letos so neto posojilni skladi dodeljeni gospodarstvu porasli za 1.9 milijarde evrov (po decembru 2008 za 400 milijard evrov). Le še ostale (nebančne) finančne organizacije so povečale neto udeležbo na posojilnih skladih domačih bank (vendar bistveno manj, le za okoli 250 milijonov), medtem ko se je udeležba tako sektorja prebivalstva kot države na neto posojilnih skladih zmanjšala (do julija letos za po nekaj manj kot 400 milijonov evrov). Prebivalstvo je v 2009 z večjim povečanjem vlog kot kreditov prispevalo k (sicer majhnemu) neto povečanju posojilnih skladov bank. Država pa, navkljub velikemu letošnjemu zadolževanju v tujini, neto sploh ni povečala razpoložljivih posojilnih skladov bank glede na povprečje razdobja v 2008, z izjemo aprila, torej v mesecu letošnje druge zadolžitve. Dodatni zadolžitvi države v tujini sta se namreč v veliki meri uporabili za zapiranje starega dolga.

Smiselne korekcije vzpodbujanja finančnega napajanja gospodarstva. Že slika 1 kaže, da je potencialno povpraševanje po kreditih tudi konec letošnjega julija veliko in da so finančne ovire gospodarstva še vedno bistveno večje (v predelovalni dejavnosti več kot enkrat večje) kot v normalnih časih. Stagnacija kreditov oziroma zelo počasna rast je torej, kot rečeno, še vedno v veliki meri posledica kreditnega racioniranja (zaradi premajhnih razpoložljivih posojilnih skladov bank in s krizo porasle negotovosti ocen solventnosti komitentov) in ne oslabiljenega povpraševanja po kreditih.

Potrebno pa je seveda dodati, da so finančne omejitve za gospodarsko rast na začetku tretjega četrtletja letos sicer res bistveno večje kot normalno, vendar so omejitve za rast gospodarstva na strani povpraševanja skoraj še enkrat večje od finančnih omejitev!

Kot smo pokazali, je bila doslej ključna omejitev za intenzivnejšo posojilno aktivnost zavlačevanje z implementacijo prve jamstvene sheme, torej sheme državnega jamstva za dostop bank do grosističnega trga posojilnih skladov. Šele ta namreč lahko bankam sploh omogoči dovolj velik potencial posojilnih skladov za opazno povečanje kreditiranja gospodarstva, ki ga lahko podpre (druga) jamstvena shema za podjetja¹⁴.

¹⁴ Da bi moral imeti zagon jamstvene sheme za banke prioriteto smo opozorili že marca v Gospodarskih Gibanjih (Bole(2009)).

Zakon za jamstveno shemo bank je bil sicer sprejet konec 2008, vendar je Vlada šele marca letos omogočila dejanski začetek postopka, za samo implementacijo zadolžitve pa so bili potrebni še trije nadaljnji meseci! Tako je šele po juniju prišlo do izboljšanja v razpoložljivem potencialu posojilnih skladov bank iz grosističnega trga v tujini.

Druga jamstvena shema (za podjetja) je implementirana s polletno zamudo, vendar, kot rečeno, banke pred tem tako ali tako niso imele dovolj razpoložljivih neto posojilnih skladov za večje izkoriščanje sheme. Isti razlog (torej pomanjkanje razpoložljivih posojilnih skladov) je osiromašil tudi kreditni izplen iz prvih dražb druge jamstvene sheme. Seveda pa so k neuspehu prispevale tudi že omenjene pomanjkljivosti v končni implementaciji sheme.

16

Ključni sta predvsem dve pomanjkljivosti. Prvič, povečana administrativna negotovost pri uporabi sheme (tveganje za siceršnje poslovanje bank, ki vstopajo v shemo) zaradi velikega števila nepreglednih zakonskih omejitev in pogojev za uporabo sheme. In drugič, eksplicitno onemogočanje uvrstitve v shemo reprogramov, torej kreditov, ki so ključni v tej fazi krize in še zlasti za finančno podporo gospodarstvu ob izhodu iz krize (zakonsko se namreč omejuje-onemogoča neto podaljševanje in povečevanje kreditiranja za tekoče poslovanje). Zaradi sistemske nelikvidnosti sedanjih razsežnosti, še zlasti na trgu sredstev, lahko namreč le zelo redka podjetja bruto podaljšujejo kredite.

Ob izhodu iz krize bo postal poseben problem financiranje zagona tistih podjetij, ki so v času krize bistveno skrčile aktivnost in zaposlenost (na primer, s pomočjo razpoložljivih zaposlitvenih shem države). Ob ponovnem zagonu večjega-normalnega obsega aktivnosti (in normalizaciji zalog) bo, kot rečeno, potrebno bistveno povečati financiranje, in to »po toku navzdol«, torej bo financiranje (v nasprotju z obdobjem pred krizo) v celoti obremenilo podjetje-dobavitelja. Zaradi omejitev za reprogama in velikosti kreditov pa takšnih kreditov ne bo mogoče uvrstiti v shemo. Še zlasti, ker so zaradi nelikvidnosti trga sredstev zahtevana zavarovanja bank v letošnjem letu porasla pri nepremičninah tudi do trikratne vrednosti posojil.¹⁵ Torej bodo takšna podjetja imela težave s financiranjem tudi ob razpoložljivi ponudbi ustreznih bančnih kreditov in uvrstitvi v shemo, saj ne bodo imela dovolj nepremičnin za zavarovanje. Pri takšnih podjetjih bi bilo smiselno, vsaj če gre za izvoznike, omogočiti povečano financiranje preko (dokapitaliziranega) SID-a., saj ta razpolaga s finančno sledjo podjetja pred začetkom krize, poleg tega pa tako zavaruje kredit.

Doseženo relativno majhno poslabšanje nezaposlenosti (glede na evro območje) bi ob izhodu iz krize lahko bilo izgubljeno, če v krizi zelo stisnjena podjetja ne bodo sposobna financirati ponovne normalizacije obsega aktivnosti in zalog.

¹⁵ Samo v ilustracijo posledic veljavne prociklične »mark to market« bančne regulacije zavarovanj omenimo, da so, na primer, še v času kreditne »eksplozije« v 2008 takšna zavarovanja zadostovala za kolateraliziranje tudi do 90% kredita.

Nekatere najpomembnejše pomanjkljivosti jamstvenih shem bi zato bilo sicer smiselno nevtralizirati¹⁶. Vendar je pomanjkljivosti (omejitve, pogoje) v zakonu verjetno bolje pustiti nespremenjene kot sprožiti postopek popravljanja zakona, saj bi to, glede na izkušnje, lahko odložilo interveniranje za nadaljnjih šest in več mesecev. Preostanejo le korekcije postopka dodeljevanja jamstev in omejitev, ki nastopajo v uredbi ukrepa.

Država mora v načelu s shemo za podjetja ciljati le tveganja, ki so nastala z najnovejšo krizo. Zato mora dodeljevanje jamstev tudi v nadaljevanju potekati preko dražb, saj bi se, v nasprotnem primeru, bistveno povečal moralni hazard bank, da v jamstveno shemo prenesejo slabe kredite, ki so nastali pred krizo in za katere so že sicer naredile rezervacije (slabitve). V takšnem primeru bi bila jamstvena shema uporabljena za tiho dokapitalizacijo bank (na račun države in v korist ostalih delničarjev)¹⁷. Iz istega razloga je potrebno z omejevanjem mesečnih kvot dodeljenih jamstev ex ante ciljati približno 1% (200 milijonsko) mesečno rast skupnih kreditov gospodarstvu (glej sliki 1 in 2). Dodeljena vendar neizkoriščena jamstva je smiselno penalizirati, saj se v nasprotnem primeru povečuje moralni hazard bank da s fiktivnim sodelovanjem na dražbi zaprejo dostop do jamstev konkurenčnim bankam. Morebitne nadaljnje (dolgoročne) depozite države v bankah ali druge instrumente države je smiselno »vezati« glede na strukturo izkoriščenih jamstev.

Dodeljevanje jamstev preko dražb (torej z iskanjem optimalnega tveganja za državo) in omejevanjem kvot je bistveno tudi zaradi ščitenja-kontroliranja (bodočega) trošenja države, saj mora biti vzdržno fiskalno stanje tudi pri sedanjih (kriznih) pogojih ključna prioriteta države, še zlasti finančnega ministrstva. Že v 2010 se lahko obvladljivost fiskalnega stanja drastično poslabša, če bi se zaradi ogromnega povečanja ponudbe državnega dolga na svetovnem trgu kapitala državi poslabšali pogoji (re)financiranja na tem trgu. Potencialno povečanje zadolžitve v tujini države bi se namreč (ob predvidenem poslabšanju salda javnofinančnega sektorja in zapiranju zapadlega domačega dolga s tujim) lahko v 2010 povzpelo na preko 9% BDP.

Narodnogospodarske škode zaradi manjše rasti kreditov od možne so v sedanjih pogojih poslovanja sicer velike, vendar so neprimerljive s posledicami dodatnega poslabšanja fiskalnega stanja v prihodnjih letih zaradi vnovčevanja neoptimalno (prelahko) dodeljenih jamstev. Zato bi (nasilno) ekonomsko-politično povečevanje rasti kreditov z administrativnim (brez dražbe) povečevanjem tveganja, ki ga z jamstvom prevzema država, ali z razdeljevanjem jamstev (med bankami) po ključu, ali z nekontroliranim povečevanjem ponujane kvote jamstev, ali celo z neposrednim siljenjem bank v višjo rast kreditov, povzročilo bistveno večje narodnogospodarske škode kot koristi.

16 Na večino je opozorjeno že v marčevskem prispevki v Gospodarskih Gibanj.

17 Glej marčevski prispevek v GG, Bole(2009)

Povzetek in sklep. V Sloveniji je začela relativna rast BDP pospešeno padati (glede na rast BDP v evro območje) eno četrletje kasneje od padca relativne rasti širšega denarja.

Ključna omejitev za intenzivnejšo posojilno aktivnost v 2009 je bilo zavlačevanje z implementacijo sheme državnega jamstva za dostop bank do grosističnega trga posojilnih skladov. Še junija letos so banke zato razpolagale s pol milijarde evrov manjšimi neto posojilnimi skladi iz tujine kot maja 2008, čeprav je bila njihova bilančna vsota že za 5.5 milijarde (20%) večja. Izpad so banke nadomestile z večjimi neto posojilnimi skladi centralne banke evro sistema, ki pa jih zaradi kratke ročnosti ni bilo mogoče opazno posredovati gospodarstvu!

18

Sektor države v 2009 (do julija) ni povečal neto razpoložljive posojilne sklade bank praktično nič glede na povprečje zadnjih dveh četrletij 2008.

V obdobju po avgustu 2008 so banke neto restrukturirale posojilne sklade nedenarnih rezidentov praktično samo v korist gospodarstva.

Potencialno povpraševanje gospodarstva po kreditih je tudi konec letošnjega julija veliko, saj so finančne ovire gospodarstva bistveno večje (v predelovalni dejavnosti več kot enkrat večje) kot v normalnih časih. Stagnacija kreditov oziroma zelo počasna rast je torej še vedno v veliki meri posledica kreditnega racioniranja in ne oslabljenega povpraševanja po kreditih.

Operativnost jamstvenih shem je močno zmanjšana tudi zaradi prilagajanja instrumentarija političnim zahtevam, ki s finančnim napajanjem gospodarstva nimajo zveze. Ključni sta dve posledici: povečana administrativna negotovost pri uporabi sheme (povečano tveganje za siceršnje poslovanje bank, ki vstopajo v shemo) in eksplicitno zaviranje kreditov, ki so v tej fazi krize in še zlasti za finančno podporo gospodarstvu ob izhodu iz krize ključni.

Zaradi verjetnih zapletov pri korekciji zakonodaje so smiselne le prilagoditve postopkov dodeljevanja jamstev. Vendar morajo ostati fiskalne posledice še naprej ključna omejitev doziranja in timinga ekonomsko- političnega vzpodbujanja kreditnega napajanja gospodarstva. Narodnogospodarske škode zaradi manjše rasti kreditov od možne so v sedanjih pogojih poslovanja sicer velike, vendar so neprimerljive s posledicami dodatnega poslabšanja fiskalnega stanja v prihodnjih letih zaradi vnočevanja neoptimalno dodeljenih jamstev.

Omenjene reference

V. Bole, 2009, »Krizne prioritete ekonomske politike«, Gospodarska Gibanja, marec, str. 6-10.

V. Bole, 2008, »Čas je za celovito anticiklično fiskalno politiko«, Gospodarska Gibanja, november, str.6-15.