

OCENA EKONOMSKIH GIBANJ

(del gradiva za sejo Sveta Banke Slovenije)

BANKA SLOVENIJE
Slovenska 35, Ljubljana

tel: (01) 47 19 000

fax: (01) 25 15 516

bsi@bsi.si

<http://www.bsi.si/>

Analitsko raziskovalni center

tel: (01) 433 41 67

fax: (01) 433 63 23

arc@bsi.si

Ljubljana, 03.08.2000

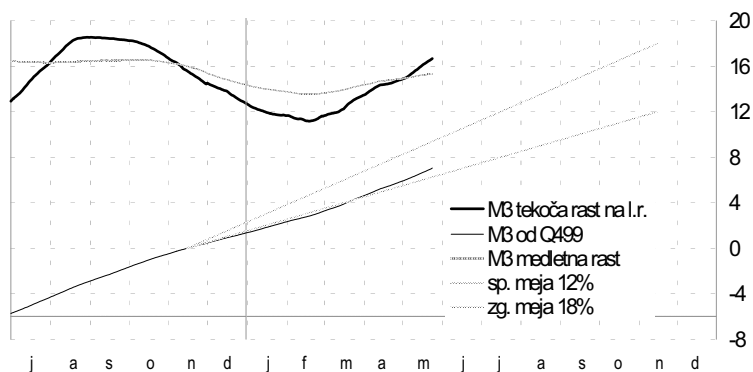
Pipravili:

Vida Bukatarevič, Feliks Cimperman, dr.Uroš Čufer, mag.Aleš Delakorda, mag.Tomaž Košak,
Matjaž Noč, Franc Remšak, mag. Andreja Strojjan Kastelec, Tatjana Šuler, Mojca Žemva

POVZETEK

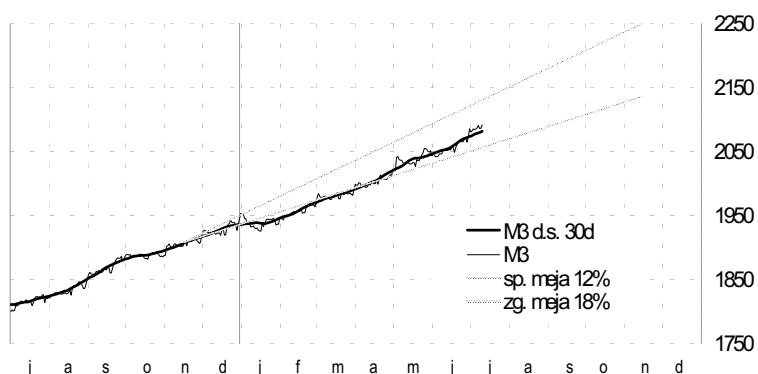
- Močno tuje povpraševanje in optimizem v mednarodnem okolju
- Inflacijski pritiski iz tujine in višje tuje obrestne mere
- Močna gospodarska aktivnost, ki jo poganja tuje povpraševanje
- Zaenkrat ni pritiskov na trgu dela - negotovost glede prihodnjega razvoja dogodkov
- Zaveza Vlade RS, da ohrani predvideni javno finančni primanjkljaj
- Visoka inflacija kot posledica dejavnikov ponudbene strani
- Delno zmanjšanje primanjkljaja v TR in optimizem glede nadaljnjega razvoja
- Tekoči račun v celoti financiran s kapitalskimi pritoki
- Močno zadolževanje podjetij v tujini
- Spreminjanje strukture M3 v korist deviznih vlog; banke kreditirajo predvsem podjetja (kratkoročno), v manjši meri prebivalstvo
- Zmerno restriktivna denarna politika
- Spremenjen način izdajanja primarnega denarja in racionalizacija instrumentov denarne politike
- Prehitra in še vedno neenakomerna deprecijacija tolarja
- Tveganje prehitrega zniževanja depozitnih obrestnih mer
- Denarni cilj, M3, se nahaja v predvidenem okviru

OCENA REALIZACIJE CILJA DENARNE POLITIKE

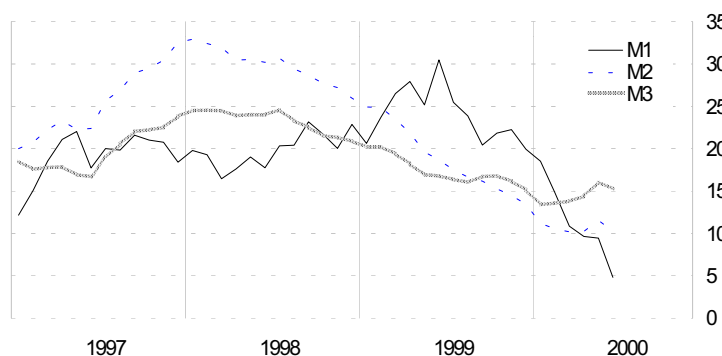


Od izhodišča je denarni agregat M3¹ porasel za 6,6% in se nahaja v spodnji tretjini ciljnega koridorja.

Ciljni razpon letošnjega denarnega cilja Banke Slovenije znaša med 12% in 18%. V prvi polovici letošnjega leta se je medletna rast denarnega agregata M3 znižala iz 16,0% (v izhodišču, t.j. Q4.99) na 15,2%, vendar že od marca narašča.



K rasti denarnega agregata M3 so največ prispevale devizne vloge, katerih medletna rast se je povečala iz 21,2% (Q4.99) na 29,8%. Rast denarnega agregata M2, ki zajema celotne tolarске vloge se je zmanjšala iz 14,4% na 10,7% - skoraj v celoti na račun zmanjšanja transakcijskega denarja (iz 21,3% na 7,9%). Naraščanje tolarских vezanih vlog je glede na predhodno obdobje nespremenjeno.



K rasti M3 so v prvem polletju največ prispevali domači krediti², ki so se, medletno povečali za 22,5%. Najbolj se je povečalo kreditiranje gospodarstva – za 25,4% (lani za 26,7%). Rast posojil prebivalstvu je bila letos medletno z 21,1% veliko nižja od tiste v lanskem letu, ko je znašala 29,0%. Po lanskim plačilno-bilančnih odlivih se je letos rast neto tuje aktive medletno povečala za 5,2%.

¹ Za agregat M3 se upošteva statistična definicija tj. podatek o mesečnih povprečjih na podlagi dnevnih stanj (tabela 1.1. Biltena Banke Slovenije). Letna rast je določena za obdobje od povprečja zadnjega trimesečja 1999 do povprečja zadnjega trimesečja 2000.

² Podatki o kreditih (vir: KNJ-BIFO) niso iz popolnoma primerljivega vira kot so podatki o denarnih agregatih (vir: TIS).

PREGLED REALIZACIJE PREDPOSTAVK DENARNEGA CILJA

1. Mednarodno okolje

Najnovejše napovedi mednarodnih organizacij o gospodarski rasti so popravljene navzgor. **Svetovna gospodarska rast** bo letos po oceni Mednarodnega denarnega sklada znašala 4,2% (lani 3,3%), kar pomeni popravek napovedi navzgor za 0,8 odstotnih točk glede na oceno iz oktobra lanskega leta. Predvideno je nadaljevanje hitre gospodarske rasti ameriškega gospodarstva in pospešitev rasti v EU na preko 3%, pri čemer bo nemška rast nižja od povprečja v EU, slabši pa so obeti za Japonsko, za katero se rast ocenjuje na okoli 1%. Visoka gospodarska rast se obeta tudi v državah CEFTA. Ugodne napovedi potrjujejo podatki, razpoložljivi za prvo polovico leta. Bistveno izboljšanje kažejo kazalci zaupanja v predelovalnih dejavnostih za zgoraj omenjene države in prvi podatki o rasti BDP (desezonirani podatki kažejo, da je ameriško gospodarstvo v prvem četrtletju letos zabeležilo 5,0% rast, EU(15) pa 3,2%).

Tuje uvozno povpraševanje (merjeno preko količinskega uvoza osmih najpomembnejših trgovinskih partneric, brez Hrvaške) je v letu 1999 poraslo za 4,6%. Rast uvoza teh držav se je krepila v drugi polovici lanskega leta, medtem ko je bila še posebej nizka v začetku lanskega leta. Poleg ugodne konjunkturo, je to prispevalo k velikemu medletnemu porastu uvoznega povpraševanja v prvem četrtletju letos. Porast v tem obdobju ocenjujemo na preko 15%. Celoletna napoved rasti uvoza v državah najpomembnejših trgovinskih partnericah znaša 8,6%, kar je skoraj dvakrat toliko kot v preteklem letu. V drugi polovici lanskega leta se je ponovno okrepilo tudi povpraševanje iz držav bivše SZ in na območju nekdanje Jugoslavije.

Obrestne mere v tujini nadalje rastejo. Tako ameriška centralna banka kot ECB sta letos v nekaj korakih dvignili ključne

obrestne mere, z namenom ohranitve cenovne stabilnosti. Praktično v vseh državah partnericah je stopnja inflacije v letošnjem letu znatno preseгла tisto iz pred enega leta. Tako je znašala maja inflacija v EU(11) 1,9% (v enakem mesecu lani 1,0%) in v ZDA 3,1% (2,1%). V EU(11) k inflaciji prispeva tudi močna depreciacija eura, posebej do ameriškega dolarja. Euro je bil v povprečju 1999. leta vreden 1,067 ameriškega dolarja, v prvih šestih mesecih leta 2000 pa le še 0,961. Na podlagi napovedi (Consensus, junij 2000) naj bi se euro v prihodnjih mesecih okrepil in v enem letu dosegel vrednost 1,054 ameriškega dolarja.

OBRESTNE MERE v %	1998	1999	00:Q1	maj.00	jun.00
Obrestne mere ECB:					
- za refinanciranje	...	2,71	3,17	3,73	4,02
- depozitna	...	3,78	2,20	2,75	3,12
- posojilna	...	1,75	4,20	4,75	5,12
ZDA (Fed Funds)	5,35	4,97	5,68	6,27	6,53

Na gibanje cen v državah uvoznih **primarnih surovin** in nafte znatno vpliva rast cen omenjenih proizvodov na svetovnih trgih. Cene primarnih surovin (v USD) počasi rastejo že od sredine lanskega leta, so pa še daleč pod ravno cen, doseženo v letu 1997 (pred azijsko krizo). Nasprotno je cena nafte močno porasla in dosegla najvišje vrednosti v zadnjih letih. Porast cen nafte je bil bistveno večji, kot so ga ob začetku leta napovedovale mednarodne organizacije. Povprečna vrednost nafte North Sea Brent je v prvi polovici leta 2000 dosegla 26,7 USD za sodček, v primerjavi s 17,9 USD za sodček v letu 1999 (oz. 13,4 USD v prvem polletju 1999).

Navedena cenovna gibanja in spremembe v medvalutnih odnosih so imeli vpliv na **slovenske pogoje menjave** (razmerje med gibanjem izvoznih in uvoznih cen). Le-ti so se v prvih petih mesecih letošnjega leta poslabšali bolj kot smo pričakovali. Izvozne cene, izražene v USD, so bile v obdobju od

januarja do maja 2000 za 6,0% nižje kot v povprečju leta 1999. V enakem obdobju so se uvozne cene znižale za 2,0%. Navedeno pomeni poslabšanje pogojev menjave za 4,1%. Pogoji menjave so se v lanskem letu poslabšali za 0,4%, v letu 1998 pa izboljšali za 2,5%. V celem letu 2000 predvidevamo,

da bo poslabšanje slovenskih pogojev menjave nižje od zabeleženega v prvih petih mesecih leta, a višje od pričakovanega. Verjetno bo to največje poslabšanje pogojev menjave po osamosvojitvi (najbolj so se do sedaj pogoji menjave poslabšali v letu 1999, in sicer za 0,4%).

2. Realni sektor

Hitra **gospodarska rast**, ki traja že od drugega četrtertletja 1999, se nadaljuje. Do polovice lanskega leta jo je spodbujalo domače povpraševanje, nato pa je glavni dejavnik rasti postalo tuje povpraševanje. Tudi v tem letu napovedi iz tujine in pričakovanja gospodarstvenikov izkazujejo optimizem glede stanja in nadaljevanja konjunktornega zagona, ne glede na rahlo ohlajeno domače povpraševanje. Gospodarska rast v letu 1999 je bila s porastom realnega BDP za 4,9% precej višja od napovedane rasti, ki je nazadnje znašala okoli 4%, v prvi polovici lanskega leta pa so bile napovedi še bolj pesimistične (3%-3,5%). Ohranjanje visoke ravni gospodarske aktivnosti se kaže tudi v podatkih iz pričetka leta 2000. Realni BDP je v prvem četrtertletju porasel za 6,3%, kar je deloma tudi posledica nizke osnove iz prvega lanskega četrtertletja. Zadnje napovedi o rasti realnega BDP v letu 2000 trenutno znašajo med 4,5% in 5%.

Glede na podatke o rasti BDP v prvem četrtertletju se je v primerjavi z lanskim letom precej spremenila rast posameznih **sektorjev** gospodarstva. Lani je v povprečju najhitreje raslo gradbeništvo (14,6% realno), ki sta mu sledili trgovinska dejavnost (6,5%) ter dejavnost nepremičnin, najema in poslovnih storitev (5,2%). V prvem četrtertletju letos je bila struktura gospodarske rasti bolj zdrava, saj so najhitreje rasli turizem (14,2%), predelovalne dejavnosti (10,3%) in promet (8,9%). Hitro rast aktivnosti v predelovalnih dejavnostih potrjuje fizični obseg industrijske proizvodnje, ki je bil v prvih petih mesecih letos glede na isto obdobje lani večji za 8,0%. Letos je bila prvič objavljena izdatkovna struktura BDP na

četrtertletni osnovi. Po tej so v prvem četrtertletju glede na enako obdobje lani največji porast beležile investicije (21,8% nominalno), izdatki gospodinjestev pa so se povečali za 11,7%.

Visoko dinamično gospodarsko rasti potrjujejo tudi gibanja na področju **zaposlenosti**. Najhitreje raste zaposlenost v drobnem sektorju, ki se obnaša zelo prilagodljivo glede na stanje konjunktore. V petih mesecih se je skupna zaposlenost medletno povečala za 2,1%, v predelovalnih dejavnostih pa se je zaposlenost zmanjšala za 3%. Število zaposlenih v drobnem sektorju se je v petih mesecih medletno povečalo kar za 6,3%, število zaposlenih v podjetjih (ti predstavljajo približno 90% vseh zaposlenih) pa za 1,6%. Stopnja brezposelnosti je v povprečju petih mesecev znašala 12,7% (v enakem času lani 14,1%). Stopnja anketne brezposelnosti (ILO) je v prvem četrtertletju znašala 7,5% (lani 7,7%).

Povprečne **plače** so v prvih petih mesecih rasle relativno umirjeno. Usklajevanje plač v juliju, ki sledi iz dogovora socialnih partnerjev, in morebitne zahteve po povišanju plač predvsem v javnem sektorju, pa pomenijo potencialen pritisk na rast cen. Povprečna bruto plača na zaposlenega se je v prvih petih mesecih letošnjega leta glede na isto obdobje leta 1999 povečala za 9,2% oziroma realno za 0,5%. Nekoliko manj ugodna so gibanja v predelovalnih dejavnostih, kjer so se plače v enakem obdobju realno povečale za 2,2% in odsevajo visoko raven aktivnosti v tem sektorju. Tudi letos je v veljavi dogovor socialnih partnerjev o politiki plač v obdobju 1999-2001. Po njegovih določbah so se plače najprej uskladile v januarju (2,4%),

naslednja uskladitev z rastjo cen življenjskih potrebščin pa bo sledila pri izplačilih julijskih plač. Pri tem se bodo izhodiščne plače zvišale za 3,7%, kar predstavlja 85% rasti cen življenjskih potrebščin od decembra do junija. V juniju je namreč stopnja rasti cen življenjskih potrebščin s 4,3% presegla dogovorjeno mejo 4%, pri kateri se prične usklajevanje plač. V strukturi mase celotnih prejemkov prebivalstva, ki je v petih mesecih medletno porasla za 11,7% (realno 2,8%), so se najbolj povečali socialni prejemki (13,6%), najmanj pa neto plače (9,9%).

Letna stopnja rasti stroškov dela na zaposlenega (neto plače in ostali prejemki iz

delovnega razmerja) v predelovalnih dejavnostih je letos v povprečju petih mesecev porasla na relativno visoko raven okrog 11% in je prehitela sicer izredno hitro rastočo medletno rast produktivnosti. Ta - predvsem zaradi ugodnega tujega povpraševanja, ki poganja industrijsko aktivnost, zaposlenost v menjalnem sektorju pa se celo zmanjšuje - narašča od sredine lanskega leta. Stroški dela na enoto proizvoda v predelovalnih dejavnostih so se v prvih petih mesecih glede na enako obdobje lanskega leta povečali za 2,3%, kar prispeva k izboljševanju stroškovne **konkurenčnosti** slovenskih izvoznikov.

3. Javni sektor

Javnofinančni **primanjkljaj** je v letu 1999 znašal 0,6% BDP oziroma 23,3 mlrd SIT. Ciljni primanjkljaj v letu 2000 pa znaša približno 1% BDP (če bo rast BDP višja od načrtovane, lahko tudi manj). Do konca leta vlada ne načrtuje večjega primanjkljaja od predvidenega, pač pa le prerazporejanje sredstev znotraj proračuna.

Javnofinančni prihodki v letošnjem letu nihajo bolj kot običajno, kar je posledica uvedbe DDV (nihanja vplačil in izplačil DDV in trošarin v primerjavi s predhodnim prometnim davkom so na mesečni ravni veliko večja). To ima za posledico težje likvidnostno uravnavanje proračuna. Sicer pa se likvidnost uravnava s postopno monetizacijo deviz pri BS, z izdajanjem zakladnih menic ter dolgoročnih vrednostnih papirjev in z začasno uporabo notranjih virov proračuna. Letos so bile v maju prvič izdane 12-mesečne zakladne menice. Zamenjava prometnega davka z DDV in trošarinami ni prinesla bistvenih sprememb na področju davčnih prihodkov iz tega naslova (v prvih šestih mesecih je bilo iz tega naslova pobranih za 6,4 mlrd SIT več davka kot pa lani v istem obdobju). Konsolidirani javnofinančni prihodki naj bi glede na ocene v letu 2000 znašali 42,8% BDP (realno povečanje za 2,5%), kar je za 0,9 odstotne točke manj kot lani.

Na strani **javnofinančnih izdatkov** bo letos potrebno več sredstev od načrtovanih predvsem za pokojnine (pričakuje se približno 30 mlrd SIT primanjkljaja, od katerega naj bi predvidoma 16 mlrd SIT kril proračun, za preostanek pa se bo moral ZPIZ zadolžiti) in plače, ki se po dogovoru socialnih partnerjev usklajujejo z inflacijo prej, kot je bilo predvideno. Možna pa so tudi druga usklajevanja zaradi izrednih dogodkov kot je suša (trenutni predlog zakona letos predvideva 10 mlrd SIT sredstev). Vse to pa naj ne bi povzročilo rebalansa proračuna, temveč le prerazporeditve znotraj izdatkov. Konsolidirani javnofinančni odhodki naj bi po oceni v letu 2000 dosegli 43,8% BDP (realno povečanje za 3,4%), kar je za 0,5 odstotne točke manj kot lani.

Javnofinančno zadolževanje je doma do aprila 2000 znašalo neto 7 mlrd SIT (lani do aprila 9 mlrd SIT), v tujini pa v enakem obdobju 79 mlrd SIT (lani 74 mlrd SIT). Večina tujega zadolževanja je posledica izdaje evroobveznic v marcu v višini 400 mio EUR (prav tako tudi lani).

Javni dolg ožje opredeljene države je konec lanskega leta dosegel 25% BDP. Javni dolg konec prvega kvartala letos se je

povečal na 1.014 mlrd SIT ali približno 27 % BDP. Konec leta 2000 pa naj bi dolg znašal 1.001 mlrd SIT ali približno 24% BDP.

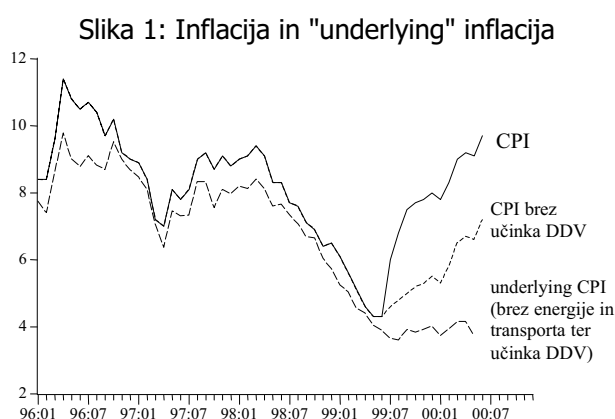
Za obdobje od 2001 do 2004 je Ministrstvo za finance pripravilo več **proračunskih scenarijev**. Po spontanem scenariju, ki predpostavlja obstoječe davčne instrumente in obseg izdatkov, naj bi v prihodnjem letu dosegli 5,1% BDP primanjkljaja, leta 2004 pa 2,6% BDP primanjkljaja. Ker je tak scenarij nevzdržen, so na Ministrstvu za

finance pripravili še postopni in hitri scenarij. Tudi hitri scenarij, po katerem naj bi se javne finance izravnale že v letu 2001, po predvidevanjih Ministrstva za finance, ni realističen. Postopni scenarij, ki predvideva nekoliko večjo rast prihodkov in občutno zmanjšanje rasti porabe, pa je še najbolj sprejemljiv. V skladu z njim naj bi naslednje leto dosegli 0,9% BDP primanjkljaja in v letu 2004 že 0,6% BDP presežka v državnem proračunu.

4. Inflacija

Trenutno inflacija znaša 9,7% in se že nekaj mesecev nahaja nekoliko pod ravni 10% na letni ravni, v juniju pa je dosegla vrh. V prihodnjih mesecih se bodo medletne stopnje inflacije zniževale saj bodo iz izračuna inflacije postopno izločeni učinki uvedbe DDV (slednji je ocenjen na 2,6 odstotne točke kumulativno v treh mesecih). Inflacija, brez učinka DDV znaša torej trenutno 7,1%.

"Underlying" inflacija, to je ena od mer t.i. core inflacije, ki odraža trendno oziroma monetarno inflacijo, kaže nižjo stopnjo rasti cen. Izračunana je tako, da so izvzete cene energije in transporta ter vpliv DDV, in se že od polletja lani nahaja na ravni okoli 4%.



Na visoko rast cen življenjskih potrebščin so v zadnjem letu **vplivali predvsem zunanji dejavniki**:

- rast cen nafte in ostalih surovin na svetovnih trgih,
- pospešena inflacija v tujini, tako cen življenjskih potrebščin kot cen proizvajalcev
- in delno tudi hitra rast deviznega tečaja.

Faktorji, ki vplivajo na inflacijo prihajajo predvsem **iz ponudbene strani**, se pravi da se cene dvigajo predvsem zaradi višjih stroškov proizvodnje. Običajno je centralna banka z denarno politiko bolj pasivna kadar prihaja do tovrstnih inflacijskih pritiskov. Da inflacijski vplivi resnično prihajajo iz ponudbene strani potrjuje tudi povečana volatilnost relativnih cen indeksa življenjskih potrebščin in povečana asimetričnost distribucije relativnih cen.

Zaenkrat še **ni znakov prenosa inflacijskih pritiskov** iz ponudbene strani na stran povpraševanja. Indikatorji kažejo, da je trošenje prebivalstva v zmernih okvirih. Tudi rast realnih plač je zaenkrat zelo skromna (samo 0,5% na letni ravni), manjše pa je tudi najemanje kreditov s strani prebivalstva.

Kljub naštetemu pa obstajajo **riziki dodatnih inflacijskih pritiskov** in sicer predvsem:

- zaradi povečanja plač, ki se bodo v tem mesecu prilagodile za 85% dosežene rasti cen v letošnjem letu (prilagoditev za okoli 3,6%)
- zaradi dodatnih, že zaznanih pritiskov na plače, predvsem v javnem sektorju - ker je letos volilno leto;

to pa so pritiski na inflacijo, do katerih bi centralna banka morala biti manj prilagodljiva.

Po naših ocenah se bo inflacija do konca tretjega četrletja spustila na raven okoli 7%. Ker v tem trenutku inflacija ni monetarnega izvora, je njeno znižanje na kratki rok predvsem odvisno od zunanjih pogojev (predvsem od gibanja cen surovin in cen proizvajalcev v tujini, morebitni padec cen nafte na svetovnih trgih pa ne bo imel neposrednega vpliva na znižanje inflacije v letošnjem letu). Na znižanje inflacije Banka

Slovenije sicer lahko vpliva s tečajem, vendar ima pri tem zelo omejen manevrski prostor zaradi vpliva tečaja:

- na povečano trošenje prebivalstva predvsem v kombinaciji z morebitno hitrejšo rastjo plač,
- na tekoči račun plačilne bilance.

Popolna zaustavitev depreciacije tečaja, ali celo apreciacija tečaja ima zato lahko tudi negativne posledice za gospodarsko rast in na že tako krhko zunanjo ravnovesje. V poštev pride le manjša korekcija v rasti tečaja.

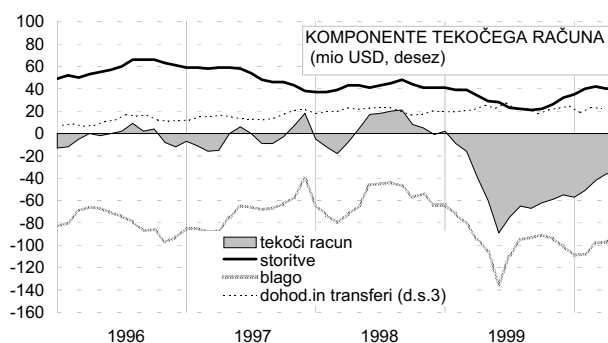
5. Tekoči račun plačilne bilance

Tekoči račun plačilne bilance Slovenije izkazuje v obdobju od januarja do maja 2000 **primanjkljaj** v znesku 312 mio USD, kar predstavlja 4,0% BDP. Primanjkljaj je večji, od tistega v enakem obdobju preteklega leta, ko je znašal 278 mio USD (3,4% BDP) oz. 34 mio USD manj kot letos. Glavni saldi v tekočem računu plačilne bilance se letos izboljšujejo (predvsem blagovni in storitveni), vendar so zaradi močno okrepljenega dolarja ta gibanja zakrita. V blagovni menjavi izhaja izboljševanje stanja iz hitrejše rasti izvoza od uvoza blaga, cenovni dejavniki pa imajo negativen vpliv. Saldo storitev se je, ob močnem realnem povečanju obsega izvoza in uvoza storitev, izboljšal (za 21 mio USD) in saldo dohodkov od dela in kapitala poslabšal (za 26 mio USD).

Primanjkljaj blagovne menjave znaša po podatkih plačilne bilance 561 mio USD oz. 7,1% BDP in je za 32 mio USD večji od primerljivega v lanskem letu. Blagovni primanjkljaj po podatkih trgovinske statistike v obdobju januar-maj 2000 znaša 671 mio USD oz. 8,5% BDP in je za 38 mio USD manjši kot lani³. Izvoz, merjen v USD

(podatki trgovinske statistike), je v prvih petih mesecih glede na enako obdobje lanskega leta porasel za 2,6%, uvoz blaga pa za 1,3%. Po izločitvi sprememb cen znaša rast izvoza blaga v prvih petih mesecih 12,1% in uvoza blaga 4,3%. V letu 1999 je rast izvoza blaga na podlagi končnih podatkov Statističnega urada RS ocenjena na 4,0% in uvoza blaga na 9,3%.

Slika 2: Tekoči račun plačilne bilance



Na **izboljševanje salda blagovne menjave** v letošnjem letu vpliva hitrejša realna rast izvoza od uvoza blaga. Izvoz blaga spodbuja ugodno tuje povpraševanje. Tudi struktura menjave⁴, na katero je v lanskem letu močno vplivala uvedba davka

³ Podatki o blagovni menjavi v plačilni bilanci za leto 1999 še niso prilagojeni objavljenim končnim podatkom o izvozu in uvozu blaga, ki jih je SURS objavil 12. julija 2000. Na podlagi končnih podatkov SURS znaša primanjkljaj v blagovni menjavi v 1999. letu 1.537 mio USD (po predhodnih podatkih 1.409 mio USD).

⁴ V strukturi menjave po ekonomskem namenu se zmanjšuje delež uvoza potrošnega blaga. Na uvozni strani ostaja delež investicijskega blaga visok, raste pa letos tudi delež uvoza repromateriala, med drugim tudi zaradi rasti cen primarnih surovin in nafte na svetovnih trgih.

na dodano vrednost, se izboljšuje. Cenovni dejavniki, ki se odražajo v pogojih menjave (razlika v rasti izvoznih in uvoznih cen), poslabšujejo rezultat v tekočem računu plačilne bilance.

Regionalna struktura blagovne menjave kaže na izboljšanje nekaterih trendov iz lanskega leta. Ponovno se krepi menjava z državami nekdanje SZ (v glavnem Rusija) in z državami bivše Jugoslavije. S tema skupinama držav smo tradicionalno beležili presežke v menjavi. Najpomembnejše partnerice so države EU, kamor smo v prvih petih mesecih izvozili 66,3% skupnega izvoza in od tam uvozili 68,1% celotnega uvoza blaga. Merjeno v USD je letos v primerjavi z enakim obdobjem lani najbolj porasla menjava z državami CEFTA (izvoz 17,7% in uvoz 15,3%) in z državami nekdanje Sovjetske zveze (skoraj za četrtino).

Obseg menjave **storitev** se krepi, vendar je zakrit zaradi izkaza menjave v ameriških dolarjih. Prihodki od storitev (753 mio USD) so nekoliko večji od tistih v enakem obdobju preteklega leta, izdatki pa so le nekoliko manjši (571 mio USD) od primerljivih v enakem obdobju lani. Ker se je v tem času

ameriški dolar do eura okrepil za dobrih 14%, navedena gibanja pomenijo, po grobi oceni, porast menjave storitev za desetino.

Saldo turizma, merjen v USD, je za 6 mio USD slabši kot lani. Prihodki od turizma, merjeni v USD so skoraj enaki lanskim v prvih petih mesecih, odhodki pa so večji za 4 mio USD. Realno se je po naših ocenah v prvih petih mesecih letos obseg turizma močno povečal: izvoz za 15% in uvoz za 18%. Rast turizma potrjujejo tudi fizični kazalci. Nočitve tujcev rastejo od lanske jeseni in so v obdobju januar-april za 16,4% višje od primerljivega obdobja lani, ki ga je že zaznamovala kosovska kriza.

Med ostalimi postavkami tekočega računa plačilne bilance Slovenije izstopajo **dohodki od kapitala**. Le-ti izkazujejo vsa leta primanjkljaj, ki je lani znašal 94 mio USD. V prvih petih mesecih letos je znašal 56 mio USD oz. 19 mio USD več kot lani v enakem obdobju. Navedeno gibanje je odraz dveh dejavnikov: hitrejše rasti zunanega dolga od deviznih rezerv in rasti tujih obrestnih mer. Povečanje tega primanjkljaja v letošnjem letu je v skladu z našimi pričakovanji.

6. Finančne transakcije s tujino

Primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance ni bil v celoti financiran s prilivi kapitala v zasebni sektor. Neto **prilivi iz finančnih transakcij s tujino** so znašali v petih mesecih 546 mio USD, kar predstavlja 7% BDP (lani v enakem obdobju 4,1%). Večji del priliva predstavlja pritek od marčevske izdaje evroobveznic države v višini 385 mio USD (400 mio EUR). Neto finančni pritoki iz tujine v zasebni sektor so nižji, 206 mio USD, vendar kažejo tendenco naraščanja, predvsem zaradi sprememb smeri oz. velikosti odliva pri nekaterih, lani zelo močnih virov neto odlivov v tujino.

Država je letos do maja povečala zadolženost do tujine za 377 mio USD, v tem za 331 mio USD na podlagi izdanih evroobveznic ter 46 mio USD na podlagi neto črpanj tujih posojil.

Vlaganja tujcev v Slovenijo prek **lastniških instrumentov** so tudi letos skromna. Do maja so neposredne naložbe dosegle le 33 mio USD (lani v enakem obdobju 45 mio USD). Pri naložbah v lastniške vrednostne papirje pa po umiku v drugi polovici 1998 ni zaznati omembe vredne prisotnosti tujih vlagateljev: neto pritek portfolio naložb je v petih mesecih znašal le 4 mio USD.

Najemanje tujih posojil ostaja za **podjetja** tudi letos pomemben vir financiranja poslovanja. Od lanskega drugega trimesečja se neto črpanja tujih posojil ohranjajo na povprečni ravni 40-50 mio USD mesečno. Letos do maja so podjetja neto črpala 226 mio USD (lani v tem času 150 mio USD in v celem letu 496 mio USD). **Banke** letos črpajo tuja posojila nekoliko bolj intenzivno kot v drugi polovici

lanskega leta, vendar je zaradi enkratnih visokih prilivov v lanskem maju (in juniju) primerjava med obdobjema manj ugodna kot pri podjetjih (68 mio USD v primerjavi s 105 mio USD lani).

V preteklih letih so bili **komercialni krediti** najpomembnejši vir neto finančnih odlivov v tujino, letos do maja pa so nekoliko šibkejši. Do maja so dosegli neto 93 mio USD (lani v enakem obdobju 177 mio USD), značilnost komercialnih kreditov pa je izjemno močna sezona v tretjem kvartalu, ki je v preteklih letih prispevala najmanj polovico letnega neto odliva.

Do pomembnih sprememb v primerjavi z lanskim letom je prišlo pri **prebivalstvu**, ki vseskozi izkazuje visoko občutljivost na gibanje tečaja. Lanski močni neto odlivi prek tega sektorja (predvsem prek nakupov v menjalnicah) so se v drugi polovici leta umirjali in v začetku leta se je prebivalstvo že pojavljalo kot vir neto pritokov tuje gotovine, skupaj v petih mesecih za 8 mio USD.

Devizne rezerve so se brez upoštevanja transakcij države v prvih petih mesecih letošnjega leta zmanjšale za 143 mio USD (lani v enakem obdobju 350 mio USD).

7. Denarni pregled

Stanje **M3** je v povprečju april-junij letos znašalo 2032,7 mlrd SIT (merjeno iz povprečja dnevni stanj), v enem letu je denarni agregat porasel za 15,2%, od izhodišča pa za 6,6%. Za doseganje letošnje ciljne rasti (to je 15%, Q4.2000/Q4.1999) bi povprečna mesečna rast do konca letošnjega leta morala znašati 1,3%, t.j. toliko kot lani v drugem polletju. Za doseganje spodnje oziroma zgornje meje koridorja denarnega cilja so ustrezne povprečne mesečne stopnje rasti 0,8% oziroma 1,7%. Preboj ene ali druge meje je ob nadaljevanju dosedanjih trendov posameznih komponent M3, malo verjeten. Po zadnjih podatkih je junija denarni agregat M3 porasel za 0,9%.

Dinamika rasti denarnega agregata **M1** se v zadnjem letu skokovito zmanjšuje. M1 je v enem letu porasel za 7,9%, od izhodišča pa za 0,5%. Upočasnjena rast M1 od druge polovice lanskega leta (z izjemo decembra) odseva vplive več dejavnikov. Prvič, inflacijska pričakovanja pred uvedbo DDV so povečala povpraševanje na domačem trgu in s tem po transakcijskem denarju nad ravnijo dolgoročnega ravnovesja. Stagniranje v zadnjem letu je potemtakem delno pogojeno z vračanjem dinamike rasti M1 v okviru iz obdobja izpred uvedbe DDV. Drugič, institucionalne spremembe omogočajo podjetjem (od lanskega septembra) da del svojih finančnih sredstev pri bankah držijo

na računih v tujem denarju. Hitra rast tečaja lani, in v prvi polovici letošnjega leta je vplivala na pospešeno rast deviznih vlog podjetij in prebivalstva in še več, substitucijo kratkoročnih tolarskih v devizne vloge. Tretjič, od novembra lani je ocena povpraševanja po M1 nenehno nad ravnijo realizacije M1, kar kaže na prisotnost relativno restriktivne denarne politike.

Letna rast **vezanih tolarskih vlog** (M2-M1) je v povprečju april-junij znašala 11,7%, od izhodišča pa so te vloge porasle za 5,3%. Tolarske vezane vloge krajših ročnosti do 180 dni rastejo v letošnjem letu počasneje od povprečja in približno okrog ravni rasti primarnega denarja 7,8%, relativno podobno rast kot lani beležimo le pri vezanih tolarskih vlogah do enega leta in nad enim letom. Slednje so v enem letu porasle za 15,3%, kar je več kot v lanskem letu. Rast vezanih tolarskih vlog nad 1 leto, ki so z vidika kvalitete virov najpomembnejši, bi bila višja če, zaradi računovodske uskladitve z veljavnim predpisom o izločanju obvezne rezerve v februarju letos, te kategorije ne bi zmanjšali (in prenesli v vloge krajših ročnosti) za več kot 9,0 mlrd SIT.

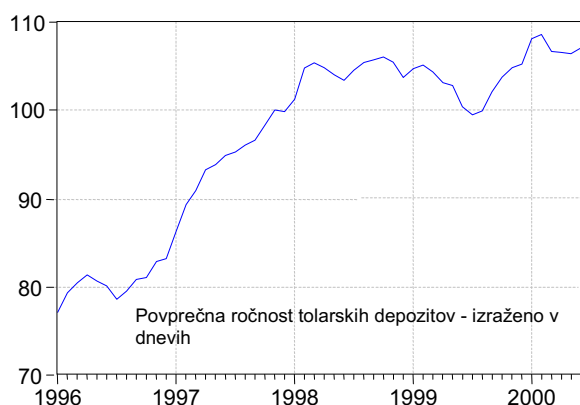
Po nekajletnem obdobju trendnega upadanja se v okviru denarnega agregata M3 od lanskega prvega trimesečja dalje relativno hitro povečuje delež **deviznega**

varčevanja. Na spreminjanje valutne strukture bančnih vlog v korist deviznih vlog vpliva predvsem hitrejša rast deviznega tečaja od rasti TOM v prvi polovici lanskega leta in v začetku letošnjega leta ter odpiranje računov v tujem denarju s strani podjetij. Skupne devizne vloge so se v enem letu povečale za 29,8%, od izhodišča pa za 14,2%. Delež deviznih vlog podjetij v skupnih deviznih vlogah je v povprečju v

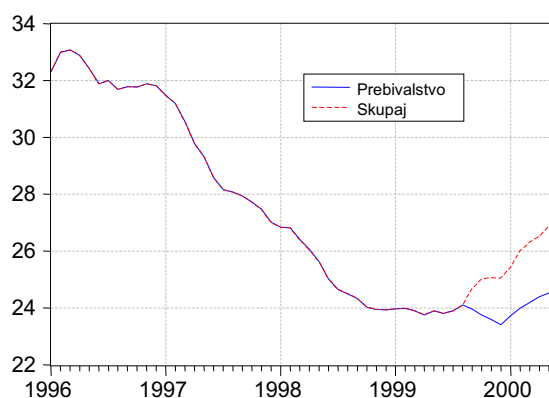
prvem četrtletju znašal 7,6%, v drugem četrtletju pa 8,7%.

Denarni multiplikator M3 se je v letošnjem letu povečal - v prvem polletju je v povprečju znašal 10,3, v lanskem letu pa 10,0. Razlog za to je v direktnih prilivih tujega denarja na devizne račune, predvsem gospodarstva. Multiplikatorja M2 in M1 sta stabilna.

Slika 3: Povprečna ročnost tolarskih vlog



Slika 4: Deleži deviznih vlog prebivalstva in skupnih deviznih vlog v M3 (v %)



Spreminjanje strukture M3 v korist deviznih vlog

Gibanje denarnih agregatov od druge polovice lanskega leta je pod močnim vplivom slabšanja v plačilni bilanci in s tem povezano prodajo deviz ter hkratnega **spreminjanja ročne in valutne strukture vlog** nedenarnega sektorja pri bankah. Devizne vloge prebivalstva in od septembra lani tudi podjetij naraščajo hitreje od tolarskih. Delež deviznih vlog v M3, ki se je po letu 1996 trendno zniževal, se od druge polovice lanskega leta hitro povečuje in v juniju letos dosega že 27,1%.

Na spreminjanje strukture M3 v korist devizne komponente je vplivala sprememba **razmerja donosnosti** med tolarskimi in deviznimi vlogami. Hitra rast tečaja od novembra 1998, ob hkratnem upadanju mesečnega TOM, je trajala dovolj dolgo (do julija 1999), da so se preference prebivalstva obrnile od tolarskih k deviznim vlogam. Dodaten pospešek procesu euroizacije bančne pasive so dodali **računi podjetij v tujem denarju**. Podjetja imajo od teh računov večstranske koristi: zmanjšujejo transakcijske stroške plačil v tujino, omogoča jim boljše upravljanje z valutnimi tveganji, pri enaki likvidnosti in obrestni meri pa so ob pričakovani deprecijaciji domače valute veliko boljši hranilec vrednosti. Relativno visoka donosnost in likvidnost teh vlog sta konkurenčni prednosti, ki sta povzročili padec povpraševanja po tolarskem transakcijskem denarju, prav tako pa tudi zmanjševanje tolarskih vezanih vlog krajših ročnosti, še posebej tistih do 91 dni.

Hitra rast devizne komponente bančne pasive vpliva na **zmanjševanje kreditnega potenciala** bank in s tem tudi na potencialno rast denarnih agregatov.

Na dinamiko in potencialno rast denarnih agregatov, še posebej vezanih tolarskih vlog, pa bo proti koncu letošnjega, še bolj pa v naslednjih letih, vplivalo tudi ustanavljanje **pokojninskih skladov** preko katerih se bo del denarnega varčevanja prebivalstva, ki trenutno prispeva k rasti denarnih agregatov, preselil v alternativne naložbe. **Zavarovalna shema** za bančne vloge, ki bo začela veljati s 1.1.2001 omejuje jamstvo za vloge v bankah na 20.000 EUR. S tem ukrepom se bo zmanjšala dosedanja 'pričakovana' varnost teh vlog z vidika varčevalcev, kar prav tako lahko pospeši iskanje alternativnih možnosti naložb.

V prvih šestih mesecih letošnjega leta se je denarni agregat M3 (gledano po transakcijah) povečal za 60,8 mlrd SIT (lani v enakem obdobju 53,0 mlrd SIT). **Neto tuja aktiva** netirana z deviznimi vlogami pri BS se je zmanjšala za 0,6 mlrd SIT (lani 51,8 mlrd SIT), neto domača aktiva pa se je povečala za 61,4 mlrd SIT (lani 104,7 mlrd SIT).

Med domačimi naložbami prevladujejo **kreditni podjetjem in prebivalstvu**. Krediti podjetjem so se v prvem polletju povečali za 81,3 mlrd SIT, kar je za polovico več kot lani. Ti krediti so bili predvsem kratkoročni. Kreditiranje prebivalstva je bilo

v prvem polletju s 30,8 mlrd SIT precej manjše kot lani v enakem obdobju (50,7 mlrd SIT), ko je bilo trošenje prebivalstva povečano pred uvedbo DDV.

Kreditni državi so se v prvem polletju povečali za 14,8 mlrd SIT (enako kot lani v enakem obdobju).

Stanje vrednostnih papirjev bank pri nebančnih sektorjih se je povečalo za 11,3 mlrd SIT (lani v enakem obdobju zmanjšanje za 3,4 mlrd SIT), stanje BZ Banke Slovenije pri nebančnih sektorjih pa se je zmanjšalo za 7,8 mlrd SIT (9,0 mlrd SIT).

Financiranje podjetij v tujini: dobro za podjetja, slabo za banke?

Skupno financiranje podjetij prek domačih in tujih kreditov je v prvih petih mesecih letos znašalo 103,8 mlrd SIT, lani v enakem razdobju pa le 66,7 mlrd SIT. To povečanje je predvsem posledica večje ekonomske aktivnosti. Znotraj povečane potrebe po financiranju podjetij pa je opazna sprememba v strukturi financiranja. Delež tujih kreditov najetih s strani podjetij je znašal v letu 1998 19%, v letu 1999 36% ter v prvih petih mesecih letošnjega leta kar 46%. Še bolj očitno je izirvanje domačega kreditiranja pri dolgoročnih kreditih, pri katerih je delež tujega kreditiranja porasel iz 45% leta 1998 na 73% v prvih petih mesecih letošnjega leta.

Razlogi za povečano zadolževanje podjetij v tujini so:

- V zadnjem letu se odvija dokaj dinamičen investicijski cikel, ki zahteva veliko financiranje. Domače banke zaradi svoje majhnosti težko odobravajo velika posojila, njihovo povezovanje v konzorcije pa je lahko dolgotrajno in povezano z **dodatnimi stroški**. Zato se podjetja v primeru potreb po dolgoročnem kreditiranju raje odločajo za tuje banke in je proces izirvanja domačih bank pri dolgoročnih kreditih najbolj očiten. Poleg tega so domače banke pri tovrstnem kreditiranju omejene s **kratkoročnostjo svojih virov**. Glede na to, da je velik del **investicijskih dobrin uvožen**, pa je navadno za podjetja tuj vir financiranja lažje dostopen.
- Veliko uspešnih slovenskih izvoznikov ima že dolgo časa navezane **stike** s tujimi poslovnimi partnerji in preko njih s tujimi bankami.
- **Eksterni** faktorji. Zaradi zmanjšanja rizičnosti v tranzicijskih ekonomijah se tuji kreditorji pri plasiranju svojih naložb več odločajo za tovrstne naložbe tudi v slovenska podjetja. Že v lanskem letu so nekatere tuje publikacije napovedovale povečane naložbe v dolžniške instrumente tranzicijskih ekonomij.

Finančni pogoji za najemanja tujih kreditov so se glede na domače kredite realtivno poslabšali. Domače obrestne mere naraščajo od druge polovice lanskega leta, vendar manj kot obrestne mere v tujini. S povečano dinamiko rasti deviznega tečaja od druge polovice leta 1998 se je še povečeval strošek financiranja tujih virov. Prav tako ne more biti razlog za manjše domače zadolževanje podjetij **večja previdnost bank** pri odobranju posojil, saj je domača ekonomska aktivnost visoka, z njo pa se izboljšuje položaj podjetij (večji dobički, boljše likvidnost).

Zaradi odprtosti slovenskega finančnega trga na segmentu kreditov se podjetja racionalno odločajo med domačimi in tujimi viri financiranja. S tem si **zmanjšujejo celotne stroške financiranja** (ne samo obresti) in preko njih tudi skupne stroške poslovanja. S povečanim financiranjem preko tujih virov so bolj izpostavljeni **rizikom spremembe deviznega tečaja** in medvalutnih odnosov. Domače banke izgubljajo tržni delež na področju kreditov, s tem pa tudi tekoče informacije o poslovanju in položaju podjetij (**informacijski kapital**). S tem se izgublja konkurenčna prednost pred tujimi bankami, ki bo zelo pomembna zlasti ob popolnem odprtju slovenskega bančnega sistema in njegovi integraciji v prostor EU. Tuji krediti skoraj v celoti **financirajo primanjkljaj v tekočem računu** plačilne bilance in s tem zadržujejo nadaljnje zmanjševanje deviznih rezerv. Prav tako tuji krediti zaostrejujejo konkurenco na kreditnem trgu in silijo domače banke k racionalnejšemu poslovanju.

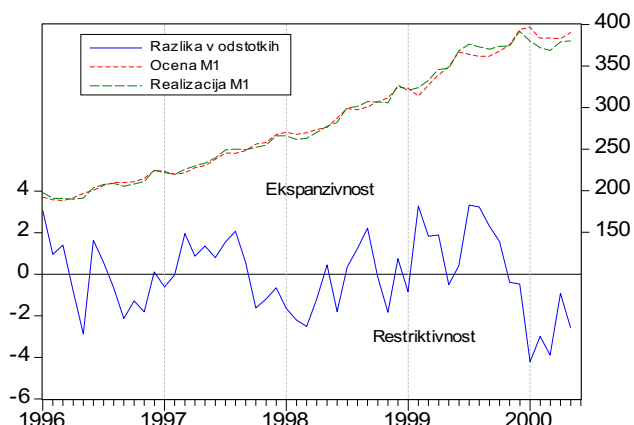
8. Denarna politika

Denarna politika je bila v letošnjem letu **zmerno restriktivna**.

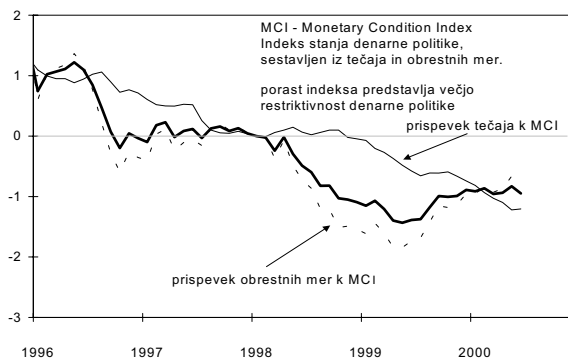
V prvih petih mesecih letošnjega leta je bila ponudba M1 v povprečju 4,2% pod **ocenjenim povpraševanjem po M1**. V prvem polletju se je ta denarni agregat zmanjšal za 1,5%, v enoletnem obdobju pa za 4,8%.

Indeks stanja denarne politike (Monetary Condition Index) kombinira elemente deviznega tečaja in obrestnih mer in kaže restriktivnost (ekspanzivnost) denarne politike. Indeks kaže, da je bila denarna politika v prvem polletju bolj v smeri restriktivnosti. Denarna politika je bila z obrestno mero restriktivna, s tečajem pa ekspanzivna.

Slika 5: Ocena povpraševanja po M1 in ponudba M1



Slika 6: Indeks stanja denarne politike (Monetary Condition Index)



Ponudba primarnega denarja. Primarni denar, merjen z mesečnimi povprečji dnevni stanj se je od konca lanskega leta do junija zmanjšal za 1,9%, v enoletnem obdobju pa povečal za 5,6%. Zaradi spremenjene plačilnobilančne situacije se je **spremenil način njegovega izdajanja**. BS izdaja primarni denar s tolarskimi instrumenti in ga umika preko prodaje deviz. Banke so si v od začetka lanskega leta zagotavljalje tolarsko likvidnost preko neto zapadanja tolarskih BZ. V letošnjem letu zaradi zmanjšanja stanja tolarskih BZ na zanemarljivo raven izdajanje preko teh instrumentov ne bo več mogoče. Tako postajajo posojila bankam glavni vir izdajanja primarnega denarja.

BS je izdajala primarni denar s **tolarskimi instrumenti** (do junija za 33,3 mlrd SIT) in umikala primarni denar z **deviznimi transakcijami** (35,7 mlrd SIT).

BS je bankam neto **prodala** za 47,6 mlrd SIT deviz (v tem dokončna prodaja 49,3 mlrd SIT in začasen neto odkup 1,6 mlrd SIT), od države pa neto odkupila za 23,4 mlrd SIT deviz. **Devizne rezerve BS** so se brez upoštevanja deviznih vlog države pri BS zmanjšale za 20,5 mlrd SIT.

Z ukinitvijo **BZNB** (BZ14) in **dvodelnih BZ** je izdala skupno za 9,7 mlrd SIT primarnega denarja (od tega 9,0 mlrd preko BZNB). Preko **TBZ** je izdala za 9,9 mlrd SIT primarnega denarja, stanje pa je padlo na 7,8 mlrd SIT.

Izdajanje primarnega denarja je v veliki meri potekalo tudi preko **aktivnih instrumentov** BS, pri čemer je bila najpomembnejša izdaja preko repo DBZ (3,8 mlrd SIT). Stanje tega instrumenta konec junija tako znaša 22,3 mlrd SIT (vsa posojila 27,3 mlrd SIT).

Pomembnejši ukrepi denarne politike in tečajne politike

1. Racionalizacija in povečanje učinkovitosti instrumentarija denarne politike

- Instrumentarij BS se postopno prilagaja spremenjeni plačilno-bilančni situaciji. BS že nekaj časa izdaja primarni denar prek tolarskih instrumentov in umika prek prodaje deviz. To zahteva širši nabor instrumentov na aktivni strani premoženjske bilance (posojila) in racionalizacijo na pasivni strani premoženjske bilance (tolarski BZ). To je še posebej očitno v zadnjem obdobju, ko je stanje tolarskih BZ zanemarljivo.
- BS je ukinila BZNB, dvodelne BZ ter 7, 14 in 30-dnevne TBZ.
- Konec maja je BS pričela z dnevnimi avkcijami 7-dnevnega repo DBZ. Namen instrumenta je izravnavanje kratkoročnih nihanj v tolarski likvidnosti bank.
- 11. julija je bila prva avkcija 2-mesečnega repo DBZ. Instrument naj bi se ponujal dvakrat mesečno, zadovoljeval pa naj bi potrebe bank po dolgoročnejši tolarski likvidnosti, ki naj bi bila osnova za njihovo kreditno aktivnost.

2. Obrestne mere Banke Slovenije

- BS je v prvi polovici leta postopno povečevala obrestne mere na svoje ključne instrumente in s tem opozarjala na kopičenje inflacijskih pritiskov - predvsem pod vplivom cen surovin na svetovnih trgih, pa tudi nekaterih domačih cen.
- V marcu je povečala obrestne mere na pasivne instrumente; na 60-dnevne TBZ iz 7,0% na 8,0%, na 12-dnevne TBZ iz 3,2% na 4,0% in na 2-dnevne TBZ iz 1,7% na 2,0%.
- Pri aktivnih instrumentih je postopno povečevala izhodiščno obrestno mero za repo DBZ (iz 7,8% na 9%), za 3-dnevno likvidnostno posojilo (iz 5,7% na 7,0%) ter za likvidnostno posojilo čez noč (iz 7,5% na 8,2%)
- S prvim junijem je povečala eskontno obrestno mero iz 8,0% na 9,0% in lombardno obrestno mero iz 9% na 10%.

3. Ukrepi BS na področju politike deviznega tečaja

- Od **začetka leta do 4. aprila** je BS prodajala devize bankam in s tem vplivala na upočasnjevanje rasti deviznega tečaja preko **"prodaje deviz in vpisa 120-dnevnih DBZ"**. V tem razdobju je tako BS prodala bankam za 49,3 mlrd SIT deviz. V marcu je z zniževanjem pribitka nad tečajem, po katerem banke odkupijo devize po tem instrumentu in prodajnim tečajem BS (od 0,68% na 0,51%), bankam omogočala cenejši dostop do devizne likvidnosti.
- Preko zapadanja **2-mesečnih swapov deviz** so banke v prvi polovici leta odkupile od BS za 3,8 mlrd SIT deviz. Odzivov bank na 2-mesečni obratni swap deviz ni bilo. Razlog za nizek odziv bank na oba instrumenta je bila relativno visoka obrestna mera (2,5% na swap in 2% na obratni swap deviz).
- **24. marca** so banke z BS podpisale **ново pogodbo** o sodelovanju pri posegih na trgih tujega denarja. Pogodbo je podpisalo 22 bank. 4. aprila je BS ukinila odprte ponudbe za prodajo deviz za vpis 120-dnevnih DBZ ter dvomesečni swap in obratni swap deviz. Ti instrumenti so bili v okviru pogodbe o sodelovanju nadomeščeni s 7-dnevnimi swapom in obratnim swapom deviz, pri katerih implicitna obrestna mera znaša 1%. BS je preko omenjenih instrumentov v **aprilu** začasno odkupila za 15,9 mlrd deviz in začasno prodala za 0,7 mlrd SIT deviz.
- Stanje 7-dnevnega swapa deviz se je **maja in junija** zmanjšalo za 7,1 mlrd SIT, stanje obratnega swapa deviz pa povečalo za 2,6 mlrd SIT. Pogosti in visoki odzivi na oba instrumenta kažejo, da omenjena instrumenta bankam omogočata lažje uravnavanje kratkoročne tolarske in devizne likvidnosti, kar je zlasti pomembno v razmerah dokaj velike volatilnosti deviznih tokov. S tem sta devizna in tolarska likvidnost vse bolj povezani, intervencija BS na deviznem trgu pa je lahko bolj učinkovita.
- Skupno je **v prvi polovici leta** BS neto prodala bankam za 47,6 mlrd SIT deviz, od države pa neto odkupila za 23,4 mlrd SIT deviz.

9. Devizni tečaj in dogajanje na deviznem trgu

Devizni trg je bil pod vplivom presežnega povpraševanja po devizah, ki izhajajo iz **primanjkljaja v tekočem računu plačilne bilance**, ki ni bil v celoti financiran s prilivi kapitala v zasebni sektor. Drug pomemben vir povečanega povpraševanja po devizah je predstavljalo prestrukturiranje tolarških v devizne vloge.

Neto prodaja deviz na deviznem trgu je v prvi polovici leta znašala 27,1 mlrd SIT (v tem neto odliv v prvem četrletju za 31,8 mlrd SIT in neto priliv v drugem četrletju 4,7 mlrd SIT). Na menjalniškem trgu je bil v prvem četrletju še neto nakup (3,3 mlrd SIT), v drugem četrletju pa neto prodaja tuje gotovine (2,9 mlrd SIT).

Tečaj na deviznem trgu je v prvem četrletju porasel za 2,5%, v drugem četrletju pa za 1,7%. Podobno dinamiko je imel tudi tečaj na menjalniškem trgu. Polletna rast tečaja na obeh segmentih deviznega trga je znašala 4,3%, rast tečaja BS pa 3,9%. Rast deviznega tečaja je bila približno enaka rasti cen življenjskih potrebščin (4,3%), nekaj višja od rasti cen industrijskih proizvajalcev (2,8% do maja) in nekaj nižja od rasti cen na drobno (5,4%). V prvem četrletju je devizna klavzula še presegala TOM, v drugem četrletju pa je bila nekaj nižja od TOM. Tolar je v prvi polovici leta realno depreciral za 2,1% (deflaciran s cenami življenjskih potrebščin), oziroma za 3,7% (cene industrijskih proizvajalcev). Še posebej je bila močna realna deprecijacija merjena preko stroškov dela na enoto proizvodnje (v petih mesecih 7,5%), kar je predvsem posledica povečanja produktivnosti.

BS je v okviru postavljenih ciljev glede inflacije in rasti denarnega agregata odpravljala nesorazmerja na deviznih trgih in podpirala **stabilno in predvidljivo rast deviznega tečaja**. S tem je prispevala k zmanjševanju primanjkljaja v tekočem računu plačilne bilance, ki je sicer v prvih petih mesecih nekaj večji kot v lanskem enakem razdobju (predvsem vpliv pogojev menjave). Spremenjeni situaciji je BS deloma že **prilagodila svoj instrumentarij**, ki ji tako omogoča lažje in bolj transparentno poseganje na deviznih trgih.

Depreciacijo tolarja je potrebno gledati z vidika primanjkljaja v tekočem računu plačilne bilance, poslabšanja valutne strukture varčevanja ter vpliva na inflacijo. **Manjša rast deviznega tečaja od TOM**, bi upočasnila prehajanje tolarških v devizne vloge in s tem zmanjšala povpraševanje po devizah. Hitrejša rast bi sicer vplivala na izboljšanje tekočega računa plačilne bilance, po drugi strani pa preko povečanja tolarških uvoznih cen na inflacijo. Poleg tega se je potrebno zavedati bistvenih razlogov⁵ za primanjkljaj in da tečaj zaradi trenutne strukture uvoza in šibkega domačega trošenja ni najpomembnejši instrument za njegovo odpravljanje. Po drugi strani pa bi se morali izogibati popolne zaustavitve ali hitrih sprememb v dinamiki rasti deviznega tečaja, ker bi to povzročalo neustrezna pričakovanja in s tem šoke predvsem na deviznih trgih.

⁵ Pogoji menjave in močan investicijski cikel.

10. Obrestne mere

V skladu z naraščanjem medletne inflacijske stopnje, ki je prisotno že od julija 1999, so v tem obdobju **naraščale tudi posojilne in depozitne obrestne mere** bank. Nespremenjene so ostale le obrestne mere za vpogledne tolarke vloge, na ravni ene odstotne točke. V prvih treh mesecih letošnjega leta so bile obrestne mere za tolarke vezane vloge do 90 dni celo realno negativne.⁶

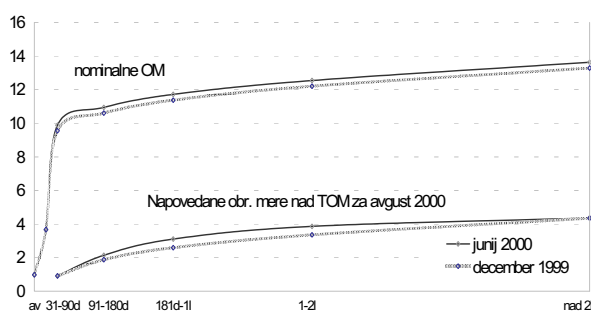
Po vztrajnem **naraščanju temeljne obrestne mere (TOM)** v drugi polovici lanskega leta, se je v letošnjem prvem polletju ustalila 0,7% na mesečni ravni, z izjemo maja in julija, ko je dosegla vrednost 0,8%. Na letni ravni pa je temeljna obrestna mera nihala med 8,6% in 9,9% zaradi različnega števila dni v mesecu, kar je vplivalo tudi na spreminjanje nominalnih depozitnih in posojilnih obrestnih mer.

Časovna struktura pasivnih obrestnih mer se od konca leta 1999 do junija 2000 ni spreminjala. V avgustu 2000 se bodo na podlagi **priporočil BS in ZBS** zvišale obrestne mere za tolarke vloge vezane od 91 dni do 180 dni za 0,25 odstotne točke, za vloge vezane od 181 dni do 1 leta in za vloge vezane od enega do dveh let pa za 0,5 odstotne točke. Tako se bodo obrestne mere nad TOM gibale med 0,9% nad TOM za vloge vezane od 31 do 90 dni do 4,4% nad TOM za vloge vezane nad dve leti. Spremenjeni nagib krivulje časovne strukture pasivnih obrestnih mer naj bi stimulatивно vplival na povečevanje obsega tolarkega varčevanja oziroma naj bi omejeval nadaljnje poslabševanje strukture varčevanja v korist tuje valute.

V prvem polletju se je nadaljevalo **naraščanje obrestnih mer za devizne vloge** pri bankah v skladu z njihovimi spremembami v tujini in sicer je obrestna mera za vloge vezane nad eno leto v EUR

porasla z 2,6% v januarju na 3,4% v juniju 2000. Če k temu dodamo še relativno visoko rast deviznega tečaja glede na rast v drugem polletju 1999, ugotovimo, da je donos na vloge vezane v EUR nad eno leto v februarju in marcu presegel donos na tolarke vloge enake ročnosti. V povprečju je v prvem polletju 2000 donos na devizne vloge vezane nad eno leto izražen v tolarjih znašal 11,5%, donos na enako tolarke vlogo pa 12,7%.

Slika 7: Časovna struktura pasivnih obrestnih mer v decembru 1999 in juniju 2000.



Podobno kot so se spreminjale pasivne obrestne mere v skladu s spreminjanjem TOM, so se gibale tudi nominalne posojilne obrestne mere. Dolgoročne **posojilne obrestne mere** nad TOM so ostale v prvih šestih mesecih stabilne na ravni 7,9% nad TOM. Rahlo povečanje je opaziti le pri kratkoročnih posojilnih obrestnih merah nad TOM in sicer od 6,1% nad TOM v januarju na 6,4% nad TOM v juniju. To povečanje lahko pripišemo, bistveno večji kratkoročni kreditni aktivnosti bank kot dolgoročni in relativno večjemu povpraševanju podjetij po kratkoročnih tolarških posojilih.

Tudi na **denarnem trgu** je bilo osnovno gibanje medbančne obrestne mere v veliki meri določeno z gibanjem TOM, kljub nominalnemu izražanju obrestne mere. Medbančna obrestna mera se je v prvem polletju gibala med 6,9% in 8,1%, v povprečju pa na nižji ravni od TOM. Obrestne mere za zakladne menice RS so v

⁶ Deflacionirano z indeksom cen življenjskih potrebščin.

letošnjem letu postopoma naraščale iz zakladnih menic. Tako se je donosnost gibala od 9,4% za šestmesečno zakladno menico v januarju do 12,8% za dvanajstmesečno zakladno menico v maju. Naraščajoče gibanje zahtevane donosnosti lahko pojasnimo z relativno visokimi inflacijskimi stopnjami v prvem polletju leta 2000.

Tveganja, ki izvirajo iz znižanja TOM zaradi izločitve inflacijskega učinka DDV, se lahko odrazijo na zadolževanju in varčevanju. Znižanje TOM bo, kljub upoštevanju novega bančnega priporočila,

meseca v mesec, z izjemo izlicitirane vplivalo na znižanje posojilnih in depozitnih obrestnih mer. Nižje nominalne posojilne obrestne mere, bi lahko do določene mere spodbudile podjetja in prebivalstvo k večjemu dodatnemu zadolževanju. Zaradi povečevanja tujih obrestnih mer in rasti deviznega tečaja, bi znižanje tolarskih depozitnih obrestnih mer še dodatno pospešilo devizno varčevanje in s tem poslabšalo strukturo širokega denarnega agregata ter povečalo možnost večjih spekulativnih premikov na trgih tujega denarja.