

BANKA
SLOVENIJE

ANALITSKO RAZISKOVALNI
CENTER

MESEČNA INFORMACIJA

**EKONOMSKI INDIKATORJI
MEDNARODNEGA OKOLJA**

SEPTEMBER 2003

Pripravila: Mojca Roter

Po prvih ocenah gospodarske rasti za drugo četrtletje v euro območju in v ZDA kaže, da se gospodarska aktivnost v ZDA popravlja, medtem ko v EU(12) do okrevanja še ni prišlo. Posledično so bile popravljene napovedi rasti za letošnje leto v ZDA navzgor in v EU(12) navzdol. Okrevanje gospodarstva v ZDA je posledica oživljanja potrošnje in investicij. Rast zasebne potrošnje vzpodbujajo predvsem ukrepi ekonomskih politik (davčne olajšave, nizke obrestne mere) ter rast na delniških trgih. Še vedno pa so odsotni bolj trdni temelji za dolgoročnejšo rast potrošnje, saj se razmere na trgu delovne sile še niso pričele popravljati. Zaradi neugodnih indikatorjev zaposlovanja, ki so nekoliko omajali zaupanje v hitro okrevanje gospodarstva ZDA, je pričel euro v primerjavi z dolarjem septembra ponovno pridobivati na vrednosti. Kljub nevzpodbudnim ocenam gospodarske rasti za drugo četrtletje v euro območju, pa ECB pričakuje okrevanje gospodarstva od druge polovice letos dalje. Do obrata naj bi prišlo predvsem zaradi izboljšanja rasti v ZDA.

Cene nafte so v poletnih mesecih še naraščale, septembra pa so se pričele zniževati. Rast cen v poletnih mesecih je bila posledica neurejenih razmer v Iraku in poletnih počitnic v ZDA, ki so vzpodbudile večje povpraševanje po nafti. Septembra se je počitniška sezona zaključila, kar je povzročilo tudi znižanje cen za bencine v ZDA in posledično nižanje cen nafte. Po odločitvi članic OPEC o znižanju kvot črpanja nafte, je cena proti koncu septembra ponovno porasla.

Gospodarska rast na Madžarskem in Češkem je bila v drugem letošnjem četrtletju pod pričakovanji, medtem ko je poljsko gospodarstvo raslo hitreje od napovedi. Gonilna sila poljske gospodarske rasti je bil izvoz, medtem ko je na Madžarskem in Češkem k rasti največ prispevalo domače povpraševanje. Inflacija na Madžarskem se zvišuje, na Poljskem obrat v inflacijskih stopnjah ni tako izrazit, medtem ko se Češka ponovno spopada z deflacijo. Inflacijske stopnje se bodo bolj povišale v prihodnjem letu predvsem na Madžarskem in Češkem, zaradi zviševanja davčnih stopenj. V obeh državah se namreč obeta v letu 2004 reforma davčne politike zaradi visokih fiskalnih primanjkljajev. Madžarska centralna banka je že napovedala, da bo letos in prihodnje leto inflacijski cilj najverjetneje presežen. Češka pa, spričo splošne odsotnosti (nedavčnih) inflacijskih pritiskov, ne bo imela podobnih težav.

EVROPSKA UNIJA

Gospodarska rast je bila po prvih ocenah v drugem letošnjem četrtletju šibka. Izboljšanje se v prihodnje pričakuje predvsem kot posledica okrevanja v ZDA. V drugem letošnjem četrtletju je evro območje po prvih ocenah beležilo medkvartalni upad gospodarske aktivnosti v višini 0,1%, medletno pa je bila še vedno prisotna rast 0,2%. Oboje pomeni poslabšanje v primerjavi z rezultatom v prvem četrtletju, ko je gospodarstvo medkvartalno stagniralo, na medletni ravni pa je beležilo 0,8% rast. Slabi rezultati gospodarske aktivnosti v drugem četrtletju so povzročili poslabšanje napovedi letošnje gospodarske rasti, ki sedaj znaša 0,5%, za leto 2004 pa ostaja 1,7% (Consensus, september 2003). Kljub temu pa nekaj optimizma v izboljšanje evropske gospodarske rasti vnaša oživljanje rasti v ZDA. ECB pričakuje obrat v smeri izboljšanja gospodarske rasti v drugi polovici letošnjega leta.

Inflacija v evro območju je avgusta nekoliko porasla. Avgusta se je letna inflacija EU(12) zvišala na 2,1%, sicer je bila tri predhodne mesece zapored nekoliko pod 2%. Višja inflacija na letni ravni v avgustu je pretežno posledica višjih cen nafte v tem mesecu, hkrati je bil v tem času euro nekoliko šibkejši do dolarja, kar je še podražilo uvožene surovine. Kaže, da se nadaljuje odsotnost inflacijskih pritiskov s strani cen proizvajalcev. Te so v juliju medmesečno stagnirale, medtem ko so bile na letni ravni nekoliko nižje kot mesec poprej (dosegle so 1,3%).

Obrestne mere ECB ostajajo od junija dalje nespremenjene. Vodilna obrestna mera, ki je bila nazadnje znižana junija za 0,5 odstotne točke, ostaja v septembru na ravni 2,0%. Po mnenju analitikov v oktobru ni pričakovati spremembe obrestnih mer. ECB namreč meni, da je trenutna (nizka) raven obrestnih mer ustrezna tako glede na potrebne vzpodbude za oživljanje gospodarstva, kot glede na odsotnost inflacijskih pritiskov.

Euro je v poletnih mesecih še depreciral napram dolarju, v septembru pa se je ta trend obrnil. Izgubljanje vrednosti eura do dolarja nekje od junija do začetka septembra je bilo povezano z izboljšanjem izgledov za okrevanje

ameriškega gospodarstva. Tako je EUR do dolarja depreciral za 4,6% (gledano povprečje avgusta v primerjavi s povprečjem junija). Optimizem glede oživljanja rasti v ZDA se je nekoliko ohladil v začetku septembra, ko so bili objavljeni podatki, ki so pričali o še vedno šibkem ameriškem trgu dela. To je tudi povzročilo obrat v tečaju in ponovno okrepilo euro. Posledično je EUR od začetka septembra do sredine septembra že apreciral za okoli 3,7%.

Švedi se niso odločili za uvedbo eura. Na referendumu sredi septembra je 56% volivcev glasovalo proti uvedbi in 42% za uvedbo eura. Vzrokov za tako odločitev je več. Med drugim je trenutno gospodarski položaj Švedske boljši od položaja v državah evro območja. Na primer za letos napovedana gospodarska rast v višini 1,6% je višja kot v evro deželah. Švedska tudi izkazuje več discipline na fiskalnem področju, saj beležijo presežek (v letu 2002: 1,3% BDP) in se ne strinjajo z rahljanjem omejitev pakta o stabilnosti in rasti. Poleg tega želijo ohraniti neodvisnost pri vodenju denarne politike. Trenutno so obrestne mere švedske centralne banke za 0,75 odstotne točke višje od obrestnih mer v ECB, izkazujejo pa tudi nekoliko višjo rast cen (avgusta 2,2%). Sicer pa centralna banka cilja inflacijo v višini 2% z možnim odstopanjem ± 1 odstotno točko.

ZDA

V ZDA je inflacija v avgustu nekoliko porasla, predvsem zaradi višjih cen nafte. Cene pri proizvajalcih se znižujejo.

Avgustovska inflacija je na letni ravni dosegla 2,2%, medtem ko je bila v predhodnih treh mesecih 2,1%. Največ so k nekoliko višji inflaciji doprinesle višje cene energentov (zaradi višjih cen nafte), ki so porasle za 11,8%. Tekoča inflacija je v avgustu znašala 0,4% oziroma 0,3% po desezoniranih podatkih. V primerjavi z začetkom leta pa se znižujejo cene pri proizvajalcih, ki se zadnje tri mesece gibljejo okoli 5% medletno. Še vedno pa so višje od lanskega povprečja, ko je bila prisotna deflacija v višini 1,7%.

Zaradi ugodnih prvih ocen o gospodarski rasti za drugo četrtletje, so se izboljšale napovedi za letošnje celoletno gospodarsko rast.

Gospodarska rast je po prvih ocenah v ZDA v drugem četrtletju letos znašala 2,5% na letni in 0,8% na medkvartalni ravni. Oboje pomeni izboljšanje v primerjavi z rastjo v prvem četrtletju. Kaže, da prihaja do oživljanja rasti tako iz strani zasebne potrošnje, kot tudi državne potrošnje in investicij. Največ k rasti prispeva izboljšanje zasebne potrošnje, ki ga vzpodbujajo davčne olajšave, rast delniškega trga in nizke obrestne mere. Hkrati pa je dolgoročno okrevanje potrošnje gospodinjstev še nekoliko negotovo spričo šibkega zaposlovanja. Po ugodnih ocenah gospodarske rasti v drugem četrtletju so se izboljšale tudi napovedi za celoletno gospodarsko rast v ZDA, ki sedaj znašajo 2,6% za letošnje in 3,9% za prihodnje leto (Consensus, september 2003).

Optimizem glede oživljanja gospodarstva v ZDA kazijo predvsem še vedno slabe razmere na trgu delovne sile.

Stopnja brezposelnosti se je avgusta sicer znižala za 0,1 odstotne točke na 6,1%, vendar pa se je povečalo tudi število odpuščenih delavcev, ki raste že sedem mesecev zapored, slabša se zaupanje potrošnikov in raste število zahtevkov za nadomestila za brezposelnost. Do rasti zaposlovanja ne prihaja iz več vzrokov. Med njimi so bile negotove razmere glede okrevanja ameriškega gospodarstva in predvsem vse

dražja delovna sila (predvsem zaradi rasti različnih dodatkov k plačam). Tako je prišlo do situacije, ko so se stroški delovne sile zviševali hitreje (zadnja tri leta se gibljejo konstantno na ravni okoli 4% letne rasti), kot pa so rasle cene proizvajalcev (te so zelo zanihale navzdol, skoraj celo leto 2002 je bila prisotna celo deflacija). Glede na trenutno šibke kazalnike s trga delovne sile, vse kaže, da bo prišlo do okrevanja ameriškega gospodarstva brez istočasnega izboljšanja zaposlovanja.

Obrestne mere ostajajo nizke. Po junijskem znižanju obrestnih mer Federal Reserve pušča obrestne mere nespremenjene, na ravni 1%. JP Morgan ocenjuje, da bo vodilna obrestna mera centralne banke ostala na takem (nizkem) nivoju vsaj dokler se ne pokažejo prvi znaki povečanega zaposlovanja na trgu dela. Brez oživitve na trgu dela, bi namreč vztrajanje rasti domače potrošnje - ob večji restriktivnosti denarne politike - postalo vse bolj vprašljivo.

NAFTA

Cena nafte je v juliju in avgustu še naraščala, nato pa se je septembra nekoliko spustila.

Cena nafte je julija narasla, podobno se je zgodilo tudi avgusta, ko je v povprečju dosegla okoli 30 USD za sod. Vzroka za rast cen v juliju in avgustu sta bila predvsem še vedno prisotni nemiri v Iraku in povečano povpraševanje po nafti v ZDA, kot posledica počitnic in z njimi povezanih prevozov potnikov. V začetku septembra se je naraščanje zaustavilo in cena se je spustila nekaj pod 26 USD za sod. Znižanje cen v začetku septembra je sledilo nižjim cenam za bencine v ZDA, možnost stavke v Nigeriji in še vedno prisotni problemi v Iraku pa so preprečili še večji zdrs cen nafte na svetovnih trgih. Proti koncu septembra se je cena nafte ponovno dvignila zaradi odločitve članic OPEC, da omejijo kvote načrpane nate. OPEC se namreč na sestanku konec julija ni odločil za spremembo proizvodnje nafte, pač pa jo je (nepričakovano) znižal kasneje (na sestanku 24. septembra). Znižanje bo v veljavi od 1. novembra dalje.

EKONOMSKI KAZALCI	BDP			IMF	Inflacija				Brezposelnost			
	2000	2001	2002		2003	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002
EU(12)	3,5	1,5	0,9	(0,5)	2,1	2,3	2,3	2,1 (8)	8,4	8,0	8,2	(8,8)
Avstrija	3,5	0,7	1,0	(0,7)	2,3	2,7	1,5	0,9 (8)	4,7	4,8	5,3	(5,9)
Italija	3,1	1,8	0,4	(0,4)	2,5	2,9	2,5	2,7 (8)	10,7	9,6	9,1	(9,2)
Francija	4,2	2,1	1,2	(0,5)	1,7	1,6	1,9	2,0 (8)	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 (8)	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)
Španija	4,2	2,7	2,0	(2,2)	3,4	3,6	3,1	3,1 (8)	11,0	10,5	11,4	(12,0)
Irska	10,1	6,2	6,9	(1,0)	5,6	4,9	4,7	3,9 (8)	4,3	3,9	4,2	(5,0)
Portugalska	3,7	1,6	0,4	(-0,8)	2,9	4,4	3,6	2,9 (8)	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 (7)	4,7	5,0	5,4	(5,7)
ZDA	3,8	0,3	2,4	(2,6)	3,4	2,8	1,6	2,2 (8)	4,0	4,8	5,8	(6,0)
Rusija	10,0	5,0	4,3	(6,0)	24,8	21,9	15,1	13,3 (8)	10,4	9,0	7,9	...
Hrvaška	2,9	3,8	5,2	(4,6)	5,4	4,7	1,8	2,8 (8)	16,1	15,8	14,8	(14,0)
Slovenija	4,6	2,9	3,2	(2,2)	8,9	8,5	7,5	5,5 (8)	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)				
Španija	-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	jul 03	avg 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	1,03
(3mes., T-bill)				
Hrvaška	6,2	2,7
CEFTA -5				
Češka (Pribor)	5,2	3,5	2,3	2,1
Madžarska	10,8	8,8	9,5	9,3
Poljska	14,8
Slovaška (Bribor)	7,8	7,8	6,4	6,4
Slovenija	10,9	8,7	6,0	6,0

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	2,1 (8)
ZDA	3,4	2,8	1,6	2,2 (8)
Cene proizvajalcev				
EU (12)	5,2	1,2	0,2	1,3 (7)
ZDA (ind. blago)	6,6	0,7	-2,3	4,7 (8)
Dolarske cene surovin:				
Skupaj	3,2	-6,5	5,0	7,7 (8)
- industrijske	8,2	-10,1	1,2	17,6 (8)
- prehranske	-0,8	-3,7	7,8	1,3 (8)
Nafta (Brent, USD/sod.)	28,4	24,5	25,0	29,8 (8)

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	0,7	1,8
Italija	1,8	0,4	0,4	1,7	0,5	1,6
Nemčija	0,8	0,2	0,0	1,5	0,0	1,6
Japonska	0,4	0,2	2,0	1,4	1,9	1,2
ZDA	0,3	2,4	2,6	3,9	2,6	3,9
Rusija	5,0	4,3	6,0	5,0	6,2	4,9
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	maj03	jun03	jul03	avg03
EU(15)	-9,3	-11,7	-13,0	-13,0	-15,0	...
Italija	-2,8	-3,7	-6,0	-4,0	-10,0	...
Nemčija	-14,8	-19,4	-19,0	-19,0	-21,0	...
Češka	3,0	-0,5	2,0	3,0	-1,0	...
Madžarska	-4,4	-6,8	-7,0	-9,0	-4,0	...
Slovenija	-3,0	-3,8	-7,3	-12,0	-10,0	-4,0

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.

	Češka	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 - julij 2003		Saldo v letu 2002		
	Izvoz	Uvoz	Saldo	jan.-jul.	jan.-dec.
EU (15)	4.382	5.360	-978	-666	-1.292
Avstrija	539	662	-124	-87	-172
Italija	1.041	1.490	-449	-361	-705
Francija	424	848	-425	-263	-428
Nemčija	1.704	1.492	213	293	467
Japonska	11	118	-107	-73	-128
ZDA	256	197	59	-42	-30
Hrvaška	661	275	386	307	505
Rusija	208	199	9	15	51
CEFTA - 4	567	648	-81	-77	-119
Češka	130	203	-74	-45	-83
Madžarska	137	220	-83	-78	-137
Poljska	199	118	81	69	129
Slovaška	101	107	-6	-22	-28

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

MADŽARSKA

Gospodarska rast se je na Madžarskem v drugem četrtletju letos upočasnila. Posledično so bile znižane tudi napovedi za letošnje rast in rast v prihodnjem letu. Rast gospodarstva je v drugem četrtletju letos dosegla po predhodnih podatkih 2,4% letno. To je manj od rasti v prvem četrtletju (2,7%) in manj od pričakovanj. Podrobnejši podatki sicer še niso na voljo, najverjetneje pa je upočasnitev rasti posledica umirjanja zasebne potrošnje in slabšanja trgovinske bilance. Zaradi nizke rasti v drugem četrtletju je bila navzdol popravljena tudi ocena za letošnje rast gospodarstva, ki znaša sedaj 2,8%, rast v prihodnjem letu pa naj bi dosegla 3,1%. (Consensus)

V poletnih mesecih so inflacijske stopnje še nekoliko porasle, tako da presegajo inflacijski cilj centralne banke. Tako v juliju kot v avgustu je letna rast cen dosegla 4,7%, kar je več od rasti v juniju (4,3%). Vzrok za rast cen v juliju so bile predvsem višje cene hrane. Avgusta je letna inflacija ostala na enakem nivoju kot julija zaradi sezonskega znižanja cen hrane in obleke. Sicer pa na rast cen vplivajo tudi višje cene nafte v poletnih mesecih in depreciacija tečaja forinta do eura (posledica zvišanja centralne paritete v začetku junija). Inflacijski cilj za letošnji december je največ 4,5% letne inflacije. Trenutno je ta cilj presežen, kaže pa da se bo zviševanje inflacije še nadaljevalo, saj centralna banka napoveduje 5,2% inflacijo ob koncu letošnjega leta.

V prihodnjem letu centralna banka pričakuje še nekoliko višjo inflacijo in (ponovno) preseganje inflacijskega cilja. V avgustovskem inflacijskem poročilu centralne banke, se med vzroki za ta pričakovanja omenja predvsem zviševanje davčnih stopenj DDV in spreminjanje trošarin v začetku leta 2004 (posledica visokega fiskalnega primanjkljaja). Ti ukrepi naj bi zvišali inflacijo v prihodnjem letu za okoli 1 do 1,4 odstotne točke. Zviševanje inflacijskih stopenj lahko povzroči tudi zvišanje inflacijskih pričakovanj in pritiske po višanju plač. Dodatno lahko na rast cen vpliva depreciacija forinta do eura, do katere je prišlo zaradi spremembe centralne paritete v juniju. Centralna banka namreč ocenjuje, da bi se moral tečaj forinta do eura gibati med 250 in 260 forintov za euro, če bi

želeli doseči zastavljene inflacijske cilje. Skladno z omenjenimi inflacijskimi pritiski je centralna banka zvišala tudi napoved za inflacijo ob koncu prihodnjega leta na 5,8%, kar presega inflacijski cilj za leto 2004 (inflacija v decembru 2004 med 2,5% in 4,5%).

Tečaj forinta do eura je po dvigu centralne paritete v juniju močno depreciiral (za okoli 7%). Po zagotovitvi centralne banke, da ne bo spustila obrestnih mer, dokler se ne bo tečaj okreplil, je tečaj apreciiiral (za okoli 5%). Zaradi pritiskov vlade, ki je želela okrepiti gospodarsko rast, je prišlo v začetku junija do depreciacije centralne paritete forinta do eura za 2,26%. Po tej spremembi je tečaj depreciiral za okoli 7%, kar je močno ogrozilo doseganje inflacijskega cilja centralne banke. Posledično je centralna banka zvišala vodilno obrestno mero (za 3 odstotne točke) na 9,5%. Vendar to še ni povzročilo vračanja zaupanja tujih investitorjev. Zaupanje se je počasi začelo krepiti šele po dveh zagotovilih centralne banke (v avgustovskem inflacijskem poročilu in v sporočilu za javnost po seji Sveta centralne banke v septembru), da centralna banka ne bo znižala obrestne mere, dokler se tečaj forinta ne stabilizira med 250 in 260 forinti za euro, pri čemer centralna banka preferira tečaj v bližini 250 forintov za euro. V sredini septembra se je tako tečaj spustil na okoli 255 forintov za euro, kar predstavlja 5% apreciacijo do eura v primerjavi z ekstremnimi vrednostmi ob koncu junija.

Vlada predvideva uvedbo eura v letu 2008, če bodo pravočasno izpolnjeni konvergenčni kriteriji. Centralna banka, v zvezi z uvedbo ERM II, kot pogajalsko izhodišče za centralno pariteto vidi tečaj med 250 in 260 forinti za euro. Vlada si prizadeva za uvedbo eura v letu 2008, če bodo pravočasno izpolnjeni tudi maastrichtski konvergenčni kriteriji. Ker mora, kot predpogoj za uvedbo eura, tečaj forinta vsaj dve leti vztrajati tudi v ERM II, bo potrebno v pogajanjih z EU določiti centralno pariteto forinta do eura. Pri tem si bo centralna banka prizadevala za vrednost paritete nekje med 250 in 260 forinti za euro, saj ta tečaj ustreza doseganju inflacijskega cilja. Ustrezno nizka inflacija (ki bi jo dosegli z inflacijskim ciljanjem) pa je tudi

eden od maastrichtskih konvergenčnih kriterijev.

ČEŠKA

Gospodarska rast je bila v drugem četrtletju nekoliko nižja kot v prvem. Glavno gonilo rasti ostaja domača potrošnja, vendar je njena rast v prihodnje nekoliko negotova spričo šibkega trga dela. Rast gospodarstva je v drugem četrtletju letos dosegla 2,1% (letno), medtem ko je bila v prvem nekoliko višja (2,4%). Največ sta k rasti prispevala domača potrošnja (pozitiven prispevek k rasti v višini 2,9 odstotne točke) ter povečanje zalog (prispevek 2,2 odstotne točke). Oboje je več kot nadomestilo negativen doprinos neto izvoza (-2,8 odstotne točke) in investicij. Šibka je tudi potrošnja države. Spričo naraščanja stopnje brezposelnosti, ki je v avgustu dosegla že 10%, je nadaljnje zviševanje stopenj rasti zasebne potrošnje nekoliko vprašljivo. Vendar pa lahko v tretjem četrtletju pričakujemo večji prispevek k rasti s strani industrijske proizvodnje, ki bo predvsem posledica nizke osnove iz lanskega leta (Češko industrijo so lani v tretjem četrtletju močno prizadele poplave). Napovedi gospodarske rasti za letos se gibljejo okoli 2,5% in za prihodnje leto okoli 3,1% (Consensus).

Kljub pozitivni inflacijski stopnji v juniju so bile julija in avgusta inflacijske stopnje ponovno negativne. Deflacija je tako julija kot avgusta dosegla 0,1% letno. Delno so k temu prispevale sezonsko nižje cene hrane v poletnih mesecih, poleg tega tudi ni prišlo do nekaterih zvišanj kontroliranih cen. V splošnem pa se na cenah odraža odsotnost inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja. Inflacija se tako že nekje od druge polovice lanskega leta giblje pod ciljem centralne banke, ki je definiran kot padajoč pas do decembra 2005, ko naj bi inflacija ob koncu leta dosegla 2% do 4%. Tako gibanje inflacije je pričakovati vsaj do konca letošnjega leta. Potencialni inflacijski pritiski pa lahko v prihodnje izvirajo s strani fiskalnih ukrepov (prihodnje leto se obeta nekaj sprememb pri zaračunavanju DDV in zvišanje trošarin na bencine) in šibkejšega tečaja krone.

Krona od junija dalje izgublja vrednost napram euru. Od junija (povprečje meseca) do sredine septembra je krona nominalno deprecirala do eura za 3,9%. Vzroki za rast tečaja so verjetno v nižjih letošnjih pritokih iz naslova neposrednih tujih investicij, večanju odtoka dobičkov podjetij v tuji lasti v tujino, negotovemu gibanju tečaja forinta v letošnjem letu (špekulativni napad, sprememba centralne paritete), nizkih obrestnih merah na Češkem in negotovostih v zvezi s fiskalno reformo, ki se pripravlja.

Obrestne mere je centralna banka julija znižala, vzrok je predvsem v nizkih inflacijskih stopnjah. Glede na odsotnost inflacijskih pritiskov in glede na inflacijo, ki se giblje pod ciljnim koridorjem (kar se bo verjetno nekoliko popravilo prihodnje leto – vendar trenutno še vedno ne kaže, da bi bil lahko inflacijski cilj konec leta 2005 presežen), se je centralna banka na sestanku konec julija odločila za znižanje obrestnih mer za 0,25 odstotne točke. Tako vodilna obrestna mera centralne banke znaša 2,0%, kar je enako vodilni obrestni meri ECB. Avgusta je centralna banka pustila obrestne mere nespremenjene.

Gospodarska rast je v drugem četrtletju letos presegla pričakovanja in je bila med najvišjimi v regiji (poleg Slovaške). Največ je k izboljšanju rasti prispeval neto izvoz. Posledično so se zvišale tudi napovedi za letošnje celoletno rast gospodarstva.

Gospodarska rast je v drugem četrtletju letos dosegla 3,8% (letno), medtem ko je bila v prvem četrtletju še 2,2%. Napovedi mednarodnih institucij za rast v drugem letošnjem četrtletju so bile nižje (Consensus: 3,2%; JP Morgan: 3,5%). Največ izboljšanja rasti gre pripisati neto izvozu, ki je k rasti prispeval 1,8 odstotne točke. Domače povpraševanje pa še ne izkazuje bistvenega okrevanja, nekaj učinka na večje povpraševanje gospodinjstev v drugem četrtletju so imeli predvsem velikonočni prazniki. Zaradi izboljšanja gospodarske aktivnosti v drugem četrtletju so bile navzgor popravljene tudi ocene za letošnje celoletno rast gospodarstva in rast v prihodnjem letu. Tako JP Morgan za letos napoveduje 3,3% rast in za leto 2004 4,2% rast. (Consensus 3,1% in 4,1%, še pred objavo rasti v drugem četrtletju)

Inflacija se je v avgustu nekoliko znižala, vzrok je v nižjih cenah hrane. Avgustovska rast cen je znašala 0,7% na letni in -0,4% na mesečni ravni (julija je inflacija dosegla 0,8% letno in -0,4% mesečno). Zniževanje inflacijskih stopenj v avgustu je bilo predvsem posledica nižjih cen hrane. Te so upadle za

0,4% (gledano letno in tudi mesečno). Delno so znižanje cen hrane nadomestile višje cene nafte ter alkohola in tobaka (slednje zaradi nizke lanskoletne osnove). Bolj kot je bilo pričakovano pa so se znižale tudi cene obleke in obutve. Glede na nizko osnovo iz druge polovice lanskega leta (ta je posledica znižanja trošarin na alkohol za 30% proti koncu lanskega leta), se pričakujejo nekoliko višje inflacijske stopnje do konca letošnjega leta. Kljub temu pa bo inflacija ob koncu leta najverjetneje pod inflacijskim ciljem centralne banke (2% do 4%) že tretje leto zapored.

Centralna banka v poletnih mesecih ni spreminjala obrestnih mer. S septembrom pa se pričakuje nadaljevanje njihovega postopnega zniževanja, ki je prisotno že od leta 2001. Obrestne mere je centralna banka nazadnje spustila konec junija za 0,25 odstotne točke na 5,25%. Sicer obrestne mere postopno znižuje že od februarja 2001. V juliju in avgustu obrestnih mer ni spreminjala, pričakuje pa se ponovno znižanje v septembru. Vzroki za ta pričakovanja so predvsem nizka inflacija, nizka rast denarnih agregatov (M3 raste pod 2%) in plač (1,8% v avgustu), zniževanje zaposlovanja in nizka rast kreditov (razen stanovanjskih). Vse to pa nakazuje odsotnost inflacijskih pritiskov, kljub oživljanju gospodarske aktivnosti.

MAASTRICHTSKI KRITERIJI	Inflacija (v%)		d.r. OM (v%)		Deficit (v% BDP)		Javni dolg (v% BDP)	
	zadnjih 12 mes. (1)		zadnjih 12 mes. (1)		2002		2002	
Belgija		1,4		4,31		0,1		105,8
Danska		2,4		4,44		2,1		45,5
Nemčija		1,0		4,16		-3,5		60,8
Grčija		3,6		4,42		-1,2		104,7
Španija		3,5		4,27		0,1		53,8
Francija		2,0		4,23		-3,1		59,0
Irski		4,4		4,29		-0,2		32,4
Italija		2,9		4,38		-2,3		106,7
Luksemburg		2,7		3,73		2,5		5,7
Nizozemska		2,9		4,23		-1,6		52,4
Avstrija		1,4		4,27		-0,2		67,3
Portugalska		3,7		4,32		-2,7		58,1
Finska		1,5		4,29		4,2		42,7
Švedska		2,1		4,72		1,3		52,7
Velika Britanija		1,4		4,44		-1,5		38,5
EURO področje ¹²		2,1		4,27		-2,2		69,0
Konvergenčni kriterij		2,8		6,25		-3,0		60,0
Češka		-0,2	(4)	3,93		-3,9		27,1
Madžarska		4,5	(3)	6,20		-9,2		56,3
Poljska		0,7	(3)	5,07		-4,1		41,8
Slovenija		6,3	(2)	6,65		-2,6		28,3

Opombe:

(1) Zadnjih 12 mesecev se nanaša na povprečje podatkov do vključno avgusta 2003 (Nizozemska do julija 2003).

(2) Za Slovenijo je kot približek za izračun dolgoročne obrestne mere vzeta obveznica RS44 (izdana v novembru 2002).

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

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

(4) Donosnost do dospelja 15-letne državne obveznice, 3. junij 2003 (ni povprečje 12 mesecev).

Viri: SURS, MF, EUROSTAT, Pre-Accession Economic Programme, Centralne banke.

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

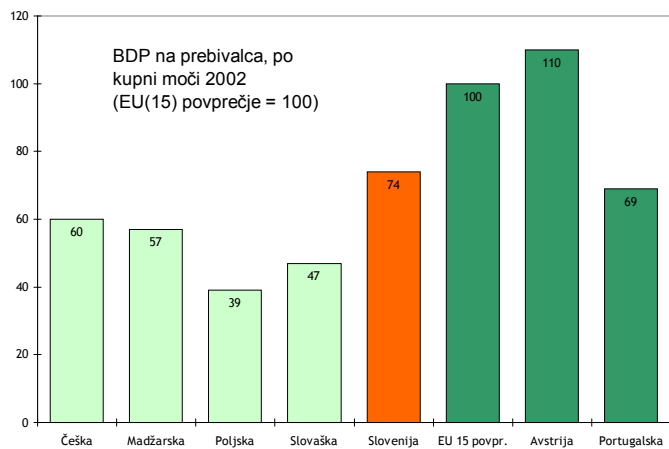
Opomba: Podatki v oklepaju so napovedi za celo leto, razen pri inflaciji, kjer se nanašajo na mesec za katerega je navedena medletna stopnja inflacije.

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	Uravnjavano drseč*
Slovenija	Uravnjavano 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 EUK referenčna valuta.

**Instrument z vodilno centralnoinobančno obrestno mero.



HRVAŠKA

(po podatkih do 2. septembra 2003)

Inflacija se je letos do maja gibala okoli 1%, z junijem pa je porasla nad 2% letno, predvsem zaradi nizke osnove z lanskega leta. Tako je inflacija v avgustu znašala 2,8%. Vzroke za hitrejšo rast cen od druge polovice letošnjega leta dalje gre pripisati predvsem nizki osnovi iz lanskega leta v tem obdobju. Vpliv naraščanja cene nafte na svetovnih trgih na hrvaško inflacijo pa blaži apreciacija kune do dolarja (ta je v poletnih mesecih delno tudi sezonske narave zaradi turizma). Mednarodni denarni sklad (MDS) predvideva, da bo inflacija letos v povprečju znašala 2,3%.

Gospodarska rast je bila v prvem letošnjem četrtletju še vedno dokaj močna in je izvirala predvsem iz rasti investicij. V prvem četrtletju letos je gospodarstvo doseglo 4,9% rast na letni ravni. To je sicer manj od lanskoletne celoletne rasti (ta je znašala 5,2%), vendar pa presega pričakovanja. Rast v prvem četrtletju je izvirala tako iz rasti investicij podjetij kot države ter tudi iz gradnje stanovanj gospodinjev. Država namreč tudi letos nadaljuje z gradnjo avtocest. Investicije so v prvem četrtletju dosegle 16,2% letno rast (lani 10,1%). Nekoliko se je v prvem četrtletju letos upočasnila rast potrošnje gospodinjev (znašala je 4,9%, lani 6,6%), kar je med drugim posledica ukrepov centralne banke v zvezi z zmanjšanjem visoke kreditne aktivnosti bank. MDS napoveduje za letošnje leto 4,2% gospodarsko rast (Zagrebačka banka: 4,3%, Consensus: 4,3%).

Težave s katerimi se sooča Hrvaška so povezane predvsem z visokim javnim in zunanjim dolgom, ekspanzijo kreditne aktivnosti bank ter večanjem primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance.

1. **Zaradi visokega javnega dolga, ki je lani že dosegel 52% BDP, je Hrvaška februarja zaprosila za »stand-by« posojilo pri MDS.** Posojilo (okoli 150 mio USD) je namenjeno stabilizaciji javnega dolga, konsolidaciji javnih financ, pospeševanju privatizacije in še nekaterim strukturnim reformam. Hrvaška mora letos, zaradi najema omenjenega posojila, izpolnjevati določen gospodarski program, ki ga postavlja MDS. Rast

javnega dolga je problematična tudi z vidika približevanja Hrvaške EU. Hrvaška je namreč februarja letos zaprosila za članstvo v EU, kar pomeni, da bo morala (sčasoma) zadrževati javni dolg pod maastrichtsko mejo 60% BDP.

2. **Zunanji dolg Hrvaške je lani ob koncu leta znašal 68% BDP in letos še narašča.** Ob koncu lanskega leta je zunanji dolg znašal 15 mrd USD (68% BDP), po podatkih do maja 2003 pa je narasel že na 19 mrd USD. Največ k rasti zunanjega dolga prispeva zadolževanje bank in države. Zadolževanje države je povezano pretežno z infrastrukturnimi projekti (gradnjo avtocest), zadolževanje bank pa s povečano kreditno aktivnostjo.
3. **Kreditna aktivnost bank močno narašča od leta 2001 dalje (kot posledica visoke gospodarske rasti), letos pa njeno rast zadržuje centralna banka z nekaterimi ukrepi.** Zaradi visoke gospodarske rasti so banke od leta 2001 hitro povečevale kredite podjetjem in gospodinjstvom. Povečano kreditno ekspanzivnost so banke večinoma financirale z najemanjem kreditov pri matičnih bankah v tujini. Visoka rast kreditov je tudi vzpodbujala rast zasebne potrošnje, ki je imela lani največ vpliva na rast gospodarstva. Zaradi hitre rasti zunanjega dolga je letos v začetku leta centralna banka uvedla nekaj ukrepov s katerimi zadržuje zadolževanje bank v tujini in tudi rast kreditov. Pri slednjih je letos »priporočena« le 4% rast kreditov pri posamezni banki vsako četrtletje (z določenimi sankcijami). Lani so krediti bank podjetjem in gospodinjstvom porasli za 33,6%, letos se je rast nekoliko umirila (zaradi ukrepov centralne banke) in v prvih petih mesecih dosegla 8,2% (prvo četrtletje je rast z 5,8% nekoliko presegla priporočila centralne banke). Centralna banka je konec avgusta zvišala obvezno rezervo na pasivo bank v tuji valuti, ker se rast kreditov ni ustrezno umirila. Stopnja obvezne rezerve je bila zvišana iz 25% na 35%, obvezna rezerva na devizne vire se vplačuje v kunah. Po tem ukrepu so se obrestne mere na medbančnem trgu zvišale, kuna pa je appreciirala.

4. **Primanjkljaj plačilne bilance je lani močno porasel, njegova rast se je nadaljevala tudi v začetku letošnjega leta, vendar pa se bo ta trend predvidoma sredi leta obrnil.** Primanjkljaj plačilne bilance je lani dosegel 6,9% BDP, predvsem kot posledica večjega primanjkljaja trgovinske bilance. Pri menjavi blaga je namreč hitri rasti kreditov sledila tudi hitra rast uvoza, medtem ko je bila rast izvoza bistveno nižja. Letos se je v prvi polovici leta trend hitre rasti uvoza blaga še poglobil. MDS ocenjuje, da je srednjeročno vzdržna višina primanjkljaja okoli 3,5% BDP do 4% BDP. Letošnji primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance pa naj bi se po napovedih MDS skrčil na 5,5% BDP. Predvsem bi k temu pripomogla nižja kreditna aktivnost bank, dobra turistična sezona in okrevanje gospodarstev v tujini. Primanjkljaj bi bil po omenjenih napovedih financiran s strani privatizacijskih prihodkov in neto tujih investicij. Po ocenah centralne banke je ta napoved primanjkljaja videti nekoliko optimistična, saj naj bi primanjkljaj do polletja že dosegel 7% BDP. Res pa je, da se slika običajno popravi v tretjem

četrtletju zaradi pozitivnega vpliva turistične sezone.

Hrvaška je bila v letu 2002 tretja najpomembnejša izvozna partnerica Slovenije, zato obstaja tveganje, da bodo plačilnobilančne težave Hrvaške občutili tudi slovenski izvozniki. Slovenski izvoz blaga na Hrvaško je lani dosegel približno 900 mio USD in se je v primerjavi s predhodnjim letom povečal za okoli 100 mio USD. Izvoz blaga na Hrvaško letos do julija narašča še hitreje, saj se je v prvih sedmih mesecih izvozilo za 143 mio USD blaga na hrvaško več kot v istem obdobju lani (delno gre to pripisati tudi apreciacije kune do dolarja). Glede na istočasno naraščanje odobrenih komercialnih kreditov Hrvaški, lahko sklepamo, da se plačilna sposobnost hrvaških uvoznikov slabša. Lani so se namreč komercialni krediti hrvaškim podjetjem v celem letu povečali za 54 mio USD, letos pa je v prvih sedmih mesecih stanje odobrenih kreditov poraslo za 87 mio USD, vendar lahko del te razlike (podobno kot pri izvozu) pripišemo tudi apreciaciji kune do dolarja, ki je od decembra lani do julija letos znašala okoli 9,6%.

HRVASKA	2000	2001	2002	2003
BDP				
BDP nominalni, v mio USD	18.428	19.533	22.436	24.792 (ocena MF)
BDP na preb., v USD	4.095	4.439	5.099	5.635 (ocena MF)
BDP rast	2,9	3,8	5,2	4,2 (ocena IMF)
DEVIZNE REZERVE				
v mio USD, konec obdobja	3.525	4.704	5.886	7.003 (maj 2003)
% v uvozu blaga	45	53	57	...
% v uvozu blaga in storitev	37	44	46	...
% BDP	19	24	26	27 (ocena)
% zunanjega dolga	32	42	38	37 (maj 2003)
DOLG				
Zunanji dolg, v mio USD	11.055	11.317	15.355	18.995 (maj 2003)
Zunanji dolg, v % BDP	59,7	58,0	68,2	67,3 (ocena IMF)
Javni dolg, v % BDP	51,1	51,6	51,2	50,5 (ocena IMF)
TRGOVINSKA BILANCA				(januar do julij)
Izvoz, v mio USD	4.432	4.666	4.904	3.518
Uvoz, v mio USD	7.887	9.147	10.722	7.990
Saldo, v mio USD	-3.455	-4.481	-5.818	-4.471
Pokritost uvoza z izvozom, v %	56,2	51,0	45,7	44,0
IZVOZ SLOVENIJE NA HRVAŠKO (mio USD)				(januar do julij)
izvoz blaga	688	799	902	661
Komercialni krediti Slovenije Hrvaški (mio USD, stanje konec decembra)	...	345	399	486 (konec julija)

Viri: Ministarstvo Financija (MF), Nacionalna Banka Hrvatske, Banka Slovenije - FS, IMF - First Review Under the Stand-By Agreement, Hrvatski zavod za statistiku.

