

BANKA
SLOVENIJE

ANALITSKO RAZISKOVALNI
CENTER

MESEČNA INFORMACIJA

**EKONOMSKI INDIKATORJI
MEDNARODNEGA OKOLJA**

NOVEMBER 2003

Pripravila: mag. Mojca Roter, Luka Flere

Napovedi gospodarske rasti za ZDA so bile popravljene navzgor, za euro območje pa ostajajo nespremenjene. Vzrok za izboljšanje napovedi za ZDA je ugodna predhodna ocena rasti v tretjem četrtnetju. Rast v tretjem četrtnetju je bila predvsem podprta s strani potrošnje gospodinjstev in investicij podjetij. Potrošnja gospodinjstev vzpodbujajo davčne olajšave in nizke obrestne mere, med investicijami podjetij pa izstopajo predvsem investicije v programsko in drugo opremo. Po prvih ocenah je gospodarska rast v tretjem četrtnetju tudi v euro območju nekoliko porasla, vendar so napovedi celoletne gospodarske rasti za letošnje in prihodnje leto ostale nespremenjene. V skladu s predvidevanji centralni banki v ZDA in euro območju puščata obrestne mere nespremenjene, saj ni čutiti inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja, gospodarska rast pa je še vedno razmeroma nizka. Morebitne spremembe obrestnih mer se trenutno pričakujejo šele v drugi polovici prihodnjega leta.

Cena nafte je v zadnjih dveh mesecih dokaj volatilna. Oktobrski rasti cen zaradi znižanja kvot črpanja članic OPEC, je v prvi polovici novembra sledil ponoven manjši popravek cen navzdol.

Inflacija na Madžarskem, Češkem in Poljskem se zvišuje. Vzrok za višjo rast cen v oktobru so bile predvsem višje cene hrane. Industrijska proizvodnja v vseh treh gospodarstvih v tretjem četrtnetju nakazuje dokaj stabilno rast, zato se pričakujejo tudi ugodnejše ocene rasti gospodarske aktivnosti za to obdobje. Na deviznem trgu letos izstopata predvsem visoka deprecijacija zlota na Poljskem in turbulentnost madžarskega forinta. Vzroki za deprecijacijo zlota so pretežno posledica negotovosti v zvezi z fiskalno politiko na Poljskem. Zaupanje v forint pa sta omajala najprej špekulativni napad in sprememba centralne paritete, v zadnjem času pa umik tujih finančnih investorjev s trga madžarskih državnih obveznic, ki je bil povezan s splošnimi nestabilnimi razmerami fiskalne politike v vzhodni Evropi.

Gospodarska rast euro območja je po predhodni oceni v tretjem četrtletju medkvartalno porasla, gledano medletno pa se ni bistveno spremenila. Industrijska proizvodnja euro območja je v septembru upadla. Po negativni $-0,1\%$ medkvartalni rasti v drugem četrtletju, je gospodarstvo euro območja, v skladu z napovedmi in okrevanjem svetovnega gospodarstva, v tretjem četrtletju zabeležilo vidnejšo rast, ki je najvišja od začetka leta 2002. K izdatnejši rasti v tretjem četrtletju, naj bi največ pripomoglo tuje povpraševanje in posledično porast neto izvoza, nekoliko manj pa domače povpraševanje. Rast na letni ravni pa v tretjem četrtletju ne izkazuje bistvenega izboljšanja, saj je dosegla le $0,3\%$, kar je le za $0,1$ odstotne točke več kot v drugem četrtletju letos. Napovedi gospodarske rasti Consensusa ostajajo nespremenjene na ravni $0,5\%$ za leto 2003 in $1,7\%$ za leto 2004. Industrijska proizvodnja euro območja je po junijskem porastu za $1,0\%$ drugi zaporedni mesec padla (avgusta $-0,7\%$, septembra $-0,6\%$). Tudi gledano medletno je industrijska proizvodnja septembra upadla in dosegla $-1,8\%$. Za zadnje četrtletje analitiki JP Morgana napovedujejo porast industrijske proizvodnje.

Inflacija euro območja je oktobra padla na $2,0\%$ medletno. Izgledi za cenovno stabilnost na srednji rok so ugodni. Oktobrska inflacija euro območja je znašala $0,1\%$ medmesečno pri čemer se je medletna inflacija znižala za $0,2$ odstotni točki na $2,0\%$. Najvišje letne stopnje rasti cen med državami članicami euro območja, so oktobra zabeležili v Italiji in na Portugalskem ($2,8\%$) medtem ko je bila najnižja rast cen na Finskem ($0,9\%$) in v Avstriji ($1,0\%$). Po mnenju ECB se bo inflacija na kratek rok gibala nekje okoli sedanjih ravni, tudi izgledi za cenovno stabilnost na srednji rok pa so ugodni. Za nekoliko počasnejše padanje rasti cen, kot so bile napovedi še poleti, se pojavljajo predvsem trije razlogi: prvič, pritisk na inflacijo s strani rasti cen hrane zaradi poletne suše, drugič, višje cene nafte zaradi političnih nestabilnosti na Srednjem vzhodu ter tretjič, vpliv napovedanih povečanj posrednih davkov in nadzorovanih cen tekom leta 2004 v nekaterih državah članicah euro območja.

Cene pri proizvajalcih so septembra ostale nespremenjene. Cene proizvajalcev so septembra v euro območju medmesečno stagnirale. Medletno je rast cen proizvajalcev septembra padla za $0,3$ odstotne točke na $1,1\%$ (iz $1,4\%$ medletno avgusta). Padec cen proizvajalcev gre pripisati apreciaciji tečaja in visoki osnovi iz lanskega leta.

Obrestna mera ECB v novembru, skladno s pričakovanji, ostaja nespremenjena. Svet ECB na svojem sestanku, ki mu je prvič predsedoval novi predsednik Trichet, ni spremenil vodilne obrestne mere, ki tako ostaja na ravni $2,0\%$ iz junija. V ECB poudarjajo, da je raven obrestnih mer, glede na trenutne ekonomske razmere (znaki oživljanja gospodarstva in ugodni izgledi srednjeročne cenovne stabilnosti), ustrezna ter da ni potrebe po spreminjanju. Pač pa je obrestne mere že zvišala Bank of England in sicer za $0,25$ odstotne točke (v novembru). Spremembe obrestnih mer pri ECB se pričakujejo šele v drugi polovici prihodnjega leta.

Tečaj eura je v zadnjem obdobju zelo volatilen. Tečaj eura je v drugi polovici oktobra sprva nekoliko padel (do ravni $1,14$ EUR/USD), kar je bila posledica optimizma povezanega z okrevanjem ameriškega gospodarstva ter pozitivnih makroekonomskih objav kazalnikov za ameriško gospodarstvo. V novembru je sledil obrat, ko je euro zopet začel pridobivati na vrednosti. Tečaj se je tako do sredine meseca novembra povzpел vse do ravni $1,20$ EUR/USD pri čemer gre razloge iskati predvsem pri težavah ZDA s financiranjem primanjkljaja tekočega računa.

Evropsko gospodarstvo je na poti krepitve, kot glavni oviri hitrejši rasti pa se pojavljata potencialna apreciacija tečaja in pričakovana fiskalna konsolidacija. Gospodarska rast se je v tretjem četrtletju nekoliko izdatneje okrepila, kar gre v veliki meri na račun krepitve svetovnega gospodarstva. Ena izmed glavnih ovir, ki lahko zavira evropsko gospodarstvo na tej poti, je močan euro in pričakovana še izdatnejša apreciacija. Učinki povečane svetovne menjave se za članice euro območja tako zmanjšajo preko močnega eura. Podjetja menjalnega sektorja to občutijo preko krčenja tržnih deležev ali dobičkonosnosti. Kot druga omejitev pa se omenja fiskalna konsolidacija v smislu zadostitve kriterijem pakta o stabilnosti

in rasti, kar velja predvsem za Nemčijo in Francijo. Da se bosta omenjeni državi vrnila v predpisane okvire 3% proračunskega primanjkljaja bo potrebo fiskalno krčenje, kar lahko vpliva na gospodarsko rast, vendar po trenutnih napovedih do znižanja primanjkljaja pod dovoljeno mejo v naslednjem letu še ne bo prišlo.

ZDA

Po predhodni oceni rasti BDP v tretjem četrtletju, je gospodarstvo ZDA raslo hitreje kot v prvi polovici leta. Industrijska proizvodnja je oktobra porasla za 0,2%. Gospodarstvo ZDA se krepi, sodeč tudi po drugih statističnih podatkih. V drugem četrtletju je gospodarska rast znašala 0,8% medkvartalno, nepričakovano visoka 1,7% medkvartalna gospodarska rast tretjega četrtletja pa je najvišja po letu 1984. Medletna stopnja rasti je v tretjem četrtletju znašala 3,3%, v primerjavi z 2,5% iz drugega četrtletja. K visoki rasti je največ prispevalo močno domače povpraševanje, pozitiven vpliv pa je gotovo imel tudi nizek porast uvoza (le 0,03% medkvartalno) glede na prisotno močno povpraševanje. Ravno iz naslova rasti uvoza analitiki za četrto četrtletje napovedujejo umiritev rasti (JP Morgan tako za zadnje četrtletje napoveduje 0,7% medkvartalno gospodarsko rast). Glede na pozitivno gospodarsko klimo in ugodne ocene rasti gospodarstva v tretjem četrtletju, pa je tudi Consensus popravil svoje napovedi gospodarske rasti za 0,2 odstotni točki na 2,9% za leto 2003 ter 4,2% za leto 2004. Industrijska proizvodnja je oktobra porasla za 0,2% medmesečno v primerjavi z 0,5% medmesečno rastjo septembra. Nižja medmesečna stopnja rasti je oktobra predvsem posledica močnega krčenja proizvodnje avtomobilov.

Inflacija se je oktobra znižala. Cene proizvajalcev rastejo hitreje od inflacije. Indeks cen življenjskih potrebščin se po 0,3% medmesečni rasti v zadnjih dveh mesecih oktobra ni spremenil. Na medletni ravni je inflacija padla za 0,3 odstotne točke na 2,0%. V mesecu oktobru so najbolj padle cene energije in sicer za -3,9% medmesečno ter cene transporta (-1,6% medmesečno), najbolj pa so porasle cene hrane in sicer za 0,6% medmesečno. Cene proizvajalcev rastejo

hitreje kot inflacija in so v oktobru zabeležile razmeroma visok porast (0,8% medmesečno), predvsem na račun rasti cen avtomobilov. Medletno so cene proizvajalcev oktobra porasle za 3,4%.

FED po pričakovanjih ni spremenil vodilne obrestne mere. Vodilna obrestna mera Fed Funds tako, po zadnji spremembi junija, ostaja na zgodovinsko nizki ravni 1%. Raven obrestnih mer je po mnenju ameriški centralnih bankirjev na ustrezni ravni, saj oživljanje gospodarstva še ni tako močno, da bi zahtevalo dvig obrestnih mer. Po oceni zveznega odbora za politiko odprtega trga tako gospodarstvu ZDA trenutno bolj prete nezaželeno zniževanje že tako nizke inflacije kot inflacijski pritiski. Po mnenju analitikov, ob pričakovani krepitvi gospodarstva, prva povišanja obrestnih mer lahko pričakujemo v drugi polovici leta 2004.

Trg delovne sile kaže znake oživljanja. Brezposelnost je oktobra v primerjavi s septembrom padla za 0,1 odstotne točke na 6,0%. Pomembnejše znake oživljanja trga delovne sile, od omenjenega zmernega padca brezposelnosti, pa kažejo podatki o novih zaposlitvah. Objava podatkov o zaposlenosti za oktober je pomenila pozitivno presenečenje. Število novo zaposlenih v neagrarnem sektorju je oktobra drugi mesec zapored poraslo za okoli 125000 delavcev (napovedi so se gibale okoli 65000 delavcev). Pozitivne tendence o izboljšanju razmer na trgu delovne sile pa kažejo tudi tedenska poročila o številu zahtevkov za nadomestila brezposelnim, ki nakazujejo trend upadanja.

NAFTA

Cena nafte Brent je oktobra v povprečju dosegla 29,6 USD/sod. Povprečna oktobrska cena nafte je tako glede na povprečno ceno septembra porasla za 10,1%, v prvih dveh tednih novembra pa je povprečna cena padla na 28,6 USD/sod oziroma za 3,3%. Rast cen nafte v oktobru gre pripisati septembrskemu znižanju kvot črpanja držav članic OPEC ter nestabilnim političnim razmeram na Bližnjem vzhodu. Naslednji sestanek, ko bodo naftni ministri držav članic OPEC odločali o spremembi načrpanih kvot, bo v začetku decembra.

EKONOMSKI KAZALCI	BDP				IMF	Inflacija				Brezposelnost			
	2000	2001	2002	2003		2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
EU(12)	3,5	1,5	0,9	(0,5)	2,1	2,3	2,3	2,0 (10)	8,4	8,0	8,2	(8,8)	
Avstrija	3,5	0,7	1,0	(0,7)	2,3	2,7	1,5	1,0 (10)	4,7	4,8	5,3	(5,9)	
Italija	3,1	1,8	0,4	(0,4)	2,5	2,9	2,5	2,8 (10)	10,7	9,6	9,1	(9,2)	
Francija	4,2	2,1	1,2	(0,5)	1,7	1,6	1,9	2,3 (10)	9,4	8,6	8,9	(9,3)	
Nemčija	2,9	0,8	0,2	(0,0)	1,9	2,5	1,3	1,1 (10)	7,3	7,3	7,8	(8,3)	
Grčija	4,2	4,1	4,0	(4,0)	3,1	3,4	3,6	3,3 (8)	11,1	10,4	10,0	(9,5)	
Spanija	4,2	2,7	2,0	(2,2)	3,4	3,6	3,1	2,7 (10)	11,0	10,5	11,4	(12,0)	
Irska	10,1	6,2	6,9	(1,0)	5,6	4,9	4,7	3,3 (10)	4,3	3,9	4,2	(5,0)	
Portugalska	3,7	1,6	0,4	(-0,8)	2,9	4,4	3,6	2,8 (10)	4,0	4,1	5,1	(6,4)	
Japonska	2,8	0,4	0,2	(2,0)	-0,7	-0,7	-0,9	-0,2 (9)	4,7	5,0	5,4	(5,7)	
ZDA	3,8	0,3	2,4	(2,6)	3,4	2,8	1,6	2,0 (10)	4,0	4,8	5,8	(6,0)	
Rusija	10,0	5,0	4,3	(6,0)	24,8	21,9	15,1	13,1 (10)	10,4	9,0	7,9	...	
Hrvaška	2,9	3,8	5,2	(4,6)	5,4	4,7	1,8	3,0 (10)	16,1	15,8	14,8	(14,0)	
Slovenija	4,1	2,9	3,2	(2,2)	8,9	8,5	7,5	4,8 (10)	7,0	6,4	6,4	6,2	
Tekoči račun (v % BDP)				Vladni saldo (v % BDP)									
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003					
EU(12)	-0,4	0,2	1,1	(1,4)	0,1	-1,6	-2,2	(-2,5)					
Avstrija	-2,6	-2,2	0,3	(0,2)	-1,5	0,3	-0,6	(-1,1)					
Italija	-0,5	0,0	-0,5	(-0,1)	-0,6	-2,6	-2,3	(-2,3)					
Francija	1,3	1,6	2,1	(2,4)	-1,4	-1,5	-3,1	(-3,7)					
Nemčija	-1,1	0,2	2,5	(2,9)	1,1	-2,8	-3,6	(-3,4)					
Grčija	-6,9	-6,2	-6,5	(-6,2)	-1,9	-1,4	-1,2	(-1,1)					
Spanija	-3,5	-2,6	-2,6	(-3,0)	-0,8	-0,1	-0,1	(-0,4)					
Irska	0,1	-0,3	-0,2	(-1,1)	4,3	1,1	-0,1	(-0,6)					
Portugalska	-10,5	-9,6	-7,6	(-6,0)	-2,8	-4,2	-2,7	(-3,5)					
Japonska	2,5	2,1	2,8	(3,1)	-7,4	-6,1	-7,1	(-7,7)					
ZDA	-4,2	-3,9	-4,8	(-5,4)	1,4	-0,5	-3,4	(-4,6)					
Rusija	16,0	11,3	9,3	(8,5)	2,0	2,9	1,0	(0,1)					
Hrvaška	-2,3	-3,8	-7,1	(-5,4)	-6,3	-4,7	-4,6	(-3,8)					
Slovenija	-3,0	0,2	1,8	(2,4)	-1,4	-1,4	-3,1	(-1,8)					

Opomba: Podatki v oklepaju so napovedi za celo leto, razen pri inflaciji. Pri inflaciji je v oklepaju podan mesec, na katerega se podatek (za medletno stopnjo) inflacije nanaša.

Viri: OECD Economic Outlook (april 2003), IMF WEO (sept. 2003), SURS, BS, MF, UMAR, ECB Bilten, statistični uradi držav.

OBRESTNE MERE v %	2001	2002	sep 03	okt 03
Obrestne mere ECB:				
- za refinanciranje	4.31	3.22	2.00	2.00
- depozitna	3.29	2.22	1.00	1.00
- posojilna	5.29	4.22	3.00	3.00
ZDA (Fed Funds)	3.89	1.67	1.01	1.01
(3mes., T-bill)				
Hrvaška	6.2	2.7
CEFTA -5				
Češka (Pribor)	5.2	3.5	2.1	2.1
Madžarska	10.8	8.8	9.2	10.0
Poljska	14.8
Slovaška (Bribor)	7.8	7.8	6.3	6.0
Slovenija	10.9	8.7	6.0	5.5

Viri: Bilten ECB, IFS IMF, Economic Indicators for Eastern Europe (BIS).

CENE	2000	2001	2002	2003
Letne st. rasti v %				
Inflacija (CPI)				
EU (12)	2,3	2,6	2,2	2,0 (10)
ZDA	3,4	2,8	1,6	2,0 (10)
Cene proizvajalcev				
EU (12)	5,2	1,2	0,2	1,1 (9)
ZDA (ind. blago)	6,6	0,7	-2,3	3,4 (10)
Dolarske cene surovin:				
Skupaj	3,2	-6,5	5,0	11,8 (10)
- industrijske	8,2	-10,1	1,2	23,8 (10)
- prehranske	-0,8	-3,7	7,8	4,1 (10)
Nafta (Brent, USD/sod.)	28,4	24,5	25,0	29,6 (10)

Viri: IFS CD-ROM, Reuters, Bilten ECB, The Economist.
Opomba: V oklepaju je podan mesec na katerega se podatek nanaša.

KAZALCI TUJE GOSPODARSKE AKTIVNOSTI						
St. rasti v %	2001	2002	2003	2004	2003	2004
BDP			IMF		Consensus	
Svet	2.4	3.0	3.2	4.1
EU (12)	1.5	0.9	0.5	1.9	0.5	1.7
Avstrija	0.7	1.0	0.7	1.5	0.8	1.8
Italija	1.8	0.4	0.4	1.7	0.4	1.5
Nemčija	0.8	0.2	0.0	1.5	0.0	1.7
Japonska	0.4	0.2	2.0	1.4	2.4	1.3
ZDA	0.3	2.4	2.6	3.9	2.9	4.2
Rusija	5.0	4.3	6.0	5.0	6.2	4.8
CEFTA (4)	2.8	2.8	2.9	3.6	3.1	3.7
Tuje uvozno povpraševanje (OECD)						
Avstrija	4.9	-0.6	2.6	6.3		
Italija	-0.7	1.7	3.8	5.8		
Nemčija	2.4	-0.3	4.8	6.3		
Francija	0.4	1.6	2.5	6.9		
ZDA	-3.3	3.9	6.6	7.7		
Košarica 1)	1.5	0.5	4.0	6.5		
Kazalec zaupanja v pred. dejavnostih (desez.) 2)						
	2001	2002	jul03	avg03	sept03	okt03
EU(15)	-9.3	-11.7	-15.0	-12.0	-11.0	...
Italija	-2.8	-3.7	-10.0	-3.0	-1.0	...
Nemčija	-14.8	-19.4	-21.0	-17.0	-14.0	...
Ceška	3.0	-0.5	-1.0	0.0	-3.0	...
Madžarska	-4.4	-6.8	-4.0	-5.0	-8.0	...
Slovenija	-3.0	-3.8	-10.0	-4.0	2.3	-2.0

1) Ponderiran količinski uvoz 8 najpomembnejših slovenskih partneric, brez Hrvaške. Utež je delež slovenskega izvoza v posamezno državo v letu 1995. 2) Kazalec zaupanja v predelovalnih dejavnostih je kazalec zaupanja podjetij.

Viri: Consensus Forecasts, London,

SURS, IMF World Economic Outlook - sept. 03.

	Ceška	Hrvaška	Madžarska	Poljska	Slovenija
Preb. (mio)	10.3	4.7	9.9	38.6	2.0
GDP p.c. (01')	5,509	4,605	5,245	4,571	9,451
Moody's	A1	Baa3	A1	A2	Aa3
Stand.&Poor's	A -	BBB -	A -	BBB +	A+
Menjava blaga s Slovenijo (v mio USD):					
	januar - september 2003			Saldo v letu 2002	
	Izvoz	Uvoz	Saldo	jan.-sept	jan.-dec.
EU (15)	5,474	6,729	-1,256	-851	-1,292
Avstrija	683	851	-168	-113	-172
Italija	1,247	1,839	-592	-479	-705
Francija	521	1,028	-507	-329	-428
Nemčija	2,167	1,917	251	385	467
Japonska	14	147	-132	-92	-128
ZDA	333	245	88	-46	-30
Hrvaška	844	352	493	395	505
Rusija	274	255	19	30	51
CEFTA - 4	733	837	-104	-87	-119
Ceška	164	256	-92	-57	-83
Madžarska	181	289	-108	-98	-137
Poljska	257	158	99	93	129
Slovaška	131	133	-3	-25	-28

Viri: Bloomberg, Eastern Europe Consensus Forecasts, Statistični urad RS.

MADŽARSKA

Industrijska proizvodnja je v tretjem četrtletju rasla hitreje kot v prvem polletju letos. Septembrski podatki potrjujejo okrevanje industrijske proizvodnje, ki je v tem mesecu porasla za 9,0% na letni ravni. S tem je rast v tretjem četrtletju v primerjavi z enakim obdobjem lani dosegla 6,7%, kar je več od letne rasti v prvem polletju, ko je znašala 3,5%. Ti podatki bodo verjetno pozitivno vplivali tudi na gospodarsko rast v tretjem četrtletju, ki je sicer v prvem polletju letos dosegla le 2,6% na letni ravni. Za letošnje leto centralna banka v novembrskem Inflacijskem poročilu napoveduje 2,9% rast, za leto 2004 pa 3,2%.

Inflacija se zvišuje in kaže, da bo ta trend prisoten tudi preostanek letošnjega leta. Letna rast cen je oktobra znašala 4,9%, mesečna pa 0,8%. Oboje je višje od rasti cen v prejšnjem mesecu (4,7% letno in 0,2% mesečno). Zvišanje letne inflacije je predvsem posledica rasti cen hrane, ki so k porastu letne inflacije prispevale 0,2 odstotne točke. Porasle so tudi cene ogrevanja, ki so prispevale 0,1 odstotne točke. Nižje cene goriv so na letno inflacijo delovale v nasprotni smeri v višini 0,1 odstotne točke. Če se bo nadaljevala rast cen hrane in v primeru višjih cen nafte, se bo nadaljevalo tudi naraščanje inflacijskih stopenj do konca letošnjega leta. To tudi pomeni, da bo inflacijski cilj centralne banke ob koncu leta (inflacija pod 4,5%) najverjetneje presežen. Tudi centralna banka napoveduje inflacijo v višini 5,1%. V inflacijskem poročilu centralne banke je razbrati, da se pričakuje preseganje inflacijskega cilja centralne banke tudi v prihodnjem letu (zaradi učinka višjih davkov). Inflacijski cilj v višini 4% ob koncu leta 2005 pa bo, po trenutnih napovedih, možno doseči.

Umik tujcev s trga državnih obveznic v začetku novembra je bil posledica nestabilnih razmer v Rusiji in na Poljskem. V začetku novembra so se tuji investitorji pričeli umikati s trga madžarskih državnih obveznic, kar je bila posledica nestabilnih razmer v Rusiji (afera Yukos) ter na Poljskem (politična nestabilnost, obetanje fiskalne reforme). Naložbe tujcev v madžarske državne obveznice so se iz najvišje oktobrske vrednosti (2319 mrd forintov) znižale do 11. novembra

za 3% oziroma za 71 mrd forintov (na 2248 mrd forintov). Kot posledica prodaj državnih obveznic s strani tujcev so se zvišali donosi državnih obveznic. Tako je donos 10-letne državne obveznice v predhodnih mesecih (od avgusta do oktobra) znašal (stabilno) okoli 7,1%. Do 13. novembra je donos te obveznice poskočil na 7,8%.

Odtok denarja s trga državnih obveznic v tujino je povzročil padec vrednosti forinta. Zato je centralna banka v začetku novembra kupovala državne obveznice. Centralna banka je zaradi vpliva umika tujcev s trga državnih obveznic na tečaj forinta do eura posredovala na trgu z nakupi državnih obveznic. Tečaj je namreč porasel nad želeni razpon centralne banke, ki znaša 250 do 260 forintov za euro, pri čemer centralna banka preferira vrednosti bližje 250 forintom za euro. Porast tečaja forinta do eura je v začetku novembra v primerjavi s povprečjem oktobra znašal 2,7%. Tečaj se je po intervenciji centralne banke ponovno znižal, tako da sredi novembra dosega vrednosti okoli 258 forintov za euro, torej znotraj želenega razpona centralne banke, ki je v skladu z njenim inflacijskim ciljanjem.

Centralna banka je do sredine novembra pustila obrestne mere nespremenjene. Glede na to, da se je tečaj forinta do eura po intervenciji centralne banke na trgu državnih obveznic, vrnil v želeni okvir centralne banke, so se zmanjšali pritiski po zvišanju centralno bančnih obrestnih mer. Tako je centralna banka do sredine novembra pustila vodilno obrestno mero na (še vedno visokem) nivoju 9,50%.

Industrijska proizvodnja narašča, kar kaže na možnost, da bo tudi rast gospodarstva v tretjem četrtletju višja kot v drugem. Rast industrijske proizvodnje v tretjem četrtletju je dosegla 6,0%, kar je več kot v drugem, ko je znašala 5,0%. Delno je k višji rasti prispevala visoka rast v avgustu, ki je bila posledica nizke osnove iz lanskega leta (zaradi avgustovskih poplav v letu 2002). Tudi, če ta učinek izločimo, ostaja septembra trend industrijske proizvodnje obrnjen navzgor. Okrevanje industrije povzroča predvsem izvozni (avtomobilski) sektor. Glede na okrevanje industrije, bo verjetno rast gospodarstva v tretjem četrtletju višja kot v drugem, ko je dosegla le 2,1% letno. Napovedi za celoletno gospodarsko rast v letošnjem letu ostajajo pod 3% (centralna banka napoveduje na primer 2,8%, JP Morgan 2,6%). Prihodnje leto naj bi rast gospodarstva nekoliko porasla in dosegla okoli 3%.

Inflacijske stopnje so se na Češkem oktobra sicer zvišale, vendar pa je centralna banka svoje inflacijske napovedi za letošnje in prihodnje leto nekoliko znižala. Češka se sicer letos večino časa sooča z deflacijo, vendar se nakazuje možnost, da bodo inflacijske stopnje od septembra dalje vendarle pozitivne na letni ravni. Septembra so cene namreč gledano letno rast stagnirale, oktobrska letna rast pa je dosegla 0,4% (mesečna 0,1%). Največ so k inflaciji doprinesle višje cene hrane (0,2 odstotne točke) in energije ter stanovanj (0,2 odstotne točke). V začetku prihodnjega leta se pričakuje inflacijo nad 1% na letni ravni zaradi učinka višjih davkov. Kljub davčnemu učinku, ki je predviden za začetek prihodnjega leta pa je centralna banka v svojem oktoborskem Inflacijskem poročilu znižala svoje napovedi inflacije za leto 2004. Znižane so bile tudi inflacijske napovedi za konec leta 2003. Tako pričakuje konec letošnjega leta inflacijo v višini 0,5% (prejšnja napoved med 0,7% in 1,4%), konec leta 2004 pa 2,9% (prej med 2,5% in 3,9%). Vzrok za znižanje napovedi inflacije konec leta 2003 so nizke inflacijske stopnje v letošnjem letu. Znižanje napovedi inflacije v letu 2004 pa je predvsem posledica nižjih predvidenih posrednih učinkov davčne reforme (ker je rast gospodarstva pod potencialno).

Češka centralna banka je konec oktobra pustila obrestne mere nespremenjene. Tako ostaja vodilna obrestna mera centralne banke 2,0%, kar je enako kot v ECB. Do znižanja (kljub nizkim inflacijskim stopnjam, ki so pod ciljem centralne banke) torej ni prišlo. Centralna banka namreč ocenjuje, da delovanje dejavnikov, ki so povzročali letošnjo deflacijo pojenjuje.

Stopnje rasti kreditov, ki so bile na Češkem negativne vse od leta 1998 (posledica finančne krize in zloma gospodarstva), postajajo letos sredi leta pozitivne. Letošnje pozitivne stopnje rasti kreditov, so pretežno posledica rasti kreditov gospodinjstvom (predvsem stanovanjskih) in tudi oživljanja kreditiranja podjetij. Stopnje rasti kreditov počasi naraščajo od sredine leta 2002 in sredi letošnjega leta postajajo pozitivne. Največji delež kreditiranja bank predstavljajo krediti podjetjem, vendar se ta delež znižuje. Tako so krediti podjetjem še v letu 1997 predstavljali 83% vseh kreditov, septembra 2003 pa je njihov delež v kreditih padel že na 46%. V tem obdobju se je delež kreditiranja gospodinjstev povzpел iz 10% na 23%, večalo se je tudi kreditiranje države. Ker so krediti podjetjem izkazovali negativne stopnje rasti, se je to odražalo tudi na negativnih stopnjah rasti celotnega kreditiranja. Banke so zniževale kreditiranje podjetij zaradi spremembe sektorske strukture kreditiranja, zniževanja slabih posojil v svojih bilancah (v povezavi s sanacijo in privatizacijo bančnega sistema) in slabega položaja podjetij (predvsem tistih v domači lasti) zaradi nizke rasti gospodarstva in visoke zadolženosti podjetij. Poleg tega so podjetja v vse večji meri pridobivala tuje vire, na primer prek neposrednih tujih naložb (predvsem od leta 1999 dalje). Večanje stopenj kreditiranja prebivalstva je posledica nizke osnove iz preteklih let, razvoja bančnih storitev (po sanaciji bank), rasti realnih dohodkov prebivalstva (in povpraševanja po kreditih) in postopnega zniževanja obrestnih mer. V letošnjem letu so postale stopnje rasti kreditiranja ponovno pozitivne prav zaradi vztrajnega naraščanja kreditov prebivalstvu, kjer večji del (okoli 70%) predstavljajo različne oblike stanovanjskih kreditov (te letos rastejo po stopnjah blizu 40% letno). Povpraševanje po stanovanjskih kreditih je letos sredi leta še dodatno poraslo zaradi namena vlade, da bo s fiskalno reformo znižala

subvencioniranje stanovanjskih posojil (postopno od leta 2005 dalje). Zaznati je tudi oživljanje investicijskih kreditov podjetjem.

POLJSKA

Rast kreditiranja pri bankah je letos stabilna. Od sredine leta se nakazuje rahlo zviševanje stopenj rasti kreditiranja prebivalstva, pri podjetjih pa ni večjih sprememb (z izjemo učinka nizke osnove, ki je povzročil večje stopnje rasti kreditov v drugem četrtletju).

Kreditna aktivnost bank se je zniževala skladno z upadanjem gospodarske rasti – z izjemo junija 2000, ko je prišlo do skoka v rasti kreditov prebivalstvu. Omenjeni porast kreditiranja prebivalstva je posledica ponudbe države gospodinjstvu za nakup delnic poljske naftne družbe (za kar so se le-ta najprej zadolžila pri bankah, nato pa so kredite vračala, saj je povpraševanje po delnicah močno preseгло ponudbo). Rast kreditov pa zaenkrat še ne sledi letošnjemu izboljševanju gospodarske rasti. Stopnja rasti kreditiranja podjetij se namreč ves čas giblje okoli 1% do 2% nominalno (z izjemo porasta v drugem četrtletju, ki ga je povzročila nizka osnova iz lanskega leta). Rast kreditov prebivalstvu se od sredine letošnjega leta postopno zvišuje (predvsem zaradi rasti stanovanjskih kreditov) in septembra dosega 14% nominalno. Poleg nizke gospodarske rasti, ki je bila povezana z nizkimi stopnjami rasti kreditov, se tudi na strani ponudbe kreditov razmere zaostrejujejo, kar kaže zniževanje rasti agregata M3. Obrestne mere niso poglobilni dejavnik kreditne aktivnosti bank, saj se od leta 2001 znižujejo, vendar do okrevanja kreditne aktivnosti v tem obdobju ni prihajalo.

Centralna banka pušča obrestne mere nespremenjene. Po sicer daljšem zniževanju obrestnih mer (od leta 2001) se centralna banka letos od poletja dalje ne odloča več za njihovo nižanje. Tako je vodilna obrestna mera tudi na sestanku v oktobru ostala 5,25%. Pričakovanja analitikov v zvezi z gibanjem obrestnih mer so dokaj različna. Nekateri pričakujejo njihovo zviševanje zaradi dvoma o uspešni izpeljavi fiskalne reforme (kar bi pripeljalo do bolj ekspanzivne fiskalne politike) in zaradi depreciacije zlota do eura. Drugi pričakujejo nadaljevanje zniževanja

obrestnih mer zaradi počasnega oživljanja domače potrošnje in nove sestave Sveta centralne banke (v začetku prihodnjega leta), ki bo vseboval več članov izbranih s strani vlade (ta pa podpira zniževanje obrestnih mer). Poleg tega depreciacija zlota v zadnjem letu ni povzročila zviševanja inflacije in zato, vsaj trenutno, ne predstavlja resne grožnje inflacijskih pritiskov.

Zlot do eura pospešeno izgublja na vrednosti od začetka leta dalje. Od januarja do sredine novembra je zlot izgubil v povprečju že 13,6% nominalno napram euru. Depreciacija je v zadnjih dveh mesecih povezana predvsem z naraščanjem nezaupanja tujih investorjev zaradi fiskalnih reform na Poljskem, političnih razmer (negotovost v zvezi z morebitnimi predčasnimi volitvami in/ali odstopom predsednika vlade) ter z rastjo deleža dolga v BDP. Trenutno ta delež po ESA95 metodologiji znaša okoli 45% BDP in naj bi porasel na 51% BDP do leta 2006, vendar je to še vedno maj kot na Madžarskem, kjer letos dosega okoli 57% BDP.

Inflacija se postopno zvišuje od drugega četrtletja dalje. Tako je rast cen v oktobru dosegla 1,3%, kar je več kot predhodni mesec, ko je bila 0,9%. Podobno kot v ostalih tranzicijskih državah so k zviševanju inflacijskih stopenj največ prispevale višje cene hrane (0,3 odstotne točke). Poleg tega je bil prisoten še učinek nizke osnove cene alkoholnih pijač, saj je bila trošarina na alkohol lani v tem času znižana za 30%. Ta učinek se bo delno poznal verjetno tudi v višanju inflacije novembra.

Rast industrijske proizvodnje je bila v tretjem četrtletju približno enaka kot v drugem, trend rasti pa je obrnjen navzgor. Rast industrijske proizvodnje je v tretjem četrtletju dosegla v povprečju 9,1%, kar je približno enako kot v drugem četrtletju, ko je znašala 9,4% na letni ravni. Trend industrijske proizvodnje je še vedno obrnjen navzgor, kar se kaže tudi v okrevanju gospodarske rasti v letošnjem letu. JP Morgan je že štirikrat letos popravil napoved gospodarske rasti navzgor, vzrok pa je predvsem v okrevanju izvoza izvoznega sektorja. Tako trenutno njegova napoved znaša 3,6% za leto 2003 in 4,6% za 2004.

MAASTRICHTSKI KRITERIJI	Inflacija (v%) zadnjih 12 mes (1)	d.r. OM (v%) zadnjih 12 mes (1)	Deficit (v%BDP) 2002	Javni dolg (v%BDP) 2002
Belgija	1.4	4.21	0,1	105,8
Danska	2.2	4.33	2,1	45,5
Nemčija	1.0	4.09	-3,5	60,8
Grčija	3.6	4.30	-1,2	104,7
Španija	3.3	4.15	0,1	53,8
Francija	2.1	4.14	-3,1	59,0
Irski	4.3	4.16	-0,2	32,4
Italija	2.9	4.27	-2,3	106,7
Luksemburg	2.6	3.43	2,5	5,7
Nizozemska	2.5	4.14	-1,6	52,4
Avstrija	1.4	4.17	-0,2	67,3
Portugalska	3.5	4.22	-2,7	58,1
Finska	1.4	4.17	4,2	42,7
Švedska	2.2	4.65	1,3	52,7
Velika Britanija	1.4	4.50	-1,5	38,5
EURO področje ¹²	2.1	4.18	-2,2	69,0
Konvergenčni kriterij	2.8	6.16	-3.0	60.0
Češka	-0.2	(3) 4,50	-3,9	27,1
Madžarska	4.5	(3) 6,99	-9,2	56,3
Poljska	0.6	(3) 6,47	-4,1	41,8
Slovenija	6.0	(2) 5,75	-2,6	28,3

Opombe:

(1) Zadnjih 12 mesecev se nanaša na povprečje podatkov do vključno oktobra 2003 (Velika Britanija in Grčija do avgusta)

(2) Za Slovenijo je kot približek za izračun dolgoročne obrestne mere vzeta obveznica RS54 (izdana v oktobru 2003).

Upoštevane so kuponске (ali nazivne) obrestne mere in ne donosnost do dospelja, kot zahteva Maastrichtski kriterij.

(3) Donosnost do dospelja 10-letne državne obveznice, 23. oktober 2003 (ni povprečje 12 mesecev).

Viri: SURS, IMF, EUROSTAT, Bloomberg, Centralne banke.

MAKROEKONOMSKI KAZALCI	BDP			IMF	Inflacija				Brezposelnost			
	2000	2001	2002		2003	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002
EU(12)	3,5	1,5	0,8	(0,5)	2,1	2,3	2,3	2,2 (11)	8,4	8,0	8,2	(8,8)
Češka	3,3	3,1	2,0	(1,7)	3,9	4,7	1,8	0,4 (10)	8,9	8,2	7,3	(7,2)
Madžarska	5,2	3,8	3,3	(3,0)	9,8	9,2	5,3	4,9 (10)	6,5	5,8	5,9	(6,0)
Poljska	4,0	1,0	1,4	(2,9)	10,1	5,5	1,9	1,3 (10)	16,1	18,2	19,9	(20,4)
Slovaška	2,2	3,3	4,4	(4,0)	12,2	7,3	3,3	9,6 (10)	18,8	19,3	18,6	(17,7)
Slovenija	4,1	2,9	3,2	(2,2)	8,9	8,5	7,5	5,1 (11)	7,0	6,4	6,4	(6,2)
	Tekoči račun (v % BDP)			IMF	Vladni saldo (v % BDP)							
	2000	2001	2002		2003	2000	2001	2002	2003			
EU(12)	-0,5	0,2	0,9	(0,8)	0,1	-1,6	-2,2	(-2,5)				
Češka	-5,3	-5,7	-6,5	(-5,7)	-4,0	-2,8	-4,5	(-6,3)				
Madžarska	-6,3	-3,4	-4,0	(-5,7)	-2,9	-5,2	-8,4	(-5,6)				
Poljska	-6,1	-3,9	-3,5	(-3,3)	-3,0	-5,1	-5,7	(-6,2)				
Slovaška	-3,8	-8,6	-8,2	(-6,3)	-10,7	-7,3	-7,2	(-6,2)				
Slovenija	-3,0	0,2	1,7	(0,9)	-1,4	-1,4	-3,1	(-1,8)				

Opomba: Podatki v oklepaju so napovedi za celo leto, razen pri inflaciji, kjer se nanašajo na mesec za katerega je navedena medletna stopnja inflacije.

Viri: OECD Economic Outlook (april 2003), IMF WEO (sept. 2003), Consensus, ECB Bilten, SURS, UMAR, MF, BS, statistični uradi držav.

DEVIZ. TEČ. IN OBR. MERE	Režim deviznega tečaja
Češka	Drseč*
Madžarska	Fiksen tečaj do EUR; +/- 15%.
Poljska	Drseč
Slovaška	Uravnava drseč*
Slovenija	Uravnava drseč*
Instrument centralne banke	obr. mera (zadnja sprememba)
Češka	
2-tedenski repo**	2,00% (01.08.2003)
Depozit čez noč	1,00% (01.08.2003)
Posojilo za izhod v sili	3,00% (01.08.2003)
Madžarska	
2-tedenska vloga**	9,50% (19.06.2003)
Depozit čez noč	8,50% (19.06.2003)
Zavar. posojilo čez noč	10,50% (19.06.2003)
Poljska	
14-dnevni blag. zapis**	5,25% (26.06.2003)
Lombardno posojilo	6,75% (26.06.2003)

Viri: JPMorgan, centralne banke Češke, Madžarske in Poljske.

Opombi: * Netormalno je EUR referenčna valuta.

**Instrument z vodilno centralnibančno obrestno mero.





























