

# GOSPODARSKI IZGLEDI V 2009

Velimir Bole in Peter Rebec

## 1. Uvod

6

Pogoji gospodarjenja se po avgustu 2008 pospešeno poslabšujejo. Povečana negotovost na finančnih trgih v tujini, ki jo je sprožil kolaps trga drugorazrednih kreditov v ZDA, je imela do lanskega polletja velike posledice na aktivnost centralnih bank, vendar le omejene na siceršnjo gospodarsko uspešnost. Obsežni posegi centralnih bank so bili uperjeni v preprečitev kreditnega zastoja, ki ga je bilo sicer pričakovati zaradi obsežnega propadanja velikih finančnih posrednikov in posledičnega povečanja nezaupanja na finančnih trgih. Kot je razkrilo dogajanje po avgustu 2008, je bilo interveniranje centralnih bank glede tega neuspešno, saj se je po avgustu 2008 kreditni zastoj na grosističnem (medbančnem) in detajlističnem trgu, še zlasti v ZDA in evro območju močno povečal. Zaradi ustreznega hitrega pešanja povpraševanja se je z zamikom le nekaj mesecev začela zelo hitro ustavljati tudi realna gospodarska aktivnost.

Povečana negotovost na finančnih trgih, torej zmanjšan informacijski kapital bank (in seveda drugih investitorjev) ni povzročila le zaustavljanja kreditnega napajanja nefinančnih korporacij in prebivalstva temveč tudi vse težje državno zadolževanje na trgih. Marža, ki jo morajo plačati ministrstva za finance, na primer Grčije, Italije in Španije, nad ceno zadolževanja Nemčije se je močno povečala. To je pokazalo tudi zadnje zadolževanje Slovenije, saj se je močno podražilo, še zlasti, ker se je že drugič v kratkem času 2 let pojavila na trgu z zanjo opaznim zalogajem zadolžitve.

Zelo povečana negotovost na finančnih trgih in skokovito naraščanje kreditnega zastoja na medbančnem trgu sta otežila dostop do obnavljanja financiranja bank tudi v Sloveniji. Hitro krčenje eksterne povpraševanja je opazno zmanjšalo tudi pričakovano solventnost strank, torej informacijski kapital bank. Zaradi tega se je po oktobru kreditna aktivnost tudi v Sloveniji precej zmanjšala, še zlasti pa se je spremenila (skrajšala) ročnost kreditov. Poleg umirjanja eksterne povpraševanja je tako premajhno posojilno napajanje gospodarstva začelo dodatno pospešeno krčiti gospodarsko aktivnost. Tako je, na primer, novembra lani krčenje depozitov podjetij že prehitevalo krčenje kreditov.

Postavlja se vprašanje, kakšno dinamiko in obseg gospodarskih težav je v okoliščinah velikega krčenja eksterne povpraševanja in nezmanjšanega kreditnega zastoja mogoče v bližnji prihodnosti pričakovati v Sloveniji. Domet ekonomske politike po vstopu v evro območje je opazno zmanjšan, saj je omejen le na poteze fiskalne politike. Seveda bi bila tudi v optimalnem primeru fiskalna politika v Sloveniji zaradi velike odprtosti

gospodarstva precej nemočna pri nevtraliziranju kratkoročnega poslabšanja gospodarskih dosežkov v obsegu, ki se pričakuje. Ker je, poleg tega, potencialni fiskalni vzvod še dodatno opazno zmanjšan zaradi neustreznega zatečenega fiskalnega stanja<sup>1</sup>, dozorevanje ukrepov ekonomske politike pa je počasno, je pričakovati, da bodo letošnji kratkoročni gospodarski dosežki določeni predvsem z dogajanjem na najpomembnejši trgih v tujini.

V prvi točki nadaljevanja so opisani pričakovani (predpostavljeni) eksterni pogoji gospodarjenja, torej pričakovani gospodarski dosežki v najbolj razvitih gospodarstvih, še zlasti predpostavljeno dogajanje pri odpravljanju kreditnega zastoja. V isti točki je opisano tudi predpostavljeno tempiranje ekonomsko političnih potez. Ocenjeni gospodarski dosežki so predstavljeni v naslednji, torej tretji, točki.

7

## 2. Predpostavke

**Analizirani scenariji.** V prispevku je ocenjena gospodarska uspešnost Slovenije v razdobju 2009-2010 za tri scenarije.

Osnovni scenarij predpostavlja takšne eksterne pogoje gospodarjenja, kot jih na začetku 2009 pričakuje večina pomembnih institucij v svetu, ki se ukvarjajo z napovedovanjem narodnogospodarske uspešnosti.

Prvi alternativni (slabši vendar še »možni«) scenarij predpostavlja v primerjavi z osnovnim scenarijem opazno (za 1 odstotno točko) nižjo gospodarsko rast v gospodarstvih najpomembnejših trgovskih partnerjev slovenskega gospodarstva. Drugi alternativni scenarij (»intervenca«) pa predpostavlja, da bi se ekonomska politika zelo aktivno lotila zaviranja hitrega padanja gospodarske aktivnosti. Po tej predpostavki bi konec prvega četrtletja 2009 z državnimi garancijami podjetjem nevtralizirala kreditni zastoj (negotovo solventnost podjetij), medtem ko bi z odloženim plačevanjem prispevkov zmanjšala pritisk stroškov - povečala konkurenčnost podjetij (prispevke delodajalcev bi odložila v obsegu 1.5 % BDP).

Pri obeh alternativnih scenarijih bi seveda vse ostale (torej nespremenjene) eksogene ekonomske spremenljivke imele enake vrednosti kot pri osnovnem scenariju.

<sup>1</sup> Navkljub ekstremni konjunkturi v zadnjih dveh in pol letih v javnofinančnem stanju namreč ni nastala nobena omemba vredna rezerva (proračunski višek ali »pogrešljiva« davčna oblika) za nevtraliziranje krčenja davčnih prihodkov. Še več, nov plačni zakon in nemožnost nadaljnjega »izboljševanja« (friziranja) javnofinančnega stanja z neortodoksnimi ukrepi še dodatno (in apriori) omejujejo manevrski prostor fiskalne politike za preko 1.5 odstotne točke BDP. Nov plačni zakon seveda ne bo povečal le tekočih izdatkov za plače v javnem sektorju temveč bo verjetno sprožil tudi večletno povečevanja plač, ki ga bodo poganjali demonstracijski učinki spremenjenih razmerij, omogočali pa decentralizirani sindikati javnega sektorja, torej podoben mehanizem povečevanja plač kot tisti, ki je po korekciji plač sodnikom v 1996 rast plač države poganjal navzgor skoraj 6 let.

**Eksterne ekonomske spremenljivke.** Predpostavljene vrednosti za eksterne ekonomske spremenljivke v osnovnem scenariju so v tabelah 1 in 2. V prvi tabeli so prikazane medletne stopnje rasti, v drugi pa ravni obrestnih mer, cene nafte in tečaja dolarja. Osnovne vrednosti predpostavk so v načelu določene s pomočjo vrednosti v londonskem Consensus-u, v analizi FocusEconomics in s pomočjo ocen iz časopisa Economist ter iz najnovejše (januarske) osvežitve napovedi IMF.

Tabela 1  
Predpostavljene eksterne ekonomske spremenljivke

8

koeficienti dinamike	2009	2010
GDP EU15 (rast)	-0.026	-0.007
Ind. produkcija Vzh. Evropa (rast)	0.007	0.019
Cena nafte v \$ (rast)	-0.447	0.328
Cene surovin hrane (rast)	-0.120	0.080
Cene kovin (rast)	-0.204	0.036
Pogoji menjave (rast)	0.035	-0.012

Vir: IMF; londonski Consensus; EE Consensus; lastni izračuni  
Opomba: medletne stopnje rasti

Za gospodarske dosežke v 2009 sta od prikazanih zagotovo najpomembnejši predpostavki o zelo velikem krčenju gospodarske aktivnosti v EU, ter zelo nizka raven cen surovin do konca leta. Ilustrirani sta tudi na slikah 1 in 2. Tretja ključna predpostavka se nanaša na dinamiko zmanjševanja negotovosti na finančnih trgih skozi celo leto 2009. Ilustrirana je na sliki 3.

Tabela 2  
Eksterne ekonomske spremenljivke; ravni

	2009	2010
Nafta	45.00	59.75
Euribor (3mesece)	3.65	3.78
Posojilna obrestna mera	5.82	5.89
Dolar	1.28	1.27

Opomba: nafta (Brent) - sodček; posojilna obrestna mera: obrestna mera za nove kredite, od 1-5 let nad 1 mio evrov, nefinančnim korporacijam, v Nemčiji.;

Vir: IMF; skupina inštitutov Euren; Vir: [http://www.bundesbank.de/statistik/statistik\\_zeitreihen](http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen); lastne predpostavke;

Po predpostavki bi gospodarska aktivnost v EU v obeh letih padla, še zlasti močno v 2009. Predpostavljena dinamika gospodarske aktivnosti je v obeh letih slabša od januarske uradne napovedi Komisije. Slabša je tudi od zadnjih napovedi za evro območje v Economistu (-2.1 %) in IMF (-2 %). Razlog za takšno (slabšo) predpostavljeno rast je v hitrem

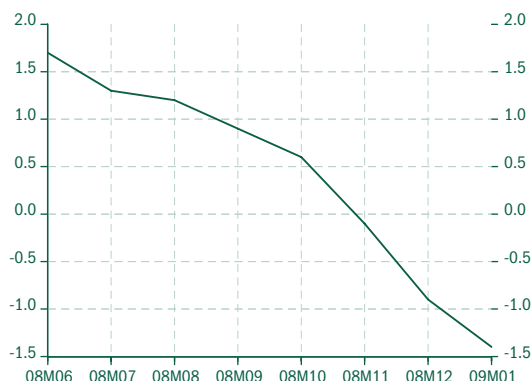
popravljanju (navzdol) ocenjene gospodarske rasti najbolj razvitih gospodarstev v EU, ki smo mu priča zadnje pol leta. V zadnjih mesecih se je, namreč, vsak mesec napovedana rast v 2009 poslabšala za preko 0.5 odstotne točke.

Na sliki 1 je, na primer, prikazano spreminjanje povprečne napovedane gospodarske rasti evro območja v 2009 v zadnjih osmih mesecih, ki jo je pripravila skupina napovedovalcev Economist-a<sup>2</sup>. V modelski oceni je uporabljena spodnja meja februarske napovedi Economista.

Ker se ocene v zadnjih mesecih pospešeno poslabšujejo (ocene gospodarske aktivnosti EU in evro območja v 2009 se zmanjšujejo za več kot 0.5 odstotne točke mesečno) je poleg osnovnega scenarija, kjer je predpostavljen padec gospodarske aktivnosti EU v 2009 za 2.6 %, analiziran tudi scenarij, pri katerem bi bila gospodarska aktivnost še za 1 odstotno točko nižja (bolj negativna).

9

Slika 1.  
Povprečje napovedi »The Economist poll of forecastors« za evro območje v 2009



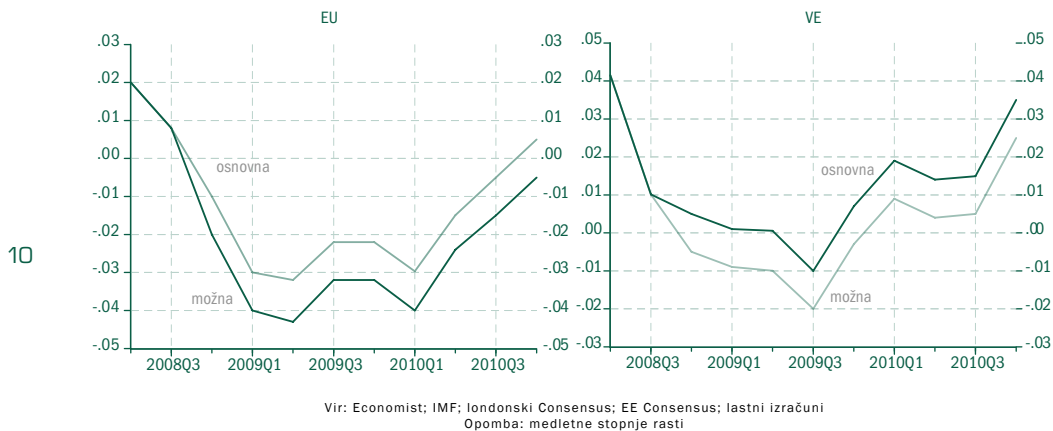
//www.oecd.org/dataoecd/0/13/18635847.htm

V zadnjem mesecu so opazno navzdol popravljene tudi napovedi za Rusijo (na 1 %), Hrvaško (na 0.4 %) in Srbijo (na 2 %)³, zato je tudi predpostavljena rast najpomembnejših trgovinskih partnerjev Slovenije v Vzhodni Evropi (izven EU) v 2009-2010 nizka (v bližini stagnacije).

<sup>2</sup> The Economist poll of forecastors.

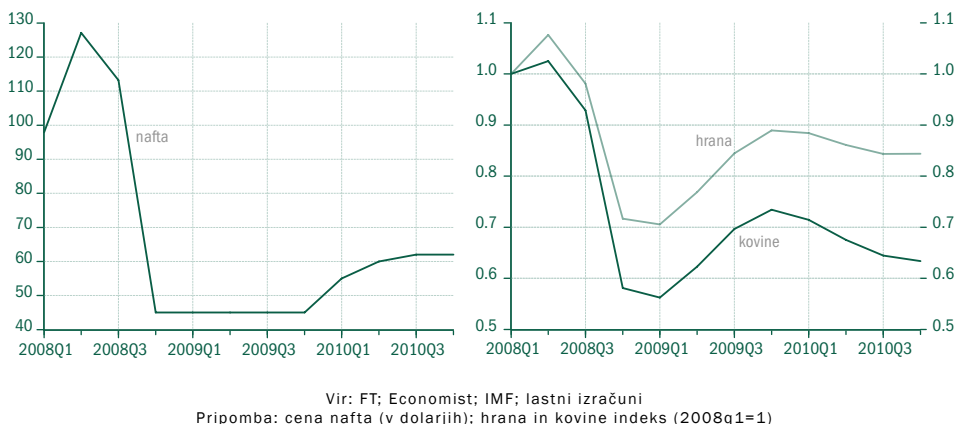
<sup>3</sup> Glej, naprimer, »Easter European Consensus Forecasts«, January 2009.

Slika 2.  
Gospodarska aktivnost v EU15 in Vzhodni Evropi



Na sliki 2 je prikazana predpostavljena gospodarska aktivnost v EU15 in v treh za slovenske izvoznike najpomembnejših državah Vzhodne Evrope izven EU (Rusiji, Srbiji in Hrvaški) tehtane z utežmi izvoza Slovenije. V obeh primerih je prikazana rast gospodarske aktivnosti pri osnovnem scenariju in pri alternativnem slabšem vendar še vedno »možnem« scenariju.

Slika 3.  
Surovine

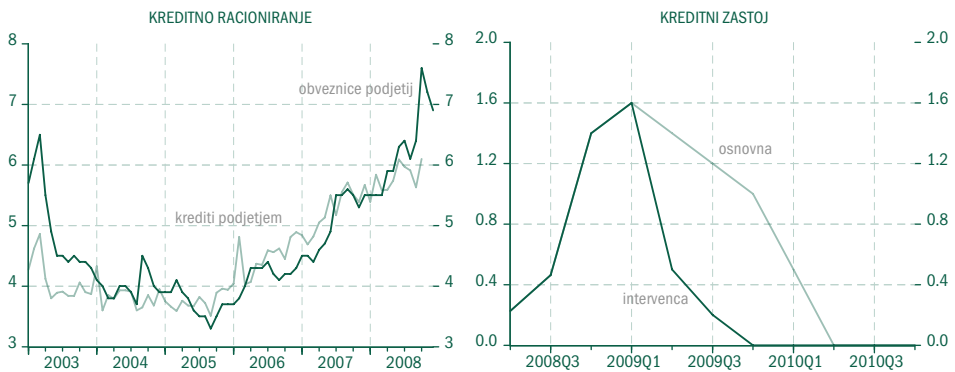


Dinamika cen surovin je druga ključna sprememba eksternih pogojev gospodarjenja v 2009. Po visokih stopnjah rasti v 2006, 2007 in prvem delu 2008 bi bile (po predpostavki) v 2009 cene surovin na globokem dnu. Medletne stopnje rasti dolarskih cen so prikazane na sliki 3. Močan predpostavljen letni padec dolarskih cen surovin (znižanje cen nafte za preko 40 %, kovin za preko 20 % in surovin hrane za 12 %) bi bil dejansko posledica znižanja v drugi polovici 2008, kot kaže slika. Cene nafte bi tako v celotnem letu 2009 ostale pod 50 dolarjev za sodček, medtem ko bi se cene surovin hrane in kovine začele počasi dražiti že v drugi polovici 2009. Tako bi se obdobje zelo nizkih cen surovin končalo že pred koncem 2009. Počasno okrevanje gospodarstva in še zlasti možen dogovor OPEC-a bi že v 2010 ponovno opazno pospešili rast predvsem cen nafte.

11

Poteze nosilcev ekonomske politike v evro območju (in ZDA) so bile doslej pri odpravljanju kreditnega zastoja zelo neučinkovite. Razlike med donosom komercialnih vrednostnih papirjev in bančnimi obrestnimi merami je sicer na začetku decembra dosegle vrh (v Nemčiji 1.8 odstotne točke), vendar doslej še ne kažejo vidnega trenda zmanjševanja. Banke torej na detajlističnem trgu še vedno racionirajo kredite brez dvigovanja obrestnih mer (glej sliko 5). V modelski oceni, pri osnovnem scenariju, je predpostavljeno, da bi se kreditni zastoj začel izraziteje umirjati šele v četrtem četrtletju 2009 (takšna so namreč nekatere ocene za ZDA<sup>4</sup>) in bi se negotovost na finančnih trgih popolnoma umirila šele ob konca prvega polletja 2010.

Slika 4  
Negotovost na finančnih trgih



Opomba: premija na obveznice podjetij z najvišjim ratingom (razlika glede na posojilne obrestne mere za podjetja enake bonitete in enake ročnosti instrumenta)

Vir: Bloomberg; [http://www.bundesbank.de/statistik/statistik\\_zeitreihen](http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen); lastni izračuni

4 Glej, naprimer, V.L. Chen, »Fed's Yellen Says Bad Asset Removal Needed for Banks«, Bloomberg, 6 februar, 2009.

Če je kreditni zastoj (neobrestno kreditno racioniranje) kvantificiran z razmikom med donosom na komercialne papirje in obrestnimi merami na kredite (enake ročnosti) podjetij (iste bonitete), potem je v oceni predpostavljena dinamika popuščanja kreditnega zastoja prikazana na sliki 5. Do vključno zadnjega četrletja 2008 so na sliki 4 upoštevane dejanske vrednosti.

**Ekonomskopolitične spremenljivke.** Predpostavljene vrednosti za ekonomskopolitične spremenljivke ter nekatere dodatne predpostavke, ki so upoštevane pri modelski oceni, so navedene v tabeli 4.

12

Vrednosti za 2009 sledijo usmeritvam sprejetega proračuna z nekaj korekcijami, ki se zdijo smiselne; predpostavljeno je predvsem zmanjšanje rasti plač javnega sektorja, ki bi jo sicer povzročil v 2008 sprejeti sistemski zakon, ki ureja plače v javnem sektorju. Zaradi vsaj delnega nevtraliziranja krčenja končnega trošenja je za obe ključni komponenti končnega trošenja države (izdatki za blago in storitve in investicije) predpostavljeno nominalno naraščanje po dolgoročnih »ravnotežnih« stopnjah rasti (ki ustrezajo inflaciji 2.5 % in rasti produkta 4.5 %), navkljub pričakovanemu opaznemu zmanjšanju inflacije zaradi velikega predpostavljenegega znižanja cen surovin (torej navkljub ustrezni hitrejši realni rasti obeh komponent javnofinančnega trošenja).

Tabela 4.  
Ekonomskopolitične spremenljivke

	2009	2010
Materialno trošenje države	0.070	0.070
Investicije pod kontrolo države	0.100	0.100
Plače v državi	0.065	0.055
Zaposlenost v državi	0.005	0.005
Cene tekočih goriv (SLO)	0.008	0.061
Regulirane cene	0.025	0.035

Vir: predlog proračuna 2009; [www.dars.si](http://www.dars.si); lastne ocene  
Opomba: stopnje rasti; nominalne spremenljivke razen zaposlenosti; ostale predpostavke: v obeh letih celotno odvajanje sredstev v DARS, po obveznosti iz "bencinskega tolarja" kot v 2004 (140 mio evrov); povečanje proizvajalčevih cen elektrike v 2009/I in 2010/I za 12 %; ukinitve preostalega dela davka na izplačane plače v 2009; nobenih dodatnih draginjskih dodatkov k plačam; »decembrska« intervencija države v skrajšanje delovnega časa do obsega 0.75 % BDP.

Predpostavljene vrednosti za ekonomsko-politične spremenljivke so enake za vse tri analizirane scenarije. V primeru tretjega scenarija (scenarij »intervence«) pa je dodatno predpostavljeno, da bi država dala podjetjem garancije, ki bi omogočile nevtraliziranje kreditnega zastoja. Predpostavljeno je tudi, da bi država odložila plačilo prispevkov delodajalcev v obsegu 1.5 % BDP. V obeh primerih bi seveda država v podjetjih, ki bi izkoristila pomoč, dobila izven-bilančno terjatev do podjetja (nižje senioritete od vseh drugih upnikov in višje od lastnikov)<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Glej Bole(2009). Zaradi preprečitve moralnega hazarda bank bi seveda država morala dobiti tudi možnost, da se v manjšem deležu unovčene garancije (na primer 10 %) poplača tudi pri ustrezni banki.

### 3. Modelske ocene

Modelske ocene najpomembnejših gospodarskih dosežkov za osnovni scenarij so prikazane v tabeli 5. Četrtna dinamika gospodarske aktivnosti, inflacije in kreditov za osnovni in alternativna scenarija je ilustrirana tudi na slikah 5 in 6.

Tabela 5.  
Modelsko ocenjene endogene spremenljivke

	2009	2010
BDP	0.012	0.026
Zasebna potrošnja	0.023	0.043
Izvoz blaga in nefaktorskih storitev	0.005	0.068
Bruto investicije	-0.113	0.104
Kreditni nefinančnemu sektorju	0.078	0.084
Cene življenjskih potrebščin	0.006	0.032
Javnofinančni saldo [ %BDP]	-2.8	-3.2
Tekoči račun [ %BDP]	-0.4	-4.0
Zaposleni	0.005	-0.002

Vir: modelske ocene

Opomba: tekoči račun in javnofinančni saldo v % BDP, ostalo so medletne stopnje rasti

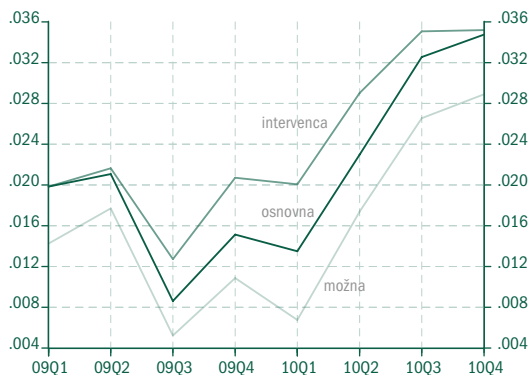
Zaradi predpostavljenega velikega znižanja rasti v EU15 in Vzhodni Evropi ter dolgoročnejšega kreditnega zastoja (velike negotovosti na finančnih trgih) bi se aktivnost opazno zmanjšala, še zlasti v 2009. Najnižjo dinamiko bi dosegla v tretjem četrtletju 2009, ko bi rast padla pod 0.5 % letno (Slika 6).

Razen pri trošenju države bi opazno padla dinamika vseh komponent končnega trošenja, najbolj investicij, ki bi bile v 2009 celo za 11 % manjše kot v 2008. Močno pešanje eksternega povpraševanja bi v 2009 praktično popolnoma zaustavilo izvoz. Nizka gospodarska aktivnost in težji dostop do kreditov bi zmanjšali tudi trošenje prebivalstva, saj bi se povečalo le za 2.3 %, čeprav bi zelo nizke cene surovin stisnile inflacijo pod 1 % letno.

Nizka gospodarska aktivnost, še zlasti hitro padanje investicij, ter zelo veliko izboljšanje pogojev menjave, bi močno zmanjšali deficit tekočih transakcij, saj bi deficit iz rekordnih vrednosti v 2008 (preko 7 % BDP) v 2009 padel v bližino ničle.



Slika 5.  
Gospodarska aktivnost (BDP)



Vir: modelska ocena  
Opomba: medletne stopnje rasti

14

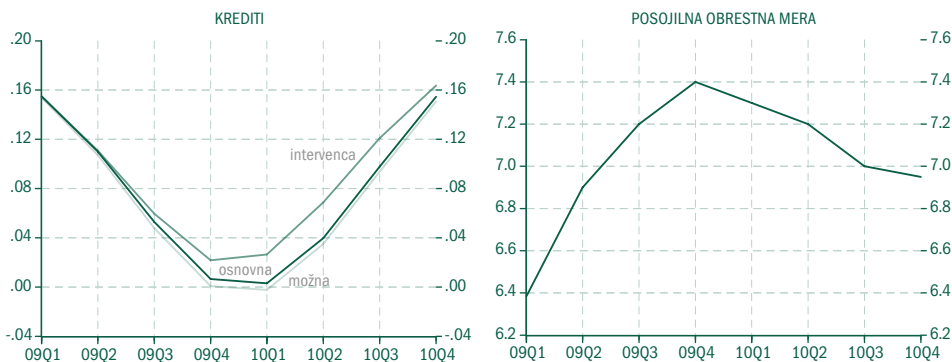
Padec aktivnosti bi izrazito zmanjšal davčne prihodke in povečal transferje prebivalstvu. Zato bi se v 2009 javnofinančni saldo znatno poslabšal, še zlasti v 2010, ko bi lahko presegel Maastricht-sko mejo že brez kakršnekoli dodatne intervencije države.

Posledice krčenja gospodarske aktivnosti na poslabšanje zaposlenosti bi bile, podobno kot pri fiskalnih dosežkih, največje šele v 2010.

Zadrževanje velike negotovosti na finančnih trgih v tujini do sredine 2010, bi v 2009 močno zavrlo rast kreditov v Sloveniji in povečalo stroške zadolževanja. Sredi leta bi se medletna kreditna rast praktično zaustavila (Slika 7). Šele konec 2010 bi rast kreditov ponovno dosegla normalno dinamiko za (ocenjeno) rast nominalnega produkta okoli 7 % na leto. Posojilna obrestna mera bi bila konec leta 2009 za približno eno točko višja kot na začetku leta.

V 2010 bi rahlo izboljšanje gospodarski dosežkov pri najbolj pomembnih trgovskih partnerjih (v EU in Vzhodni Evropi) potisnilo rast gospodarske aktivnosti preko 2 % letno, opazno višje cene surovin pa inflacijo na okoli 3 %.

Slika 6  
Krediti in obresti



Vir: modelska ocena

Opomba: medletne stopnje rasti

Predpostavljeno dodatno poslabšanje v rasti gospodarske aktivnosti v EU in pri glavnih trgovinskih partnerjih v Vzhodni Evropi (izven EU) za 1 odstotno točko bi potisnilo gospodarsko rast v Sloveniji konec 2009 in v celotnem 2010 za približno 0.7 točke nižje, vendar bi bilo navkljub temu dno v zniževanju gospodarske aktivnosti ponovno doseženo v tretjem četrtletju letošnjega leta.

Intervencija ekonomske politike, ki bi bila uperjena v zniževanje kreditnega zastoja in povečanja stroškovne vzdržnosti (konkurenčnosti) gospodarstva, bi imela največji učinek v zadnjem četrtletju letošnjega in prvem četrtletju prihodnjega leta, ko bi bila gospodarska rast zaradi takšne intervencije za približno 0.7 odstotne točke višja. Ukrepanje ekonomske politike uperjeno v znižanje kreditnega zastoja z državnimi garancijami podjetjem ter stroškovno razbremenjevanje podjetij z odložitvijo prispevkov delodajalcev v obsegu 1.5 % BDP, bi torej približno nevtraliziralo posledice padca eksternega povpraševanja, torej znižanje rasti BDP-ja v EU in Vzhodni Evropi (Rusiji, Hrvaški in Srbiji), za 1 odstotno točko. Omenjena poteza ekonomske politike za zniževanje kreditnega zastoja bi povečala medletno rast kreditov za približno 4 odstotne točke letno. Koncentracija ocenjenih učinkov na zadnje letošnje in prvo četrtletje prihodnjega leta tudi potrjuje, da bo zaradi počasnega pripravljavanja ukrepov poseg ekonomske politike za letošnja dogajanja v večji meri irelevanten.