

Analitski pregled NLB Skladi

Letnik 5, št. 1, april 2012

KAZALO

- 2 Uvodnik
- 3 Drvimo proti bankrotu? Dejstva...
- 5 Kako Evropa rešuje slovenskim podobne probleme?
- 7 Slovenija – predlog vladnih ukrepov in pričakovani vpliv na gospodarstvo in delnice
- 9 Slovenija – o čem se premalo govori

Uvodnik

V zadnjih mesecih so povsod prisotne javne razprave o potrebnosti ali nepotrebnosti varčevalnih ukrepov ter polemike, ki jih sprožajo posamezni izmed njih; le-te so povsem na mestu, a se (pre)pogosto vrtijo okrog podrobnosti tega ali onega varčevalnega ukrepa. Pri tem se vsaj skozi oči finančnika ali ekonomista v teh razpravah odmika pozornost od tistega, kar je res pomembno: blaginja vseh slovenskih državljanov, danes in tudi v bolj oddaljeni prihodnosti. Blaginja je močno povezana s stabilnostjo in konkurenčnostjo slovenskega poslovnega okolja. Nujen predpogoj za slednjo pa so med drugim tudi stabilne državne finance oziroma v očeh kapitalskega trga kredibilna država. Brez zaupanja v državne finance ne gre pričakovati višje gospodarske rasti, brez nje pa ne novih delovnih mest in višjih plač. Vlagatelji tako brez zaupanja v državne finance ne morejo pričakovati solidnih donosov slovenskih državnih obveznic in delnic slovenskih borznih družb. Za slednje je torej potrebno podpirati tako takojšnje varčevalne ukrepe kot tudi verjetno še bolj pomembne strukturne ukrepe za povečanje konkurenčnosti gospodarstva.

Slovenske javne finance so bile v zadnjih treh letih milo rečeno neuravnotežene. Dejstvo je, da slovenska država od leta 2008 dalje porablja bistveno več denarja, kot pa ga z davki uspe pobrati. Vsako leto večjo luknjo, imenovano proračunski primanjkljaj, je država pokrivala z dodatnim zadolževanjem, kar je državni dolg samo v zadnjih treh letih podvojilo. Več o ključnih dejstvih slovenskih državnih financ si poglejte v tokratnem prvem prispevku »Drvimo proti bankrotu? Dejstva...«.

Slovenija seveda še zdaleč ni edina evropska država z neuravnoteženimi državnimi financami. S podobnimi težavami se spopada vsaj pol Evrope in tudi tam sprejemajo različne varčevalne in strukturne ukrepe. Katere države so bile pri tem uspešne in s katerimi ukrepi, vam pojasnujemo v prispevku »Kako Evropa rešuje podobne probleme?«

Izmed varčevalnih in strukturnih ukrepov, ki jih je v obsežnem seznamu pripravila slovenska vlada in ki naj bi dolgoročno povečali konkurenčnost in prihodnjo gospodarsko rast, bodo nekateri imeli kratkoročno močan negativen vpliv. O teh in o tistih manj negativnih si preberite v prispevku »Slovenija – predlog ukrepov in pričakovani vpliv na gospodarstvo in delnice«.

Za zaključek pa vam v razmislek podajamo izzive slovenskih državnih financ, o katerih se po našem mnenju v zadnjih tednih bistveno premalo govori. Teme, kot so nevzdržnost obstoječega pokojninskega sistema, nizka obdavčenost premoženja in obstoj sive ekonomije, so še kako pomembne za zdravje slovenskih javnih financ.

Prijetno branje.

Blaž Hribar, CFA
vodja analiz

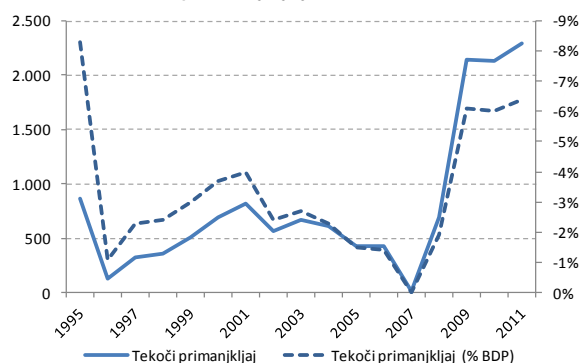
Drvimo proti bankrotu? Dejstva...

Slovenija po mnenju mednarodnega kapitalskega trga sodi v skupino evropskih držav s precejšnjimi javnofinančnimi in ogromnimi strukturnimi težavami. Za to je »zaslužna« tudi močna rast državnega dolga v zadnjih treh letih oziroma »kupovanje« socialnega miru ob hkrati vse šibkejši prihodkovni strani proračuna. V zadnjih mesecih smo poleg jasnih signalov s kapitalskega trga (visoka obrestna mera na slovenski državni dolg) dobili tudi vse več namigov o potrebnosti reform s strani Evropske komisije in Evropske centralne banke. Kakšna so torej dejstva o slovenskih državnih financah? Kaj je tako grozečega, da lahko v primeru neukrepanja že govorimo o »grškem scenariju«, ko morda niti depoziti ne bi bili več varni, kaj šele socialne pravice?

Gospodarska kriza je prvič po vstopu v EU Slovenijo zajela v letu 2008, priliv finančnih virov iz tujine je prek noči usahnil in povzročil kreditni krč. Z upadom mednarodne trgovine je to negativno vplivalo na gospodarsko aktivnost v Sloveniji in s tem na prihodke in odhodke države¹ (slika 1). Na odhodkovni strani je bila država primorana izplačevati vse več socialnih transferjev (npr. nadomestila za brezposelnost), poleg tega pa je bilo veliko javnih sredstev porabljenih za dokapitalizacijo državnih podjetij. Hkrati se je prihodkovna stran zmanjšala zaradi nižjega davčnega izplena, ki je posledica splošnega upada gospodarske aktivnosti (manj pobranega DDV-ja, davka na plače, davka na dobiček podjetij,...). Tik pred krizo je prišlo tudi do znatnega povišanja plač v javnem sektorju, kar je še dodatno obremenilo odhodkovno stran proračuna.

Tekoči primanjkljaj Slovenije je tako do konca leta 2011 že dosegel 6,4 % bruto domačega proizvoda, še bolj zastrašujoče pa je dejstvo, da ta iz leta v leto kar narašča. Bolj kot relativne številke je povedna informacija, da smo samo v letu 2011 ustvarili 2,3 milijarde EUR tekočega primanjkljaja oziroma 1.144 EUR primanjkljaja na prebivalca (slika 3). Posledično se je skupni javni dolg v zadnjih treh letih podvojil z 8,18 milijarde EUR na 16,95 milijarde EUR. Rast dolga je predvsem posledica ohranjanja socialnega miru in ohranjanju nivoja potrošnje obstoječih generacij, njegovo vračanje pa bo (ob vsem ostalem enakem) terjalo odrekanje potrošnje in manjšo blaginjo v prihodnje tudi v breme naših potomcev. Višina prihodnjih odrekanih bo sicer dejansko močno odvisna od prihodnje slovenske gospodarske rasti, a ob strukturnih težavah so napovedi žal skromne (glej sliko 4).

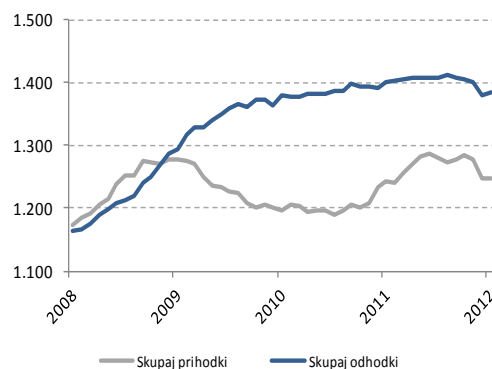
Slika 3: Tekoči primanjkljaj v mio EUR in v % BDP



Vir: SURS

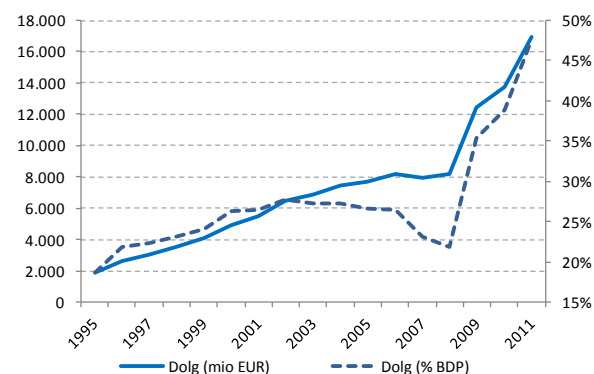
¹ Slika prikazuje 12 mesečne drseče sredine.

Slika 1: Državni prihodki in odhodki v mio EUR¹



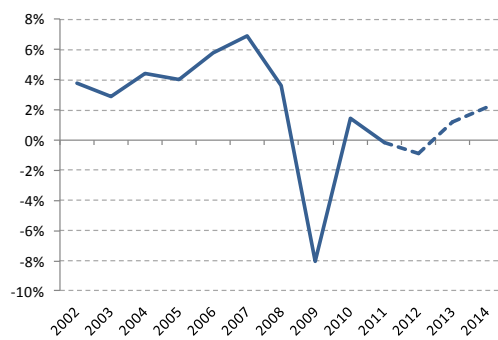
Vir: Ministrstvo za finance

Slika 2: Državni dolg v mio EUR in v % od BDP



Vir: SURS

Slika 4: Pretekla in napovedana rast BDP Slovenije

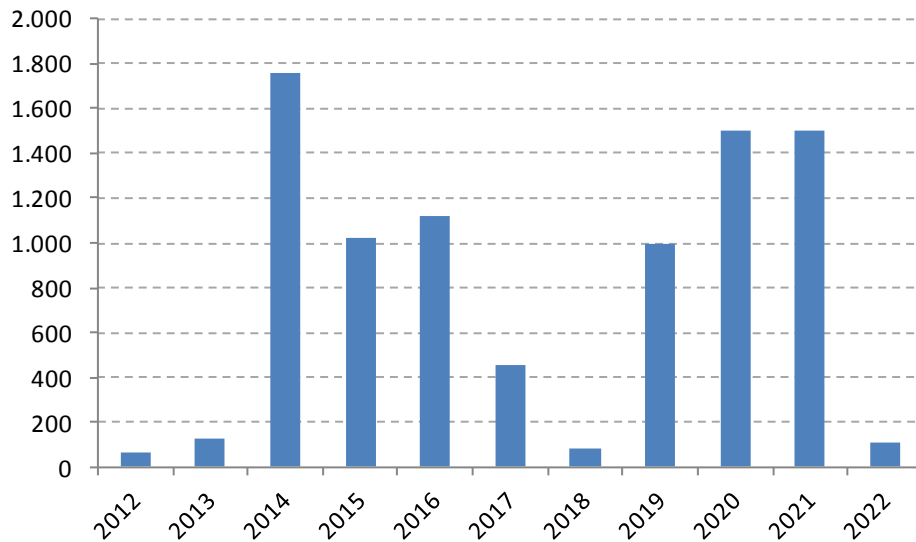


Vir: UMAR

Kakšne so konkretne potrebe po poplačilu oz. refinanciranju obstoječih dolžniških obveznosti?

Medtem ko bosta letošnje in prihodnje leto terjali dodatno zadolževanje v višini tekočega primanjkljaja in le malenkostno z namenom refinanciranja starega dolga, bo v prihodnjih letih potrebno dodati še zadolževanje za refinanciranje obstoječega dolga (slika 5).

Slika 5: Zapadanje slovenskega državnega dolga v naslednjih letih (v milijonih EUR)



Vir: Bloomberg

Upošteva je zapadanje velikega deleža dolga od leta 2014 dalje je pomembno, da si Slovenija najkasneje do konca leta 2013 povrne izgubljeno kreditno kredibilnost. V nasprotnem primeru bo zadolževanje po visokih obrestnih merah dodatno negativno vplivalo tako na prihodnjo javno porabo kot na gospodarsko rast v Sloveniji. Glede na strukturne težave Slovenije, kot sta staranje prebivalstva in obsežen javni sektor, je pomembno, da se pokojninska blagajna, javni sektor in drugi proračunski porabniki reformirajo na način, ki bo vzdržen na dolgi rok in bo sovpadal s pričakovano gospodarsko dinamiko.

mag. Matej Mazi
višji upravitelj

Kako Evropa rešuje slovenskim podobne probleme?

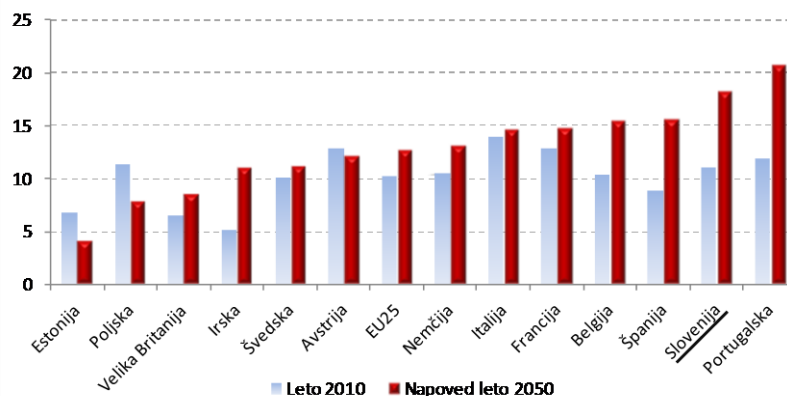
Velik del Evrope se danes sooča s podobnimi problemi. Slovenija pri tem ni izjema, a za razliko od večine preostalih evropskih držav v zadnjih treh letih gospodarske krize ni sprejela nobene omembe vredne reforme, le te pa so danes enostavno nujne. A katere reforme bi bile potrebne? Katere so tiste, ki delujejo? V nadaljevanju so tako predstavljeni različni ukrepi, ki so učinkovali v drugih evropskih državah in so kot taki dobro izhodišče za reševanje slovenskih težav.

Švedske izkušnje

Švedska, ki se je evropska dolžniška kriza ni pretirano dotaknila in ima danes poleg proračunskega presežka tudi eno najnižjih stopenj zadolženosti v svetu, velja v Sloveniji za vzor socialno naravnane države. A trenutno ugodna gospodarska situacija ima korenine v preteklih sprejetih ukrepih, ki so bili odgovor na švedsko bančno in nepremičninsko krizo v začetku devetdesetih letih. Po poku nepremičninskega balona je njihov bančni sistem postal praktično insolventen, Švedska pa se je reševanja lotila povsem drugače kot Evropa in Slovenija danes. Tako so delničarji tistih bank, ki so zaprosile državo za pomoč, izgubili vse. Takšne banke so tako prišle pod državno okrilje, s čimer se je omogočilo prevrednotenje napihljenih vrednosti naložb na poštene vrednosti. To je omogočilo očiščenje gospodarstva, s tem pa tudi vzpostavitev pogojev za zdravo gospodarsko rast, kasneje pa tudi prodajo zdravih državnih bank nazaj zasebnim vlagateljem.

Recesija in več kot 10-odstotni proračunski primanjkljaj sta takrat zahtevala takojšnje varčevanje, tudi v obliki nižanja socialnih pravic. Šved mora tako vsak prvi obisk pri zdravniku plačati, nakup zdravil do zneska 249 evrov pa ni subvencioniran. Dodatna težava, s katero se je Švedska že takrat spopadla, je bil nevdzdržen pokojninski sistem. Staranje prebivalstva je zahtevalo popolno reformo njihovega pokojninskega sistema, s katero je postala višina pokojnin odvisna od gospodarske situacije. To pomeni, da si upokojenci na Švedskem danes v določeni meri delijo usodo privatnega sektorja, kar v dobrih časih omogoča rast pokojnin, v slabših časih pa njihovo znižanje in s tem bolj uravnotežen državni proračun. Tako so se pokojnine zaradi globalne recesije in s tem slabše gospodarske slike leta 2010 na Švedskem v povprečju znižale za 3 %, leta 2011 pa še za dodatnih 4,5 %. Švedska ima danes dolgoročno enega bolj vzdržnih pokojninskih sistemov v Evropi (Slika 6), ravno nasprotno, vsaj zaenkrat, žal velja za Slovenijo.

Slika 6: Delež pokojnin v BDP (v %)

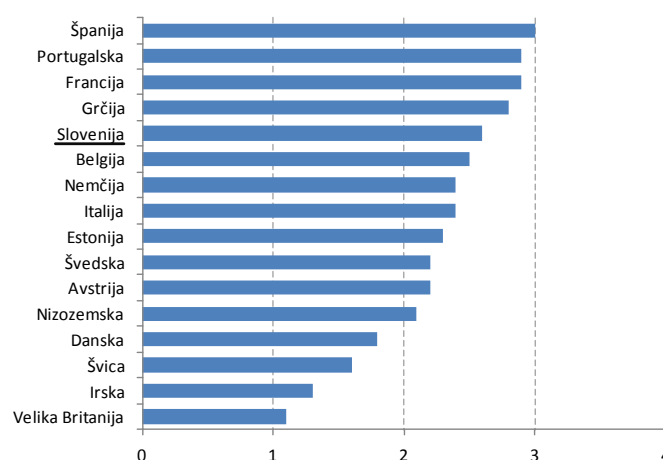


Vir: Spletna stran Evropske komisije.

Estonija – vzor za reševanje težav

Z nastopom zadnje recesije je vzor za reševanje javnofinančnih težav postala Estonija. Ta je po razpadu Sovjetske zveze in privatizaciji državnih družb beležila visoko gospodarsko rast, ki je bila, podobno kot v Sloveniji, deloma spodbujena z visokimi kapitalskimi prilivi in visoko rastjo bančnih posojil. Z nastopom globalne recesije v letu 2008 in posledičnim odlivom tujega kapitala se je estonsko gospodarstvo ravno v času priprav za sprejem evra skrčilo za več kot 20 %. Da bi zagotovili pogoje za vključitev v evroobmočje, so Estonci sprejeli ostre varčevalne in strukturne ukrepe za spodbuditev gospodarske rasti. Varčevalni ukrepi so obsegali odpuščanje in znižanje plač v javnem sektorju ter znižanje pokojnin, strukturni pa povečanje fleksibilnosti trga delovne sile, spremembo stečajne zakonodaje ter zmanjšanje števila birokratskih postopkov za ustanovitev in poslovanje družb. Sprejeti ukrepi so v začetku resda

Slika 7: Rigidnost trga delovne sile (leto 2008)

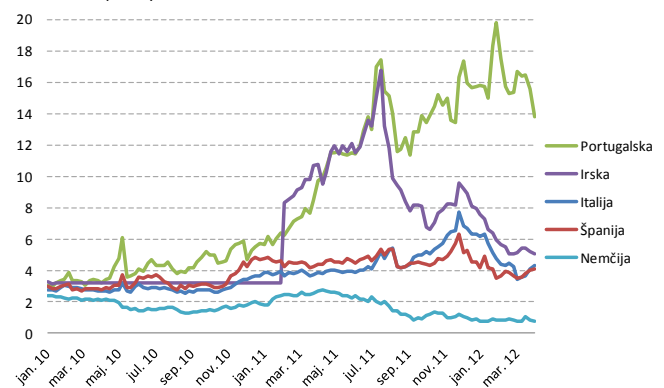


Vir: OECD.

dvignili stopnjo brezposelnosti na skoraj 15 %². Vendar je Estonija dobro leto po sprejetih ukrepih postala polnopravna članica evroobmočja, danes pa je praktično nezadolžena, ima proračunski presežek in beleži eno najvišjih stopenj gospodarske rasti v evroobmočju. Stopnja brezposelnosti se je posledično razpolovila v le dveh letih in je s 7,5 % ena najnižjih v Evropi.

Estoni primer kaže, da volja in pravi ukrepi lahko hitro obrodijo sadove, navkljub začetnemu zategovanju pasu. Praktično v enem letu se je Estonija iz evropskega bolnika prelevila v eno bolj zdravih članic evroobmočja. Estoni ukrepi so danes primerni tudi za Slovenijo, z dodatnim poudarkom na povečanju fleksibilnosti trga delovne sile, saj je Slovenija po tem kazalniku trenutno na repu evroobmočja (slika 7). To bi pozitivno vplivalo na konkurenčnost izvozno usmerjenega slovenskega gospodarstva, s tem pa na gospodarsko rast in zaposlenost ter posredno prek višjih proračunskih prihodkov tudi na znižanje proračunskega primanjkljaja. Slovenija je namreč podobno kot Estonija, Irska, Latvija in Islandija majhna odprta ekonomija, zato se mora, tudi pri potrebnih reformah, primerjati s sebi primerljivimi državami.

Slika 8: 5-letna zahtevana donosnost do dospelja državnih obveznic (v %)



Vir: Bloomberg.

Irska bančna kriza

Irska je po poku tamkajšnjega nepremičninskega balona in posledični bančni krizi v letu 2008 prvič po letu 1980 zašla v globoko recesijo. Največjo napako je Irska storila, ko je prevzela obveznosti nesolventnega irskega bančnega sistema v celoti (in ne samo do deponentov), ki so predstavljale preveliko breme za to državo, s tem pa pod vprašaj postavila tudi lastno sposobnost vračila državnega dolga. Zadolženost Irske je zaradi reševanja bank porasla s 25 % BDP leta 2007 na 107 % leta 2011, kar je tudi povod za rast obrestnih mer na irski državni dolg do sredine leta 2011 (slika 8). Za povrnitev zaupanja vlagateljev in padec obrestnih mer pa so, ob pomoči EU in MDS, ključno vlogo odigrali ostri varčevalni ukrepi irske vlade. Ti obsegajo znižanje števila zaposlenih v javni upravi do leta 2015 za več kot 10 % ob hkratnem znižanju plač (v letu 2009 znižanje neto plač od 5 % do 7 %, v letu 2010 od 5 % do 10 % in zamrznitev plač za obdobje 2011 - 2014). Skupen cilj vseh teh ukrepov je znižanje proračunskega primanjkljaja pod 3 % BDP do leta 2014. Ti ukrepi so poleg tržno naravnane gospodarstva tudi razlog, da je danes prihodnost Irske, kljub pred štirimi leti zgrešenemu reševanju bančnega sistema, bolj svetla.

Portugalska, Španija in Italija – sprejeti ukrepi še niso zadostni

Z nastopom finančne krize so vlagatelji izgubili zaupanje v evropske države z visokim proračunskim primanjkljajem (Španija) oziroma z visoko zadolženostjo (Italija) ali pa kombinacijo obojega (Portugalska), kar se je v vseh primerih odrazilo v rasti obrestnih mer na dolg omenjenih držav, ki so vrh dosegle proti koncu 2011 (slika 8). Hkrati je za vse značilen nevzdržen pokojninski sistem, rigidni trg delovne sile in prevelik javni aparat, kar znižuje pričakovanja glede prihodnje gospodarske rasti. Vse omenjene države so tako bodisi napovedale bodisi že sprejele s tem povezane ukrepe, kar je ob rekordni finančni injekciji Evropske centralne banke poskrbelo za povrnitev zaupanja vlagateljev in znižanje obrestnih mer na dolg teh držav v letošnjem letu. A sprejeti ukrepi, od znižanja plač v javnem sektorju do zmanjšanja pokojninskih pravic in prodaj družb v državni lasti, so vsaj zaenkrat tudi v primerjavi s tistimi v Estoniji in na Irskem premalo obsežni, da bi uravnotežili javne finance in s tem končali evropsko dolžniško krizo.

Kljub razliki med posameznimi državami so bili pri izboljšanju gospodarskih obetov in uravnoteženju javnih financ ključni varčevalni in strukturni ukrepi. Varčevalni ukrepi obsegajo predvsem znižanje plač in števila zaposlenih v javnem sektorju ter znižanje pokojnin za takojšnje znižanje proračunskega primanjkljaja. Primerni strukturni ukrepi pa so predvsem reforme na trgu dela in pri pokojninah (kasnejše upokojevanje, spodbujanje individualnih pokojninskih računov) ter prodaja državnega premoženja (to hkrati znižuje zadolženost) za spodbuditev prihodnje gospodarske rasti. Našteti ukrepi so primerni tudi za Slovenijo, ki jo danes vlagatelji po tveganosti ocenjujejo podobno kot Italijo in Španijo. Pomembno je, da države v krizi tudi z žrtvovanjem današnje blaginje za boljše jutri preprečijo nastanek takšnih razmer, ko bi bili, podobno kot v Grčiji, vsakršni ukrepi prepozni. S tem se lahko izognejo še bolj ostrim, bolečim in težkim ukrepom, ki bi jih morali uvesti "čez noč".

Marko Bombač, CFA
višji upravitelj

² Vir: Estoni zavod za zaposlovanje (<http://www.tootukassa.ee/?lang=en>)

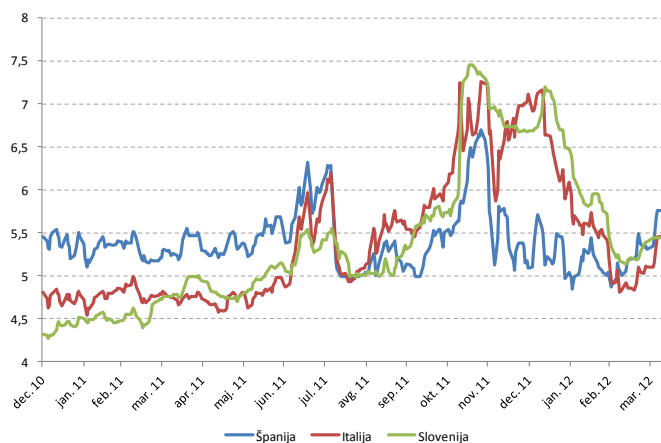
Slovenija – predlog vladnih ukrepov in pričakovani vpliv na gospodarstvo in delnice

Vprašanje, ali mora Slovenija sprejeti ukrepe za ureditev javnih financ, ni več aktualno. Ko ima javnofinančna enačba negativen predznak in ko so stroški zadolževanja tako visoki, kaj drugega niti ne preostane. Trenutna »vroča vprašanja« so kje in koliko znižati javnofinančne odhodke ter katere druge ukrepe izvesti. Za vlagatelja v slovenske delnice pa je seveda najbolj aktualno vprašanje, kakšen je pričakovani vpliv ukrepov na gibanje tečajev slovenskih delnic?

Država kot »najbolj varen« dolžnik

V splošnem velja, da je država (za razliko od drugih ekonomskih subjektov, npr. podjetij in gospodinjstev) najbolj »varen« dolžnik znotraj nacionalnih meja³. Varnost ji daje predvsem monopol nad določanjem davkov in drugih dajatev, ki jih plačujejo ekonomski subjekti in ki jih država lahko uporabi za plačilo svojih obveznosti oziroma vrnitev dolga. Monopol nad davki pa državi daje tudi eno korist oziroma prednost – nižjo ceno zadolževanja glede na ostale ekonomske subjekte, ki v njej prebivajo oziroma poslujejo. Drugače povedano, podjetja in gospodinjstva v neki državi se v povprečju zadolžujejo po višji obrestni meri od države same in si z njo delijo finančno usodo. Dražje zadolževanje države neizogibno vodi v dražje zadolževanje podjetij ter gospodinjstev in/ali nižji obseg razpoložljivih virov financiranja.

Slika 9: Gibanje donosnosti do dospelja (v %) izbranih 10-letnih državnih obveznic*



* Donosnost slovenske državne obveznice je merjena z obveznico SLOREP 01/22.

Vir: Bloomberg in lastni prikaz.

Iz slike 9, ki prikazuje gibanje zahtevane donosnosti 10-letnih državnih obveznic kot indikatorja višine obrestne mere, po kateri se dolgoročno zadolžujejo države, je razvidno, da so se stroški zadolževanja izbranih držav v letu 2011 izrazito povišali. Slovenija je tako morala konec lanskega leta za 10-letno posojilo plačati oziroma obljubiti skoraj 6,7 % obrestno mero na letni ravni, kar je primerljivo z ravni obrestnih mer na 10-letni španski in italijanski državni dolg. Po hladnem tušu konec leta 2011 se je cena dolga Slovenije v prvih treh mesecih leta 2012 po zaslugi Evropske centralne banke sicer nekoliko znižala, a je še vedno za več kot 25 % višja glede na ceno dolga s konca leta 2010. Ker je cena zadolževanja države osnova ali »benchmark« za ceno zadolževanja ostalih ekonomskih subjektov, se je v prikazanem obdobju povprečju zadolževanje podražilo (in/ali obseg razpoložljivih virov zadolževanja znižal) tudi za gospodinjstva in podjetja.

Ukrepi in vpliv na gospodarstvo

Pozitivni vplivi

Ekonomsko gledano ob vsem ostalem nespremenjenem višja cena zadolževanja znižuje obseg investicij podjetij in zasebne potrošnje, saj se z rastjo obrestnih mer privlačnost oziroma dobičkonosnost investicijskih projektov znižuje, prav tako pa se z višanjem obrestnih mer znižuje obseg povpraševanja po potrošniških posojilih. Glede na to, da sta elementa investicij ter zasebne potrošnje, poleg državne potrošnje ter neto izvoza, ključna sestavna dela bruto domačega proizvoda (BDP), se z rastjo obrestnih mer države znižuje tudi pričakovana gospodarska rast v državi. Prav zaradi negativnega vpliva, ki ga ima dvigovanje cene zadolževanja na širšo makroekonomske situacijo države, je ureditev javnih financ nujen predpogoj za izboljšanje pogojev financiranja slovenskih gospodinjstev in podjetij ter posledično tudi njune potrošnje oziroma investicij, s tem pa tudi splošne gospodarske slike države, vključno z zmanjšanjem števila brezposelnih.

Pozitiven vpliv na gospodarsko aktivnost lahko pričakujemo tudi od predlaganih investicijskih olajšav ter znižanja davčnih obremenitev podjetij in dohodkov od dela. Omenjene olajšave in znižanja povečujejo investicijski potencial podjetij ter razpoložljivi dohodek posameznikov, s čimer pozitivno vplivajo na zasebno potrošnjo in investicije ter posledično na gospodarsko rast.

³ Izjeme so določene mednarodne institucije in multinacionalna podjetja.

Negativni vplivi

Zniževanje javnofinančnih odhodkov ima z vidika ekonomskega vpliva na gospodarsko aktivnost še drugo, negativno plat. Državna potrošnja je namreč tudi del BDP, kar pomeni, da ob vsem ostalem nespremenjenem znižanje plač in transferjev negativno vpliva na zasebno potrošnjo in s tem posredno na gospodarsko rast, medtem ko znižanje državnih investicij celo neposredno znižuje gospodarsko aktivnost.

Na končni vpliv oziroma rezultat zgoraj omenjenih ukrepov na gospodarstvo bodo dodatno vplivali še predlagani prihodkovni ukrepi (npr. oblikovanje dodatnega dohodninskega razreda), pri katerih gre zaradi nižanja razpoložljivega dohodka in premoženja prav tako pričakovati negativen vpliv na gospodarsko rast.

Bodo ukrepi zagnali gospodarstvo? Kratkoročno verjetno NE, dolgoročno DA.

Končni vpliv predlaganih fiskalnih ukrepov na gospodarsko aktivnost Slovenije bo kratkoročno odvisen od relativnega obsega in dejanske izvedbe posameznih ukrepov. Kar nekaj jih sicer kratkoročno deluje zaviralno na gospodarsko rast, a so pozitivni dolgoročni učinki v obliki višje gospodarske rasti v naslednjih letih bistveno bolj pomembni. Bolj produktiven in fleksibilen državni aparat ter uravnotežene javne finance sta cilja, ki na dolgi rok povečujeta stabilnost, gospodarsko rast in blaginjo državljanov.

Povzetek:

Preglednica 1: Pričakovani vpliv ukrepov vlade na gospodarsko rast ter slovenski delniški trg

Ukrep	Vpliv na gospodarstvo*		Vpliv na delniški trg*	
	Kratkoročno	Dolgoročno	Kratkoročno	Dolgoročno
Notranje varčevanje javnega sektorja	-	+	+	+
Prilagoditve delovanja javnega sektorja (plače, transferji)	-	+	+	+
Prilagoditve pri programih in politikah (investicije, subvencije)	-	+	+	+
Investicijske olajšave ter zniževanje davčne obremenitve	+	+	+	+
Ukrepi na prihodkovni strani	-/0	-/0	-/0	-/0
SKUPAJ	-/0	+	+	+

* Pomen kratic: "-" negativen vpliv, "+" pozitiven vpliv, "o" nevtralen vpliv

** Npr. dodaten dohodninski razred, davek na finančne transakcije, višji davek na dohodek od kapitala

Vir: Lastni prikaz.

Bo vrednost delnic zaradi ukrepov višja? Zelo verjetno DA.

Če je vpliv zniževanja javnofinančnih odhodkov, zniževanja davčnih obremenitev in povišanja investicijskih olajšav na gospodarsko aktivnost vsaj kratkoročno zaradi nasprotujočih si učinkov nekoliko nejasen (lahko tudi negativen), pa je pričakovani vpliv ukrepov države na vrednost slovenskih delnic bolj enoznačen tudi z bolj kratkoročne perspektive. Vrednost delnice določata pričakovana uspešnost poslovanja podjetja (dobiček po davkih oz. dividenda lastniku) ter tveganost poslovanja. Zniževanje javnofinančnih odhodkov naj bi povrnilo stabilnost javnih financ, znižalo strošek zadolževanja države, posledično pa tudi strošek kapitala podjetij, kar bi pozitivno vplivalo na vrednost delnic. Enak, torej pozitiven vpliv na vrednost delnic, ima tudi znižanje davčne obremenitve podjetij in zaposlenih.

Oblikovanje dodatnega dohodninskega razreda, dvig stopnje davka na dohodek iz kapitala ter uvedba davka na finančne transakcije (DFT) rahlo negativno vplivajo na vrednost delnic, saj destimulativno vplivajo na ponudbo domačih prihrankov, slednje pa dviguje strošek kapitala in znižuje vrednost delnic.

Ne glede na ta pozitivni kratkoročni vpliv ukrepov na vrednost delnic slovenskih podjetij, pa je potrebno izpostaviti, da je vrednost delnic v največji meri odvisna predvsem od dolgoročne prihodnje uspešnosti poslovanja podjetij, katerega predpogoj pa je stabilno poslovno okolje oziroma stabilno in racionalno »poslovanje« države. Sodeč po letošnji občutni podražitvi delnic slovenskih borznih družb, katerih poslovanje je s poslovnim ciklom oz. gospodarsko rastjo močno povezano, pa se povezav iz tega prispevka dobro zavedajo tudi slovenski vlagatelji.

Rok Keber
direktor sektorja za nadzor nad tveganji

Slovenija – o čem se premalo govori

Veliko se govori o varčevalnih ukrepih in dvigu davka na dodano vrednost, premalo pa se govori o dejanskih strukturnih težavah, ki jih bomo morali rešiti v relativno kratkem času.

V Sloveniji se največ davkov pobere iz naslova prispevkov za socialno varnost, ki jim sledita davek na dodano vrednost in dohodnina. Hkrati pa so prihodki iz naslova obdavčitve premoženja praktično zanemarljivi (slika 10).

V Sloveniji sta torej najbolj obdavčena delo in potrošnja, medtem ko so nepremičnine in premoženje relativno neobdavčeni. Največji interes za izogibanje plačevanja davkov je tako pri najbolj obdavčenemu delu, ta davek pa je ekonomsko gledano tudi najmanj učinkovit in neproduktiven. Slednje najlažje izkoriščajo obrtniki in mali podjetniki z gotovinskim plačevanjem in z izplačevanjem majhnega osebnega dohodka. Iluzorno je pričakovati, da bi s stopnjevanjem nadzora nad plačevanjem davkov bistveno pripomogli k zmanjšanju sive ekonomije, saj sta potencialen izplen od neplačevanja davkov in iznajdljivost posameznikov enostavno prevelika, v času recesije pa se motivacija za izogibanje davkom še poveča. V času reform bi tako bilo smiselno bistveno razbremeniti delavce, v kolikor bi želeli višje davčne prihodke, pa se še najbolj smiselna zdita dodatni obremenitvi premičnin in nepremičnin. Na ta način bi se razbremenil produktivni človeški kapital, ki pozitivno vpliva na gospodarsko rast in blaginjo posameznika, in obremenil "mrtvi" kapital.

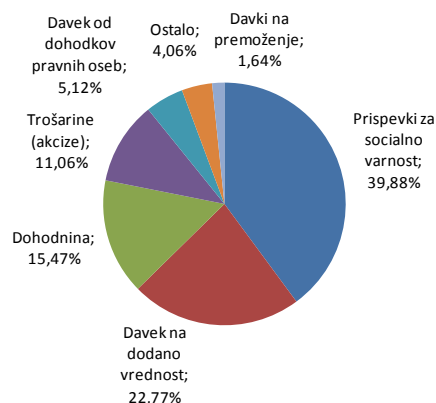
Trg dela

V zadnjih letih je bilo opaziti močno solidarnost zasebnega sektorja do javnega sektorja. Medtem ko sta se število delovnih mest in masa izplačanih plač v zasebnem sektorju zmanjšala, je javni sektor zaposloval in tudi povečal maso izplačanih plač (sliki 11 in 12). Dodatno marsikatera družba danes ne zaposluje zaradi rigidnega trga dela, zaradi česar v negotovih časih družbe nerade zaposlujejo, saj bi v primeru ponovne recesije in upada tujega povpraševanja težko hitro znižale stroške dela.

Pokojninska in zdravstvena blagajna

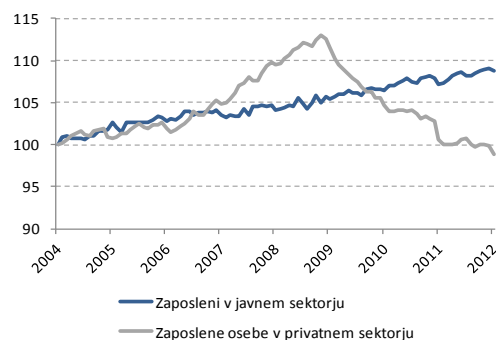
Eden najbolj perečih problemov v Sloveniji je ob čedalje večjem številu upokojencev neučinkovita pokojninska blagajna. Danes smo prišli skoraj že do situacije, ko mora en delavec poskrbeti za enega upokojenca, ob negativnih demografskih trendih pa je obstoječi pokojninski sistem nevzdržen. Reforme so torej nujne, sicer se bodo obstoječi delavci morali soočiti z drastično nižjimi pokojninami.

Slika 10: Presek konsolidirane bilance državnega proračuna ob koncu leta 2011



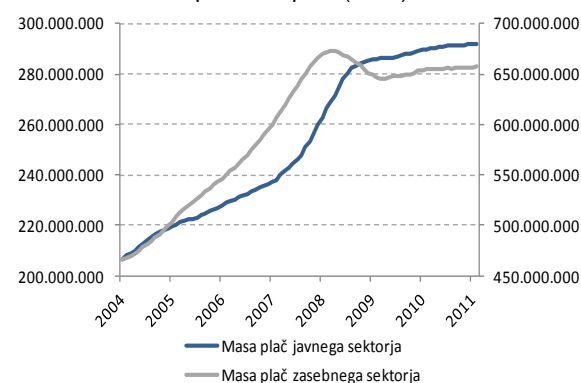
Vir: Ministrstvo za finance

Slika 11: Gibanje števila zaposlenih v zasebnem in javnem sektorju (indeks)⁴



Vir: Ajpes

Slika 12. Masa izplačanih plač (EUR)⁵

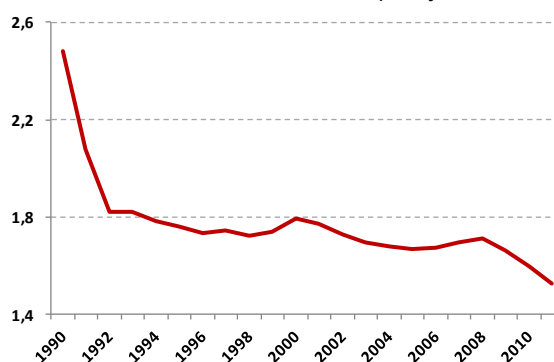


Vir: Ajpes

⁴ Število zaposlenih v zasebnem sektorju zajema le zaposlene osebe pri pravnih osebah zasebnega sektorja, ne upošteva pa samo zaposlenih in drugih zaposlenih v zasebnem sektorju.

Podobno velja tudi za zdravstveno blagajno. S staranjem prebivalstva in posledično nižanjem deleža delovno aktivnega prebivalstva se lahko pričakuje rast odhodkov zdravstvene blagajne na eni strani in stagniranje prihodkov v zdravstveno blagajno na drugi strani. Tako so po podatkih Zavoda za zdravstveno zavarovanje Slovenije v letu 2011 odhodki v zdravstvu presegali prihodke za 40,9 milijona EUR. Znesek na prvi pogled ni visok, vendar se je potrebno zavedati, da se primanjkljaj zdravstvene blagajne prikrito (in neprimerno) uravnava tudi na račun odjemalcev zdravstvenih storitev, kar se kaže v daljših čakalnih vrstah, dražjih zdravilih in manj kvalitetni oskrbi pacientov.

Slika 13: Število zavarovancev na upokojenca



Vir: Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje

Delni odgovor na težave zdravstvene blagajne ponuja že prepotrebna pokojninska reforma, ki bi lahko ublažila padanje števila delovno aktivnega prebivalstva s podaljšano delovno dobo in izenačitvijo delovne dobe za moške in ženske. Zagotovo pa obstajajo tudi rezerve v učinkovitosti samega zdravstvenega sistema. Tako bi bilo smiselno privatizirati del bolnišnic oziroma dopustiti ustanovitev zasebnih bolnišnic, ki bi lahko učinkoviteje nastopile proti stroškom dela in zdravil, ki trenutno najbolj bremenijo zdravstveni sistem. Razmisliti bi veljalo o tem, da bi se zdravila, razen tistih z zares nevarnimi stranskimi učinki, prodajala tudi v trgovinah in ne več izključno v lekarnah. Zakonodaja namreč jasno ureja, da morajo vsa zdravila imeti navodila za uporabo, podrobnejša navodila za uporabo pa predpiše zdravnik, ki diagnosticira bolezen, in posledično je dodatno svetovanje v lekarnah pogosto nepotrebno. To bi razbilo lokalne lekarniške monopole in pocenilo zdravila.

Nizko zavedanje o dejanskih stroških trenutnega zdravstvenega sistema izvira tudi iz dejstva, da se večina storitev plačuje preko zdravstvenih prispevkov in le manjši del preko dopolnilnega in dodatnega zdravstvenega sistema. Tako bi bilo smiselno znižati prispevke in določiti minimalni obseg zdravstvenih pravic, ki se krijejo z javnim denarjem, ostale storitve pa prenesti na dodatno in dopolnilno zavarovanje. Morebiten prenos storitev nazaj v splošno zavarovanje, ki se bo verjetno v Sloveniji zgodil še letos ob hkratnem dvigu prispevne stopnje, je kratkoročen ukrep zagotavljanja dodatne likvidnosti v zdravstveni sistem, srednjeročno pa zaradi napačnih alokacij resursov celo pogloblja težave v zdravstvenem sektorju skozi odlog prepotrebnih sistemskih sprememb.

mag. Matej Mazi
višji upravitelj

⁵ Masa plač zaposlenih je izračunana in prikazana kot 12 mesečna sredina od I. 2003 do konec leta 2011. Masa plač v zasebnem sektorju upošteva le zaposlene osebe pri pravnih osebah zasebnega sektorja, ne upošteva pa samo zaposlenih in drugih zaposlenih v zasebnem sektorju.

Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), upravlja krovni sklad NLB Skladi. Storitve trženja in prodaje investicijskih kuponov podskladov krovnega sklada opravlja na podlagi pooblastila družbe NLB Skladi tudi Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: NLB), in Banka Celje d.d. Podrobnejši podatki in informacije o krovnem skladu oziroma posameznih podskladih krovnega sklada so vsebovani v prospektu krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in v izvlečkih prospekta podskladov. Pred pristopom vlagatelja k pravilom upravljanja morajo družba NLB Skladi oziroma drugi osebi, ki sta pooblaščenici za trženje in prodajo investicijskih kuponov podskladov krovnega sklada, vlagatelju brezplačno izročiti izvleček prospekta podsklada, na njegovo zahtevo pa morajo vlagatelju brezplačno izročiti tudi prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja ter zadnja objavljena revidirano letno in polletno poročilo krovnega sklada. Izvlečki prospekta podskladov, prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja, zadnja objavljena revidirano letno in polletno poročilo krovnega sklada ter druga gradiva, podatki in informacije o krovnem skladu oziroma podskladih krovnega sklada so vlagateljem dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Trgu republike 3 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih NLB in Banke Celje d.d. med njihovim delovnim časom ter na spletni strani www.nlbskladi.si. Družba NLB Skladi objavlja podatke o gibanju vrednosti enote premoženja posameznega podsklada vsak delovni dan v časniku Finance in na spletni strani www.nlbskladi.si. Zgodovinski podatki o donosih ne zagotavljajo donosov v prihodnosti. Donosnost naložbe v posamezni podsklad bo v največji meri odvisna od prihodnjega splošnega gibanja tečajev vrednostnih papirjev na svetovnih kapitalskih trgih, v manjši meri pa tudi od provizij in stroškov posameznega podsklada ter uspešnosti družbe NLB Skladi pri upravljanju premoženja podsklada. Zaradi neugodnih gibanj tečajev vrednostnih papirjev in valut obstaja možnost, da vlagatelj med varčevanjem ne dobi povrnjenih vseh sredstev, ki jih je vložil v investicijske kupone posameznega podsklada. Podatki o naravi tveganosti posameznega podsklada so navedeni v prospektu krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja. Najvišji vstopni stroški podskladov NLB Skladi - Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi - Evropa delniški, NLB Skladi - Slovenija delniški, NLB Skladi - Dinamični delniški, NLB Skladi - Visoko rastoča gospodarstva delniški, NLB Skladi - Naravni viri delniški, NLB Skladi - Farmacija in zdravstvo delniški, NLB Skladi - Visoka tehnologija delniški, NLB Skladi - Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi - Zahodni Balkan delniški, NLB Skladi - Azija delniški in NLB Skladi - Globalni delniški znašajo 3,00 % vrednosti investicijskega kupona, podskladov NLB Skladi - Kombinirani globalni in NLB Skladi - Nova Evropa uravnoteženi 2,25 % vrednosti investicijskega kupona, podsklada NLB Skladi - Obvezniški EUR pa 1,50 % vrednosti investicijskega kupona. Najvišji izstopni stroški podskladov NLB Skladi - Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi - Evropa delniški, NLB Skladi - Slovenija delniški, NLB Skladi - Dinamični delniški, NLB Skladi - Kombinirani globalni, NLB Skladi - Nova Evropa uravnoteženi, NLB Skladi - Visoko rastoča gospodarstva delniški, NLB Skladi - Naravni viri delniški, NLB Skladi - Farmacija in zdravstvo delniški, NLB Skladi - Visoka tehnologija delniški, NLB Skladi - Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi - Zahodni Balkan delniški, NLB Skladi - Azija delniški in NLB Skladi - Globalni delniški znašajo 1,00 % vrednosti investicijskega kupona, najvišji izstopni stroški podsklada NLB Skladi - Obvezniški EUR pa znašajo 0,50 % vrednosti investicijskega kupona. Navedeni vstopni in izstopni stroški zmanjšujejo prikazani donos. Krovni sklad družbe NLB Skladi ni bančna storitev in ne prinaša zajamčene ali garantirane donosnosti. Tako naložbe v posamezne podsklade krovnega sklada tudi niso vključene v sistem zajamčenih vlog, ki velja za vloge fizičnih oseb in malih pravnih oseb na transakcijskih računih, hranilnih vlogah, denarnih depozitih in blagajniških zapisih oziroma potrdilih o depozitu, ki se glasijo na ime, zbranih pri bankah in hranilnicah. Naše ocene so izdelane na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere menimo, da so verodostojni, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Družbi NLB Skladi in NLB ne prevzemata odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta bilten, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi posamezni podskladi krovnega sklada NLB Skladi. Osebe, ki v tej publikaciji podajajo mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njimi povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investirajo tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podajajo mnenja. Nadzorna organa družbe NLB Skladi oziroma NLB sta Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana, oziroma Banka Slovenije, Slovenska 35, Ljubljana. Priporočila izdajateljem niso bila razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalskih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov.

Letnik 5, številka 1, april 2012

Izdajatelj in nosilec avtorskih pravic: NLB Skladi, d.o.o.

Odgovorni urednik: mag. Krno Abramovič, CFA

Urednik: Blaž Hribar, CFA

Grafična priprava in lektoriranje: NLB Skladi, d.o.o.

Brezplačni izvod, april 2012

Družba za upravljanje: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Trg republike 3, Ljubljana

Druge osebe, ki gradivo uporabljajo za trženje: NLB d.d., Ljubljana in Banka Celje d.d.

NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.

T: +386 1 476 52 70 | F: +386 1 476 52 99 | www.nlbskladi.si

Tiskovina je informativne narave. Pridržujemo si pravico do sprememb. Za napake v tisku ne odgovarjamo.

Vabimo vas, da ob podpisu pristopne izjave preverite veljavne pogoje in lastnosti storitve.

NLB  **Skladi**

NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.

T: +386 1 476 52 70

F: +386 1 476 52 99

www.nlbskladi.si