

BANKA

SLOVENIJE

POROČILO O
DENARNI POLITIKI

NOVEMBER 2005

Izdala:

BANKA SLOVENIJE

Slovenska 35

1505 Ljubljana

Tel.: 01 47 19 000

Fax.: 01 25 15 516

Publikacija temelji na podatkih in informacijah dostopnih do konca septembra 2005 razen, kjer je navedeno drugače.

This publication is also available in English.

ISSN 1854-0295 (tiskana izdaja)
ISSN 1854-0309 (elektronska izdaja)

Pregled vsebine:

1	POVZETEK IN STALIŠČA SVETA BANKE SLOVENIJE	7
2	GOSPODARSKA GIBANJA IN INFLACIJA	8
2.1	Makroekonomska gibanja	8
2.2	Dejavniki inflacije	16
3	VODENJE DENARNE POLITIKE	23
3.1	Denarna politika in makroekonomska gibanja	23
3.2	Instrumenti denarne politike v ERM II	28
3.3	Nekatere strukturne prilagoditve za lažji prehod v evrosistem	30
4	PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ	33
4.1	Mednarodno okolje	33
4.2	Aktivnost, zaposlenost in plače	36
4.3	Komponente trošenja	37
4.4	Plačilna bilanca	39
4.5	Pogoji financiranja	41
4.6	Inflacija	43
5	EKONOMSKE POLITIKE V LUČI UVEDBE EVRA	49
5.1	Doseganje nominalne konvergence	50
5.2	Izvajanje ekonomskih politik	59
5.3	Potrebno prilagajanje strukture gospodarstva	61

Pregled tabel, slik in okvirjev:**Tabele:**

Tabela 2.1: Prenos tujih cen naftnih derivatov v domače cene	19
Tabela 4.1: Predpostavke mednarodnega okolja	33
Tabela 4.2: Aktivnost, zaposlenost in plače	36
Tabela 4.3: Komponente trošenja	37
Tabela 4.4: Tekoči račun	40
Tabela 4.5: Finančni tokovi s tujino	41
Tabela 4.6: Denarni sistem	43
Tabela 4.7: Inflacija	44
Tabela 4.8: Izbor glavnih kazalnikov	47
Tabela 5.1: Inflacijska merila in indikatorji inflacijskih gibanj	52
Tabela 5.2: Definicije simulacij	60
Tabela 5.3: Odzivnost makroekonomskih spremenljivk na simulacije šokov	60

Slike:

Slika 2.1: Skupna in osnovna inflacija	8
Slika 2.2: Pričakovana rast BDP ter realizacija v prvem polletju v izbranih trgovinskih partnericah	9
Slika 2.3: Cene nafte in primarnih surovin: predpostavke iz marca 2005 in realizacija	10
Slika 2.4: Rast BDP po četrtletjih	10
Slika 2.5: Komponente trošenja BDP po četrtletjih	11
Slika 2.6: Zaposlenost, prejemki prebivalstva in stroški dela	13
Slika 2.7: Komponente tekočega računa	15
Slika 2.8: Proizvodna vrzel in tekoča gospodarska rast	16
Slika 2.9: Realni efektivni tečaj	17
Slika 2.10: Struktura inflacije – prispevki komponent	18
Slika 2.11: Rast censkih agregatov glede na način oblikovanja	19
Slika 2.12: Gibanje nadzorovanih cen	20
Slika 2.13: Cene hrane in brezalkoholnih pijač	20
Slika 2.14: Cene obleke in obutve	21
Slika 2.15: Primerjava cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih	21
Slika 2.16: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih	22
Slika 3.1: Vzdrževanje realnih obrestnih mer	23
Slika 3.2: Krediti in gospodarska aktivnost	24
Slika 3.3: Denarni agregat M1, gospodarska aktivnost in prejemki prebivalstva	26
Slika 3.4: Komponente širokega denarja	27
Slika 3.5: Ponudba M3	27
Slika 3.6: Tekoči in finančni račun plačilne bilance	28
Slika 3.7: Tržni devizni tečaji in odstopanja od centralne paritete	29
Slika 3.8: Presežna ponudba/povpraševanje na trgih tujega denarja	29
Slika 4.1: Poslovne tendence v tujini	34
Slika 4.2: CPI v evroobmočju in PPI v Nemčiji	35
Slika 4.3: Projekcije BDP	36
Slika 4.4: Prispevki komponent trošenja	38
Slika 4.5: Projekcije tekočega računa	40
Slika 4.6: Projekcije inflacije	45
Slika 5.1: Zadovoljstvo z morebitno uvedbo evra	49
Slika 5.2: Saldo tekočega računa kot % BDP v EU10	50
Slika 5.3: Javnofinančni saldo kot % BDP v EU25 (2004)	51
Slika 5.4: Raven cen v državah EU (EU15=100) v letu 2003	51
Slika 5.5: Povprečna dvanajstmesečna inflacija brez naftnih derivatov po državah EU septembra 2005	53
Slika 5.6: Kriterij proračunskega stanja države	54
Slika 5.7: Odstopanja od centralnega tečaja: primerjava med slovenskim tolarjem in dansko krono	56
Slika 5.8: Kriterij dolgoročnih obrestnih mer	57
Slika 5.9: Razlika dolgoročnih obrestnih mer in HICP v primerjavi z evroobmočjem	58

Okvirji:

Okvir 2.1: Prehod na računanje BDP-ja v cenah preteklega leta in verižni indeks	12
Okvir 2.2: Metodološke, davčne in strukturne spremembe ter plače in stroški dela v letu 2005	14
Okvir 3.1: Dejavniki povečane kreditne aktivnosti	25
Okvir 3.2: Kronološki pregled ukrepov Banke Slovenije od vstopa v ERM II	32
Okvir 4.1: Razlike v metodah desezoniranja	38
Okvir 4.2: Napovedi in kratkoročni učinki reform davčnega sistema in trga dela	46
Okvir 4.3: Napovedi drugih institucij	48
Okvir 5.1: Strukturni javnofinančni primanjkljaj in položaj fiskalne politike	55
Okvir 5.2: Skladnost nacionalne zakonodaje	58

1 POVZETEK IN STALIŠČA SVETA BANKE SLOVENIJE

V letu 2005 so se v skladu s spomladanskimi napovedmi Banke Slovenije v Sloveniji nadaljevala ugodna inflacijska gibanja, povprečna inflacija v letošnjem letu pa naj bi znašala 2,6 odstotka. Najnižja inflacija doslej je predvsem odraz makroekonomskih gibanj, zaostajanja povpraševanja za ponudbenim potencialom in zmerne rasti stroškov dela glede na produktivnost. K zmerni rasti stroškov dela sta ob dokaj visoki rasti plač največ prispevala počasna rast ostalih prejemkov iz delovnega razmerja ter znižana obdavčitev podjetij. Dodatno so inflacijo zmanjševali nekateri strukturni dejavniki, ki so omejevali rast cen hrane, obleke in obutve. Na povečanje inflacije v drugem polletju so v glavnem vplivale podražitve naftnih derivatov, ki so sledile porastu cen nafte na svetovnih trgih, in so predstavljale več kot polovico skupne inflacije. Osnovna inflacija, ki izloča učinke naftnih derivatov, učinke povečevanja davčnih stopenj in učinke sezone hrane se medletno giblje na ravni pod enim odstotkom. Inflacija bi bila še nižja, če ne bi tudi nadzorovane cene, na katere cene nafte na svetovnih trgih neposredno ne vplivajo, prehitvale inflacije prostih cen za povprečno 3,3 odstotne točke. Nizka inflacija je dosežena na vzdržen način, ob ohranitvi temeljnih makroekonomskih ravnovesij, tako fiskalnega salda kot tudi tekočega računa plačilne bilance.

Po napovedih bo Slovenija začela izpolnjevati maastrichtski kriterij stabilnosti cen v začetku prihodnjega leta, medtem ko bo gospodarska rast na ravni okoli 4 odstotkov. Makroekonomske projekcije Banke Slovenije kažejo na ustalitev stopnje inflacije v prihodnjih dveh letih na ravni okoli 2,5%. Nadaljevanje trenutno relativno visoke rasti nominalnih plač bi povzročilo težnje k poviševanju cen. Nadzorovane cene se bodo morale gibati bolj skladno s prostimi cenami, prispevek energentov k inflaciji pa bi se ob predpostavljeni ceni nafte postopoma zniževal. Pri gospodarski rasti na ravni blizu potencialne se bo v prihodnjih letih, obratno kot letos, zmanjševal prispevek menjave s tujino in povečeval prispevek domačega trošenja. Največje tveganje za makroekonomsko in cenovno stabilnost zato srednjeročno še naprej ostaja možnost presežnega agregatnega povpraševanja, predvsem v kombinaciji s povečanimi prejemki prebivalstva. Kljub temu Svet Banke Slovenije ocenjuje, da je omenjeno tveganje, ob ustreznem odzivu fiskalne

politike, obvladljivo. Napovedana gospodarska gibanja nakazujejo na vzdržnost makroekonomskih ravnovesij v časovnem horizontu napovedi in na stabilno nizko raven inflacije, kar bo omogočilo načrtovano uvedbo evra v letu 2007.

Svet Banke Slovenije poudarja pomen Programa vstopa v ERM II in prevzema evra, kot osnovo za delovanje ekonomskih politik do in po uvedbi evra. Zaveza fiskalne politike k nadzoru inflacijskih pritiskov s strani agregatnega povpraševanja je bila eden izmed pogojev za vstop v ERM II, pa tudi pogoj za uspešno delovanje v evrosistemu. Čeprav zaenkrat še ni znakov ekspanzije agregatnega povpraševanja nad razpoložljivimi ponudbenimi zmogljivostmi gospodarstva, pa pričakovana popolna konvergenca obrestnih mer pred uvedbo evra zahteva odzivnost fiskalne politike. Svet Banke Slovenije posveča posebno pozornost tveganju pregrevanja gospodarstva, saj bi njegova realizacija v razmerah stabilnega tečaja oziroma denarne unije povzročila realno apreciacijo, izgubo konkurenčnosti in prehodno upočasnjeno gospodarsko rast ter povečanje brezposelnosti.

Svet Banke Slovenije podpira obnovitev procesa strukturnih reform, kar je bila tudi dana zaveza v skupni izjavi ob vstopu v ERM II. Povečevanje prožnosti in prilagodljivosti trga dela mora omogočiti hitrejšo in manj bolečo prerazporejanje delovne sile iz panog v težavah v panoge, ki so v vzponu. Z zniževanjem javnofinančnih odhodkov je možno doseči davčno razbremenjevanje gospodarstva, a je potrebno na drugi strani upoštevati gospodarske učinke in učinke na blaginjo vseh, ki bi jih tako zmanjševanje izdatkov prizadelo.

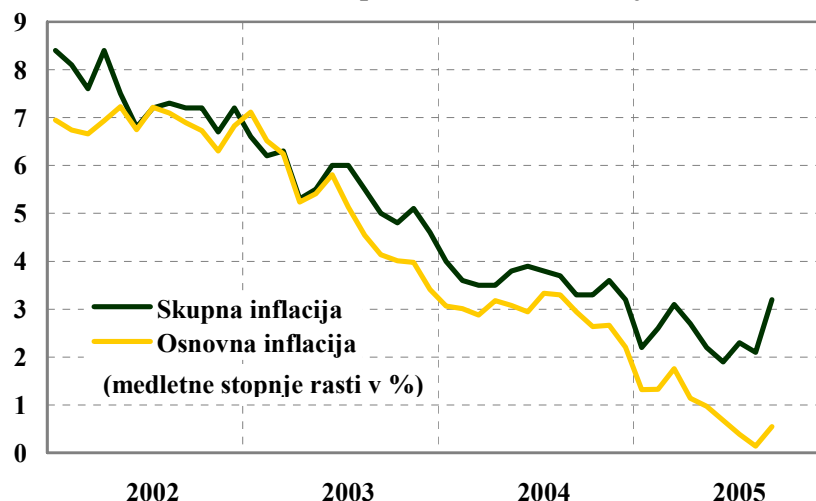
Izvajanje strukturnih reform ne sme upočasniti fiskalne konsolidacije in spoštovanja določb reformiranega Pakta o stabilnosti in rasti. Zmanjševanje proračunskih prihodkov lahko tako poteka zgolj ob sočasni zagotovitvi vzdržnega zmanjševanja odhodkov. Poleg tega trenutno in pričakovano ugodno makroekonomsko okolje ponuja idealno priložnost za odpravo strukturnega primanjkljaja javnih financ in vzpostavitev varnostne rezerve glede izpolnjevanja zahtev Pakta o stabilnosti in rasti. Na ta način bi se tudi povečal manevrski prostor za uspešno izvajanje tako makroekonomskih kot tudi strukturnih politik.

2 GOSPODARSKA GIBANJA IN INFLACIJA

Nadaljevanje zniževanja inflacije v 2005...

Tudi v letu 2005 se je nadaljeval proces dezinflacije in s tem približevanje maastrichtskemu kriteriju stabilnosti cen. Inflacija je v obdobju od januarja do septembra v povprečju znašala le še 2,5% in se je glede na enako obdobje lanskega leta znižala za 1,2 odstotni točki.

Slika 2.1: Skupna in osnovna inflacija



Vir: SURS, preračun ARC.

...so omogočile ustrezne ekonomske politike, ugodno makroekonomsko okolje ter strukturni dejavniki

Z znižanjem inflacije na raven okoli 2,5% je bila dosežena tudi spodnja meja območja rasti cen, ki je ob nadaljevanju procesa realne konvergence dolgoročno vzdržno. Kljub močnim censkimi pritiskom iz tujine so ustrezno izvajanje ekonomskih politik ter makroekonomsko okolje in strukturni dejavniki v letošnjem letu omogočili znižanje inflacije, posledično pa se je še povečala razlika med objavljeno in osnovno inflacijo. Rast cen življenjskih potrebščin brez vpliva davkov, energentov in hrane je namreč septembra znašala na medletni ravni le 0,5%.

2.1 Makroekonomska gibanja

Neugodna gibanja v mednarodnem okolju ter pričakovana gibanja v domačem okolju

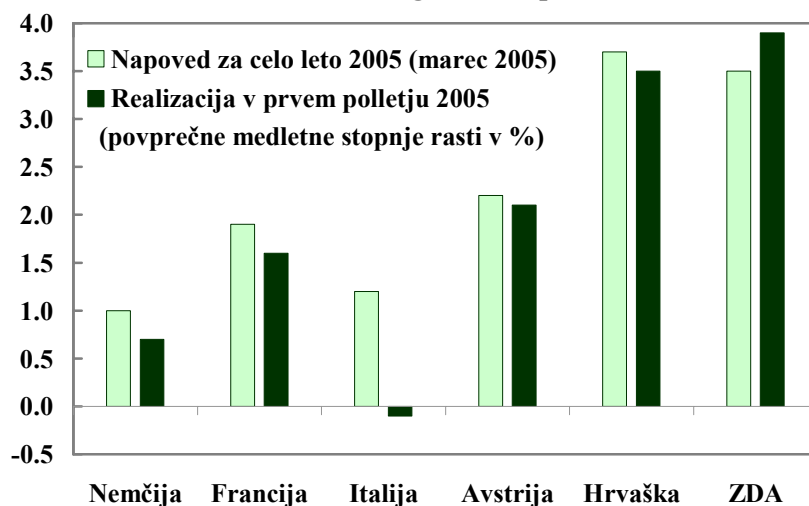
Makroekonomska gibanja v prvi polovici leta niso bistveno odstopala od predhodnih napovedi. Kljub temu lahko ugotovimo, da so bila gibanja v mednarodnem okolju precej bolj neugodna od pričakovanj, pri čemer so še posebej odstopale cene nafte. Rast domače gospodarske aktivnosti je bila v skladu s pričakovanji, sicer pa je menjava s tujino v nasprotju s pričakovanji prispevala precej večji delež h gospodarski rasti kot domače povpraševanje. Zaposlenost in plače so se gibale v skladu z ugodno konjunkturo, pri čemer je v gibanju komponent stroškov dela prišlo do divergentnih gibanj, ki so deloma posledica metodoloških, deloma pa davčnih in strukturnih sprememb. Relativno nizka rast investicij in poraba zalog sta omejili rast uvoza. Ob ugodnih izvoznih gibanjih se je zato saldo tekočega računa v začetku druge polovice leta prevesil v presežek, finančni tok pa je bil predvsem zaradi dokaj visokega financiranja bank iz tujine neto priliven.

Mednarodno okolje

Za letošnje leto so bili značilni nadaljevanje relativno upočasnjene gospodarske aktivnosti v tujini ter močni censi pritiski na ponudbeni strani. Gospodarska rast v najpomembnejših trgovinskih partnericah iz EU je bila v prvi polovici leta pod pričakovanji, izvoz pa je bil najpomembnejši generator rasti v teh državah. K temu sta največ prispevala šibkejši evro ter močno povpraševanje, predvsem iz ZDA in iz azijskih držav v razvoju. V prvih osmih mesecih je bila vrednost evra v primerjavi z ameriškim dolarjem na ravni 1,27 USD/EUR ter tako za skoraj 5% nižja od naših predpostavk iz predhodnih napovedi. Domače povpraševanje v tujini je ostalo na nizki ravni, predvsem zaradi nizke rasti trošenja gospodinjstev. Nizko trošenje gospodinjstev v najpomembnejših partnericah iz EU je predvsem posledica zelo restriktivne dohodkovne politike v zadnjih nekaj letih in visokih cen nafte ter negotovosti na trgu dela, povezane z relativno visokimi stopnjami brezposelnosti, ki so dodatno omajale optimizem potrošnikov.

Tuje povpraševanje nižje od pričakovanj...

Slika 2.2: Pričakovana rast BDP ter realizacija v prvem polletju v izbranih trgovinskih partnericah



Vir: Eurostat, Consensus Forecasts.

Cene v tujini so letos precej presegle predpostavke iz naših predhodnih napovedi. Najbolj so odstopale cene nafte in ostalih primarnih surovin, posledično pa so bile višje tudi stopnje rasti cen življenjskih potrebščin v tujini. Cena nafte je v povprečju prvih osmih mesecev zaradi motenj v oskrbi, še vedno močnega povpraševanja ter deloma špekulacij na naftnih trgih presegala našo celoletno predpostavko za več kot 7 USD/sod. Predvsem neugodne vremenske razmere v Mehikem zalivu in z njimi povezane težave z zmanjšanimi razpoložljivimi zmogljivostmi za predelavo nafte pa so povzročile, da bo celoletno povprečje od naših predpostavk odstopalo za okoli 11 USD/sod oziroma skoraj za eno četrtino. Tudi cene ostalih primarnih surovin, izražene v ameriških dolarjih, so v povprečju osmih mesecev medletno porasle za 5%, kar je nekoliko več od naše predpostavke za celoletno povprečje v višini 3%. Najhitreje, za okoli 9%, so se pri tem zaradi močnega povpraševanja povečevale cene kovin, medtem ko je bila rast cen hrane nekoliko počasnejša.

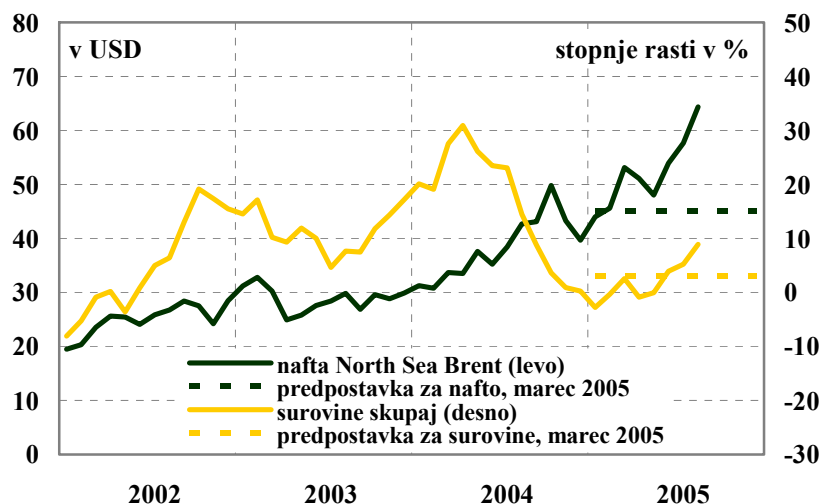
...ob visokih cenah energentov,...

Tudi relativno hitra rast cen življenjskih potrebščin ter cen pri proizvajalcih v tujini sta odražali visoke cene energentov in ostalih primarnih surovin. V evroobmočju je bila stopnja rasti cen življenjskih potrebščin v večini letošnjega leta višja od 2%, torej od zgornje meje, ki si jo je postavila ECB pri cilju za usmeritev svoje denarne politike. Ob tem se je osnovna inflacija v razmerah šibkega povpraševanja znižala. Inflacijski pritiski zaradi visokih cen energentov se še niso začeli vgrajevati v cene ostalih proizvodov, kar gre pripisati predvsem negotovim razmeram na trgu dela in s tem povezano nizko rastjo stroškov dela.

...ki so se odrazile tudi v višjih cenah življenjskih potrebščin in cenah proizvajalcev v tujini

Rast cen pri proizvajalcih je zaradi visokih cen energentov še bolj presegla pričakovanja. Najvišje stopnje rasti cen pri proizvajalcih so bile zabeležene v proizvodnji energentov, medtem ko zaenkrat še ni znakov, da bi se te cene prenesle v cene industrijskih proizvodov za široko potrošnjo. K temu sta najpomembneje prispevala apreciacija evra do dolarja v preteklih letih ter ponovna nizka rast stroškov dela na enoto proizvoda.

Slika 2.3: Cene nafte in primarnih surovin: predpostavke iz marca 2005 in realizacija



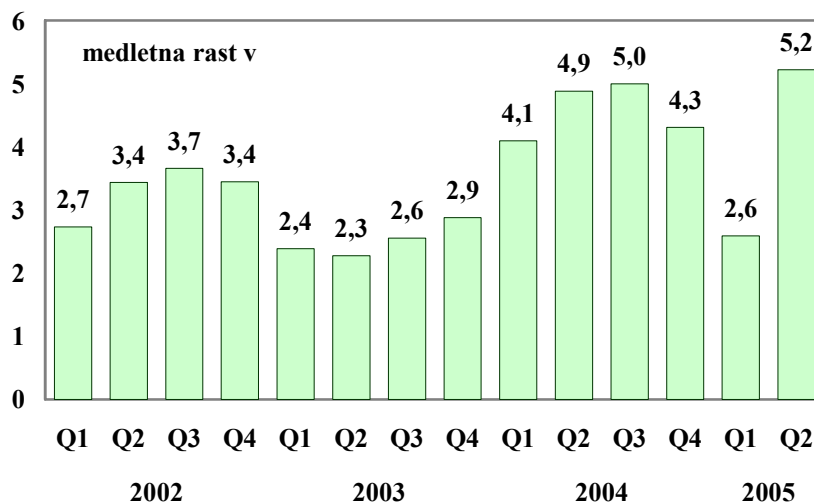
Vir: Reuters, The Economist; preračun ARC.

Gospodarska aktivnost

Domača gospodarska aktivnost v prvem polletju v skladu s pričakovanji

Dinamika agregatne gospodarske aktivnosti je bila v povprečju prve polovice leta v skladu z napovedmi, pomembno pa so od predhodnih napovedi odstopala gibanja nekaterih komponent bruto domačega proizvoda. Po nizki rasti v prvem četrtletju se je dinamika gospodarske aktivnosti v drugem četrtletju močno pospešila, stopnja rasti BDP v prvi polovici leta pa je znašala 3,9%. Ob tem se je

Slika 2.4: Rast BDP po četrtletjih



Vir: SURS; preračun ARC.

tekoča dinamika v drugem četrtnetju krepila že drugo četrtnetje zapored in je znašala 1,3% oziroma več kot 5% na letni ravni. Proizvodna vrzel se je zaradi hitre rasti v drugem četrtnetju hitro zapirala, vendar še naprej ostaja negativna, agregatno povpraševanje pa tako v skladu z našimi pričakovanji še ne povzroča inflacijskih pritiskov.

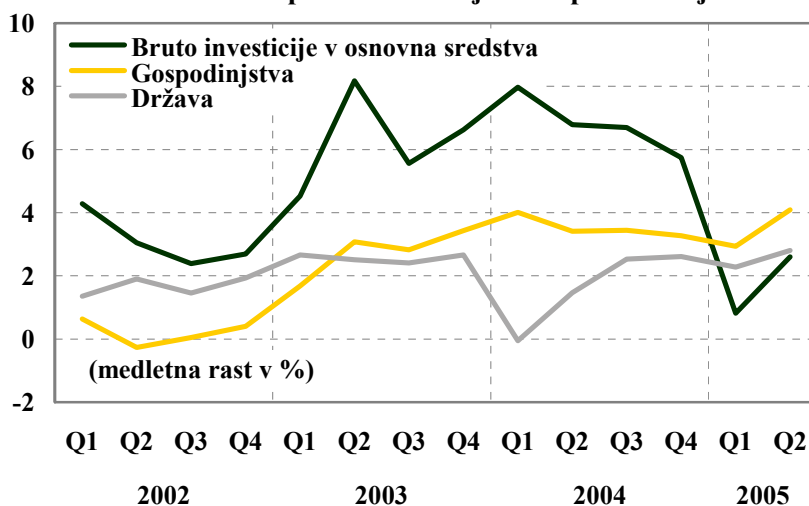
Največji prispevek k ugodni rasti BDP v prvi polovici leta je imela menjava s tujino oziroma povečevanje razlike med rastjo izvoza blaga in storitev ter rastjo uvoza blaga in storitev. Prav pri prispevku menjave s tujino h gospodarski rasti je poleg dinamike investicij prišlo v prvi polovici leta do največjih odstopanj od naših predhodnih projekcij. Medtem ko smo pričakovali, da bo prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti v povprečju celega leta negativen ter znašal okoli -0,5 odstotne točke, je menjava s tujino h gospodarski rasti v prvem polletju prispevala kar 2,8 odstotne točke oziroma 70% celotne gospodarske rasti. Rast izvoza blaga in storitev je pri tem, kljub predpostavki o relativno pesimističnih razmerah v najpomembnejših trgovinskih partnericah, močno presegla pričakovanja, medtem ko je bila dinamika uvoza blaga in storitev precej počasnejša, kot smo predvideli v naših predhodnih projekcijah. Na nizko dinamiko uvoza blaga je najbolj vplivala nizka rast investicijskega trošenja oziroma zmanjševanje zalog.

Visok prispevek menjave ob relativno močnem domačem trošenju...

Gibanje bruto investicij je bilo v precejšnjem nasprotju z našimi pričakovanji, kar je v veliki meri tudi razlog za preveliko napoved rasti uvoza. V predhodnih napovedih je naša napoved rasti investicij za celo leto znašala 7,0%, bruto investicije pa so se v prvi polovici leta celo zmanjšale za 4,1%. Pri tem so znižano rast po visoki investicijski dejavnosti pred vstopom v EU beležile bruto investicije v osnovna sredstva, medletno le 1,7%, še bolj pa zaloge. Te so se po skoraj dveh letih kopičenja zmanjševale ter imele negativen prispevek h gospodarski rasti v višini 1,7 odstotne točke. Ne glede na nizko medletno rast pa podatki o tekoči dinamiki iz drugega četrtnetja nakazujejo na izboljševanje investicijske aktivnosti.

...kljub šibki investicijski aktivnosti....

Slika 2.5: Komponente trošenja BDP po četrtnetjih



Vir: SURS; preračun ARC.

Končno trošenje ter poraba gospodinjstev in države sta bila precej bolj v skladu s pričakovanji. V obeh primerih sta se predvidena stopnja rasti za celo leto ter dejanska stopnja rasti v prvi polovici leta skoraj ujemale. Medtem ko smo za trošenje gospodinjstev v povprečju leta predvideli rast v višini 3,5%, je bila prav takšna rast realizirana tudi v prvi polovici leta. Relativno močno trošenje gospodinjstev se je v prvi polovici leta deloma financiralo s posojili in je bilo tako spodbujeno z visoko kreditno aktivnostjo. Čeprav statistični podatki nakazujejo dokaj visoko rast plač, pa se celotni prejemki prebivalstva niso povečali v tolikšni meri, da bi se poraba gospodinjstev povečevala prekomerno.

...in ob krepki končni porabi

Tu je potrebno upoštevati občutno zmanjšanje ostalih prejemkov iz delovnega razmerja, do katerega je prišlo zaradi spremenjene davčne zakonodaje. Tudi povprečna rast trošenja države v prvih dveh četrletjih v višini 2,5% skoraj ni odstopala od napovedane rasti v višini 2,4%. Kljub temu pa se je tekoča dinamika pri obeh komponentah končne porabe v drugem četrletju precej pospešila glede na upočasnjeno dinamiko iz konca lanskega leta.

Okvir 2.1: Prehod na računanje BDP-ja v cenah preteklega leta in verižni indeksi

Septembra je Statistični urad Republike Slovenije objavil revidirane letne podatke v stalnih cenah o bruto domačem proizvodu (BDP) od leta 1995 naprej. Po novi metodologiji se agregati nacionalnih računov merijo na podlagi cen preteklega leta, kar pomeni spremembo dosedanjega obračuna, ki je temeljil na stalni letni bazi (doslej 1995 in 2000). Prehod na tako imenovan Lespeyres-ev verižni indeks trenutno uvajajo tudi druge članice EU v skladu z Uredbo komisije (ES) št. 98/715, številne druge države pa že uporabljajo podobne metode.

Spremembe v vrednosti ekonomskih agregatov se delijo na dva dejavnika: spremembe cen ter spremembe obsega. Za izračun obsega BDP je torej potrebno izločiti učinek, ki izhaja iz sprememb cen posameznih agregatov. To je bilo doslej storjeno tako, da se je določilo leto (t.i. bazno leto, običajno določeno za obdobje petih let), v čigar cenah so bili določeni obsegi agregatov v vseh ostalih letih. Pri tej metodi ostanejo uteži različnih komponent BDP, ki izhajajo iz relativnih cen, za celotno obdobje enake utežem baznega leta. Ta postopek torej ne odraža, da se relativne cene in s tem uteži komponent BDP dejansko spreminjajo.

Nova metodologija letnega veriženja zagotavlja, da se bazno leto spreminja z vsakim letom. Spremembe obsegov se tako računajo z uporabo relativnih cen (in uteži) preteklega leta. Po novi metodologiji se določi t.i. referenčno leto, ki je izhodiščna točka indeksa ali agregatov nacionalnih računov za vsa ostala obdobja. Za razliko od baznega leta izbira referenčnega leta nima večjega pomena, kar pomeni, da ga je mogoče spreminjati brez posledic za stopnje rasti realnega BDP.

Eden od bistvenih pojmov ekonomske teorije je substitucijski učinek, ki predpostavlja, da sorazmerna poraba proizvoda A naraste, če se relativna cena le-tega v primerjavi s produktom B zmanjšuje. Metoda fiksnega baznega leta tega ne

upoštevata, kar pomeni, da precenjuje vrednost tistih komponent, katerih relativne cene padajo. Če torej večji obsegi komponent tendenčno sovpadajo z nižjimi cenami le-teh, potem metoda fiksnega baznega leta precenjuje gospodarsko rast bolj kot se časovno odmikamo od baznega leta. Zaradi tega je potrebno bazno leto spreminjati čim pogosteje. Revidirani podatki rasti BDP sicer v večini držav EU ne povzročajo bistvenih odstopanj, vendar čedalje bolj dinamično mednarodno gospodarsko okolje in s tem povezana hitra nihanja relativnih cen utemljujejo metodološko spremembo tudi v Evropi. Od leta 2000 do 2004 se je v Sloveniji največje odstopanje pojavilo leta 2004, ko je rast BDP znašala 4,2 %, kar je za 0,4 odstotne točke nižje kot po metodi stalnih cen.

Največja težava, povezana z verižnim indeksom, je izguba seštevnost različnih komponent, v kolikor se tekoče leto razlikuje od referenčnega za več kot eno leto. Komponente BDP, izražene v cenah referenčnega leta, se namreč ne seštevajo v obseg BDP, izraženega v teh istih cenah. Sešteje se jih lahko šele po deflacioniranju vseh komponent, za kar je potrebno poznati tako BDP-deflator predhodnega leta, kakor tudi vrednost cenovnega indeksa predhodnega leta za vse komponente.

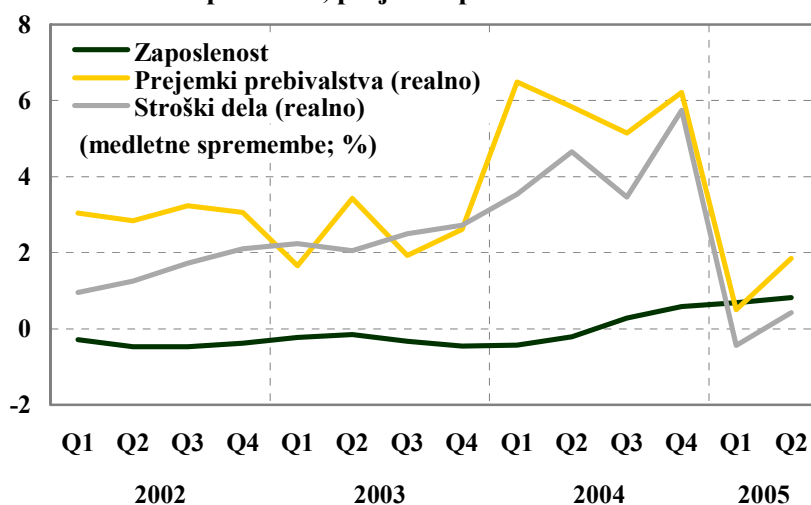
Pri uporabi verižnega indeksa lahko pride tudi do nedoslednosti kar zadeva veriženje četrletnih podatkov. Evropska komisija državam sicer ne predpisuje nobene specifične metode, ampak svetuje uporabo, ki temelji na povprečni ravni lanskim cen. Od treh možnih metod se je SURS odločil za t.i. "*annual overlap*" metodo, ki zagotavlja konsistenten izračun četrletnih stopenj rasti od drugega do četrtega četrletja, vendar rahlo popači rast prvega četrletja ter vseh stopenj letnih rasti med enim četrletjem in istim četrletjem leto kasneje. Možnost seštevanja četrletnih rasti v celoletno rast pa je z izbrano metodo zagotovljena tudi v bodoče.

Trg dela

Dogajanja na trgu dela so v veliki meri odražala gibanja gospodarske aktivnosti. Zaposlenost se je v prvi polovici leta po podatkih iz nacionalnih računov povečala za 0,8%, stroški dela na opravljeno uro pa so se realno povečali za 5,5%. Medtem ko je bila rast zaposlenosti zelo podobna našim napovedim za povprečje celega leta v višini 0,6%, je rast plač precej presegla naša pričakovanja, rast skupnih stroškov dela na zaposlenega pa je ostala dokaj nizka. Dokaj visoka rast zaposlenosti je bila predvsem posledica povečanega zaposlovanja v storitvenih dejavnostih. Gibanje zaposlenosti v osnovnih industrijskih dejavnostih, v katerih deluje največ pretežno izvoznih podjetij, je bilo, kljub hitri rasti izvoza, precej manj ugodno.

Ugodna gibanja na trgu dela...

Slika 2.6: Zaposlenost, prejemki prebivalstva in stroški dela



Vir: SURS; preračun ARC.

V storitvenih dejavnostih je zaposlenost v prvi polovici leta medletno najhitreje naraščala v dejavnosti nepremičnin, najema in poslovnih storitev za 6,3%, v finančnem posredništvu za 3,9% ter v gradbeništvu za 3,8%. Najbolj se je zaposlenost zmanjšala v rudarstvu, za 3,8%, ter v predelovalnih dejavnostih, za 1,8%. Medtem ko hitra rast zaposlenosti v storitvenih dejavnostih odraža predvsem ugodno gibanje dodane vrednosti, je krčenje zaposlenosti v predelovalnih dejavnostih posledica nadaljevanja strukturnih sprememb v gospodarstvu, ki so se letos še posebej odrazile v nekaterih delovno intenzivnih panogah.

...zaznamovana s povečanjem zaposlenosti...

Rast stroškov dela je v letošnjem letu kljub močnemu povečanju plač ostala dokaj nizka. Čeprav podatki iz različnih virov kažejo razmikajoča se gibanja komponent stroškov dela, se je rast skupnih stroškov dela na zaposlenega, ob izboljšanju dinamike gospodarske aktivnosti, celo zmanjšala. Kot taka deluje v smeri ohranjanja cenovne stabilnosti ter spodbudno vpliva na konkurenčnost podjetij. Stroški dela na zaposlenega, ki vključujejo bruto plače, ostale prejemke iz delovnega razmerja ter vse davke, ki niso vključeni v bruto plače, so se letos v prvi polovici leta v povprečju povišali za 4,4% oziroma realno za 2,0%. Ob tem so se povprečne bruto plače v povprečju prvih osmih mesecev povečale za 6,6% oziroma realno za 4,2%. Najhitreje so bruto plače v povprečju prvih osmih mesecev rasle v dejavnosti posredovanja in nepremičnin, realno 8,9% medletno, v dejavnosti oskrbe z elektriko, plinom in vodo, 7,2%, ter v trgovini, 7,1%. Neto plače so se povišale še bolj, in sicer za 8,1%, oziroma realno za 5,7%. Naša predhodna napoved je predpostavljala le 2,5% povečanje realne neto plače v povprečju leta 2005, pri čemer tekoča dinamika gibanja plač v začetku druge polovice leta kaže na ponovno ustalitev dokaj hitre rasti iz začetka leta.

...ter relativno umirjeno gibanje stroškov dela ob značilno raznolikem gibanju posameznih komponent

Okvir 2.2: Metodološke, davčne in strukturne spremembe ter plače in stroški dela v letu 2005

V letu 2005 je pričela veljati nova metodologija pri zbiranju podatkov o plačah, hkrati pa se v podatkih o gibanju plač oziroma komponent stroškov dela v letošnjem letu odražajo nekatere spremembe davčne zakonodaje ter strukturne spremembe v gospodarstvu.

Nova metodologija zbiranja podatkov o plačah pomeni prelom s staro časovno serijo, saj gre pri novi metodologiji poleg spremembe metodologije tudi za drugačen način zajetja podatkov in za drugačno statistično urejanje podatkov. V statistično raziskovanje o gibanju plač so po novem vključene tudi pravne osebe z eno ali dvema zaposlenima osebam v zasebnem sektorju, podatke o plačah od januarja letos zbira AJPEŠ, SURS pa jih nato statistično obdela. SURS je že objavil preračunane podatke o plačah pred letom 2005, zato se medletne stopnje rasti v letošnjem letu izračunavajo na podlagi podatkov, pridobljenih po novi metodologiji.

Spremembe na davčnem področju, ki so v letošnjem letu bistveno vplivale na različno smer gibanja posameznih komponent stroškov dela, so sprememba dohodnine, spremenjena obdavčitev avtorskih honorarjev ter učinkovito znižanje davka na izplačane plače. Razlika med rastjo bruto in neto plač je bila v preteklih letih zanemarljiva, v povprečju letošnjih osmih mesecev pa je znašala kar 1,5 odstotne točke. Velik del razlike v rasti bruto in neto plač v letošnjem letu lahko pripišemo spremembam na področju dohodnine, kjer je prišlo do povečanja splošne olajšave iz 11% povprečne bruto plače na približno 17% povprečne bruto

plače. Povečanje splošne dohodninske olajšave, uveljavljeno v začetku letošnjega leta, bo letos preko zmanjšane zneska akontacije dohodnine neposredno vplivalo na višjo rast neto plač v primerjavi z rastjo bruto plač. Spremenjena obdavčitev avtorskih honorarjev, v smislu povečane učinkovite obdavčitve z znižanjem deleža normiranih stroškov, je povzročila premik v strukturi prejemkov prebivalstva iz izplačil preko avtorskih honorarjev v izplačila preko plač. Tudi zato je bila v povprečju osmih mesecev letošnjega leta masa ostalih prejemkov iz delovnega razmerja medletno nižja za 5,8%, masa prejemkov v obliki plač se je v povprečju osmih mesecev medletno povečala za 8,6%, obe komponenti skupaj pa sta se povišali za 4,5% oziroma realno za 2,1%. Zvišana spodnja meja za obveznost plačevanja davka na izplačane plače s strani delodajalcev iz 130.000 SIT na 165.000 SIT v septembru 2004 pomeni zmanjšanje stroškov za delodajalce. Ocene kažejo, da bodo zaradi omenjene davčne spremembe delodajalci privarčevali 3,5 mrd v 2004 ter 6,5 mrd v 2005.

Ob strukturnih spremembah v gospodarstvu, zaradi katerih prihaja do zmanjševanja zaposlenih z najnižjimi plačami, se statistično povečujejo povprečne plače zaposlenih. Po naši oceni se je bruto plača letos samo zaradi zmanjšanja zaposlenosti v tekstilni in obutveni industriji, kjer so plače sicer na ravni okoli 60% povprečne bruto plače, povišala za skoraj 0,3%. V tem obsegu rast povprečne plače torej ne odraža rasti plač oziroma stroškov dela zaposlenih, temveč le spremembo v sestavi zaposlenosti.

Plačilna bilanca**Primanjkljaj tekočega računa v skladu s pričakovanji...**

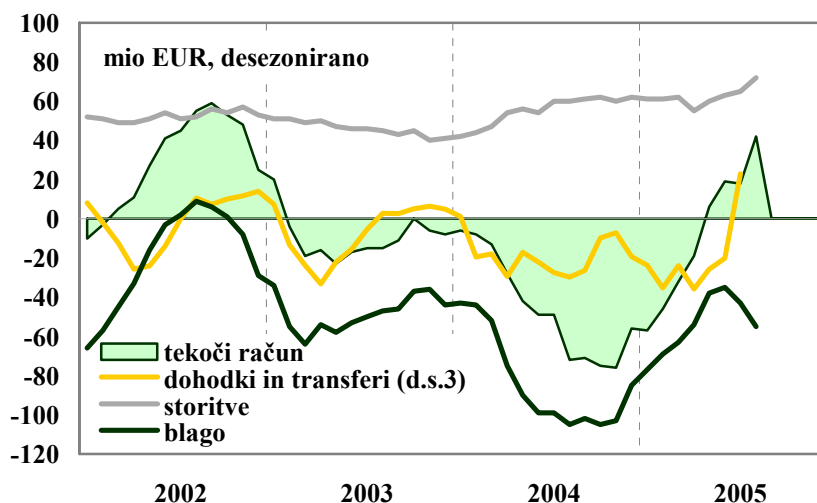
Podatki o gibanju tekočega računa kažejo, da je bil primanjkljaj v prvi polovici leta dokaj podoben napovedim. Kumulativno je primanjkljaj tekočega računa v enem letu do julija znašal 290 mio EUR, napovedani primanjkljaj za celo leto 2005 pa znaša 440 mio EUR.

...ob ugodni blagovni menjavi...

Najbolj je k zmanjšanju primanjkljaja tekočega računa v letošnjem letu prispevala blagovna menjava. Ob izboljšanju salda menjave blaga in storitev za 300 mio EUR, se je namreč saldo menjave blaga izboljšal za 250 mio EUR, saldo menjave storitev pa za 50 mio EUR. Izvoz blaga je rasel precej hitreje od pričakovanj, medtem ko se je uvoz blaga povečeval počasneje, kot smo predvidevali v predhodnih napovedih. Do hitre rasti izvoza blaga je prišlo kljub dokaj umirjeni konjunkturi v tujini, predvsem zaradi močnega pospeška izvoza avtomobilske industrije. Najhitreje je letos rasel izvoz blaga v Francijo, Italijo in Avstrijo, medtem ko se je izvoz blaga v ZDA zmanjšal. Čeprav je del uvoza blaga povezan z izvozom blaga in je torej del rasti uvoza – predvsem uvoz blaga za vmesno porabo, ki se uporabi v proizvodnji izdelkov z višjo dodano vrednostjo – pogojen s hitro rastjo izvoza, je bilo v letošnjem letu v primerjavi z

letom 2004 na uvozni strani precej manj enkratnih velikih poslov, ki bi prispevali k močnejšemu uvoznemu povpraševanju.

Slika 2.7: Komponente tekočega računa



Vir: SURS; preračun ARC.

V saldu dohodkov, tako tistih od dela kot tistih od kapitala, letos ni zaslediti bistvenih sprememb v primerjavi z lanskim letom. Tudi odstopanja od naših predhodnih napovedi so skoraj zanemarljiva. Nekoliko večja odstopanja se pojavljajo v saldu transferov, saj so bili le-ti v letošnjem letu nekoliko nižji tako od lanskih rezultatov kot od naših predhodnih napovedi. Največji del odstopanja na tem področju lahko pripišemo manjšemu obsegu uradnih transferov, predvsem tistih iz EU.

...ter večjih odhodkih v saldu transferov

Glede na opisano gibanje komponent domačega trošenja ter salda tekočega računa je v prvi polovici letošnjega leta k zapiranju varčevalno-investicijske vrzeli največ prispevalo povečano varčevanje zasebnega sektorja. Takšna ugotovitev velja kljub nekoliko večjim investicijam v primerjavi s povprečjem 2004. Ob tem se je varčevanje države zmanjšalo nekoliko manj kot njene investicije. Primanjkljaj države se je zato v prvi polovici leta nekoliko povečal in s tem negativno prispeval k varčevalno-investicijskemu saldu.

Povečano varčevanje zasebnega sektorja

Pogoji financiranja

Relativno močna gospodarska aktivnost ter povečan obseg tokov s tujino sta bili glavni značilnosti gospodarskih gibanj, ki so v letošnjem letu vplivali na pogoje financiranja narodnega gospodarstva. Predvsem zaradi povečanega zadolževanja zasebnega sektorja je bil v letošnjih sedmih mesecih neto finančni tok pozitiven na ravni okoli 3% BDP. Medtem ko je odliv preko neposrednih investicij v tujini v primerjavi z lanskim letom ostal skoraj nespremenjen, se je letos precej zmanjšal pritek iz naslova tujih neposrednih naložb v Sloveniji. Med najpomembnejšimi postavkami na odlivni strani finančnega računa plačilne bilance so bile letos naložbe rezidentov v tuje vrednostne papirje, k povečanju odlivov glede na leto 2004 pa je prispevalo tudi odplačilo evroobveznice s strani države.

Gospodarska aktivnost podprta z visokimi finančnimi pritoki...

Domači krediti so tudi letos naraščali relativno hitro, po medletnih stopnjah rasti blizu 20%, povečevalo pa se je tudi najemanje kreditov v tujini. Pri slednjih je v letošnjem letu v primerjavi z lanskim letom prišlo do premika iz neposrednega financiranja podjetij s posojili iz tujine v financiranje podjetij pretežno preko domačih deviznih posojil, ki jih podjetja najemajo pri poslovnih bankah. Hkrati je v letošnjem letu močno naraslo zadolževanje bank v tujini. Skupna rast

...ter visoko domačo kreditno aktivnostjo

domačih in tujih posojil je v povprečju osmih mesecev medletno znašala nekaj več kot 18%. Pri tem gre skoraj polovico celotnega toka pripisati domačim deviznim posojilom podjetjem, medtem ko je v povprečju leta 2004 delež povečanja deviznih posojil v celotnem toku posojil znašal le eno tretjino. V primerjavi z lanskim letom je obseg novo najetih posojil podjetij v tujini v vsoti sedmih mesecev ostal pretežno nespremenjen na ravni okoli 250 mio EUR, skoraj trikratno pa se je povečalo najemanje posojil v tujini s strani bank, s 350 mio EUR na 1.015 mio EUR. Med domačimi so dolgoročna posojila rasla precej hitreje kot kratkoročna, tako pri podjetjih kot pri prebivalstvu.

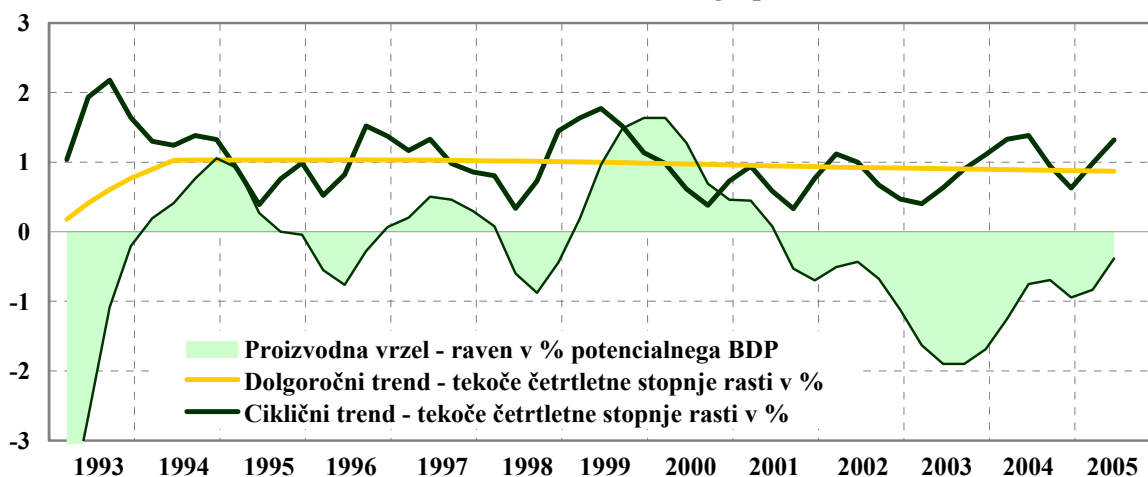
2.2 Dejavniki inflacije

Približevanje maastrichtskemu kriteriju se je nadaljevalo tudi v letu 2005

V prvem polletju 2005 je inflacija dosegla najnižjo raven, odkar jo merimo z indeksom cen življenjskih potrebščin. Inflacija je v obdobju od januarja do septembra v povprečju znašala le še 2,5% in se je glede na enako obdobje lanskega leta znižala za 1,2 odstotni točki. Približevanje maastrichtskemu kriteriju stabilnosti cen se je tako še naprej nadaljevalo, septembra pa smo ga presegali le še za 0,3 odstotne točke. Z znižanjem inflacije na 2,5% smo tudi na spodnjem robu območja, v katerem se bo zaradi procesa realne konvergence dosežena stopnja rasti cen ohranjala v daljšem obdobju.

K nizki inflaciji je v skladu s pričakovanji prispevalo makroekonomsko okolje, negativna proizvodna vrzel in omejena rast stroškov dela ter naravnost makroekonomskih politik. Učinke močnih protiinflacijskih dejavnikov so v večjem obsegu izničili neugodni dejavniki iz tujine, predvsem visoka rast cen nafte in ostalih energentov. Dodatni učinek lahko pripišemo učinkom konkurence na nekatere menjalne cene ob in po vstopu v EU. Posledično se je vrzel med objavljeno inflacijo in osnovno inflacijo še povečala. Raven cen življenjskih potrebščin brez vpliva davkov, energentov in hrane pa je bila septembra le za 0,5% višja kot lani.

Slika 2.8: Proizvodna vrzel in tekoča gospodarska rast



Vir: ocena ARC.

Negativna proizvodna vrzel delovala protiinflacijsko

Proizvodna vrzel ostaja še naprej negativna, čeprav se postopoma zapira. Dinamika gospodarske aktivnosti se je predvsem v drugem četrtletju močno pospešila, proizvodna vrzel se je zapirala, vendar še naprej ostaja negativna na ravni okrog 0,5% BDP. Agregatno povpraševanje tako v skladu z našimi pričakovanji še vedno zaostaja za ponudbenim potencialom, kar omejuje možnosti za dvigovanje cen.

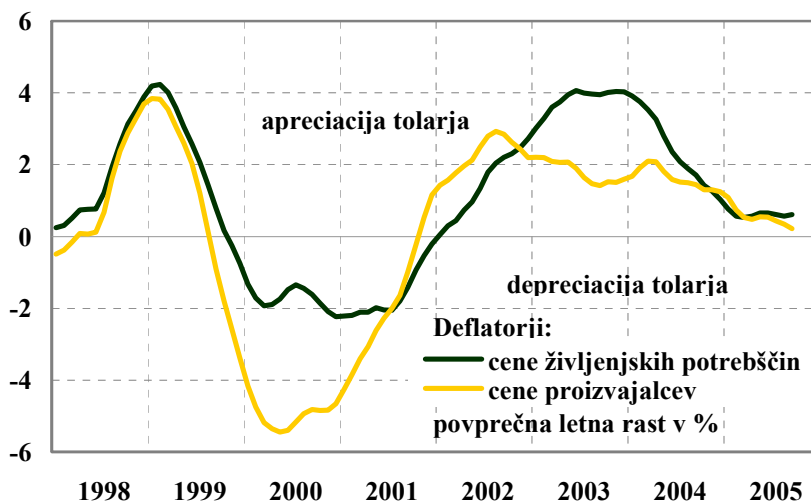
Na odsotnost inflacijskih pritiskov kažejo tudi indikatorji na ponudbeni strani. Kot ugotavljamo v prejšnjem poglavju, ostaja letos realna rast stroškov dela, kljub močnemu povečanju plač, dokaj nizka (realno 2,0%) in deluje v smeri ohranjanja cenovne stabilnosti. Nižja rast stroškov dela od produktivnosti dela omogoča proizvajalcem v konkurenčnem okolju, da svoje cene povišujejo v manjšem obsegu, kot bi jih sicer. Kljub hitrejši rasti bruto plač je ta v prvi polovici leta še naprej zaostajala za rastjo produktivnosti v večini gospodarskih panog. Hitrejša rast bruto plač od rasti produktivnosti je bila v pretežni meri značilna le za gospodarske panoge, ki so v manjši meri pod vplivom konkurence in imajo deloma monopolen oziroma oligopolen položaj. Kljub slednjemu pa letošnja hitrejša rast bruto plač deloma odraža tudi spremembe v davčni zakonodaji in metodoloških spremembah, ki so predstavljene v okvirju 2.2.

Realne rasti stroškov dela še naprej zaostaja za rastjo produktivnosti v večini gospodarski panog

Zmerna gibanja realnega tečaja domače valute, ki je v zadnjih letih blizu ravnotežni, zato ne povzročajo opaznih pritiskov na inflacijo ali poslabševanje konkurenčnosti. Realni efektivni tečaj merjen tako preko cen življenjskih potrebščin, kot tisti, merjen preko cen proizvajalcev, izkazuje upadanje stopnje realne apreciacije, predvsem zaradi nizke rasti domačih cen. Realna apreciacija tolarja v letih 2001 do 2003 je bila deloma posledica apreciacije evra glede na dolar, deloma pa posledica učinkov, povezanih z razliko v produktivnosti med menjalnim in nemenjalnim sektorjem, t.i. Balassa-Samuelson učinkom. Ta učinek, ocenjen na 1 do 1,5 odstotne točke inflacije letno, ob sedanji trendni rasti produktivnosti, predstavlja stopnjo apreciacije, ki je skladna z dohitevanjem ravni cen v razvitejših državah in ne povzroča zmanjševanja konkurenčnosti. Večja realna apreciacija pomeni za izvozna podjetja poslabšanje konkurenčnosti in potrebo po delni prodaji odvečnega blaga na domačem trgu, kjer prihaja zaradi presežne ponudbe do dodatnega pritiska na znižanje domačih cen in posledično nižje inflacije. Obratno povzroča deprecijacija domače valute porast konkurenčnosti in pritiske na dvigovanje inflacije. Odstopanja od ravnotežne apreciacije so v zadnjih letih izredno majhna. To nakazuje, skupaj z zunanjim ravnoesjem, da je realni (in nominalni) tečaj tolarja uravnotežen.

Uravnotežen realni tečaj tolarja ni vplival na konkurenčnost ali inflacijo

Slika 2.9: Realni efektivni tečaj



Vir: ocena ARC.

Dejavniki iz mednarodnega okolja so podobno kot v preteklih letih tudi letos povzročali največ pritiskov na povišanje cen. Poleg visoke rasti cen nafte, ki se je samo letos zvišala za okrog 62%, je letos porasel še tečaj ameriškega dolarja za okrog 12%, ki je v preteklih letih, predvsem pa lani blažil učinke hitrejši rasti cen nafte na svetovnem trgu. Izredno visoka rast cen energentov predstavlja več kot polovico celotne inflacije in bo najverjetneje prehodne narave. Avgusta je bila medletna stopnja inflacije, brez učinka naftnih derivatov in merjena s HICP, četrta najnižja med državami EU. Bistveno bolj ugoden glede inflacije pa je bil

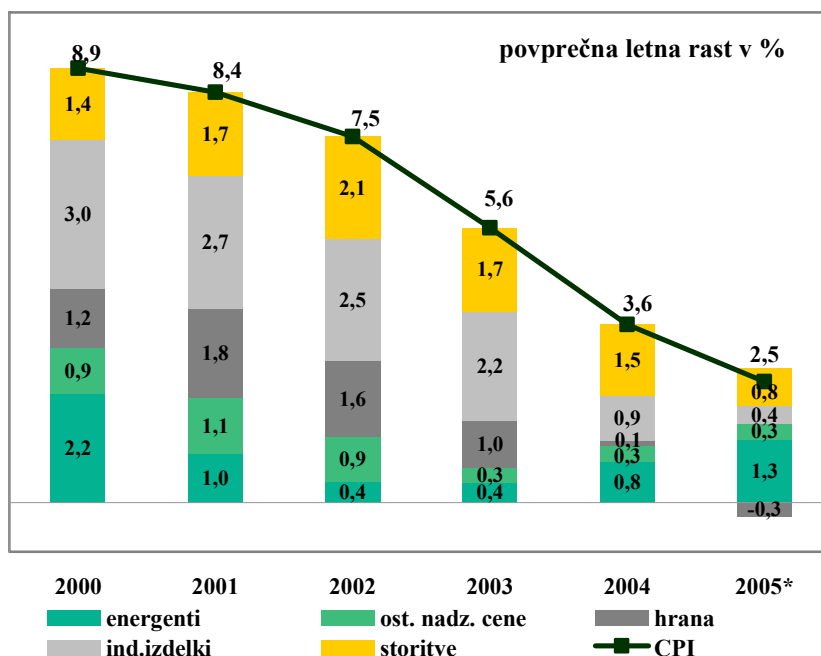
Neugodni dejavniki mednarodnega okolja letos povzročili največ inflacijskih pritiskov

letos dejavnik tuje konkurence, ki je še okrepil nekatera ugodna gibanja iz lanskega leta, predvsem pri prehrabnih izdelkih, dodatno pa še pri tekstilnih izdelkih in obutvi.

Spremembe strukture inflacije odražajo le začasne učinke

Spremembe v strukturi inflacije odražajo v pretežni meri začasne učinke znotraj posameznih skupin cen. Letos je počasnejša rast prostih cen več kot nadomestila hitrejšo rast cen energentov. Prispevek rasti prostih cen k skupni inflaciji se je več kot razpolovil. Rast cen hrane se je letos še dodatno znižala in je bila v povprečju devetih mesecev negativna, kar je znižalo povprečno inflacijo za okrog 0,3 odstotne točke. Na nižjo inflacijo je dodatno vplivala še počasnejša rast cen ostalega blaga, katerih prispevek je letos manjši za okrog 0,5 odstotne točke. K temu je največ prispevala počasnejša rast cen obleke in obutve, ki je bila posledica presežne ponudbe, predvsem cenejšega kitajskega tekstila. Upočasnjeni rasti cen blaga je sledila tudi počasnejša rast cen storitev, katerih prispevek se je znižal z 1,5 na 0,8 odstotne točke. Za razliko od počasnejše rasti cen počitnic v paketu, ki so bile še posebej letos pod vplivom začasnih dejavnikov, je počasnejša rast cen ostalih storitev verjetno bolj vzdržne narave in v skladu z makroekonomskim okoljem.

Slika 2.10: Struktura inflacije – prispevki komponent



Opomba: * Povprečna rast treh četrtletij 2005.

Vir: SURS, preračun ARC.

Visoka rast cen naftnih derivatov tudi letos zasenčila rast ostalih cen

Rast cen naftnih derivatov je bila najmočnejši dejavnik rasti nadzorovanih cen. Naftni derivati so se v zadnjem letu do septembra podražili v povprečju za okrog 25%, pri čemer se je najmanj podražil 95 oktanski bencin, za okrog 20%, največ pa kurilno olje, za okrog 38%. Podobno kot v prejšnjih dveh letih je Vlada RS tudi letos blažila učinke znotraj mesečnih nihanj s prilagajanjem trošarin na naftne derivate. Takšna politika se je v zadnjih dveh letih izkazala za uspešno pri blaženju nihanj, pri tem pa ni zadrževala tendenčne rasti cen naftnih derivatov, ki jo je narekoval svetovni trg. Kljub temu pa od avgusta 2005, ko je prišlo do ponovnega visokega dviga cen nafte na svetovnem trgu, prilagajanje trošarin ni bilo več možno, saj se je raven trošarin pri vseh derivatih znižala na minimumu še dovoljenih, ki ga določa evropska direktiva. Poleg tega je bil prenos rasti tujih cen nafte v domače manjši zaradi deleža davkov v maloprodajni ceni, ki je v Sloveniji okrog 53%, medtem ko je ta v ZDA le 20%.

Tabela 2.1: Prenos tujih cen naftnih derivatov v domače cene

Medletna rast v % (sep.05/sep.04)	NMB95	NMB98	dizel - D2	kurilno olje
Tuže cene naftnih derivatov v USD	58,7	62,5	51,3	53,0
Devizni tečaj (SIT/USD)	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Tuže cene naftnih derivatov v SIT	57,5	61,2	50,2	51,8
Domače cene naftnih derivatov v SIT	19,5	21,8	24,0	38,0
Učinek prenosa tujih cen na domače cene ¹	34%	36%	48%	73%

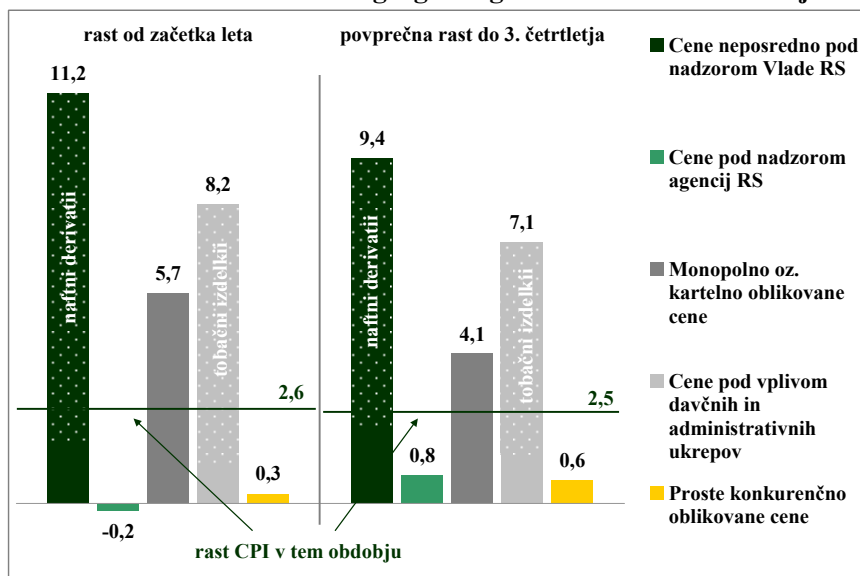
Opomba: ¹ Izračun učinka: domače cene v SIT / tuže cene v SIT.

Vir: ocena ARC.

Usklajevanje trošarin na tobak, zaradi zahtev evropske direktive, je podobno kot v preteklih letih tudi letos zviševalo inflacijo. Rast cen tobakčnih izdelkov je letos do septembra glede na enako obdobje lani v povprečju znašala 7,5% in je zvišala inflacijo za dobri 0,2 odstotni točki. Januarska in julijska podražitev sta bili posledica dviga trošarin v skladu z Zakonom o trošarinah, ki predvideva do leta 2008 še tri zvišanja. Kljub temu, da je zakon sprejela Vlada RS, predstavlja Zakon o trošarinah (vsaj v tem delu) implementacijo evropskih direktiv, ki določajo usklajevanje na minimalno raven trošarin do leta 2008. Čeprav vnaša postopno usklajevanje trošarin v inflacijo določeno mero vztrajnosti na eni strani, na drugi strani zmanjšuje potrebo po enkratnih dvigih cen v prihodnje.

Dvig trošarin nujen za usklajitev njihove ravni z evropsko direktivo

Slika 2.11: Rast censkih agregatov glede na način oblikovanja

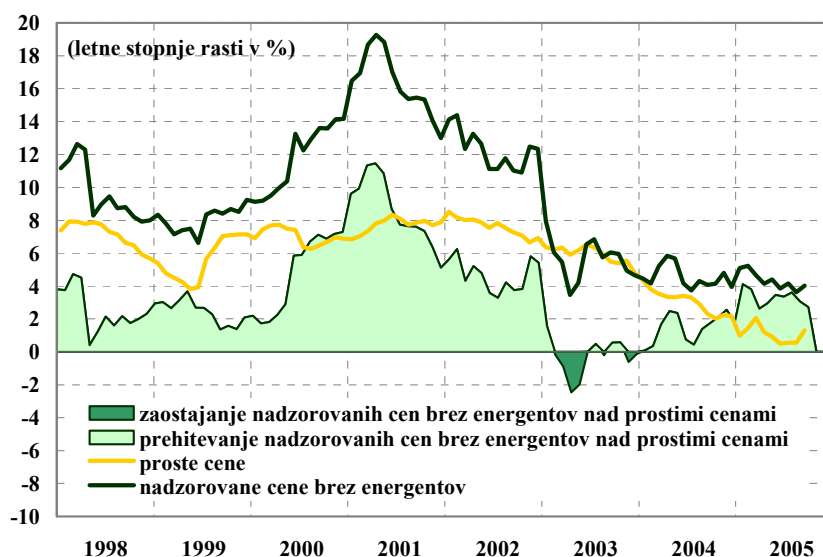


Vir: ARC.

Podobno kot v 2004 so tudi v 2005 nadzorovane cene, brez energentov, presegale rast prostih cen. V zadnjem letu do septembra se je tako razmik povečal na okrog 3,0 odstotne točke. Razlog za tako velik razmik je predvsem v hitrejšem upočasnjevanju rasti prostih cen, kateremu rast nadzorovanih cen brez energentov ni sledila. Po relativno visokih rasteh nadzorovanih cen brez energentov v letih 1998 – 2002 je bila njihova rast na ravni prostih cen le v letu 2003, kasneje pa se je ustalila na ravni okrog 4%, kljub temu, da je rast prostih cen še naprej zniževala.

Rast nadzorovanih cen, brez energentov, ponovno presegala rast prostih cen

Slika 2.12: Gibanje nadzorovanih cen

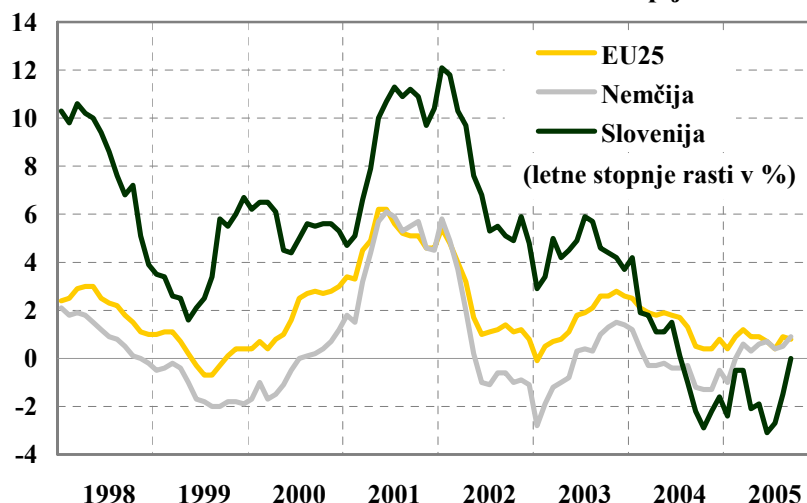


Vir: ARC.

Rast prostih cen pod pretežnim vplivom začasnih dejavnikov

Rast prostih cen je bila letos nizka, kar je deloma tudi posledica nekaterih začasnih učinkov pri cenah hrane ter obleke in obutve. Glede na lanskoletno pocenitev hrane, ki je bila predvsem enkratne narave in posledica prilagajanja ravni cen po vstopu Slovenije v EU in odpravi carin, je bil letošnji dvig medletnih stopenj rasti, ki so se zgodile septembra in se bodo najverjetneje nadaljevale tudi proti koncu leta, pričakovan. Primerjava rasti cen hrane v Sloveniji in v EU kaže, da je bila rast cen hrane v Sloveniji v preteklih letih vedno nad tisto v EU in da je šele v zadnjem letu po odpravi carin na prehranske izdelke prišlo do umiritve njihovih cen. Kljub zgodovinsko hitrejši rasti lahko v prihodnje zaradi povečane konkurence pričakujemo skladnejšo rast cen hrane v Sloveniji in v EU. Čeprav je konkurenca obstajala tudi pred ukinitvijo carin, se je z njihovo odpravo ta še povečala, saj se je znižala raven cen podjetij, ki so predhodno lahko v večji meri izkoriščala svoj položaj na domačem trgu.

Slika 2.13: Cene hrane in brezalkoholnih pijač



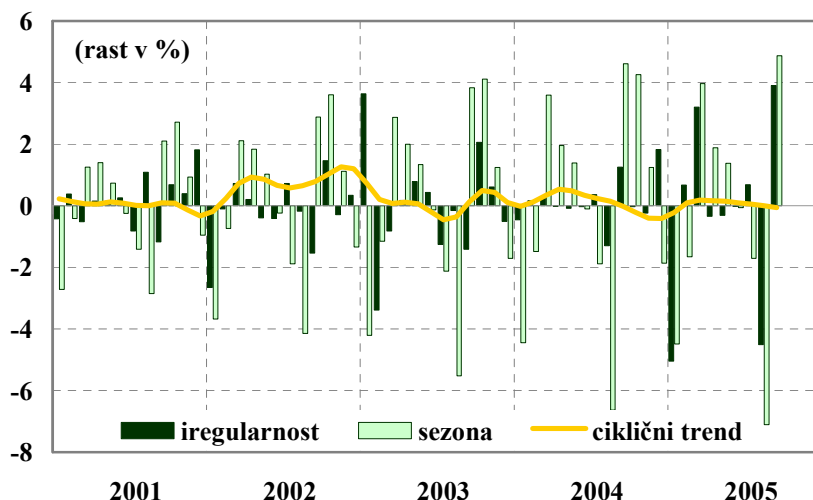
Vir: ARC.

Konkurenca s Kitajske pocenila obleko in obutev

Podobne enkratne učinke na cene smo imeli letos pri obleki in obutvi, ki se je v povprečju do septembra pocenila za okrog 0,9%. To pocenitev v pretežni meri pripisujemo povečani konkurenci na trgu EU po sprostitvi uvoza tekstilnih izdelkov s Kitajske v začetku leta, deloma pa tudi statističnim učinkom zaradi

premika v sezonah med posameznimi meseci. Oba učinka lahko zaznamo preko posameznih komponent desezoniranja. Vpliv povečane konkurence zaradi povečanega uvoza s Kitajske je viden v relativno počasni rasti tekoče trendne komponente, medtem ko je premik sezon opazen pri iregularni komponenti. S premikom datuma začetka zimskih razprodaj so te po novem zajete že v januarju, prav tako pa povečana konkurenca sili trgovce v predčasne nabave novih kolekcij, kar se je zgodilo marca in septembra. Dodatno pa presežna ponudba blaga vpliva na povečan obseg in višino razprodaj, kar je bilo letos značilno za avgust. Kljub temu, da gre letos pri obleki in obutvi za prehodne učinke na raven cen, bodo najverjetneje obratni učinki počasnejši in v veliki meri odvisni od zunanjetrgovinske politike EU do Kitajske.

Slika 2.14: Cene obleke in obutve

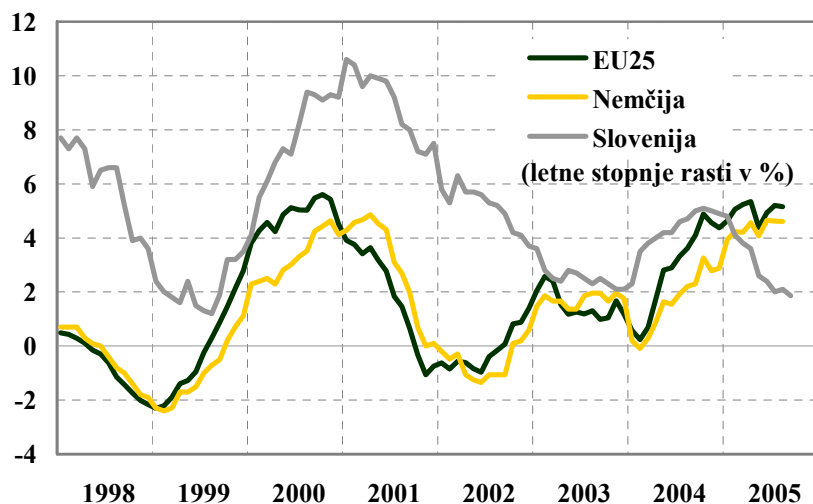


Vir: SURS, preračun ARC (desezonirano z metodo X12).

Rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih se je po lanski hitri rasti letos umirila in postala ponovno skladnejša z inflacijo. Po začasnem lanskoletnem dvigu medletnih stopenj rasti cen proizvajalcev so se te letos ponovno znižale na že doseženo raven iz leta 2003, okrog 2,0%. Lanskoletna pospešena rast cen industrijskih proizvodov domačih proizvajalcev je bila prehodna in v pretežni meri posledica hitrejše rasti cen industrijskih proizvodov v tujini, delno pa tudi zaradi nizke osnove iz predpreteklega leta. Primerjava gibanja rasti cen industrijskih proizvodov z rastjo cen v EU in v Nemčiji v zadnjih dveh letih kaže na konvergenco ravni cen teh proizvodov. Zgodovinsko višja medletna rast v

Rast cen proizvajalcev se umirja na ravni 2,0%

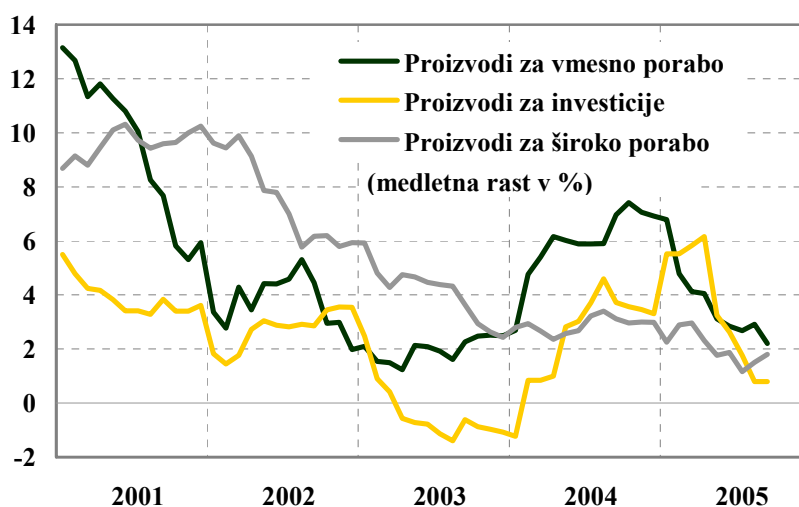
Slika 2.15: Primerjava cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih



Vir: Eurostat.

Sloveniji je zato v pretežni meri pogojena s postopnim dohitevanjem ravni teh cen v EU. Čeprav je letos rast cen proizvajalcev v EU bistveno hitrejša od domače, je to pretežno posledica hitrejši rasti cen energentov v EU (19% medletno) oziroma počasnejše rasti teh cen pri nas (1,6% medletno). Gibanje cen ostalih proizvodov za vmesno porabo, proizvodov za investicije ter proizvodov za končno potrošnjo je namreč tako v Sloveniji kot v EU skladno tudi v letošnjem letu. Počasnejša rast cen energentov v Sloveniji bi lahko odražala liberalizacijo trga električne energije in prilagajanje ravni cen povprečju EU. Zadnji podatki namreč kažejo, da je tako proizvodnja kot poraba električne energije v pričakovanih okvirih in da se nista odmaknili od povprečij, julija pa je bila Slovenija celo neto izvoznik elektrike. Poslovanje v sektorju energetike je nemoteno, kljub počasnejši rasti njihovih cen.

Slika 2.16: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih



Vir: SURS, preračun ARC.

Umirjanje rasti cen proizvajalcev posledica umirjanja rasti teh cen v vseh podskupinah

Gibanje posameznih skupin cen proizvajalcev nakazuje na vzdržno zniževanje agregata cen proizvajalcev na raven 2,0%. Konkurenca na strani končne potrošnje zadržuje hitrejši prenos rasti cen vmesnih proizvodov v rast cen proizvodov za široko potrošnjo in posledično v rast cen življenjskih potrebščin. Rast cen proizvajalcev za široko potrošnjo se tako že vse od konca 2003 giblje na ravni med 2,0% in 3,0%, letos pa se je znižala celo pod 2,0%. Umirjeno gibanje teh cen kaže še dodatno odsotnost inflacijskih pritiskov s strani proizvajalcev. To potrjuje tudi rast cen proizvodov za vmesno porabo, ki se je po začasnem zvišanju zaradi lanskoletnega enkratnega dviga cen kovin letos ponovno znižala na raven 2,0%. Prav tako se je znižala tudi rast cen proizvodov za investicije, ki se po izredno nizki rasti v 2003 in malo višji rasti v začetku letošnjega leta ponovno vrača na bolj vzdržno raven.

3 VODENJE DENARNE POLITIKE

Denarna politika je vodena v skladu z uvedbo evra v začetku leta 2007 kot cilja Banke Slovenije in Vlade RS, na podlagi skupnega Programa vstopa v ERM II in prevzema evra¹. Banka Slovenije zato s svojo denarno in tečajno politiko v okviru omejitev, ki jih prinaša sodelovanje v ERM II, ustvarja pogoje, ki bodo omogočali sodelovanje v ERM II najkrajše možno obdobje. Temeljni cilj denarne politike je stabilnost cen. Ker je gibanje inflacije stabilno in na nizki ravni ter so denarna in makroekonomska gibanja v skladu z napovedmi, je naravnost denarne politike ostala nespremenjena.

Glavna usmeritev Banke Slovenije in Vlade RS je uvedba evra v začetku leta 2007

3.1 Denarna politika in makroekonomska gibanja

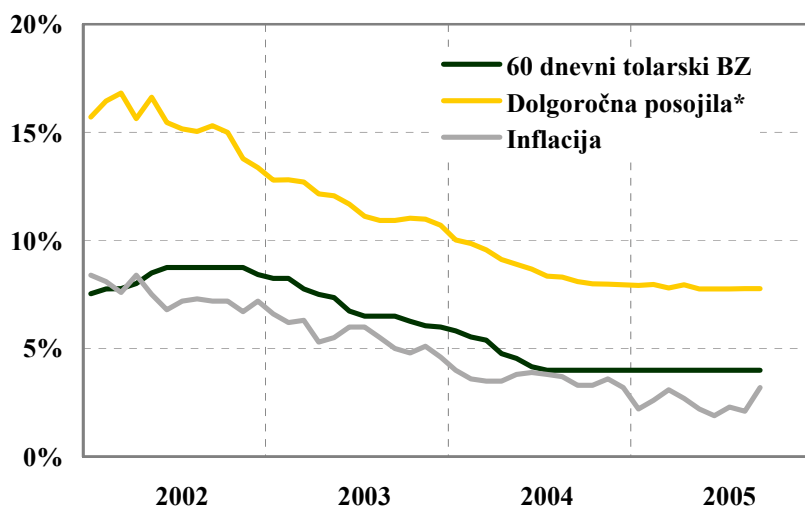
Slovenija je 28. junija 2004 vstopila v mehanizem deviznih tečajev ERM II, kar je eden od pogojev za uvedbo evra. V dogovoru s pristojnimi evropskimi institucijami je bila ob vstopu določena centralna pariteta, ki znaša 239,640 SIT za 1 EUR. Tečaj evra lahko niha okoli centralne paritete v razponu 15%.

Vstop v ERM II kot eden izmed pogojev za uvedbo evra

Banka Slovenije je v okviru omejitev, ki jih prinaša bivanje v ERM II, ohranjala obrestne mere na čim višji ravni, ki še ohranja stabilnost deviznega tečaja. S tem je Banka Slovenije skušala preprečevati inflacijske pritiske, ki bi jih lahko sprožalo pretirano kreditiranje oziroma trošenje. Medletna stopnja inflacija se je znižala od 3,6% v tretjem četrtletju 2004 na 2,5% v tretjem četrtletju 2005, nominalne obrestne mere Banke Slovenije pa so ostale nespremenjene.

Banka Slovenije v okviru omejitev ohranja čim višje realne obrestne mere...

Slika 3.1: Vzdrževanje realnih obrestnih mer



* Dolgoročna posojila podjetjem za osnovna sredstva. Do oktobra 2002 vključena tudi posojila s klavzulo TOM, od novembra 2002 pa le tista z nominalno obrestno mero.

Vir: Banka Slovenije.

Banka Slovenije z zadrževanjem obrestnih mer na čim višji ravni spodbuja varčevanje in omejuje trošenje. Vpliv na trošenje deluje tako prek kreditnih kot depozitnih obrestnih mer. Višje kreditne obrestne mere zmanjšujejo povpraševanje po kreditih in širokem denarju, višje depozitne obrestne mere pa

...ter s tem spodbuja varčevanje in omejuje trošenje

¹ Glej Program vstopa v ERM2 in prevzem evra (november 2003), http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/ERM2%20_BS_Vlada_200311.pdf

povečujejo bančne vezane vloge, povečujejo ročnost vlog in zmanjšujejo transakcijski denar, vse to pa omejuje trošenje.

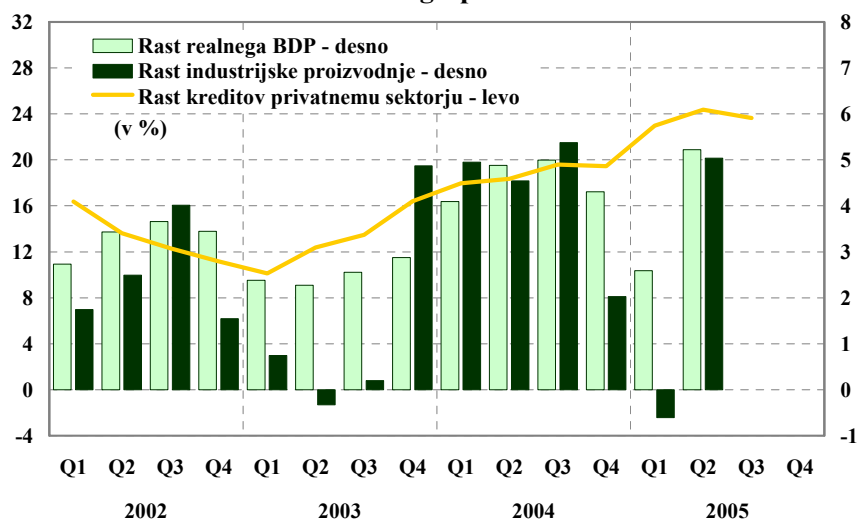
Zmanjšani vpliv denarne politike

Kljub procesu evroizacije in razmeram prostega pretoka kapitala je tolarški del bilance bank še vedno tolikšen, da tolarške obrestne mere vplivajo na trošenje. Devizni del bilanc bank se sicer povečuje. Delež deviznih kreditov v vseh kreditih se je povečal od 25% septembra 2004 na 33% septembra 2005. V istem obdobju je sicer delež deviznih vlog v širokem denarju ostal nespremenjen na ravni okoli 31%, a se je delež deviznih vlog in posojil iz tujine v bilančni vsoti bank povečal z 19% na 27%. K zadrževanju procesa evroizacije in s tem večjemu vplivu tolarških obrestnih mer na trošenje prispevajo stroški konverzije in plačilni promet.

Zmožnost ohranjanja razlik med domačimi in tujimi obrestnimi merami zaradi sicer nizkega tečajnega tveganja in stroškov pridobivanja tolarške likvidnosti

Razlika med obrestnimi merami v Sloveniji in obrestnimi merami v evroobmočju je vzdržna zaradi sicer nizkega tveganja kratkoročnih tečajnih nihanj in stroškov pridobivanja tolarške likvidnosti preko deviznega swapa. Dodatno pa je potrebno upoštevati možnosti naložb v državah, v katerih so kljub stabilnemu deviznemu tečaju obrestne mere višje kot v Sloveniji. Četudi je tečaj tolarja stabilen, je kratkoročno nihanje okoli centralne paritete tudi zelo omejeno in vir za določeno tveganje pri investiranju v vrednostne papirje kratkih ročnosti, kot so TBZ BS. Devizni swap je glavni instrument za pridobivanje kratkoročne tolarške likvidnosti za banke, cena za konverzijo deviz v tolarje pa znaša trenutno 1,5%. Višje obrestne mere v razmerah stabilnega deviznega tečaja in prostega pretoka kapitala bi lahko povzročile finančne pritoke, kar naj bi vplivalo na apreciacijo domače valute ali zahtevalo ponovno znižanje obrestnih mer. Zmerni neto finančni tok v Slovenijo kaže, da so obrestne mere v nekaterih primerljivih državah, ob danem tečajnem tveganju, višje in so zato te države privlačnejše za kapital. Ti elementi omogočajo Banki Slovenije nekaj manevrskega prostora pri vodenju denarne politike in določeno odstopanje kratkoročnih obrestnih mer BS od obrestnih mer ECB. Le-to torej odraža trenutne potrebe vplivanja na makroekonomska gibanja, zgolj vzdrževanje tečajne stabilnosti pa bi Banka Slovenije lahko dosegala tudi z obrestnimi merami, ki bi bile bližje obrestnim meram ECB.

Slika 3.2: Krediti in gospodarska aktivnost



Vir: Banka Slovenije.

Povečana kreditna aktivnost je predvsem posledica močnejše gospodarske aktivnosti

Povečana kreditna aktivnost je v veliki meri povezana z močnejšo gospodarsko aktivnostjo.² Kot je razvidno s slike 3.2, je rast realnega BDP v letu 2004 vseskozi presegala 4% medletno. V začetku leta 2005 se je rast realnega BDP prehodno medletno zmanjšala na 2,7% in nato v drugem četrtletju presegla 5%. Podobno, a nekoliko bolj volatilno je tudi gibanje obsega industrijske

² Glej Okvir 3.1: Dejavniki povečane kreditne aktivnosti.

proizvodnje. Medletna stopnja rasti kreditov privatnemu sektorju se postopoma krepi od začetka leta 2003. V prvem četrtletju 2003 je znašala 10,1%, v tretjem četrtletju 2004 pa že 19,6%. Kratkemu zastoju ob koncu leta 2004 je sledil porast v začetku leta 2005 na raven preko 23% medletno. Na tej ravni se rast kreditiranja privatnega sektorja ohranja tudi do septembra.

Okvir 3.1: Dejavniki povečane kreditne aktivnosti

Bančno kreditiranje se od začetka leta 2003 postopoma krepi. Medletna stopnja rasti kreditov privatnemu sektorju je bila še v začetku leta 2003 pod 10%, v letu 2005 pa že skoraj dosega 25%, kar presega rekordne rasti iz leta 1999. Skladno s tem se povečuje globina finančnega posredovanja, delež kreditov privatnemu sektorju glede na BDP je konec leta 2002 znašal okoli 40%, v sredini leta 2005 pa že presega 53%.

Globina finančnega posredništva, merjena z deležem kreditov privatnemu sektorju glede na BDP, je v Sloveniji relativno nizka. Globina finančnega posredništva je v veliki meri povezana z ekonomsko razvitostjo. Zato je globina finančnega posredništva veliko manjša v novih članicah EU kot v EU 15. BDP na prebivalca po kupni moči v novih članicah EU v povprečju dosega polovico tistega v EU 15, prav tako kot delež kreditov privatnemu sektorju glede na BDP. Razmerje med krediti privatnemu sektorju in BDP v novih članicah znaša v povprečju okoli 50%, v EU 15 pa presega 100%. V letu 2004 je Slovenija po BDP na prebivalca po kupni moči dosegala 78% povprečja EU 25 in je bila po tem kazalcu med novimi članicami EU takoj za Ciprom (82%). Delež kreditov privatnemu sektorju v BDP je v Sloveniji večji od tistega v Litvi, na Poljskem, na Slovaškem in na Češkem, nižji pa od tistega na Malti, na Cipru in v Estoniji ter podoben kot na Madžarskem in v Latviji.

Dinamika kreditiranja je v Sloveniji v zadnjem obdobju visoka.¹ Povprečna medletna realna rast kreditov je bila od leta 2000 do konca leta 2003 nižja od 10%, od tedaj pa presega 10% in znaša trenutno 15,7% (pri kreditih privatnemu sektorju 21,2%). Od leta 2000 do 2003 je bila rast realnih kreditov med dva in trikrat večja od rasti realnega BDP, od leta 2004 naprej pa že presega trikratnik rasti realnega BDP.

Deloma visoko rast kreditov lahko pripišemo procesu poglobljanja finančnega posredništva zaradi dohitevanja ekonomske razvitosti razvitejših članic EU in konvergenci obrestnih mer.² Dinamika kreditiranja je močna tako pri kreditiranju gospodinjstev kot pri kreditiranju gospodarstva. Stanje kreditov gospodinjstev se je v letu 2003 povečalo za 66,4 mrd SIT, v letu 2004 za 136,0 mrd SIT in v letu 2005 do avgusta za 127,6

mrd SIT. Glavni razlogi za povečano kreditiranje gospodinjstev so:

- Relativno močna rast zasebne potrošnje in postopna konvergenca obrestnih mer. Rast zasebne potrošnje je v letu 2002 znašala le 1,3%, od sredine leta 2003 presega 3%, v drugem četrtletju 2005 pa že presega 4%. Deklarirane nominalne obrestne mere za kratkoročna potrošniška posojila prebivalstvu so še v letu 2002 znašale preko 12% in so se do konca leta 2004 znižale pod 8% in na tej ravni ostale v letu 2005.
- Črpanje stanovanjskih kreditov na osnovi Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme (NSVS). V letih 2004 in 2005 sta zapadli dve generaciji NSVS, kar se je odrazilo v povečanem stanovanjskem in potrošniškem kreditiranju.³ Povečanje stanovanjskih kreditov je še v letu 2003 znašalo nekaj nad 30 mrd SIT, v obdobju od drugega polletja 2004 do prvega polletja 2005 pa je povečanje stanovanjskih posojil znašalo že preko 70 mrd SIT.
- Konkurenca na trgu kreditov se je povečala, omejitve pri deviznem kreditiranju so bile odpravljene, postopki najema posojil so se poenostavili, stroški pa zmanjšali.
- Relativno nizka stopnja zadolženosti. Stopnja zadolženosti, merjena s krediti gospodinjstvom glede na mesečne prejeme, se je v zadnjih dveh letih povečala z 2,8 na 3,2, a je še vedno nizka glede na razvite države.
- Povečana kreditna aktivnost se ne odraža nujno v povečanem domačem trošenju. Zniževanje obrestnih mer sicer omogoča povečano zadolževanje, a so tako pridobljena sredstva v veliki meri porabljena za prerazporejanje že obstoječega imetja, predvsem nepremičnin. Del teh sredstev se zato pojavi kot varčevanje, kar pa se v večji meri zaradi nizkih obrestnih mer odraža v povečanih naložbah v alternativne oblike varčevanja, predvsem v vzajemne sklade. Le-ti del svojega premoženja, zaradi želje po diversifikaciji tveganj, vlagajo v tujino.

Dodatno se del teh sredstev potroši tudi za nakup nepremičnin v tujini.

Stanje kreditov gospodarstvu se je v letu 2003 povečalo za 279,1 mrd SIT, v letu 2004 za 375,3 mrd SIT in v letu 2005 do avgusta za 296,6 mrd SIT. Glavni razlogi za takšno povečanje so:

- Močna gospodarska aktivnost. Rast realnega BDP je v letu 2003 znašala 2,7%, v letu 2004 4,2% in na tej ravni ostaja tudi v letu 2005.
- Gospodarstvo nadomešča tuje vire z domačimi viri financiranja, kar je deloma posledica konvergence obrestnih mer. Delež tujega v skupnem financiranju gospodarstva je v letih 2003 in 2004 znašal nekaj nad 30%, v letu 2005 do julija pa znaša manj kot 20%. Ob relativno nespremenjenih obrestnih merah

za kredite v tujini v zadnjih dveh letih so se nominalne obrestne mere domačih kreditov zmanjšale. Deklarirana nominalna obrestna mera za dolgoročne kredite gospodarstvu je v letu 2003 znašala 12,6%, konec leta 2004 8,5%, v sredini leta 2005 pa 6,5%.

¹ Honohan (1997) smatra realno kreditno rast preko 10% letno za kreditni "boom". Po Capriu in Klingebielu (1996) je normalna rast realnega kredita med enkrat do dvakrat večja od rasti realnega BDP.

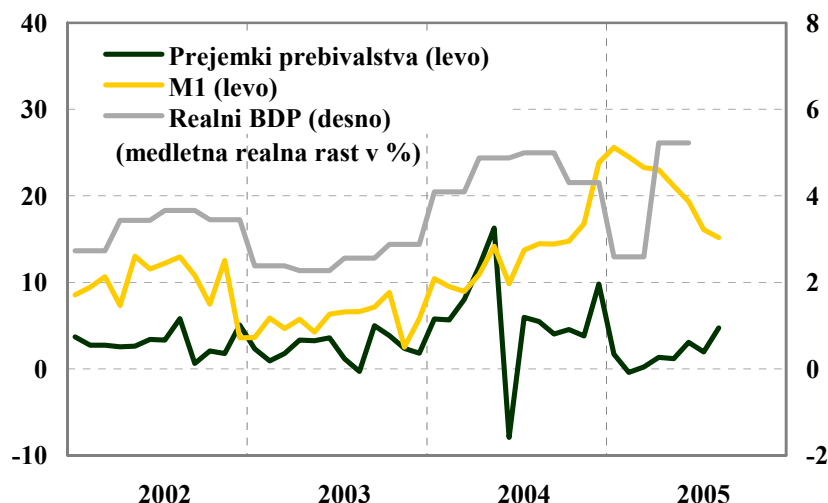
² Razlogi za močno kreditiranje v Sloveniji in v nekaterih novih članicah EU so bili podrobneje analizirani tudi v prispevku Mednarodnega denarnega sklada: A credit boom without a demand boom (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2005/cr05254.pdf>)

³ V času varčevanja v NSVS so se pogoji najemanja kreditov bistveno izboljšali in se zato večina varčevalcev v NSVS ni odločila za najetje stanovanjskih kreditov na osnovi NSVS, ampak za "običajni" stanovanjski ali celo potrošniški kredit.

Zmanjševanje rasti denarnega agregata M1

Gibanje denarnega agregata M1 je v skladu z gibanjem gospodarske aktivnosti in prejemkov prebivalstva. Kot je razvidno iz slike 3.3, lahko hitro rast denarnega agregata M1 v letu 2004 pripišemo okrevanju gospodarske aktivnosti. V začetku leta 2003 je bila medletna rast realnega BDP nižja od 2,5% in se je nato postopoma povečevala ter dosegla 4,3% ob koncu leta 2004. V istem obdobju se je realna medletna stopnja rasti denarnega agregata M1 povečala z nekaj manj kot 4% na skoraj 25%. Velik porast M1 ob koncu leta 2004 in začetku leta 2005 lahko pripišemo dokaj visokim prejemkom prebivalstva, ki so bili predvsem posledica večjih dodatkov k plačam, kot so regresi, trinajste plače in ostali prejemki. Rast M1 se v letošnjem letu zmanjšuje, kar je posledica nekoliko nižje gospodarske rasti v prvem četrtletju in je v skladu z normalizacijo visoke rasti prejemkov prebivalstva.

Slika 3.3: Denarni agregat M1, gospodarska aktivnost in prejemki prebivalstva



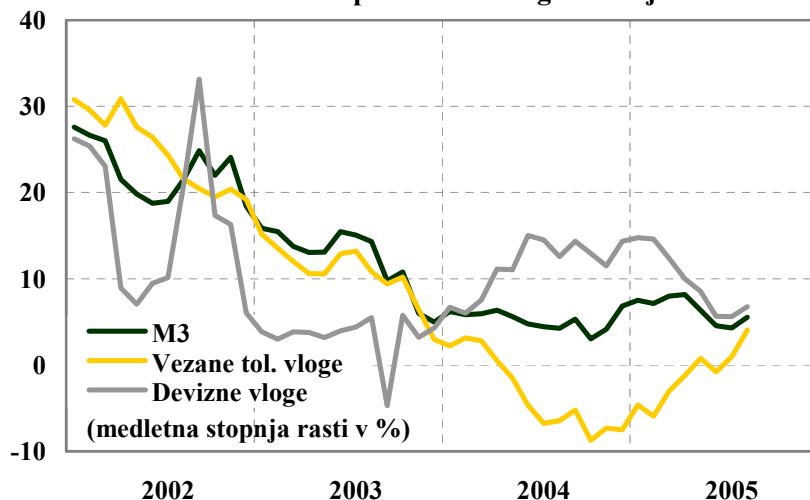
Vir: Banka Slovenije

Rast vezanih tolarških vlog se povečuje, deviznih vlog pa zmanjšuje

V letu 2005 se rast tolarških vezanih vlog povečuje, rast deviznih vlog se upočasnjuje, ročnost tolarških vlog pa ostaja nespremenjena. Povečana rast deviznih vlog v letu 2004 je bila lahko deloma posledica negotovosti glede postavitve centralne paritete pri vstopu v ERM II, negotovosti glede gibanja tečaja v obdobju bivanja v ERM II in zniževanja tolarških depozitnih obrestnih

mer. Kot je razvidno iz slike 3.4, je zaradi omenjenih razlogov prihajalo do prestrukturiranja tolarskih vezanih vlog v devizne vloge. Ta trend se je proti koncu leta 2004 postopoma obrnil – medletna rast tolarskih vezanih vlog se je povečala z -7,2% decembra 2004 na 4,0% avgusta 2005, deviznih vlog pa zmanjšala s 14,4% na 6,8%. Delež deviznih vlog v širokem denarju se je od decembra 2003 do decembra 2004 povečal z 28,3% na 30,2% in ostaja na ravni med 30% in 31% tudi v letu 2005. Delež M1 v M2 se je v letu 2004 povečal za 6,7 odstotne točke, delež dolgoročnih tolarskih vlog v M2 pa se je zmanjšal za 5,2 odstotne točke. Od konca leta 2004 do avgusta se je delež M1 v M2 povečal le za 1,1 odstotne točke (38,5%), delež tolarskih dolgoročnih vlog v M2 pa se je zmanjšal za 0,8 odstotne točke (10,4%).

Slika 3.4: Komponente širokega denarja

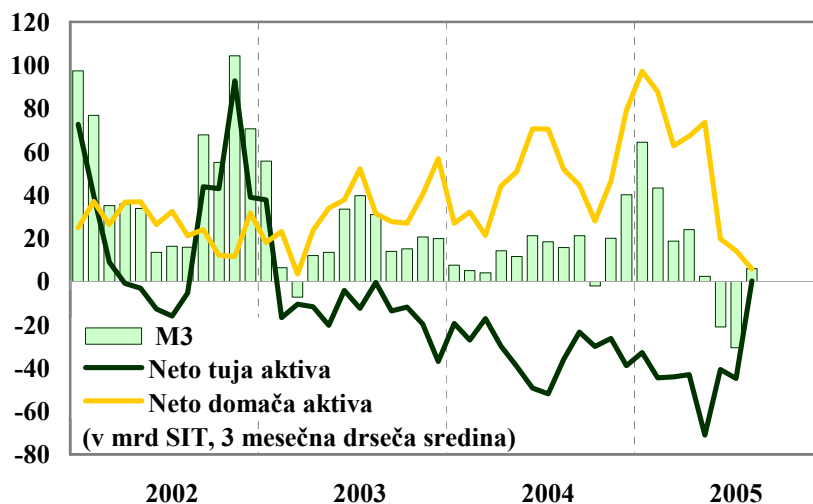


Vir: Banka Slovenije

Plačilnobilančna gibanja ne povzročajo prekomerne rasti širokega denarja. Neto tuja aktiva, ki meri prispevek tokov s tujino k oblikovanju širokega denarja, se je v letu 2004 zmanjšala za 387,5 mrd SIT, v letošnjem letu do maja pa za 277,2 mrd SIT. V obdobju od junija do avgusta je neto tuja aktiva deloma tudi zaradi sezone ostala nespremenjena. Ker je prispevek neto tuje aktive k rasti širokega denarja negativen oziroma v zadnjem obdobju zelo majhen, rast širokega denarja, kljub relativno močni kreditni aktivnosti, ostaja nizka. Medletna stopnja rasti M3 je letos do maja znašala v povprečju 7,4%, v obdobju od junija do avgusta pa 4,8%.

Plačilnobilančna gibanja prekomerno ne povečujejo širokega denarja...

Slika 3.5: Ponudba M3



Vir: Banka Slovenije.

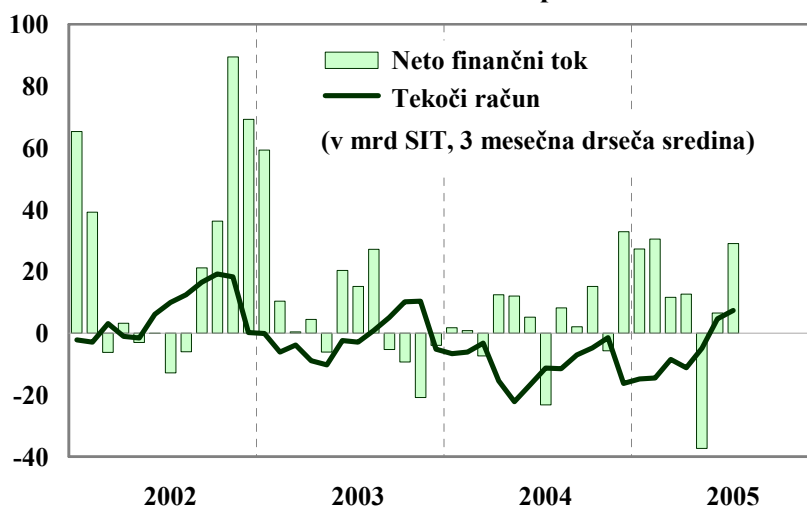
...naložbe v alternativne naložbe pa se umirjajo

Ker se vlaganja v alternativne naložbe umirjajo, se tudi rast širokega denarja več ne zmanjšuje. V letu 2004 so se naložbe prebivalstva v domače vrednostne papirje povečale za 197 mrd SIT, v vzajemne sklade za 107 mrd SIT, v dodatna pokojninska ter življenjska zavarovanja pa za 100 mrd SIT. To skupno pomeni več kot 10% M3 oziroma več kot 6% letnega BDP. V letošnjem letu so se omenjene naložbe, z izjemo naložb v domače vrednostne papirje, ustalile. V prvem polletju so naložbe v vzajemne sklade znašale le 26 mrd SIT. To lahko pripišemo dokaj stabilnim depozitnim obrestnim meram ter nižjim donosom vzajemnih skladov, kar je posledica padanja cen vrednostnih papirjev na domačem finančnem trgu.

Zaradi plačilnobilančnega ravnovesja ni pritiskov na devizni tečaj

Plačilnobilančna gibanja ne povzročajo večjih nesorazmerij na trgih tujega denarja ter pritiskov na devizni tečaj in prekomerno rast denarnih agregatov. V prvem polletju 2004 je bil tekoči račun plačilne bilance v primanjkljaju, ta pa je bil v celoti financiran z neto finančnimi pritokom iz tujine. Od junija naprej je tekoči račun v rahlem presežku, neto finančni pritok pa ostaja priliven. To se deloma kaže v rahli presežni ponudbi deviz na trgih tujega denarja in nevtralnem učinku tokov s tujino na rast denarja. Glavne finančne prilive predstavljajo tuja posojila in vloge v banke, glavne odlive pa portfeljske naložbe.

Slika 3.6: Tekoči in finančni račun plačilne bilance



Vir: Banka Slovenije.

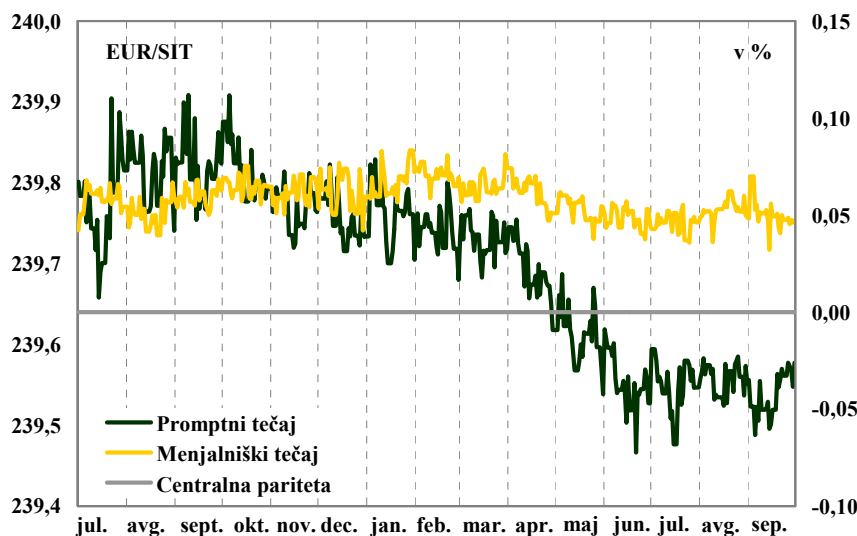
3.2 Instrumenti denarne politike v ERM II

Odstopanja tržnih deviznih tečajev od centralne paritete so zanemarljiva

Od vstopa v ERM II je denarna politika Banka Slovenije usmerjena v stabilnost nominalnega deviznega tečaja. V dosedanjem obdobju bivanja v ERM II so odstopanja tržnih deviznih tečajev od centralne paritete zanemarljiva. Od vstopa v ERM II konec junija 2004 do konca septembra 2005 je bilo največje odstopanje tečaja na promptnem deviznem trgu³ 0,11% nad oziroma 0,07% pod centralno pariteto. Še manjše je odstopanje menjalniškega tečaja, ki je med 0,03% in 0,08% nad centralno pariteto.

³ Promptni trg je namenjen sklepanju poslov, ki se poravnajo najkasneje v dveh delovnih dneh od sklenitve pogodbe. Pri izračunu tečaja se uporablja vse transakcije bank v evrih s podjetji, gospodinjstvi in nerezidenti ter med bankami.

Slika 3.7: Tržni devizni tečaji in odstopanja od centralne paritete

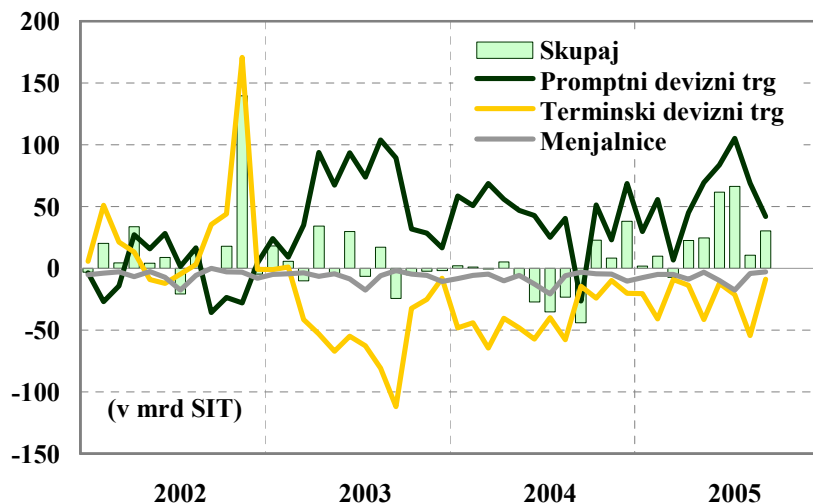


Vir: Banka Slovenije.

Po vstopu v ERM II na trgih tujega denarja ni bilo večje presežne ponudbe ali povpraševanja po tujem denarju, kar kaže na to, da je centralna pariteta na ravni dolgoročno vzdržnega deviznega tečaja. Od julija 2004 do septembra 2005 je, kljub kratkoročnejšim nihanjem v ponudbi in povpraševanju po tujem denarju, skupna presežna ponudba deviz na trgih tujega denarja znašala le 186,8 mrd SIT, kar je manj kot 3% letnega BDP. Omenjeno obdobje lahko razdelimo na tri podobdobja - od julija 2004 do septembra 2004 s presežnim povpraševanjem (povprečno mesečno 34,4 mrd SIT), od oktobra 2004 do marca 2005 z ravnotežjem (presežna ponudba 12,2 mrd SIT povprečno mesečno) in od aprila do septembra s presežno ponudbo (povprečno mesečno 36,0 mrd SIT). Pri tem je na terminskem in menjalniškem trgu povpraševanje vseskozi presegalo ponudbo tujega denarja, na promptnem trgu pa je bila ponudba večja od povpraševanja po tujem denarju.

Dolgoročno so trgi tujega denarja v ravnovesju

Slika 3.8: Presežna ponudba/povpraševanje na trgih tujega denarja



Vir: Banka Slovenije.

Manjša neravnotežja na trgih tujega denarja so se sicer odrazila v gibanju tržnega tečaja tolarja, ker pa so bila odstopanja tečaja od centralne paritete zelo majhna, tečajne intervencije z neposrednim posegom Banke Slovenije na deviznem trgu niso bile potrebne. Tečaj tolarja na promptnem deviznem trgu je od julija do septembra 2004 počasi depreciriral, od oktobra 2004 do marca 2005 je bil

Zaradi majhnih odstopanj tržnih deviznih tečajev od centralne paritete ni bilo potrebe po neposrednih tečajnih intervencijah

stabilen, medtem ko je od aprila do junija 2005 apreciiral. Od junija dalje je gibanje tečaja stabilno na apreciirani strani centralne paritete. Banka Slovenije je zadnjič aktivno vplivala na oblikovanje deviznega tečaja julija 2004, ko je takoj po vstopu v ERM II z določitvijo izhodiščnega tečaja tri dni posredno intervenirala na trgih tujega denarja. V istem mesecu je tudi povišala ceno obratnega deviznega swapa in še neposredno posredovala na medbančnem deviznem trgu z neposredno prodajo deviz bankam. S temi ukrepi je umirila začasne depreciajske pritiske in signalizirala usmerjenost Banke Slovenije v vzdrževanje nominalnega tečaja tolarja v okolici centralne paritete.

Devizni in obratni devizni swap kot instrumenta za zmanjševanje kratkoročne volatilnosti deviznega tečaja

Devizni in obratni devizni swap Banke Slovenije omogočata bankam zamenjavo devizne v tolarско in iz tolarске v devizno likvidnost. S tem omenjena instrumenta zmanjšujeta nihanje deviznega tečaja in kratkoročno povečujeta stabilnost finančnega sistema. Kratkoročno glajenje tečaja pa ne preprečuje njegovega postopnega drsenja glede na razmere na deviznem trgu. Srednjeročna gibanja nominalnega tečaja tolarja so tako odvisna od deviznih tokov in od makroekonomskih ravnotežij.

Omejitve za denarno politiko s strani stabilnosti deviznega tečaja

Vzdrževanje stabilnega deviznega tečaja v večjem obsegu omejuje oblikovanje politike obrestnih mer Banke Slovenije glede na dejavnike, ki so od nje neodvisni. Med njimi sta zlasti pomembna dva: obrestne mere v evroobmočju in rizična premija. Obrestne mere v evroobmočju se v osnovi oblikujejo na podlagi denarne politike ECB, rizično premijo pa oblikujejo pogledi tujih investorjev na deželno, valutno in likvidnostno tveganje.

Ključne obrestne mere Banke Slovenije nespremenjene

Ker se po vstopu v ERM II zgoraj omenjena dejavnika nista spremenila, tudi Banka Slovenije ni spreminjala svojih ključnih obrestnih mer. Obrestna mera refinanciranja pri ECB je od junija 2003 nespremenjena in znaša 2,0%. Prav tako plačilnobilančna gibanja in gibanja na trgih tujega denarja ne nakazujejo, da bi se rizična premija Slovenije od vstopa v ERM II bistveno spremenila.

Edini spremembi v cenah glavnih instrumentov Banke Slovenije sta bili decembra 2004 in aprila 2005, ko je Banka Slovenije zvišala ceno začasnega odkupa deviz in s tem ceno refinanciranja za skupno 0,5 odstotne točke. Namen omenjene strukturne prilagoditve je bilo zagotavljanje nadaljnje stabilnosti na denarnem trgu.

V sredini oktobra 2005 so bile obrestne mere na instrumente Banke Slovenije za refinanciranje 3,5%, devizni swap 1,5%, obratni devizni swap 1,0%, lombardno posojilo 5,0%, 60 dnevni tolarški BZ 4,0% in depozit čez noč 2,25%. Razlika med obrestno mero 60 dnevnega tolarškega blagajniškega zapisa in ključno obrestno mero ECB od vstopa v ERM II ostaja nespremenjena in znaša dve odstotni točki.

3.3 Nekatere strukturne prilagoditve za lažji prehod v evrosistem

Zaradi načrtovanega prevzema evra je Banka Slovenije nadaljevala z izvajanjem nekaterih strukturnih prilagoditev pri instrumentih denarne politike, katerih namen je omogočiti lažji prehod v pogoje poslovanja v evrosistemu. Te prilagoditve se nanašajo na zamenjavo ponudbe 270 dnevnih tolarških blagajniških zapisov z dolgoročnim depozitom, postopne sprostitev minimalno predpisane devizne likvidnosti, omejitve iz likvidnostne lestvice, obseg začasno odkupljenih deviz in sistem obveznih rezerv.

Banka Slovenija je tudi v letu 2005 ponujala dolgoročni tolarski depozit z namenom sterilizacije presežne likvidnosti iz zapadanja 270 dnevni tolarskih blagajniških zapisov, izdanih ob prevzemu Leka ob koncu leta 2002. Ponujena obrestna mera dolgoročnega tolarskega depozita je za 0,2 odstotni točki višja od obrestne mere 60 dnevni tolarskih blagajniških zapisov, zapadlost depozita pa sega v čas po načrtovani uvedbi evra. Banka Slovenije je od julija 2004, ko je bila dana prva ponudba, do decembra 2004 prek omenjenega instrumenta umaknila za 156,7 mrd SIT, v letu 2005 do konca septembra pa še za 46,8 primarnega denarja. Operacija zamenjave 270 dnevni blagajniških zapisov z dolgoročnim tolarskim depozitom zato ni bistveno vplivala na primarni denar, saj se je v obdobju od julija 2004 do septembra 2005 stanje 270 dnevni blagajniških zapisov zmanjšalo za 186,5 mrd SIT.

Dolgoročni depozit kot instrument sterilizacije deviznih pritokov iz preteklosti

Za povečanje prilagodljivosti bank pri poslovanju na trgih tujega denarja je Banka Slovenije postopno sproščala minimalno predpisano devizno likvidnost in ponujala zamenjavo začasnih nakupov deviz z dokončnimi odkupi. V letu 2004 je Banka Slovenije bankam znižala najmanjši obseg likvidnega premoženja v tujem denarju z 80% na 70% kratkoročnih obveznosti v tuji valuti, na tej ravni pa je ostal tudi v letu 2005. V letu 2004 je odstotek obveznega vpisa blagajniških zapisov v tujem denarju znižala s 45% na 35%, v letu 2005 pa na 25% likvidnega premoženja v tuji valuti. Julija 2005 je bil obvezen vpis blagajniških zapisov v tujem denarju dokončno ukinjen. Stanje blagajniških zapisov v tujem denarju se je zato zmanjšalo s 512,7 mrd SIT konec junija na 426,8 mrd SIT konec avgusta. Banka Slovenije je tudi v letu 2005 bankam ponujala možnost dokončne prodaje deviz iz kumuliranih začasno prodanih deviz Banki Slovenije. Prek omenjene ponudbe je v letu 2004 od bank dokončno odkupila za 331,8 mrd SIT, v prvih devetih mesecih letošnjega leta pa za 319,0 mrd SIT deviz.

Sprostitev pri minimalni zahtevani devizni likvidnosti in nadomeščanje začasnih z dokončnimi odkupi deviz

Banka Slovenije postopno prilagaja instrument likvidnostne lestvice ureditvi v evrosistemu. Ukinjena je možnost upoštevanja tolarskih kreditov bonitete A z ročnostjo nad 180 dni pri izpolnjevanju količnikov likvidnosti v prvem razredu (preostala zapadlost do 30 dni) in vzpostavljeno je tehtanje vpoglednih vlog gospodinjstev in gospodarstva, ki znaša v prvem razredu 85% in v drugem razredu (preostala zapadlost do 180 dni) 60%. Banke lahko poslujejo po novem sistemu od julija, obvezno pa bodo morale preiti na nov sistem s 1. januarjem 2006.

Prilagajanje bonitetnega instrumenta likvidnostne lestvice...

Banka Slovenije je nadaljevala s prilagajanjem instrumenta obveznih rezerv standardom ECB. Marca 2005 je znižala stopnjo obveznih rezerv za tolarske obveznosti do 90 dni s 4,5% na 2%. Tako znaša stopnja obveznih rezerv za vse obveznosti z ročnostjo do dveh let 2%, v skladu z ureditvijo v evrosistemu. Stopnja za obveznosti nad dve leti ostaja 0%. Banka Slovenije je želela likvidnostni učinek spremembe premakniti v obdobje po prevzemu evra. Zato so morale banke in hranilnice presežno likvidnost iz naslova znižanja obveznih rezerv, v višini 37 mrd SIT, obvezno naložiti v dolgoročni depozit pri Banki Slovenije, ki ima rok dospelosti konec marca 2007. Obrestovanje rezerv bank pri Banki Slovenije znaša sicer 1%, kar je manj kot znaša obrestovanje pri ECB (trenutno okoli 2%). Vendar moramo upoštevati, da imajo banke pri Banki Slovenije poleg naložb v obvezne rezerve in ostale instrumente denarne politike tudi naložbe v dolgoročni depozit. Naložbe v dolgoročni depozit so konec septembra znašale 203 mrd SIT, obrestna mera pa 4,2%. Ponderirana obrestna mera na naložbe bank v obvezne rezerve in v dolgoročni depozit znaša 3,3%, kar pomeni, da so pogoji poslovanja bank v Sloveniji iz odnosov s centralno banko boljši kot v evroobmočju.

...in obveznih rezerv ureditvi v evroobmočju

Okvir 3.2: Kronološki pregled ukrepov Banke Slovenije od vstopa v ERM II28. junij 2004

- Banka Slovenije vstopi v ERM II. Centralna pariteta znaša 239,640 SIT/EUR, spodnja točka interveniranja 203,694, zgornja 275,586 SIT/EUR (+/- 15% od centralne pariteta).
- Banka Slovenije zniža ceno deviznega swapa z 1,5% na 1,0%.
- Banka Slovenije posredno poseže na trg tujega denarja z določanjem izhodiščnega tečaja. Signaliziran devizni tečaj znaša 239,64 SIT/EUR. Interveniranje traja do 1. julija 2004.

2. julij 2004

Banka Slovenije poviša ceno obratnega deviznega swapa z 0,25% na 1,0% in s tem omogoči bankam cenejši dostop do devizne likvidnosti. S tem umirja depreciacijske pritiske na tolar.

20. julij 2004

Banka Slovenije zniža obrestno mero za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 4,25% na 4,20%.

27. julij 2004

Banka Slovenije s prodajo deviz neposredno intervenira na medbančnem deviznem trgu.

30. julij 2004

Banka Slovenije prvič ponudi bankam vpis dolgoročnega tolarskega depozita kot zamenjavo za 270 dnevne tolarske BZ. Obrestna mera je za 0,2 odstotni točki višja od obrestne mere 60 dnevniških BZ. Do konca februarja 2005 banke vpišejo za 160,8 mrd SIT dolgoročnega tolarskega depozita.

27. oktober 2004

Banka Slovenije je nadaljevala s prilagoditvijo instrumenta obveznih rezerv standardom ECB. Tako je:

- med obveznike za obvezne rezerve vključila gospodarske družbe, ki izdajajo elektronski denar,
- ukinila obvezno 50% dnevno izpolnjevanje obveznih rezerv,
- uredila obveznost izpolnjevanja obveznih rezerv v primeru stečaja in
- določila 0% stopnjo obveznih rezerv za repo posle.

24 - 25. november 2004

Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom odkupi od bank za 75,3 mrd SIT deviz.

3 - 10. december 2004

Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom odkupi od bank za 22,6 mrd SIT deviz.

23. december 2004

Banka Slovenije poviša ceno deviznega swapa z 1,0% na 1,25% ter s tem ceno refinanciranja s 3,0% na 3,25%. Namen omenjene strukturne prilagoditve je zagotavljanje nadaljnje stabilnosti na denarnem trgu.

1. februar 2005

Banka Slovenije odpravi določbo, po kateri so morale kreditne institucije, ki do zaključka plačilnega prometa niso vrnile likvidnostnega posojila čez dan, črpati lombardno posojilo po obrestni meri lombardnega posojila povečani za 4 odstotne točke. Po novi določbi lahko črpajo posojilo po lombardni obrestni meri brez pribitka.

27. marec 2005

Banka Slovenije je nadaljevala s prilagoditvijo instrumenta obveznih rezerv standardom ECB. Tako je znižala stopnjo obveznih rezerv za tolarske vloge do 90 dni s 4,5% na 2,0%. V znesku sproščene likvidnosti (36,9 mrd SIT) morajo obvezniki 29. marca vpisati dolgoročni depozit pri Banki Slovenije, ki dospe v izplačilo 30. marca 2007.

13 - 19. april 2005

Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom od bank odkupi za 70,6 mrd SIT deviz.

8. april 2005

Banka Slovenije zviša ceno začasnega odkupa deviz za 7 dni z 1,25% na 1,5%.

10 - 16. junij 2005

Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom odkupi od bank za 46,9 mrd SIT deviz.

20 - 26. julij 2005

Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom odkupi od bank za 83,9 mrd SIT deviz.

19 - 23. september 2005

Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom odkupi od bank za 117,7 mrd SIT deviz.

4 PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ⁴

Ob postopnem izboljševanju svetovne konjunktore ter vztrajanju domačega povpraševanja na dokaj visokih ravneh, bo rast BDP do leta 2007 ostala relativno visoka. Napovedi kažejo, da bo stopnja rasti cen ob koncu letošnjega leta znašala okoli 2,8% ter se nato ob predpostavljeni odsotnosti novih naftnih šokov v prihodnjih dveh letih ustalila na okoli 2,5%. V prvem delu tega poglavja so predstavljena predvidena gibanja izbranih dejavnikov iz mednarodnega okolja. Sledi opis projekcij gospodarske aktivnosti, zaposlenosti in plač. Tretji del prikazuje gibanje domačega povpraševanja po posameznih elementih trošenja. Zunanje ravnesje in pogoji financiranja so analizirani v četrtem in petem delu. V zadnjem delu predstavljamo napovedi gibanja cen. Povzetek napovedi in primerjava z ocenami iz aprila 2005 sta prikazana v Tabeli 4.8 ob koncu tega poglavja.

4.1 Mednarodno okolje

Rast v najpomembnejših trgovinskih partnericah Slovenije bo letos nižja kot lani. Okrevanje domačega povpraševanja je predvsem v državah partnericah iz evroobmočja še naprej precej negotovo. Trošenje gospodinjstev v teh državah ostaja šibko zaradi počasne rasti plač, visokih cen nafte ter negotovosti na trgu dela in pesimizma potrošnikov, investicijska aktivnost pa je v veliki meri zaznamovana z odlivom investicij v tujino. Gospodarska rast se bo zato v precejšnji meri oblikovala na podlagi pozitivnega prispevka menjave s tujino. Poleg relativno nizke rasti domačega povpraševanja bodo v evroobmočju censke pritiske poleg pričakovanega zaostrovanja denarne politike še naprej omejevale dokaj neugodne razmere na trgu dela ter umirjena rast plač. Pričakujemo, da bodo tudi censki pritiski s ponudbene strani v tujini v prihodnje nekoliko manjši, kot so bili lani, saj naj bi se poleg umirjanja cen primarnih surovin ustavila tudi hitra rast cen nafte. Ponudbeni dejavniki bodo tudi v prihodnje ostali najpomembnejši dejavnik tveganja, ki bi lahko povzročil občutnejše inflacijske pritiske iz tujine.

Le postopno okrevanje konjunktore v tujini ter tveganja glede censkih pritiskov s ponudbene strani

Tabela 4.1: Predpostavke mednarodnega okolja

	2005					2006		2007	
	2002	2003	2004	Napovedi		Napovedi		Napovedi	
				nov.	Δ	nov.	Δ	nov.	Δ
Tuje povpraševanje*	1,9	3,7	5,3	4,5	-1,6	6,0	-0,9	6,0	-0,9
USD/EUR	0,94	1,13	1,24	1,25	-0,07	1,21	-0,11	1,21	-0,11
Nafta (USD/sodček)	25	29	38	56	11	65	20	65	20
Primarne surovine	4,6	11,3	16,0	5,0	2,0	3,0	0,0	3,0	0,0
Inflacija v EMU	2,2	2,1	2,1	2,2	0,4	1,9	0,2	1,9	0,2
PPI Nemčija	-0,6	1,7	1,6	4,1	2,2	2,1	0,8	2,1	0,8
EURIBOR 3m (%)	3,3	2,3	2,3	2,2	-0,2	2,3	-0,5	2,5	-0,6

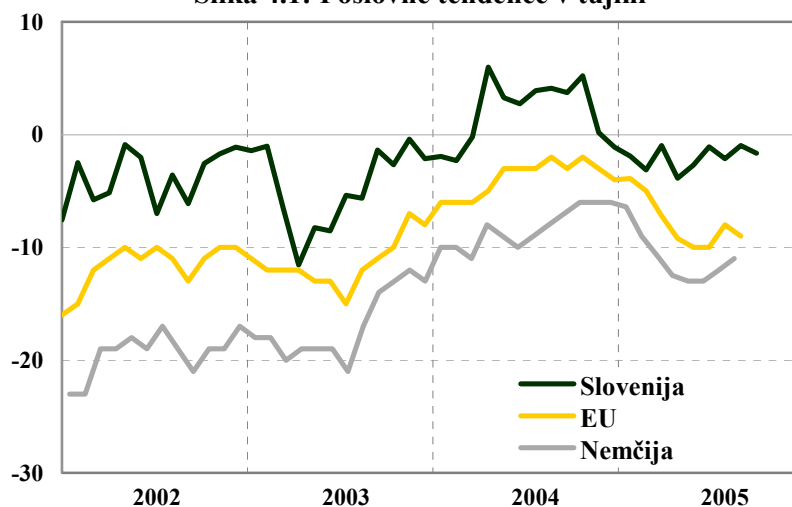
Viri: JP Morgan, Consensus Forecast, OECD Economic Outlook, IMF World Economic Outlook.

⁴ Napovedi so bile narejene na podlagi podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 30. septembra 2005. Projekcija makroekonomskih dejavnikov, predstavljena v tem poglavju, temelji na predpostavkah o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja in na nekaterih domačih dejavnikih, ki so pogojeni z odločitvami ekonomskih politik. Domači dejavniki, ki so pod vplivom ekonomskih politik in so eksogeno vključeni v proces izdelave napovedi, so gibanje tečaja tolarja, trošenje in investiranje javnega sektorja, plače v javnem sektorju, gibanje nadzorovanih cen ter nekatere druge spremenljivke fiskalne narave.

**Predvsem skromno
domače trošenje bo
oviralo hitrejše okrevanje
gospodarske aktivnosti v
tujini**

Trenutne napovedi kažejo, da se bo tuje povpraševanje po zastoju ob koncu lanskega leta ter po omejeni rasti v prvi polovici letošnjega leta začelo krepiti v drugi polovici letošnjega leta. Čeprav vsi kazalci zaupanja v pomembnejših zunanjetgovinskih partnericah tega še ne kažejo, pa na to nakazujejo podatki o rasti industrijske proizvodnje in izvoza iz sredine leta. Predvsem domače trošenje ostaja v partnericah iz evroobmočja dokaj šibko. Trošenje gospodinjstev zavirajo nizka rast plač ter negotove razmere na trgu dela, medtem ko naj bi se prav zaradi nizkih stroškov dela krepili dobički podjetij ter povečevala njihova konkurenčnost, zaradi česar naj bi v prihodnje hitro rasel predvsem izvoz. Izvoz naj bi dodatno pospeševala dokaj solidna aktivnost svetovnega gospodarstva ter nekoliko nižja vrednost evra. Povpraševanje iz držav vzhodne in jugovzhodne Evrope bo ostalo na relativno visoki ravni, čeprav rast ne bo več tako izrazita kot v preteklih letih. Izjema pri tem je Rusija, kjer bo povpraševanje ob vztrajanju visokih cen nafte ostalo precej močno.

Slika 4.1: Poslovne tendence v tujini



Vir: SURS, preračun ARC.

**Vrednost dolarja do evra
se je letos povečevala,...**

Naraščanje vrednosti dolarja do evra skoraj v vsem letošnjem letu podpirajo predvsem ugodnejše razmere v ameriškem kot v evropskem gospodarstvu, politična negotovost v Nemčiji ter postopno povečevanje razlike med obrestnimi merami v ZDA in v evroobmočju. V naših napovedih smo za celotno obdobje projekcij uporabili tehnično predpostavko konstantnega razmerja v višini 1,21 USD/EUR, kar ustreza dejanskemu tečaju v povprečju zadnjega meseca, hkrati pa je takšna vrednost zelo blizu napovedim tujih institucij.

**...zaradi visokih cen nafte
pa je občutno popravljena
predpostavka o ceni
nafte...**

V letošnjem letu je rast cen nafte močno preseгла pričakovanja večine analitikov. K temu so največ prispevale politične napetosti v posameznih izvoznicah nafte, neugodne vremenske razmere, nizke zaloge nafte ter verjetno tudi špekulativni nakupi nafte na svetovnih trgih. Povečano povpraševanje letos ni bilo glavni dejavnik visokih cen nafte. Povpraševanje po nafti se je v namreč prvi polovici leta povečalo za 1,5 milijonov sodov na dan, kar je nekoliko manj kot v povprečju leta 2004, ko se je povpraševanje v primerjavi z letom 2003 povečalo kar za 2,7 milijonov sodov na dan. Največji delež so k povečanemu povpraševanju v letu 2005 prispevale države v razvoju, najbolj pa je povpraševanje povečala Kitajska, za 5%. Ob orkanu Katrina so se cene nafte konec avgusta oziroma v začetku septembra dvignile na skoraj 70 USD/sod ter kmalu zatem upadle na raven med 60 in 65 USD/sod. Kljub temu večina analitikov pričakuje ohranjanje cen nafte na visokih ravneh. Sklenjene terminske pogodbe kažejo na vztrajanje nafte na ravneh okoli 65USD/sod, pri čemer naj bi se cene nafte do sredine leta 2006 še nekoliko povišale in se nato spustile na raven 65 USD/sod. Takšna predpostavka pomeni popravek za 11 USD/sod oziroma 24% v letu 2005 ter za 20 USD/sod oziroma za 44% v letih 2006 in 2007 glede na predpostavke iz predhodnih napovedi.

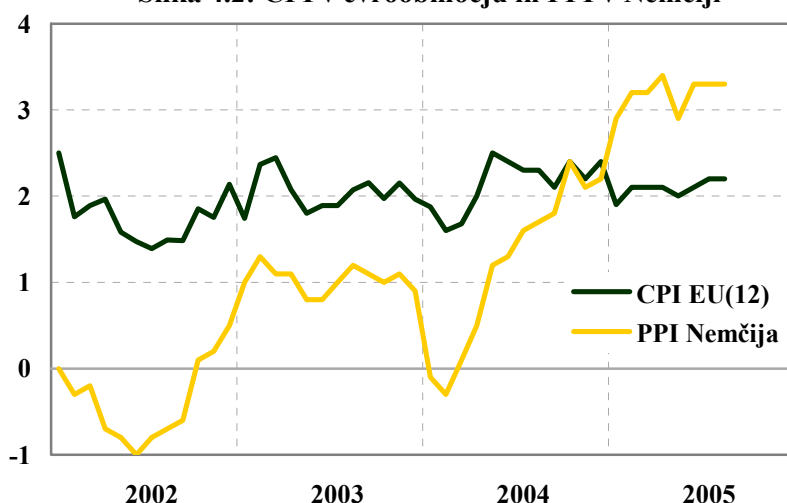
Po znižanju v drugi polovici lanskega leta se je rast cen primarnih surovin v letošnjem letu ponovno pospešila in dosegla vrh marca, cene pa so se nato ustalile na doseženi visoki ravni. Dosežena raven je le malo zaostajala za ravni iz začetka leta 2004. Potem ko je bila še ob koncu lanskega leta tekoča dinamika cen hrane in cen kovin negativna, so bile mesečne stopnje rasti v sredini leta 2005 v obeh primerih spet zelo visoke, saj so dosegale ravni okoli 1,5%. Ker tekoča dinamika še ne kaže znakov umirjanja, je predpostavka o gibanju cen primarnih surovin glede na predhodne napovedi popravljena nekoliko navzgor. Še naprej dokaj nizke cene hrane v nasprotju z našimi pričakovanji pred pol leta ne bodo mogle povsem kompenzirati visoke rasti cen surovin, kjer je medletna rast v povprečju sedmih mesecev presegala 15%.

...podobno kot cene primarnih surovin

Višja napoved inflacije v evroobmočju glede na predhodne napovedi, za leto 2005 na 2,2%, je večinoma posledica nepričakovano visoke rasti cen energentov, predvsem naftnih derivatov. Po drugi strani je gibanje osnovne inflacije letos ugodno, saj se je inflacija v mesecu juliju brez upoštevanja cen energentov in nepredelane hrane znižala z lanskega povprečja 2,0% na 1,4%. Pričakovano znižanje inflacije v letu 2006 je predvsem posledica statističnih učinkov, vezanih na predlagano zdravstveno reformo na Nizozemskem, kar bo inflacijo v evroobmočju predvidoma znižalo za 0,2 odstotne točke. Gibanje cen v prihodnjih letih bo v veliki meri odvisno od morebitnega prenosa višjih cen nafte na cene ostalih izdelkov. Na rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v Nemčiji je v letošnjem letu močno vplivala hitra rast cen v energetskega sektorju. Cene v ostalih sektorjih so rasle nekoliko počasneje, prav tako pa zaenkrat še ni znakov, da bi prišlo do prenosa visokih cen energije v cene industrijskih proizvodov za široko potrošnjo, kar je verjetno deloma posledica apreciacije evra v preteklosti in zmerne rasti stroškov dela na enoto proizvoda.

Tudi v evroobmočju se pričakuje višja inflacija...

Slika 4.2: CPI v evroobmočju in PPI v Nemčiji



Vir: Eurostat.

Obrestne mere na EUR ostajajo že od junija 2003 praktično nespremenjene in se v povprečju gibljejo okoli 2,3%. Dosedanja pričakovanja o začetku zviševanja obrestnih mer ECB se niso uresničila. Analitiki predvidevajo, da bo ECB spremenila obrestne mere za 0,25 odstotne točke navzgor šele v sredini leta 2006 ter nato ob koncu leta 2006 ponovno za enak odstotek, kar je predvsem posledica pričakovanj o počasnem izboljšanju konjunktura v evroobmočju.

...do višanja obrestnih mer pa naj bi prišlo šele v sredini 2006

4.2 Aktivnost, zaposlenost in plače

Vztrajanje gospodarske rasti na ravni okoli 4%

Napovedi gospodarske rasti za prihodnja leta ostajajo na ravni spomladanskih, okoli 4%. Rast BDP bo tako v celotnem obdobju projekcij višja od ocenjene rasti potencialnega proizvoda, ki znaša med 3,5% in 4%. Takšna rast bo še naprej omogočala proces realne konvergence k razvitejšim državam EU, saj bo gospodarska rast v primerjavi s povprečno gospodarsko rastjo v EU hitrejša, hkrati pa bo višja rast od potencialne dodatno zapirala proizvodno vrzel.

Tabela 4.2: Aktivnost, zaposlenost in plače

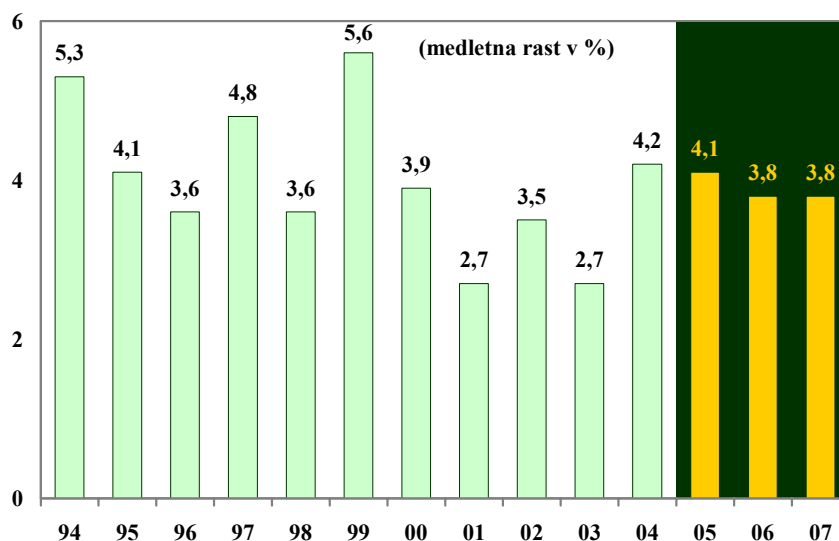
				2005		2006		2007	
				Napovedi		Napovedi		Napovedi	
	2002	2003	2004	nov.	Δ	nov.	Δ	nov.	Δ
	realne stopnje rasti v %								
Realni BDP	3,5	2,7	4,2	4,1	0,2	3,8	-0,2	3,8	-0,2
BDP/prebivalca (v EUR)	11866	12461	13103	13829	22	15144	432	16394	694
Zaposlenost	-0,4	-0,3	0,1	0,7	0,1	0,3	0,0	0,5	0,0
Neto plače	2,1	1,8	2,1	4,3	1,8	2,7	0,5	2,7	0,7
Bruto plače	2,3	1,9	1,6	2,8	...	2,7	...	2,7	...
Produktivnost	2,5	2,7	3,3	3,4	0,1	3,5	-0,2	3,3	-0,2

Vir: ARC.

Različno gibanje zaposlenosti v javnem in zasebnem sektorju

Nadaljevanje pozitivne dinamike zaposlovanja bo predvsem rezultat zaposlovanja v javnem sektorju. Dokaj ugodna konjunktura gibanja so se letos odrazila tudi v dogajanjih na trgu dela, saj podatki po nacionalnih računih kažejo, da se je zaposlenost v prvi polovici leta v povprečju povečala za 0,8%, od tega v sektorju države za 2,6%, v ostalem gospodarstvu pa za 0,4%. Pričakovati je, da bo tudi v nadaljevanju leta dobršen del povečevanja zaposlenosti odpadel na javni sektor, kjer naj bi se nadaljevala rast zaposlenosti za okoli 2% letno, saj bo zaradi strukturnih premikov v gospodarstvu ter posledičnega krčenja zaposlenosti v tradicionalno industrijskih delovno intenzivnih panogah rast zaposlovanja v zasebnem sektorju precej skromna.

Slika 4.3: Projekcije BDP



Vir: ARC.

Rast neto plač se bo po hitri rasti v letošnjem letu ustalila v naslednjih dveh letih. Na hitro rast plač vplivajo predvsem učinki davčne reforme in metodološke spremembe v statističnem spremljanju plač. Tudi v letošnjem letu raznosmerna gibanja komponent stroškov dela bodo v prihodnje bolj izenačena. Za naslednji dve leti usklajevanja plač tako v javnem kot v zasebnem sektorju še niso bila dogovorjena. Ob predvideni rasti povprečnih realnih plač v javnem sektorju za 1,6% v letu 2005, pričakujemo na podlagi predloženih proračunskih dokumentov za naslednji dve leti porast realnih plač tudi v prihodnjem obdobju. V letu 2006 naj bi se plače v javnem sektorju realno povečale za 1,8%, v letu 2007 pa za 2,0%. Rast plač v zasebnem sektorju bo ob ugodni konjunkturi presegala rast plač v javnem sektorju za okoli 1,5 odstotne točke. Po teh ocenah bo gibanje celotnih stroškov dela v prihodnjih letih v skladu s pričakovanim gibanjem produktivnosti in zato ne bo povzročalo inflacijskih pritiskov stroškovne narave. V nasprotnem primeru bi se lahko prehitra rast elementa, ki predstavlja večino stroškov v podjetjih, odrazila v inflacijskih pritiskih, slabšanju konkurenčnosti ter v upočasnjem zaposlovanju.

Pričakovana umiritev rasti plač

4.3 Komponente trošenja

Po letošnjem letu, ko bo kljub drugačnim pričakovanjem menjava s tujino ustvarila pretežen delež gospodarske rasti, bo v prihodnjih dveh letih prispevek domače in tuje komponente bolj izenačen. Do popravka prispevka domačega povpraševanja h gospodarski rasti bo prišlo predvsem zaradi pospeševanja investicijskega trošenja ter vztrajanja porabe gospodinjstev na relativno visoki ravni.

Pričakovan je bolj izenačen prispevek domače in tuje komponente k rasti BDP...

Tabela 4.3: Komponente trošenja

				2005		2006		2007	
	2002	2003	2004	Napovedi nov.	Δ	Napovedi nov.	Δ	Napovedi nov.	Δ
	<i>realne stopnje rasti v %</i>								
Domače povpraševanje	2,4	4,7	4,6	3,1	-1,2	4,1	0,3	3,6	-0,5
Zasebna potrošnja	1,3	3,5	3,3	3,5	0,0	3,4	0,2	3,2	0,2
Potrošnja države	3,2	1,6	2,9	2,5	0,1	2,5	0,4	2,5	0,5
Bruto investicije	4,0	10,1	9,2	2,6	-4,4	7,0	1,0	5,3	-1,9

Vir: ARC.

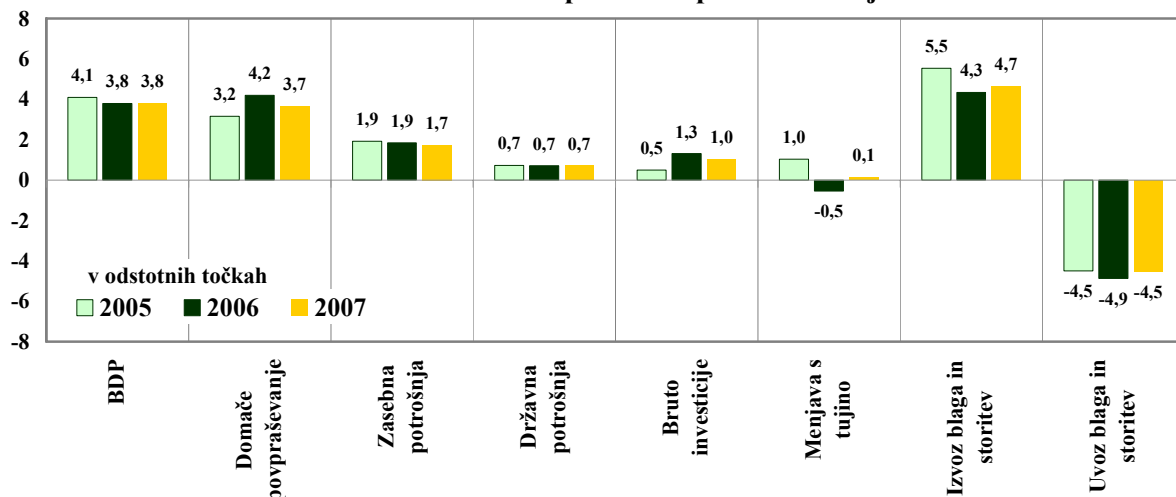
Prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti bo v letu 2005 večji od predhodno napovedanega. Do povečanja v letu 2005 je prišlo kljub pričakovanjem o počasnejši rasti tujega povpraševanja ter odraža zaostajanje dinamike uvoza za rastjo izvoza. Prispevek menjave s tujino bo v letih 2006 in 2007 h gospodarski rasti ob izboljšanju tuje konjunkturi ter postopni rasti domačega povpraševanja nekoliko manjši kot v letošnjem letu. Zato bi nižjo gospodarsko rast v Sloveniji od trenutno pričakovane v obdobju projekcij lahko povzročil predvsem dodaten odlog v pospeševanju aktivnosti v najpomembnejših trgovinskih partnericah.

...po visokem prispevku menjave s tujino v 2005

Trošenje gospodinjstev bo v prihodnje ostalo na dokaj visoki ravni, k čemer bodo prispevali predvsem prehodno visoka rast neto plač, relativno ugodni pogoji financiranja in pozitivni izgledi glede zaposlovanja. Sporazumi o politiki plač bodo verjetno v prihodnje omejevali povečevanje razpoložljivega dohodka, institucionalne spremembe na področju pokojninskega zavarovanja pa bodo prebivalstvo spodbujale k dolgoročnejšim oblikam varčevanja. Negotovost pri napovedi vnaša predvsem dejstvo, da sporazum o usklajevanju plač za obdobje po letu 2005 še ni bil sklenjen. Ker je rast pokojnin od sredine letošnjega leta postala vezana na plače, predstavlja tveganje za realizacijo napovedi trošenja gospodinjstev tudi razpoložljivi dohodek iz naslova pokojnin.

Trošenje gospodinjstev bo ostalo solidno,...

Slika 4.4: Prispevki komponent trošenja



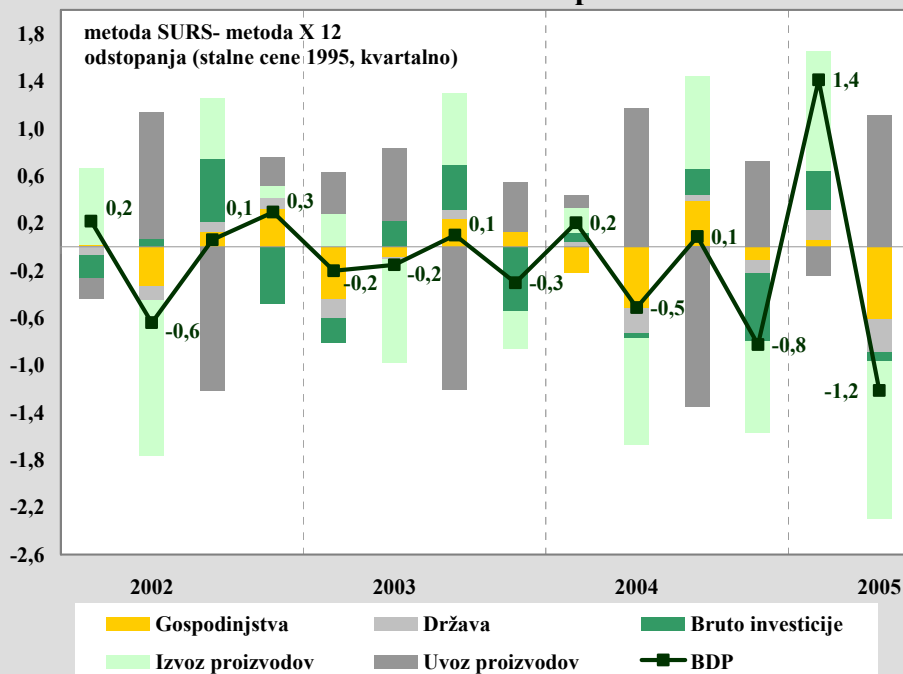
Vir: ARC.

Okvir 4.1: Razlike v metodah desezoniranja

Četrtnete tekoče spremembe agregatov BDP so najbolj svež podatek in zaradi tega ključna informacija o morebitnih spremembah trenda gospodarske aktivnosti. Ti podatki vsebujejo sezonsko komponento, ki jo je za natančno razumevanje trenda potrebno izločiti. Najbolj pogosto uporabljeni metodi desezoniranja sta programa Tramo-Seats in X-12. Tramo-Seats

deluje po modelnem pristopu, kar pomeni, da najprej izloči tujke časovne vrste s pomočjo modela ARIMA, nato pa jo razdeli v trend/cikel, desezonirano vrsto in neregularno komponento. Empirična metoda X-12 pa neposredno uporablja določen nabor filtrov, ki izluščijo vse tri komponente časovne vrste.

Slika: Razlika med desezoniranimi podatki tekoče rasti



Vir: SURS, preračuni ARC.

Statistični urad Republike Slovenije (SURS) se je odločil za uporabo metode Tramo-Seats, medtem ko Analitsko raziskovalni center Banke Slovenije za analitične potrebe uporablja X-12. Razlike med

omenjenima metodama niso bistvene pri dolgih in razmeroma regularnih časovnih vrstah. Lahko pa se občasno pojavijo večja odstopanja, ki jih je potrebno razkriti in analizirati.

V četrtem kvartalu 2004 in predvsem v prvih dveh četrtletjih 2005 je prišlo do razmeroma velikih odstopanj med serijo desezoniranih podatkov o tekoči rasti BDP po metodi X-12 in tisto, ki jo objavlja SURS. Slika prikazuje odstopanje med serijama v deležih posameznih komponent BDP. Kot je razvidno, je za omenjeno razliko odločilno zlasti odstopanje v desezonirani rasti izvoza.

Lansko leto je imelo neobičajno veliko delovnih dni. Tako je imelo zadnje četrtletje 2004 65 delovnih dni, medtem ko znaša povprečje od 1995 naprej za ta kvartal 62,8 dni. SURS-ovi desezonirani podatki po metodi Tramo-Seats, ki upošteva celotno število delovnih dni (se pravi ne le delovne dni v tednu), prepozna manjšo sezonsko rast, kot jo zazna metoda X-12. Prvo četrtletje 2005 se po delovnih dneh bistveno ne razlikuje od povprečja (62 v primerjavi s povprečjem 62,1), vendar lahko zaradi velikega števila delovnih dni v predhodnem četrtletju neupoštevanje le-teh podcenjuje objavljeno rast v prvem kvartalu 2005. Drugo četrtletje 2005 je imelo 63 delovnih dni

(povprečno 61,4 delovnih dni), kar je pozitivno vplivalo na rast BDP in kar deloma pojasnjuje, zakaj desezonirani podatki po metodi Banke Slovenije razkrivajo višjo rast, kot SURS-ova metoda.

Prednost metode Tramo-Seats je, da neposredno oceni učinek števila delovnih dni, vendar hkrati velja, da v primerjavi z ostalimi metodami daje zelo različne rezultate, odvisno predvsem od določitve parametrov pri uporabi računalniškega paketa. Obe omenjeni metodi sta enako kakovostni in zanesljivi. Za konsistenco modeliranja je sicer smotno trajno uporabljati eno metodo desezoniranja, istočasno pa je primerno slediti tudi drugim metodam, da se opazi in po možnosti popravi odstopanja, kar naj bi omogočalo čim bolj natančne napovedi. Ocenjujemo, da bo potrebno v prihodnje največ pozornosti nameniti nihanju desezoniranih podatkov mednarodne trgovine, ki je morda posledica vstopa Slovenije v EU in s tem povezanimi spremembami v trendu rasti uvoza in izvoza.

Dinamika investicijske dejavnosti se bo po nizki stopnji rasti v letošnjem letu v naslednjih dveh letih ponovno pospešila in tako prispevala k visoki gospodarski rasti. Visoko investicijsko dejavnost v letu 2004 so zaznamovali predvsem stanovanjska gradnja ter investicije v opremo, medtem ko je bila rast aktivnosti na področju investicijske aktivnosti države, predvsem investicij v izgradnjo infrastrukture, nekoliko počasnejša. Skoraj ničelna rast bruto investicij v osnovna sredstva v letošnjem prvem polletju je posledica visoke investicijske aktivnosti v lanskem letu ter kopičenja zalog. Pričakujemo, da bo stanovanjska gradnja še naprej izkazovala visoke stopnje rasti, investicije v opremo pa bodo rasle nekoliko počasneje. Prav tako bo na podlagi podatkov o predvidenih izdatkih proračuna zaradi potrebe po restriktivni politiki na področju javno-finančnih izdatkov dokaj umirjena tudi investicijska aktivnost države.

....investicijska aktivnost se bo postopoma okreplela,...

Prispevek države h gospodarski rasti bo letos nekoliko nižji kot lani. Trošenje države je bilo v letu 2004 najpočasneje rastoča komponenta domačega povpraševanja. Pričakujemo, da bo tako ostalo tudi v celotnem obdobju projekcij, kljub dejstvu, da se v zadnjem obdobju povečujejo tako medletne stopnje rasti porabe države kot tekoče stopnje rasti. Kljub relativno nizki osnovi iz leta 2004 ter prenosu rasti plač v leto 2005 in hkratnega upoštevanja dogovora o uskladitvi plač v javnem sektorju, se trošenje države predvsem zaradi restriktivne politike izdatkov za blago in storitve v letu 2005 v primerjavi z letom 2004 ne bo okreplelo, zato se bo zmanjšal prispevek trošenja države h gospodarski rasti. Poraba države naj bi tudi po letu 2005 ostala na podobni ravni in rasla približno 2,5% na leto.

...poraba države pa bo ostala dokaj stabilna

4.4 Plačilna bilanca

Ocenjeni primanjkljaj tekočega računa v naslednjih letih ostaja na ravni okoli 1,5% BDP. V letu 2004 se je iz 0,4% BDP v letu 2003 povečal na 2,1% BDP. Projekcija ne predstavlja bistvenega odstopanja od predhodnih napovedi. K zmanjšanemu primanjkljaju glede na lansko leto bodo v letu 2005 prispevala predvsem nepričakovano ugodna izvozna gibanja ter izrazitejša upočasnitev

Tokratne projekcije ne predstavljajo pomembnega odstopanja od predhodnih ocen

uvoza glede na izvoz, kar je posledica upočasnjene rasti investicij in porabe zalog. Dinamiki izvoza in uvoza bosta predvidoma v naslednjih letih dokaj izenačeni, prav tako pa je pričakovati nevtralen vpliv pogojev menjave na oblikovanje salda tekočega računa.

Tabela 4.4: Tekoči račun

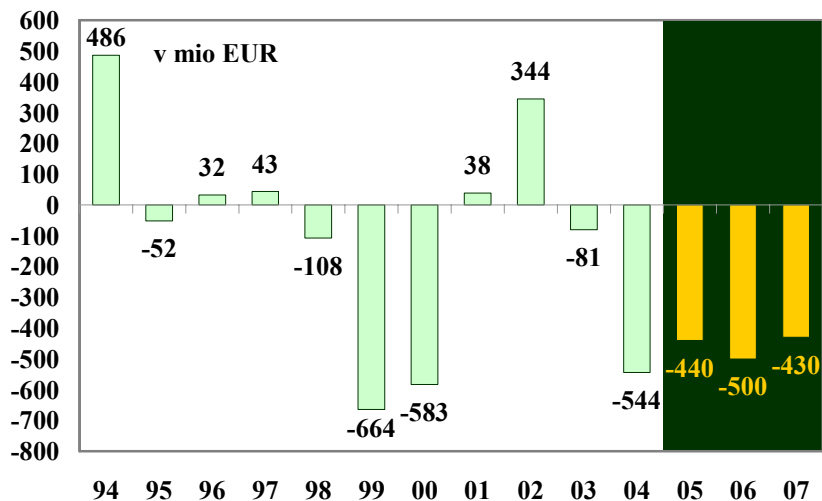
	2005					2006		2007	
	2002	2003	2004	Napovedi		Napovedi		Napovedi	
				nov.	Δ	nov.	Δ	nov.	Δ
	realne stopnje rasti v %								
Izvoz blaga in storitev	6,7	3,1	12,5	8,5	1,8	6,4	-0,9	6,7	-0,6
Uvoz blaga in storitev	4,8	6,7	13,2	6,6	-0,6	7,0	0,2	6,3	-0,7
Tekoči račun: v mio EUR	344	-81	-544	-440	0	-500	-140	-430	-50
v % BDP	1,5	-0,4	-2,1	-1,6	0,0	-1,7	-0,4	-1,3	-0,1
Pogoji menjave	0,5	1,3	-1,0	-0,4	0,4	-0,1	0,0	0,1	-0,1

Vir: ARC.

Primanjkljaj tekočega računa v prihodnje okoli 1,5% BDP

Ocenjeni primanjkljaj v tekočih transakcijah bo leta 2005 znašal 1,6% BDP. Saldo tekočih transakcij se bo tako izboljšal v primerjavi z realizacijo iz leta 2004. Primanjkljaj tekočih transakcij plačilne bilance se bo iz lanskoletnih 544 mio EUR v letošnjem letu zmanjšal na okrog 440 mio EUR oziroma na 1,6% BDP. V letu 2006 bo ostal na zelo podobni ravni, okoli 1,7% BDP. Ob pospeševanju tujega povpraševanja pa se bo primanjkljaj v letu 2007 zmanjšal na raven okoli 1,3% BDP.

Slika 4.5: Projekcije tekočega računa



Vir: ARC.

Pričakovana ugodna gibanja v blagovni menjavi povezana s precej tveganji

Najpomembneje bo k izboljšanju salda tekočega računa prispevalo zmanjšanje primanjkljaja v blagovni menjavi. K zmanjšanju blagovnega primanjkljaja bosta prispevala tako izboljšanje blagovnega izvoza kot zmanjšanje blagovnega uvoza. Hitrejša rast blagovnega izvoza je predvsem posledica nadpovprečno visokega izvoza avtomobilske industrije, ta dinamika pa se bo v prihodnje nekoliko ustalila. Hkrati naj bi se uvozna dinamika ob nadaljnjem povečevanju domačega povpraševanja, predvsem investicij, izenačila z izvozno dinamiko. Glede projekcij blagovnega salda obstaja več tveganj. Prvo je povezano s časovnim odlogom ter obsegom izboljševanja tuje konjunkturo in posledično gibanja slovenskega izvoza. Drugo tveganje predstavlja nadaljevanje naraščanja domačega povpraševanja ter s tem povezano gibanje blagovnega uvoza. Tretje

tveganje pa je gibanje pogojev menjave, ki je med drugim tesno povezano z gibanjem cen primarnih surovin na svetovnih trgih.

Pogoji menjave bodo na saldo tekočega računa v letu 2005 še vplivali rahlo negativno, v nadaljevanju obdobja projekcij pa nevtrarno. V letu 2005 bo rast uvoznih cen prehitela rast izvoznih cen za 0,4 odstotne točke, v naslednjih dveh letih pa bo rast izvoznih in uvoznih cen izenačena. Tako bodo pogoji menjave primanjkljaj tekočega računa v letu 2005 poslabšali za približno 0,2% BDP. Hitrejša rast uvoznih cen glede na rast izvoznih cen je predvsem posledica hitre rasti cen nafte in primarnih surovin, ki pa se bodo glede na predpostavke v prihodnje ustalile in prispevale k izenačitvi dinamike izvoznih in uvoznih cen. Zato predpostavki o nespremenjeni ravni cen nafte ter nizki rasti cen primarnih surovin predstavljata največje tveganje pri oceni pogojev menjave. Neugodni šoki na svetovnih trgih lahko namreč poslabšajo pogoje menjave in saldo tekočega računa.

V 2005 še negativen vpliv pogojev menjave

Saldo storitvene menjave se bo gibal v skladu z ohranjanjem relativno nizkega domačega povpraševanja ter z okrevaljem gospodarske aktivnosti v tujini. Saldo storitev se bo zato nekoliko izboljšal že v letu 2005. Saldo dohodkov od dela bo ostal nespremenjen, medtem ko se bo saldo dohodkov od kapitala slabšal zaradi neugodnega gibanja zunanega dolga na eni strani ter zaradi reinvestiranih dobičkov iz naslova neposrednih naložb tujcev v Sloveniji na drugi strani.

Ob dokaj stabilnem gibanju storitvenega salda ter salda dohodkov...

Po vstopu Slovenije v EU je bilo pričakovati nekoliko povečane prejemke transferov. Njihova realizacija je bila v prvi polovici leta nižja od pričakovanj, podatki za avgust pa nakazujejo, da bi lahko na tem področju prišlo do obrata. Če bi se obrat v gibanju uradnih transferov uresničil, bi se lahko saldo tekočega računa v letu 2005 izboljšal za nekaj več kot 100 mio EUR oziroma za 0,5% BDP.

...je pričakovano predvsem izboljševanje salda transferov

4.5 Pogoji financiranja

Predvidena gibanja v realnem sektorju in v tekočem računu plačilne bilance se bodo odražala v obsegu in načinu financiranja gospodarstva. V naslednjih letih pričakujemo nadaljnje naraščanje obsega finančnih transakcij s tujino. Obseg finančnih transakcij s tujino se bo povečeval v obeh smereh. To je posledica vse večje vpetosti Slovenije v skupni evropski trg, kar prinaša manjše tveganje za tuje investitorje, majhnosti domačega trga in popolne odprtosti kapitalskih tokov. To omogoča rezidentom iskanje dodatnih virov financiranja oziroma naložb v tujini. Ocenjeni neto finančni tokovi s tujino bodo v seštevku prihodnjih treh let dokaj močno presežni, pri čemer se bodo neto finančni pritoki povečevali od ravni okoli 2% BDP v 2005 do ravni okoli 3% BDP v 2007. Glavni razlog za

Močno presežni tokovi s tujino...

Tabela 4.5: Finančni tokovi s tujino

	2002	2003	2004	2005		2006		2007	
				Napovedi		Napovedi		Napovedi	
				nov.	Δ	nov.	Δ	nov.	Δ
Neto finančni tok (v % BDP)	4,9	0,6	-0,1	1,9	3,9	2,4	1,7	3,1	2,0
v tem: nepos. tuje naložbe	6,6	-0,5	0,9	-0,5	-1,0	0,3	-0,9	-0,2	-1,2
Devizne rezerve (st. v mio EUR)	7842	7881	7891	7981	658	8221	654	8811	792
- delež v % BDP	34,1	32,7	31,1	28,9	2,3	27,1	1,4	26,9	1,3
Zunanji dolg (st. v mio EUR)	11483	13051	15397	17945	1327	20196	1918	22616	2728
- delež v % BDP	49,9	54,1	59,5	64,9	4,7	66,7	4,6	69,0	5,7

Vir: ARC.

povečanje neto finančnih pritokov predstavljajo v letu 2005 v primerjavi s prejšnjimi projekcijami povečani prilivi preko zadolževanja bank v tujini. Neto priliv bo v prihodnjih letih povzročilo tudi predvideno povečanje vlog nerezidentov. Odlivi preko finančnih transakcij bodo predvsem posledica neto neposrednih investicij rezidentov v tujini ter odlivov preko naložb v tuje vrednostne papirje. Neto odliv v 2005 bo v veliki meri tudi rezultat že zapadlih evroobveznic države.

...ob ugodnih pogojih financiranja

Pogoji financiranja bodo ostali relativno ugodni. Nizke obrestne mere v tujini bodo skupaj z nizko rizično premijo Slovenije omogočale relativno poceni dostop do virov financiranja.

Pričakovana velika nihanja neto neposrednih naložb

Neto priliv preko neposrednih naložb bo v naslednjih letih nihal med odtokom v višini 150 mio EUR leta 2005 ter pritokom v višini 100 mio EUR leta 2006, hkrati pa se bo povečeval neto odliv preko portfeljskih naložb zasebnega sektorja. Pri neposrednih naložbah je pričakovati tako porast tujih naložb v Sloveniji, kot tudi povečevanje naložb slovenskih podjetij v tujini. Večji pritoki iz naslova neposrednih tujih investicij so pričakovani ob realizaciji naložbe v avtomobilski industriji. Glede na številne napovedi gospodarstvenikov o nameravanih ali že začelih naložbah v tujini se bodo v naslednjih letih povečale tudi slovenske naložbe v tujino, predvsem na območje Balkana in tranzicijskih držav. Na strani finančnih odlivov se bo nadaljevala rast portfeljskih naložb v tujino, ki bo presegel tistega iz lanskega leta. Letošnji nižji donosi na domači borzi v primerjavi z lanskim letom bodo verjetno omejili število novih vlagateljev, hkrati bo večji delež naložb usmerjen v tujino, delno tudi na bolj tvegane trge vzhodne Evrope.

Povečevanje deviznih rezerv in zunanje dolga

Zaradi stabilnega primanjkljaja salda tekočega računa ter neto prilivnih finančnih transakcij s tujino se bodo v naslednjih letih devizne rezerve povečevale. Zunanji dolg se bo povečeval predvsem zaradi zadolževanja zasebnega sektorja, njegova deleža glede na BDP oziroma glede na izvoz blaga in storitev pa se bosta v primerjavi z letom 2004 povečala za okoli 10 odstotnih točk.

Povečanje obsega posojilne aktivnosti s tujino...

Nekoliko se bo povečal tudi obseg prejetih tujih posojil in danih posojil tujini, njihov saldo pa bo ostal na ravni iz leta 2004. Ker bo gospodarska aktivnost tudi v letu 2005 ostala na visoki ravni, bodo banke morale del virov za financiranje svoje posojilne aktivnosti ob nizki rasti domačih vlog še naprej iskati v tujini, obseg najemanja posojil v tujini s strani podjetij pa se bo v primerjavi z letom 2004 več kot prepolovil. Delno naj bi se banke še naprej zadolževale tudi z izdajami obveznic v tujini, tako kot so se ob koncu lanskega leta in tudi v letu 2005.

...bo pomembno prispevalo k visokemu skupnemu obsegu domačega in tujega financiranja

Skupni obseg domačega in tujega financiranja bo v naslednjih letih ostal na relativno visoki ravni, sama dinamika najemanja posojil pa bo začela postopoma upadati. Takšna gibanja so v skladu z vztrajanjem relativno visoke gospodarske aktivnosti oziroma z visoko ravnijsko domačega trošenja. Delež tujih posojil pri financiranju podjetij se bo na račun povečanega zadolževanja bank v tujini ter deviznega kreditiranja podjetij zmanjšal iz okoli ene tretjine skupnega kreditiranja v letu 2004 na manj kot eno petino letos in v prihodnjih dveh letih. V skladu z nadaljnjim prestrukturiranjem dolga bo hitro raslo tudi zadolževanje države na domačem trgu. Zaradi močnega kreditiranja bank iz tujine bodo med domačimi krediti imeli najhitrejšo rast devizni krediti. Glede na velik obseg kreditiranja bank iz tujine je to pričakovano, saj bodo banke tako valutno usklajevale aktivno in pasivno stran svojih bilanc.

Povečana zadolženost podjetij in prebivalstva...

Relativno močno trošenje bo v naslednjih letih vplivalo na povečanje zadolženosti podjetij in prebivalstva, a z nekoliko upočasnjeno dinamiko glede na preteklo leto. Tako se bo trend hitre rasti najemanja posojil iz zadnjega leta nekoliko upočasnil, kar še posebej velja za sektor gospodinjstev. Pri podjetjih se bo neto zadolženost, merjena kot razmerje med krediti in vlogami, še nekoliko

povečala, predvsem zaradi hitre rasti deviznih kreditov, najetih pri domačih bankah, medtem ko se bo neto zadolženost prebivalstva ohranjala na sedanji ravni. Rast zadolženosti prebivalstva je bila do sredine leta 2005 zaznamovana še s sproščanjem sredstev iz Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme. Kljub temu, da se bo ob koncu leta 2005 sprostila druga shema NSVS, se pričakuje v obdobju projekcij manjša rast zadolženosti, saj znaša obsega privarčevanih sredstev le tretjino prve sheme. Trend povečevanja dolgoročnega na račun kratkoročnega zadolževanja se bo v naslednjih letih nadaljeval. Na strani povpraševanja po dolgoročnih kreditih bo k temu pripomoglo predvsem pospeševanje investicijskega trošenja.

Pričakujemo, da bo široki denar nastajal tako preko domače kreditne aktivnosti kot preko plačilnobilančnih tokov. Ker bo neto finančni tok presegal primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance, se bo negativen prispevek tokov s tujino k rasti širokega denarja iz zadnjih let namreč zmanjšal oziroma bo postal celo pozitiven. Zaradi relativno visokega trošenja bo tudi rast domačega kreditiranja ostala dokaj visoka.

Ponovno pozitiven prispevek tokov s tujino h kreiranju širokega denarja...

Tabela 4.6: Denarni sistem

	2005					2006		2007		
	2002	2003	2004	Napovedi		Napovedi		Napovedi		
				nov.	Δ	nov.	Δ	nov.	Δ	
	povprečne letne stopnje rasti v %									
M1	16,9	12,3	20,8	20,2	2,7	14,4	1,0	13,2	1,1	
M3	23,5	14,1	5,3	7,1	-0,7	9,8	2,2	11,8	4,0	
Krediti skupaj	17,3	11,8	18,2	18,5	-3,3	17,3	-0,4	15,2	-0,3	

Vir: ARC.

Rast širokih denarnih agregatov bo zaradi neto prilivnih tokov s tujino ter manjših naložb v alternativne oblike varčevanja nekoliko hitrejša, kot smo predpostavili v predhodnih napovedih, kljub temu pa medletne stopnje rasti ne bodo bistveno presegale 10%. Rasti ožjega denarja bodo v skladu z relativno visoko gospodarsko aktivnostjo ter doseženo visoko stopnjo cenovne stabilnosti ostale nekoliko višje.

...ter umirjanje trenutno visokih stopenj rasti ožjega denarja

Ročnostna struktura tolarških vlog se bo še naprej spreminjala v prid povečanega deleža kratkoročnih vlog. Proces krajšanja ročnosti vlog kažejo tudi zadnji podatki, ki izkazujejo povečano povpraševanje po transakcijskem denarju v skladu s povečano gospodarsko aktivnostjo in nižjo inflacijo. Kratkoročne tolarške vloge bodo rasle hitreje kot dolgoročne zaradi zmanjševanja nagiba krivulje obrestnih mer.

Povečevanje deleža kratkoročnih vlog

4.6 Inflacija

Obdobje trendnega zniževanja inflacije se z letošnjim letom končuje, saj je dosežena raven inflacije, okoli 2,5% v povprečju do septembra, že na spodnji meji dolgoročnega ravnotežja, ki ga lahko pričakujemo v gospodarstvu, ki se še nahaja v procesu realne konvergence. Stopnja inflacije se bo po pričakovanjih tudi v prihodnje gibala okoli dolgoročnega ravnovesja glede na makroekonomske in strukturne šoke, ki bi lahko nastopili v prihodnosti. Ob upoštevanju eksogenih spremenljivk in predpostavk o ekonomski politiki se bo inflacija v zadnjem četrtletju letošnjega leta še nekoliko dvignila in v povprečju leta dosegla raven 2,6%. Podobno raven inflacije je pričakovati tudi v prihodnjih dveh letih, pri čemer bo ta v povprečju 2006 znašala 2,6%, v 2007 pa okrog 2,4%.

Inflacija v prihodnje na ravni okoli 2,5%

Pričakovano izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev v začetku 2006

Dvanajstmesečno povprečje medletnih stopenj inflacije, merjeno s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin, se bo še naprej zniževalo in bo v obdobju merjenja maastrichtskih kriterijev, predvidoma v prvi polovici prihodnjega leta, znašalo okrog 2,6%. Po ocenah bo to nekoliko pod referenčno vrednostjo maastrichtskega kriterija. Tako bo Slovenija pravočasno izpolnila tudi kriterij cenovne stabilnosti, kar bo omogočilo načrtovano uvedbo evra v letu 2007.

Popravki rasti cen v 2005 navzgor posledica visokih cen nafte

V primerjavi z aprilskimi napovedmi so tokratni popravki ocen predvsem posledica realizacije nepričakovane visoke rasti cen nafte v tretjem četrtletju, kar bo vplivalo na višjo inflacijo ob koncu leta od tiste, ki smo jo pričakovali še aprila. Popravki ocen navzdol za leti 2006 in 2007 so v pretežni meri povezani s pričakovano počasnejšo rastjo prostih cen, posledično pa tudi s počasnejšo rastjo ostalih nadzorovanih cen, ki ne vključujejo energentov. Zaradi nekoliko počasnejše rasti gospodarske aktivnosti v prihodnjih dveh letih se bo počasneje odpirala tudi pozitivna proizvodna vrzel, s tem pa bo nižja tudi rast prostih cen v primerjavi s pričakovanji iz aprila.

Tabela 4.7: Inflacija

	2002	2003	2004	2005		2006		2007	
				Napovedi		Napovedi		Napovedi	
				nov.	Δ	nov.	Δ	nov.	Δ
<i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>									
Cene življenjskih potrebščin	7,2	4,8	3,4	2,8	0,4	2,3	-0,3	2,4	-0,4
Proste cene	6,9	5,1	2,1	1,5	-0,7	2,6	-0,1	2,7	-0,3
Nadzorovane cene	8,8	3,7	9,5	8,5	4,9	1,1	-0,3	1,1	-0,3
<i>povprečne letne stopnje rasti v %</i>									
Cene življenjskih potrebščin	7,5	5,6	3,6	2,6	0,1	2,6	0,1	2,4	-0,2
Proste cene	7,6	5,9	3,0	1,2	-1,1	2,4	-0,2	2,7	-0,2
Nadzorovane cene	7,5	4,8	6,6	9,1	4,6	3,6	2,2	1,1	-0,3

Vir: ARC.

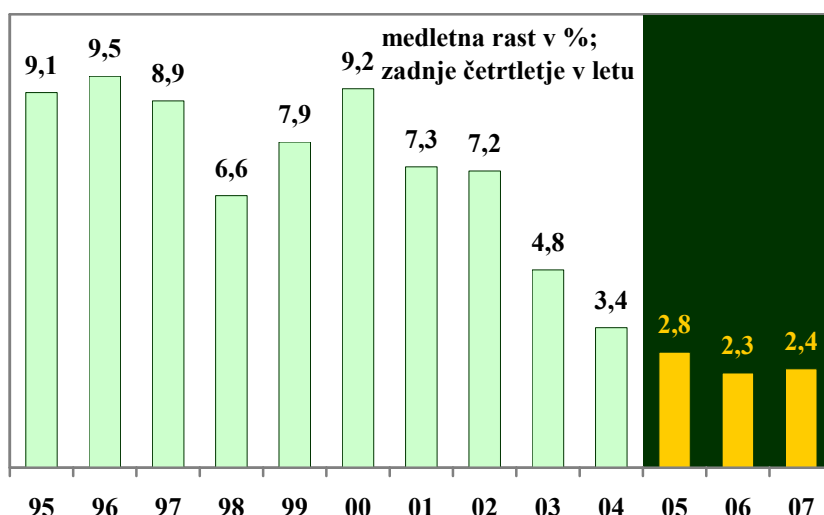
Rast prostih cen bo ostala nizka,...

Rast prostih cen se bo po letošnji izredno nizki rasti v prihodnje postopoma zviševala. Po naših ocenah bo v zadnjem kvartalu 2005 medletna rast 1,5%, v letu 2006 in 2007 pa bo rast prostih cen še višja in bo v zadnjem kvartalu 2006 in 2007 2,6% oziroma 2,7%. Na rast prostih cen bo v prihodnje v pretežni meri vplivalo več dejavnikov. Postopno zaprtje proizvodne vrzeli bo prekinilo do sedaj prisotne pritiske na zniževanje inflacije. Pričakovati je nastanek omejenih odloženih prenosov visokih rasti cen energentov tudi v proste cene. Cene hrane in brezalkoholnih pijač, ki so letos dosegale izredno nizke stopnje rasti, bodo po pričakovanjih rasle nekoliko hitreje, skladno s cenami v trgovinskih partnericah EU.

...k vzdrževanju dosežene ravni inflacije pa bodo prispevale tudi nadzorovane cene,...

Ob hitrejši rasti prostih cen naj bi k nižji inflaciji prispevala pričakovana umiritev rasti nadzorovanih cen, ki je implicitna posledica predpostavke o nespremenjenih cenah energentov. V naših predpostavkah smo v okviru gibanja nadzorovanih cen predvideli, da bo gibanje cen energentov odvisno od predpostavke o nespremenjeni ceni nafte na svetovnih trgih ter predpostavili, da bodo cene naftnih derivatov na domačem trgu zato ostale nespremenjene. Hkrati smo predpostavili, da se bodo cene vseh ostalih nadzorovanih cen gibale skladno z modelsko določenim gibanjem prostih cen. Tako bo v letu 2005 in 2006 rast skupnih nadzorovanih cen še prehitela rast prostih cen, v letu 2007 pa bodo nadzorovane cene zaradi ničelne rasti cen naftnih derivatov v povprečju leta zaostajale za rastjo prostih cen. Bistveno tveganje pri tem tudi v tokratnih projekcijah predstavlja gibanje cen nafte, ki bi lahko ob občutnem odstopanju od naših predpostavk onemogočilo predvideno zniževanje rasti nadzorovanih cen.

Slika 4.6: Projekcije inflacije



Vir: ARC.

Eksogene predpostavke iz mednarodnega okolja kažejo na umirjanje censkih pritiskov iz tujine. Rast cen življenjskih potrebščin v evroobmočju naj bi se po letošnji hitrejši rasti, 2,2%, v prihodnjih dveh letih ponovno upočasnila na raven 1,9%. Prav tako naj bi se upočasnila rast cen proizvajalcev v Nemčiji, ki je največja trgovinska partnerica Slovenije. Kljub predpostavkam o kreptitvi svetovne gospodarske rasti po letu 2005, ta zaradi vedno restriktivnejše denarne politike v tujini ne bi smela predstavljati pomembnejših censkih pritiskov.

Dejavniki domačega makroekonomskega okolja opozarjajo na postopno povečevanje inflacije prostih cen proti pričakovanemu dolgoročnemu ravnovesju. Nadaljevanje ugodne gospodarske aktivnosti bo najverjetneje že v prihodnjem letu popolnoma zaprlo proizvodno vrzel, kar bo postopoma začelo pregrevati gospodarstvo in povečevati inflacijske pritiske. Kljub temu pa pričakujemo, da se bo po začasno višji rasti plač v letošnjem letu, ta v prihodnjih dveh letih umirila na ravni 2,7% in tako ostala pod rastjo produktivnosti. Tveganja glede prehitre rasti plač predstavlja predvsem še nedosežen dogovor o usklajevanju plač za leti 2006 in 2007, tako v zasebnem kot v javnem sektorju. Glede na projekcije domačih in tujih cenovnih gibanj bo realni efektivni tečaj še naprej uravnotežen in ne bo povzročal opaznih učinkov na cene in konkurenčnost.

Fiskalna politika in politika nadzorovanih cen bosta v prihodnjih letih prevzeli odločilno vlogo pri ohranjanju vzdržne ravni inflacije. Vlada RS je pri prilagajanju trošarin avgusta že dosegla minimalno dovoljeno mejo. Ob visoki ravni cen nafte je vlada tudi letos zniževala trošarine do ravni, ki so dovoljene z uredbami EU, a vpliva na višanje cen naftnih derivatov ni mogla povsem preprečiti. V primeru nespremenjenih cen nafte na svetovnih trgih, kot sledi iz naših predpostavk, so ocene narejene pod podmeno, da bodo tudi cene naftnih derivatov ostale nespremenjene oziroma, da bo vlada trošarine ohranila nespremenjene. V projekcijah smo upoštevali tudi, da Vlada RS z diskrecijskim spreminjanjem posrednega obdavčevanja, poleg že napovedanega usklajevanja trošarin na tobak, ne bo bistveno prispevala k višanju cen. Po naših ocenah bodo povečanja posrednih davkov tako v letu 2005 kot v letu 2006 inflacijo povišala za 0,2 odstotni točki.

... ter pričakovana upočasnitev cen v mednarodnem okolju

Ob inflacijskih tveganjih presežnega povpraševanja ter prehitre rasti plač...

...bodo fiskalna, dohodkovna in politika nadzorovanih cen igrale ključno vlogo pri ohranjanju nizke rasti cen

Okvir 4.2: Napovedi in kratkoročni učinki reform davčnega sistema in trga dela

Slovenija se pripravlja na uvedbo strukturnih reform, ki bi lahko vplivale na potencialni obseg ponudbe gospodarstva in zato tudi prehodno na gospodarsko rast. Pri tem se je v luči izdelave napovedi gospodarskih gibanj potrebno opredeliti do kratkoročnih učinkov reform in delovanja makroekonomskih politik. To velja še zlasti za strukturne reforme trga dela in poenostavitve oziroma prilagoditev davčnega sistema.

Mnogi primeri kažejo, da imajo reforme trga dela kratkoročno negativen učinek na gospodarsko rast in zaposlenost, dolgoročno pa prevladajo pozitivni učinki. Na krajši rok utegnejo reforme povečati negotovost in zaskrbljenost potrošnikov, kar povzroča začasno krčenje povpraševanja ter nižjo gospodarsko aktivnost. Poleg tega je običajno namen reform trga dela povečati migracijo delavcev iz manj produktivnih v perspektivnejše panoge. Na kratek rok je lahko zapiranje delovnih mest v manj produktivnih panogah hitrejše od nastajanja delovnih mest v perspektivnejših panogah, kar lahko povzroči vsaj začasno povečanje brezposelnosti. Mednarodni denarni sklad (MDS) je izdal eno redkih empiričnih raziskav o dinamičnem učinku reform trga dela.¹ Analiza na osnovi podatkov iz dvajsetih razvitih držav ocenjuje učinek kazalcev širšega spektra reform. Za reforme trga dela izračuni kažejo, da imajo le-te dejansko negativen kratkoročni in pozitiven dolgoročni učinek na gospodarsko aktivnost in zaposlenost. Do podobnih zaključkov je prišel tudi Salgado (2002), ki med drugim tudi ugotavlja, da ni neposredne kratkoročne ali dolgoročne korelacije med togostjo trga dela in produktivnostjo gospodarstva.² Reforme trga dela torej predstavljajo določeno tveganje za kratkoročno gospodarsko dinamiko, dejanski učinki reform pa so precej odvisni od značilnosti in trenutnega stanja domačega gospodarstva, na drugi strani pa tudi od predstavitve reform in njihovih posledic javnosti.

Na področju davčnih reform bi morebitno poviševanje posameznih stopenj DDV vsaj začasno povzročilo dvig inflacije, kar med drugim kažejo tudi izkušnje na Slovaškem. Pred letom 2003 je na Slovaškem višja stopnja DDV znašala 23%, nižja pa 10%. Uvedba enotne stopnje DDV je potekala postopoma, in sicer je prišlo v letu 2003 do znižanja višje stopnje na 20% in zvišanja nižje na 14%, dokončno poenotenje na 19% pa je sledilo v letu 2004. Postopno zviševanje nižje stopnje DDV je kljub nižanju višje stopnje in

negativni rasti stroškov dela na enoto proizvoda imelo v letih 2003 in 2004 znaten vpliv na slovaško inflacijo, in sicer v višini okoli 1 odstotne točke.³ To je pričakovan pojav pri asimetričnem poviševanju davčnih stopenj na potrošnjo, saj spremembe relativnih cen povzročijo povišanje ravni cen zaradi kratkoročne odpornosti cen navzdol. Ta učinek je pri proizvodih in storitvah z nizko elastičnostjo, kot sta na primer hrana in javni potniški promet, toliko večji. Analiza inflacijskih učinkov, ki so posledica zviševanja obdavčitve potrošnje, je bistvena pri pripravi ukrepov ekonomske politike za preprečitev pojava inflacijsko-plačne spirale, ki bi lahko izvirala iz povečanja plač zaradi naraščanja ravni cen. Do podobnih učinkov je v Sloveniji prišlo že ob uvedbi DDV leta 1999.

Podrobna analiza tveganj v povezavi s strukturnimi reformami je potrebna tudi zaradi optimiranja samega pristopa k izvajanju reform. Nekatere raziskave kažejo, da lahko negativna kratkoročna gospodarska gibanja v sklopu s širokim paketom odločnih reform sprožijo nenaklonjenost javnosti reformam in s tem naknadni preobrat reformskih naporov.⁴ Reforme morajo biti torej sprejete v taki sestavi in ritmu, da zagotavljajo ne le višje dolgoročne rasti, temveč tudi čim bolj ublažijo morebitna nezaželena kratkoročna nihanja. Merlevede in Schoors (2005) tudi ugotavljata, da izkušnje tranzicijskih držav kažejo na prednost gradualističnega pristopa k reformam v primerjavi s tako imenovanimi »šok terapijami«. Dewatripont in Roland (1995) dodatno prikazujeta, da je gradualistični pristop superioren pristopu »velikega poka«, kadar obstaja negotovost glede optimalne izbire reform.⁵ Ker obstajajo precejšnje razlike v strukturi posameznih gospodarstev, je namreč v praksi izjemno težko določiti kateri tip reform je za določeno državo najustreznejši. Obseg t.i. stroškov eksperimentiranja je v primeru gradualističnih reform manjši kot v primeru radikalnih reform.

¹ IMF (2004), *World Economic Outlook*, ch.3, *Fostering Structural Reforms in Industrial Countries*, April.

² Salgado, Ranil (2002), *Impact of Structural Reforms on Productivity Growth in Industrial Countries*, IMF Working Paper, October.

³ Annual Report (2004), (2003), *National Bank of Slovakia*.

⁴ Glej na primer Merlevede, Bruno, in Koen Schoors (2005), *On the Speed of Economic Reform: Tale of the Tortoise and the Hare*, BOFIT Discussion Papers, November.

⁵ Dewatripont, Mathias in Gerard Roland (1995), *The Design of Reform Packages under Uncertainty*, American Economic Review, vol. 85(5), pages 1207-23.

Tabela 4.8: Izbor glavnih kazalnikov

	2005					2006		2007	
	2002	2003	2004	Napovedi nov.	Δ	Napovedi nov.	Δ	Napovedi nov.	Δ
Aktivnost, zaposlenost, plače	realne stopnje rasti v %								
Realni BDP	3,5	2,7	4,2	4,1	0,2	3,8	-0,2	3,8	-0,2
BDP/prebivalca (v EUR)	11866	12461	13103	13829	22	15144	432	16394	694
Zaposlenost	-0,4	-0,3	0,1	0,7	0,1	0,3	0,0	0,5	0,0
Neto plače	2,1	1,8	2,1	4,3	1,8	2,7	0,5	2,7	0,7
Produktivnost	2,5	2,7	3,3	3,4	0,1	3,5	-0,2	3,3	-0,2
Domače povpraševanje	realne stopnje rasti v %								
Domače povpraševanje	2,4	4,7	4,6	3,1	-1,2	4,1	0,3	3,6	-0,5
Zasebna potrošnja	1,3	3,5	3,3	3,5	0,0	3,4	0,2	3,2	0,2
Potrošnja države	3,2	1,6	2,9	2,5	0,1	2,5	0,4	2,5	0,5
Bruto investicije	4,0	10,1	9,2	2,6	-4,4	7,0	1,0	5,3	-1,9
Plačilna bilanca	realne stopnje rasti v %								
Izvoz blaga in storitev	6,7	3,1	12,5	8,5	1,8	6,4	-0,9	6,7	-0,6
Uvoz blaga in storitev	4,8	6,7	13,2	6,6	-0,6	7,0	0,2	6,3	-0,7
Tekoči račun: v mio EUR	344	-81	-544	-440	0	-500	-140	-430	-50
v % BDP	1,5	-0,4	-2,1	-1,6	0,0	-1,7	-0,4	-1,3	-0,1
Pogoji menjave	0,5	1,3	-1,0	-0,4	0,4	-0,1	0,0	0,1	-0,1
Neto finančni tok (v % BDP)	4,9	0,6	-0,1	1,9	3,9	2,4	1,7	3,1	2,0
v tem: nepos.tuje naložbe	6,6	-0,5	0,9	-0,5	-1,0	0,3	-0,9	-0,2	-1,2
Devizne rezerve (st.v mio EUR)	7842	7881	7891	7981	658	8221	654	8811	792
- delež v % BDP	34,1	32,7	31,1	28,9	2,3	27,1	1,4	26,9	1,3
Zunanji dolg (st. v mio EUR)	11483	13051	15397	17945	1327	20196	1918	22616	2728
- delež v % BDP	49,9	54,1	59,5	64,9	4,7	66,7	4,6	69,0	5,7
Denarni sistem	povprečne letne stopnje rasti v %								
M1	16,9	12,3	20,8	20,2	2,7	14,4	1,0	13,2	1,1
M3	23,5	14,1	5,3	7,1	-0,7	9,8	2,2	11,8	4,0
Krediti skupaj	17,3	11,8	18,2	18,5	-3,3	17,3	-0,4	15,2	-0,3
Cene	letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)								
Cene življenjskih potrebščin	7,2	4,8	3,4	2,8	0,4	2,3	-0,3	2,4	-0,4
Proste cene	6,9	5,1	2,1	1,5	-0,7	2,6	-0,1	2,7	-0,3
Nadzorovane cene	8,8	3,7	9,5	8,5	4,9	1,1	-0,3	1,1	-0,3
	povprečne letne stopnje rasti v %								
Cene življenjskih potrebščin	7,6	5,6	3,7	2,6	0,1	2,6	0,1	2,4	-0,2
Proste cene	7,61	5,9	3,0	1,2	-1,1	2,4	-0,2	2,7	-0,2
Nadzorovane cene	7,5	4,8	6,6	9,1	4,6	3,6	2,2	1,1	-0,3
Dejavniki mednarodnega okolja	letne stopnje rasti v %								
Tuje povpraševanje*	1,9	3,7	5,3	4,5	-1,6	6,0	-0,9	6,0	-0,9
USD/EUR	0,94	1,13	1,24	1,25	-0,07	1,21	-0,11	1,21	-0,11
Nafta (USD/sodček)	25	29	38	56	11	65	20	65	20
Primarne surovine	4,6	11,3	16,0	5,0	2,0	3,0	0,0	3,0	0,0
Inflacija v EMU	2,2	2,1	2,1	2,2	0,4	1,9	0,2	1,9	0,2
PPI Nemčija	-0,6	1,7	1,6	4,1	2,2	2,1	0,8	2,1	0,8
EURIBOR 3m (%)	3,3	2,3	2,3	2,2	-0,2	2,3	-0,5	2,5	-0,6

* Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.

Vir: ARC, Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook, IMF World Economic Outlook, SURS

Okvir 4.3: Napovedi drugih institucij

Napovedi za Slovenijo izdelujejo tako domače institucije kot mednarodne in zasebne organizacije. Primerjave napovedi so koristne, ker prikažejo razlike v razmišljanju glede bodočih gospodarskih gibanj, kljub temu pa napovedi niso neposredno primerljive, ker so izdelane v različnih obdobjih in zato ne upoštevajo enakih informacij. Poleg tega napovedi temeljijo na različnih predpostavkah, tako glede gibanja eksogenih spremenljivk iz mednarodnega okolja, kot glede delovanja ekonomskih politik.

Tokratne napovedi različnih institucij so zelo podobne. Tako obstaja soglasje, da se bo relativno visoka gospodarske aktivnosti v Sloveniji nadaljevala tudi v letih 2005 in 2006. Pri tem so popravki gospodarske rasti tako v letu 2005 kot v

letu 2006 precej majhni. Nekaj razlik se še naprej pojavlja glede oblikovanja gospodarske rasti, predvsem glede salda tekočega računa. Kljub temu so se razlike v primerjavi s prejšnjimi krogi napovedi tudi tokrat zmanjšale, a še vedno znašajo 1,2 odstotne točke BDP v letu 2005 oziroma 1,3 odstotne točke BDP v letu 2006. Skoraj vse institucije tokrat napovedujejo vztrajanje primanjkljaja iz leta 2005 tudi v letu 2006.

Odstopanja obstajajo tudi pri napovedih inflacije. Ocene povprečne letne inflacije znašajo med 2,5% in 2,6% za leto 2005, za leto 2006 pa med 2,0% in 2,6%. Tudi razlike v napovedih inflacije med domačimi in tujimi institucijami so se v zadnjem pol letu bistveno zmanjšale.

Tabela: Primerjava napovedi za Slovenijo in razlike glede na predhodne napovedi

	Objava nove/prejšnje napovedi	BDP				Inflacija				Tekoči račun			
		letna rast v %				povprečje leta v %				delež v BDP v %			
		2005		2006		2005		2006		2005		2006	
		nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ
Banka Slovenije	nov 05 / apr 05	4,1	0,2	3,8	-0,2	2,6	0,1	2,6	0,1	-1,6	0,0	-1,7	-0,4
EIPF	sep 05 / mar 05	4,1	0,3	4,8	0,4	2,6	-0,2	2,0	-0,2	-1,9	0,0	-1,6	0,0
UMAR	okt 05 / apr 05	3,9	0,1	4,0	-0,1	2,5	0,0	2,5	0,2	-1,6	-0,7	-0,7	-0,9
Mednarodni denarni sklad	okt 05	3,9	...	4,0	...	2,6	...	2,5	...	-1,6	...	-0,8	...
Consensus Forecasts	okt 05 / mar 05	3,8	0,0	3,9	0,0	2,5	-0,5	2,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3

Viri: Banka Slovenije, UMAR, EIPF, European Commission Economic Forecasts, IMF World Economic Outlook, Consensus Economic Forecasts.

5 EKONOMSKE POLITIKE V LUČI UVEDBE EVRA

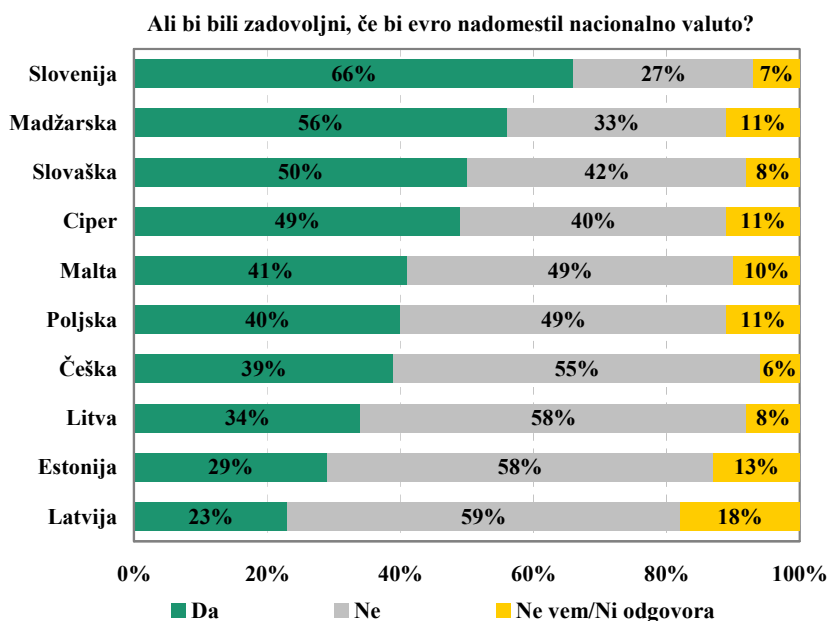
Uvedba evra v začetku leta 2007 je skupni cilj Banke Slovenije in Vlade RS. Banka Slovenije in Vlada RS sta novembra 2003 sprejeli Program vstopa v ERM II in prevzema evra, v katerem sta se zavzeli za ustvarjanje pogojev, ki bodo omogočili uvedbo evra v začetku leta 2007.⁵ V njem sta med drugim poudarili pomen učinkovite koordinacije vodenja ekonomskih politik. Ob vstopu v ERM II je bil ustanovljen Koordinacijski odbor za tehnične priprave za uvedbo evra, ki mu sopredsedujeta Banka Slovenije in Ministrstvo za finance. Banka Slovenije in Vlada RS sta januarja 2005 predstavili Načrt uvedbe evra, po katerem naj bi se evro v Sloveniji uvajal po scenariju »velikega poka«.⁶ Komunikacijska strategija v podporo uvedbi evra, ki so jo junija 2005 pripravili Banka Slovenije, vladne institucije, Statistični urad RS, Združenje bank Slovenije, Gospodarska zbornica Slovenije in Zveza potrošnikov Slovenije, vsebuje načine in postopke obveščanja javnosti glede uvedbe evra.⁷

Uvedba evra predstavlja osrednjo usmeritev vodenja ekonomskih politik v Sloveniji

Podpora za uvedbo evra v slovenski javnosti je visoka. Javnomnenjske raziskave kažejo, da uvedbo evra podpirata dve tretjini prebivalcev, kar je najvišji delež med novimi članicami EU.⁸ Pozitiven odnos do uvedbe evra nakazujejo tudi podatki o pričakovanih posledicah njegove uvedbe, saj kar 56% anketirancev meni, da bo imela uvedba evra pozitivne posledice za Slovenijo, pozitivne posledice na osebni ravni pa pričakuje 51% anketirancev. Podobno sliko kažejo tudi nacionalne raziskave javnega mnenja, po katerih tolar, evro in Banka Slovenije v javnosti uživajo precejšnje zaupanje.

Podpora in zaupanje evru sta visoki

Slika 5.1: Zadovoljstvo z morebitno uvedbo evra



Vir: Introduction of the Euro in the New Member States, European Commission and EOS Gallup Europe, October 2004.

⁵ http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/ERM2%20_BS_Vlada_200311.pdf

⁶ http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/Euro_Masterplan_612005.pdf

⁷ <http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/Strategija%20evro.pdf>

⁸ Introduction of the Euro in the New Member States, European Commission&EOS Gallup Europe: http://europa.eu.int/comm/public_opinion/flash/flash165b_en.pdf

5.1 Doseganje nominalne konvergence

Pogoj za uvedbo evra je izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev

Pogoj za uvedbo evra je visoka stopnja vzdržne konvergence. Slednjo skladno s členom 122 Pogodbe ocenjujeta Evropska komisija in ECB, ki preverjata izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev in izdelata konvergenčni poročili. Obe instituciji sta izpolnjevanje kriterijev cenovne stabilnosti, proračunskega stanja, deviznih tečajev in obrestnih mer nazadnje pregledovali v oktobru 2004, in sicer za deset novih članic EU ter Švedsko. Poleg zgoraj naštetih ekonomskih kriterijev mora država članica pred uvedbo evra zagotoviti tudi združljivost nacionalne zakonodaje s Pogodbo in Statutom Evropskega sistema centralnih bank (ESCB). V nadaljevanju so podrobneje predstavljeni posamezni kriteriji ekonomske konvergence in projekcije glede njihovega izpolnjevanja v primeru Slovenije.

Kriterij cenovne stabilnosti

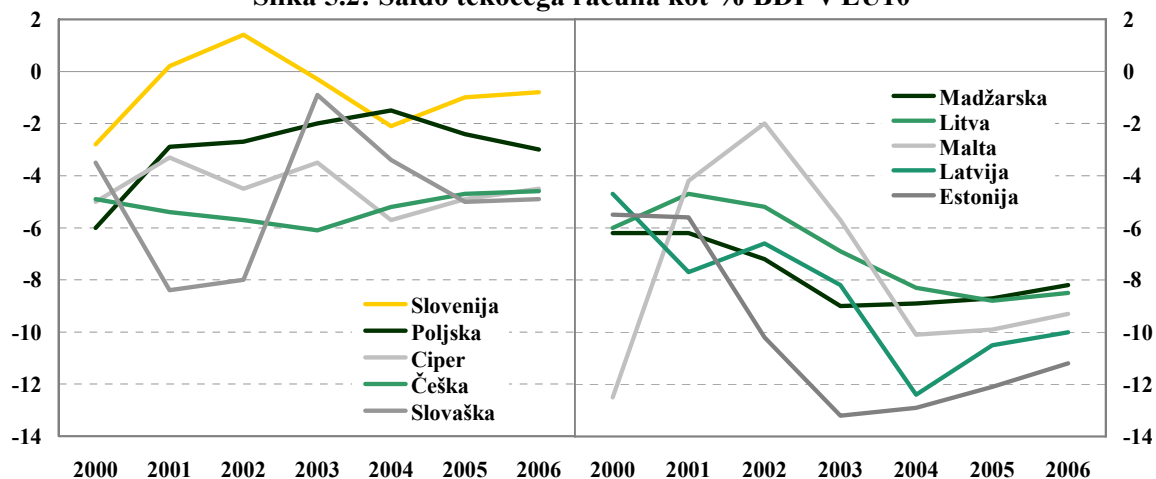
Dezinflacijski proces je bil obnovljen v letu 2001 in je potekal ob...

Dezinflacijski proces v Sloveniji se je po inflacijskih šokih leta 1999 obnovil po letu 2000, stopnja inflacije pa se je od takrat spustila s slabih 10% na okoli 2,5%. Ta proces je bil tudi posledica prilagoditev v vodenju ekonomskih politik, med drugim uvedbe novega okvirja denarne politike⁹, katerega cilj je bil zagotoviti postopno in trajno znižanje inflacije. Da je bil dezinflacijski proces vseskozi vzdržen in da povratnih inflacijskih sunkov ni pričakovati, kažeta tudi ohranjeno plačilnobilančno ravnovesje in izboljševanje javnofinančnega stanja.

...ohranitvi plačilnobilančnega ravnovesja...

Slovenija je v zadnjih dvanajstih letih imela vseskozi relativno uravnotežen tekoči račun plačilne bilance. Saldo tekočega računa se je gibal med 4.0% (leta 1994) in -3.3% BDP (leta 1999) in bil tako precej bolj izravnán kot v ostalih tranzicijskih državah. Tudi gibanja v letošnjem letu ter napovedi za prihodnja leta nakazujejo na praktično izravnán saldo tekočega računa.

Slika 5.2: Saldo tekočega računa kot % BDP v EU10



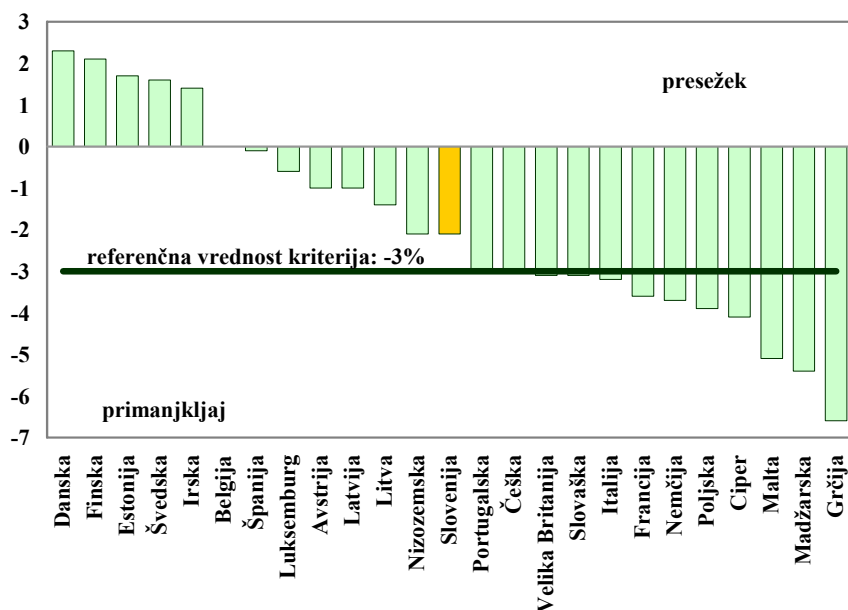
Vir: Eurostat, Evropska komisija.

... ter izboljševanju javnofinančnega stanja.

Drugo pomembno makroekonomsko ravnovesje predstavlja stanje javnih financ, ki se je ob poteku dezinflacijskega procesa vseskozi izboljševalo. Fiskalna konsolidacija, ki je potekala od leta 2000 naprej, je preprečevala prenos morebitnih fiskalnih neravnovesij v inflacijske pritiske. Trenutni javnofinančni saldo Slovenije je povsem primerljiv oziroma v nekaterih primerih celo boljši od javnofinančnega salda držav članic evroobmočja. Zaradi relativno dobrega stanja javnih financ ni potreb po poviševanju davčnih stopenj, kar bi lahko ponovno povzročilo inflacijske pritiske.

⁹ http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_den_pol.pdf

Slika 5.3: Javnofinančni saldo kot % BDP v EU25 (2004)



Vir: Eurostat.

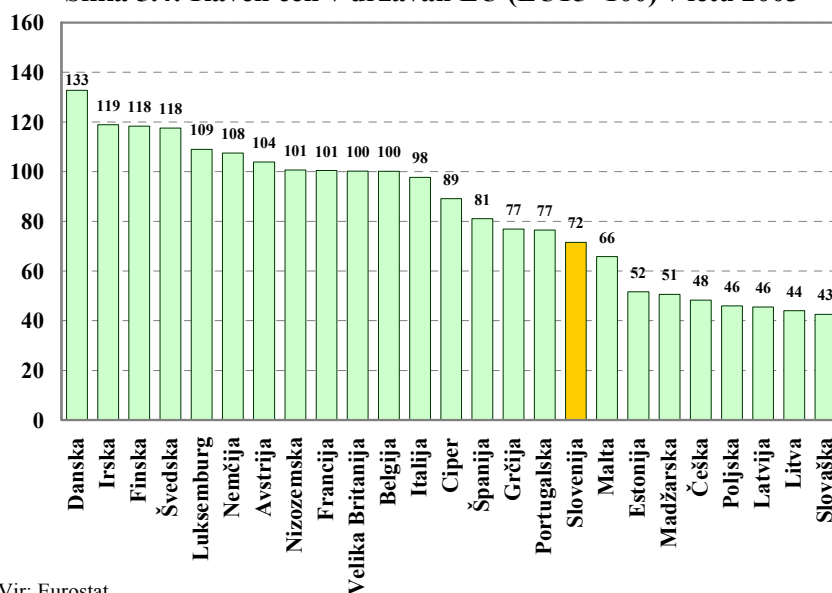
Dezinflacijski proces je bil uspešno zaključen v zadnjem letu. Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin je v povprečju prvih šestih mesecev letos medletno porasel za 2,5%, junija pa se je stopnja inflacije prvič po osamosvojitvi spustila pod dva odstotka, in sicer na 1,8%, merjeno s HICP. Ocene strukturne stopnje inflacije za Slovenijo kažejo, da bo slovenska inflacija srednjeročno nihala okoli ravni, dosežene v letošnjem letu.

Dezinflacijski proces je bil uspešno zaključen v zadnjem letu

Razvojno dohitevanje pomeni višjo ravnotežno inflacijo v Sloveniji. Ocene učinkov tipa Balassa-Samuelson kažejo, da je zaradi realne konvergence ravnotežna inflacija v Sloveniji za 1 do 1,5 odstotne točke višja od tiste v razvitih državah evroobmočja, kar pomeni med 2,5% in 3,5%.¹⁰ Potrebno je opozoriti, da gre pri tem za ravnotežen proces, ki je prisoten v okviru dobro delujoče denarne unije in ne vpliva na konkurenčnost gospodarstva.

Zaradi procesov realne konvergence je ravnotežna inflacija v Sloveniji nekoliko višja od tiste v evroobmočju...

Slika 5.4: Raven cen v državah EU (EU15=100) v letu 2003



Vir: Eurostat.

¹⁰ Glej D. Kozamernik: Doseganje stabilnosti cen v ERM2 in po prevzemu evra, Bančni vestnik, julij-avgust 2005 in tam omenjene reference.

... saj je splošna raven cen v Sloveniji nižja od tiste v evroobmočju

Učinki tipa Balassa-Samuelson odražajo konvergenco v ravni cen, ki poteka vzporedno s konvergenco v gospodarski razvitosti. Splošna raven cen v Sloveniji je približno za četrtnino nižja od splošne ravni cen v evroobmočju. Pri tem za ravno cen v evroobmočju še najmanj zaostajajo proizvodi v skupini obleka in obutev (za okoli 10%) ter v skupini hrana in brezalkoholne pijače (za okoli 15%), najvišja pa so odstopanja v nekaterih storitvenih panogah, kjer slovenske cene zaostajajo za tistimi v evroobmočju tudi za več kot tretjino.

Slovenija bo po napovedih začela izpolnjevati kriterij stabilnosti cen v začetku leta 2006

Glede na makroekonomske napovedi BS, predstavljene v 4. poglavju, bo Slovenija začela izpolnjevati kriterij stabilnosti cen v začetku leta 2006. Septembra 2005 je povprečna dvanajstmesečna inflacija, merjena s HICP, v Sloveniji znašala 2,7%, medtem ko je referenčna vrednost kriterija stabilnosti cen dosegla 2,4%. Napovedi kažejo, da se bo povprečna slovenska inflacija do konca leta 2005 spustila in nato srednjeročno ostala na ravni okoli 2,5%. Zadnje napovedi mednarodnih institucij kažejo, da naj bi se ob koncu letošnjega leta ter tudi v prihodnjem inflacija v državah evroobmočja nekoliko zvišala, kar bo postopoma verjetno povzročilo tudi določen dvig referenčne vrednosti kriterija stabilnosti cen.

Pri izpolnjevanju kriterija stabilnosti cen je ključen trajnostni vidik

Poleg znižanja povprečne inflacije pod referenčno vrednost je pri pregledu izpolnjevanja kriterija stabilnosti cen pomembna tudi vzdržnost cenovnih gibanj. Izračun referenčne vrednosti kriterija stabilnosti cen temelji na relativno mehničnem postopku. Z namenom zagotovitve ekonomsko smiselne interpretacije kriterija ECB in Evropska komisija preverita tudi ostale indikatorje inflacijskih gibanj. Posebno pozornost tako posvečata usmeritvi denarne politike, vplivom makroekonomskega okolja na inflacijska gibanja (stroški dela na enoto proizvoda in proizvodna vrzel) in ostalim pomembnim cenovnim indeksom (nacionalni indeks cen življenjskih potrebščin, deflator BDP, indeks cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih, uvozne cene,...).

Stabilizacija cen v Sloveniji je bila dosežena na vzdržen način...

Poleg makroekonomskih ravnovesij tudi indikatorji inflacijskih gibanj kažejo, da je stabilizacija cen v Sloveniji dosežena na vzdržen način. Rast ostalih cenovnih indeksov, kot so nacionalni indeks cen življenjskih potrebščin, BDP deflator in indeks cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih, se je po letu 2000 zmanjševala. Medletna rast nacionalnega CPI je v prvi polovici letošnjega leta znašala 2,4%, BDP deflator se je v istem obdobju medletno povišal za 2,0%, cene industrijskih proizvodov pa za 3,6%. Nekoliko je odstopala zgolj medletna rast uvoznih cen, vendar gre pri tem večinoma za učinek rasti cen nafte na svetovnih trgih. Podobno ugodna so tudi makroekonomska gibanja, saj je proizvodna vrzel še zmeraj rahlo negativna, realna rast stroškov dela pa v primerjavi s produktivnostjo nizka.

Tabela 5.1: Inflacijska merila in indikatorji inflacijskih gibanj

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (1-6)
HICP	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5
CPI	8,9	8,4	7,5	5,6	3,6	2,4
BDP deflator	5,4	8,7	7,9	5,8	3,2	2,0
PPI	7,7	8,9	5,1	2,5	4,9	3,6
Uvozne cene	18,9	8,6	2,9	2,5	3,7	8,5
Rast bruto plač	10,6	11,9	9,8	7,5	5,3	6,7
ULC	8,1	8,4	5,9	4,5	4,0	-0,3
Proizvodna vrzel	1,0	-0,2	-0,7	-1,8	-0,9	-0,6

Opombe: (medletna rast v % oziroma v % BDP za proizvodno vrzel)

Vir: SURS, Banka Slovenije, preračuni ARC.

...kar dokazujejo tudi inflacijska pričakovanja domačih in mednarodnih strokovnih institucij

Vzdržnost dosežene cenovne stabilnosti v Sloveniji se odraža tudi v inflacijskih pričakovanjih domačih in mednarodnih institucij. UMAR tako za leti 2006 in 2007 napoveduje povprečno stopnjo inflacije 2,5% in 2,4%, medtem ko napoved Mednarodnega denarnega sklada znaša za leto 2006 2,5%.

Pri ocenjevanju dosežene stopnje cenovne stabilnosti je potrebno upoštevati začasne učinke, med katerimi je bilo v zadnjem času najpomembnejše naraščanje cen nafte. Cena soda nafte brent je ob koncu leta 2003 znašala 30 USD, avgusta letos pa se je povzpela že na 66 USD. Naraščanje cen nafte in posledično naftnih derivatov je še zlasti pomembno v primeru Slovenije, saj je učinek sprememb cen naftnih derivatov na slovensko inflacijo nadpovprečen. Glavni razlog za to so predvsem višje uteži naftnih derivatov, ki se uporabljajo pri izračunu HICP (glej tudi Bilten BS, september 2005). Utež tekočih goriv (kurilno olje) v primeru Slovenije tako v letošnjem letu znaša 2,1%, kar je najvišja utež med vsemi državami EU, utež pogonskih goriv pa 6,0%, kar je tretja najvišja utež znotraj EU. Posledično je bil prispevek naftnih derivatov k septembrski medletni inflaciji v Sloveniji kar 1,9 odstotne točke, v evroobmočju pa zgolj 0,8 odstotne točke.

Nadpovprečni učinek sprememb cen naftnih derivatov na inflacijo v Sloveniji predstavlja tehnično tveganje, da bi bila referenčna vrednost kriterija stabilnosti cen presežena, vendar to ne pomeni nujno neizpolnjevanja kriterija stabilnosti cen, interpretiranega z ekonomsko smiselno vsebino. Cene naftnih derivatov so namreč eksogeni dejavnik, saj so določene na mednarodnih blagovnih borzah. Umetno zadrževanje prenosa višjih ravni cen na mednarodnih borzah v domače cene naftnih derivatov bi bilo celo nezaželeno in ekonomsko neupravičeno. Poleg tega se je potrebno zavedati, da gre pri podvojitvi cen nafte v zadnjem letu in pol zelo verjetno za začasen učinek. Nosilci ekonomskih politik morajo zato predvsem preprečiti morebiten prenos cen nafte na ostale cene ali plače, kar bi vsaj prehodno lahko ogrozilo cenovno stabilnost.

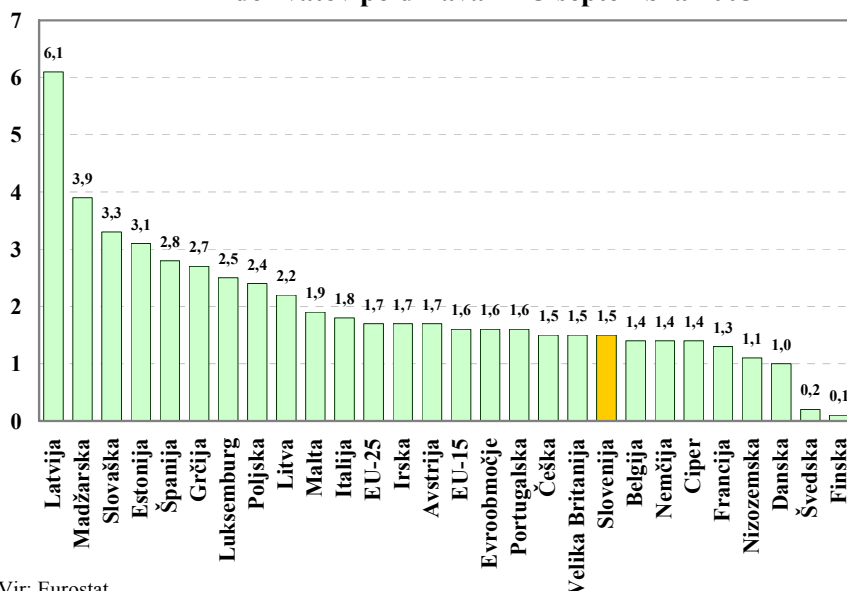
Ker se različne uteži naftnih derivatov pri izračunu HICP odražajo v asimetričnem vplivu na inflacijo, je ekonomsko smiselno izločiti učinek sprememb naftnih derivatov pri ocenjevanju dosežene stopnje stabilnosti cen. Po takih ocenah Slovenija že dosega zahtevano stopnjo stabilnosti cen za uvedbo evra, saj je septembra povprečna dvanajstmesečna inflacija brez naftnih derivatov znašala 1,5%, hipotetična referenčna vrednost pa 1,9%.

Spremembe cen naftnih derivatov imajo nadpovprečni učinek na inflacijo v Sloveniji...

...kar predstavlja tehnično tveganje preseganja referenčne vrednosti, ne pa tudi vsebinskega tveganja

Slovenija že izpolnjuje kriterij stabilnosti cen, če izločimo asimetrični vpliv sprememb cen naftnih derivatov na inflacijo

Slika 5.5: Povprečna dvanajstmesečna inflacija brez naftnih derivatov po državah EU septembra 2005



Vir: Eurostat.

Na ocenjevanje dosežene stopnje stabilnosti cen ima precejšen vpliv tudi divergenca inflacijskih stopenj med državami EU po letu 1999. V devetdesetih letih so se inflacijske stopnje znotraj držav EU močno zblížale. Konvergenčno poročilo Evropskega monetarnega inštituta (EMI) iz aprila 1998 tako navaja, da so se inflacijske stopnje v štirinajstih članicah EU v letu 1997 gibale med 1,2 in

Divergenca inflacijskih stopenj znotraj EU otežuje izpolnjevanje kriterija stabilnosti cen

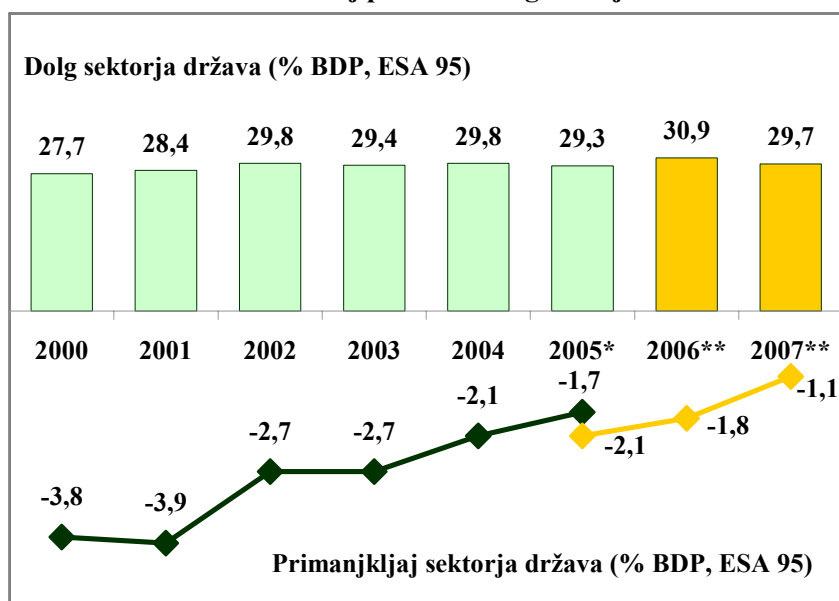
1,9%, vrednosti konvergenčnega merila (dvanajstmesečno povprečje za obdobje februar 1997 – januar 1998) pa med 1,1 in 1,9%. Nekoliko očitneje je izstopala le Grčija, ki takrat še ni dosegala zahtevane stopnje stabilnosti cen, saj se je njena inflacija gibala nad 5%. Septembra letos so se dvanajstmesečna inflacijska povprečja v EU-15 gibala med 0,6% na Finskem in 3,7% v Luksemburgu, kar je skoraj štirikrat višji absolutni razpon, kot v času konvergenčnega poročila EMI (podobno sliko dobimo tudi ob izločitvi vpliva naftnih derivatov – glej Sliko 5.5). Divergenca inflacijskih stopenj znotraj EU otežuje izpolnjevanje mehaničnega kriterija stabilnosti cen, saj povečuje možnosti, da bodo države z najnižjimi stopnjami inflacije umetno zniževale referenčno vrednost kriterija stabilnosti cen.

Kriterij proračunskega stanja države

Slovenija od leta 2002 izpolnjuje kriterij proračunskega stanja države

Slovenija izpolnjuje kriterij proračunskega stanja države tako na področju primanjkljaja kot tudi dolga sektorja države. Podatki, skladni z metodologijo ESA 95, kažejo, da Slovenija obe določili omenjenega kriterija izpolnjuje od leta 2002. Delež dolga sektorja države v BDP je vseskozi stabilen in se giblje pod 30%, medtem ko referenčna vrednost znaša 60%. Primanjkljaj sektorja države se je v zadnjem obdobju občutno znižal, in sicer s 3,8% BDP v letu 2000 na predvidenih 1,7% BDP v letošnjem letu, referenčna vrednost pa je 3%.

Slika 5.6: Kriterij proračunskega stanja države



Opomba: podatki, izraženi kot odstotek BDP, so vzeti neposredno iz publikacij SURS, MF in Eurostata. Ob uporabi revidiranih podatkov o BDP iz septembra letos, ki se od prejšnjih razlikujejo predvsem zaradi načina upoštevanja posredno merjenih storitev finančnega posredništva (PMSFP), so deleži v BDP nekoliko manjši – ocenjeni primanjkljaj v letu 2005 tako na primer znaša 1,6% BDP.

* Ocenjeni dolga in primanjkljaja za leto 2005 sta iz Poročila o primanjkljaju in dolgu sektorja države (SURS in MF, september 2005).¹¹

** Napovedi dolga za leta 2006 in 2007 ter primanjkljaja za leta 2005-2007 (zlatorumene barve) so iz dopolnjenega Konvergenčnega programa (MF, januar 2005).¹²

Vir: Eurostat, MF, SURS.

Po napovedih bo Slovenija izpolnjevala kriterij proračunskega stanja države tudi v prihodnje

Napovedi kažejo, da bo Slovenija izpolnjevala fiskalni kriterij tudi v prihodnje. Iz dopolnjenega Konvergenčnega programa (MF, januar 2005) je razvidno, da naj bi primanjkljaj, merjen po metodologiji ESA 95, v letu 2006 znašal 1,8%, v letu 2007 pa 1,1%. Podobno sliko kažeta tudi predloga državnih proračunov za leta 2006 in 2007, ki sta bila predstavljena v državnem zboru v začetku oktobra

¹¹ http://www.gov.si/mf/slov/tekib/por_prim_dolg_september_05.pdf

¹² http://www.gov.si/mf/slov/tekib/konvergenčni_program_2004_dopolnitev.pdf

letos. Glede na predlagana proračuna naj bi primanjkljaj proračuna RS, merjen po nacionalni metodologiji, v letu 2006 znašal 1,4% BDP, kar predstavlja nespremenjeno raven v primerjavi z letom 2005, v letu 2007 pa naj bi se zmanjšal na 1,2% BDP.

Javnofinančna gibanja bodo v prihodnjih letih pod precejšnjim vplivom napovedanih davčnih reform, dodatna negotovost pa izvira še iz nedokončanih pogajanj o prihodnji evropski finančni perspektivi za obdobje 2007-2013. Med napovedanimi ukrepi bo imela največji vpliv na javnofinančne prihodke predvidena ukinitve davka na izplačane plače. Stopnja davka na izplačane plače naj bi se leta 2006 znižala za 20% (neto javnofinančni učinek -18 mrd SIT), nato pa naj bi se davek postopoma odpravljal do leta 2009, ko naj bi bil dokončno ukinjen. Znižanje javnofinančnih prihodkov v prihodnjem letu zaradi zmanjšane stopnje davka na izplačane plače naj bi nevtralizirali ustrezno nižji javnofinančni izdatki, deloma na račun predlaganega drugačnega usklajevanja socialnih transferov in nižjih sredstev za bolniška nadomestila. Sprememba zakona o davku na dodano vrednost, ki predvideva obračunavanje DDV po plačani realizaciji, bi v letu 2006 lahko povzročila likvidnosti izpad proračunskih sredstev od 5 do 7 mrd SIT. Pomemben vpliv na javnofinančne prihodke bi imela tudi sprememba davka od dohodkov pravnih oseb, ki predvideva olajšavo za vlaganja v raziskave in razvoj, po kateri bi podjetja lahko znižala svojo davčno obveznost za 20% v letu vlaganja, znižanje davka pa poravnala v naslednjih petih davčnih obdobjih. Likvidnosti izpad prihodkov iz tega naslova se pričakuje od leta 2007 naprej.

Spremembe zakonodaje in nesprejetje nove finančne perspektive vnašata negotovosti glede javnofinančnih gibanj

Okvir 5.1: Strukturni javnofinančni primanjkljaj in položaj fiskalne politike

Dejanski (objavljeni) javnofinančni saldo odraža delovanje dveh dejavnikov: srednjeročnih nihanj v poslovnem ciklu in odločitev fiskalne politike. Za natančnejšo analizo ukrepov in položaja fiskalne

politike se zato običajno izračunava strukturni javnofinančni saldo, iz katerega so izločeni vplivi makroekonomskih nihanj na javnofinančne prihodke in odhodke.

Tabela: Dejanski in strukturni javnofinančni saldo (v % BDP)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Dejanski javnofinančni saldo	-3,8	-3,9	-2,7	-2,7	-2,1	-1,7
Proizvodna vrzel	1,0	-0,2	-0,7	-1,8	-0,9	-0,5
Ciklični javnofinančni saldo	0,5	-0,1	-0,3	-0,9	-0,4	-0,2
Strukturni javnofinančni saldo	-4,3	-3,8	-2,4	-1,8	-1,7	-1,5

Vir: SURS, izračuni ARC. Ciklična komponenta javnofinančnega salda je izračunana kot zmnožek proizvodne vrzeli in ocene koeficienta občutljivosti javnofinančnega salda na proizvodno vrzel (0,48).

Podatki o dejanskem javnofinančnem saldu kažejo precejšnje znižanje primanjkljaja v Sloveniji po letu 2000, saj se je primanjkljaj zmanjšal s takratnih 3,8% BDP na predvidenih 1,7% BDP v letošnjem letu (v posameznih letih so imele opazen učinek na javnofinančni saldo tudi enkratne spremembe, npr. izplačila vojnih odškodnin prebivalstvu, ki so povzročila povečanje primanjkljaja v letu 2001 za 0,8% BDP). Izračunani strukturni javnofinančni saldo kaže, da je fiskalna konsolidacija v obdobju 2000-2003 potekala ob umirjanju gospodarske aktivnosti, saj se je dejanski primanjkljaj zmanjšal za 1,1% BDP, strukturni pa kar za 2,5% BDP. Na drugi strani je izboljševanje dejanskega javnofinančnega salda v zadnjih dveh letih z -2,7% BDP na -1,7% BDP skoraj v celoti posledica ugodnejšega makroekonomskega okolja. Slednje je k

zmanjšanju primanjkljaja prispevalo kar 0,7 odstotne točke, medtem ko je učinek dejanske fiskalne konsolidacije v zadnjih dveh letih znašal zgolj 0,3 odstotne točke.

Reformirani Pakt o stabilnosti in rasti, sprejet junija letos, določa, da morajo države EU slediti srednjeročnemu cilju strukturnega javnofinančnega salda med -1% BDP in ravnovesjem oziroma presežkom. Poleg tega morajo države evroobmočja ter tudi članice ERM II na poti proti izpolnjevanju srednjeročnega cilja dosegati v povprečju letno izboljšanje strukturnega salda v višini 0,5% BDP, pri čemer se izločijo enkratni in začasni učinki. Zmanjševanje strukturnega javnofinančnega primanjkljaja naj bi bilo obsežnejše v dobrih ekonomskih časih, kar pomeni, da bi Slovenija morala izkoristiti trenutno ugodne gospodarske

razmere za nadaljnjo in hitrejšo fiskalno konsolidacijo.

Strukturni javnofinančni saldo, ki bi bil v skladu s srednjeročnim ciljem reformiranega Pakta o stabilnosti in rasti, bi tudi zagotavljal zadostno varnostno rezervo glede na referenčno vrednost 3% primanjkljaja. To bi omogočilo prosto in simetrično delovanje avtomatskih fiskalnih stabilizatorjev skozi poslovni cikel. Avtomatski fiskalni stabilizatorji namreč povzročijo nižji javnofinančni saldo v obdobju recesije, saj se takrat praviloma zmanjša obseg pobranih davkov in poveča obseg izdatkov, povezanih z brezposelnostjo, medtem ko pride do obratnega procesa v obdobju gospodarske ekspanzije. Delovanje avtomatskih fiskalnih stabilizatorjev ima zaradi glajenja nihanj v poslovnem ciklu pozitivne ekonomske učinke in je zato zaželeno. Morebitni ukrepi fiskalne politike, ki bi bili nasprotni delovanju avtomatskih fiskalnih stabilizatorjev, kot na primer zniževanje

javnofinančnih izdatkov v obdobju recesije, pa bi imeli negativne ekonomske učinke, fiskalna politika pa bi bila v tem primeru prociklična.

Ker fiskalna politika od vstopa v ERM II (ter tudi po uvedbi evra) nosi glavno breme uravnavanja gospodarske aktivnosti, je potrebno zagotoviti dovolj maneverskega prostora za njeno ustrezno odzivanje na spremembe v makroekonomskem okolju. V primeru poslabšanega makroekonomskega okolja oziroma recesije bi zadosten maneverski prostor omogočil ekspanzivno fiskalno politiko, ki bi pripomogla k uspešnemu okrevanju gospodarstva, obratno pa bi bilo v obdobju prehitre gospodarske rasti. Poleg tega se bo v prihodnosti Slovenija morala soočiti z znatno povečanimi javnofinančni izdatki, ki bodo posledica staranja prebivalstva, kar predstavlja še dodaten argument za čimprejšnjo odpravo fiskalnih neravnovesij.

Kriterij deviznega tečaja

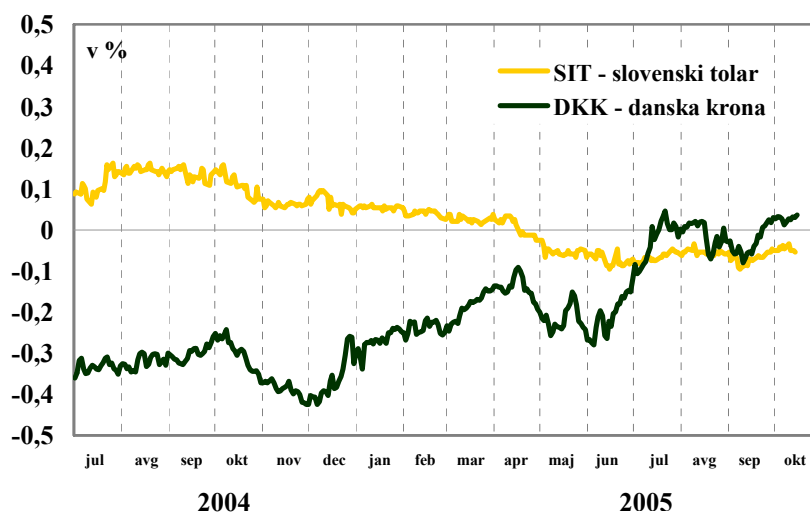
Po vstopu v ERM II je bila zagotovljena stabilnost deviznega tečaja

Od vstopa v ERM II je devizni tečaj praktično povsem stabilen. Slovenija je vstopila v ERM II 28. junija 2004, pri čemer je centralni tečaj določen pri razmerju 239,640 SIT za 1 EUR, upošteva pa se standardni pas nihanja $\pm 15\%$. V 16 mesecih bivanja v ERM II so bila odstopanja tečaja tolarja od centralnega tečaja majhna, prav tako pa ni bilo večjih pritiskov na gibanje tečaja.

Tveganja izpolnjevanja kriterija stabilnosti deviznega tečaja so relativno nizka...

Tveganja, povezana s tečajno stabilnostjo, so omejena. Stabilnost tržnega tečaja je predvsem posledica verodostojno postavljenega centralnega tečaja, ki odraža zunanje makroekonomske ravnovesje. Ravnovesnost centralnega tečaja se kaže v relativno izravnaneemu tekočemu računu plačilne bilance na eni strani ter odsotnosti inflacijskih pritiskov, ki bi lahko izvirali iz previsoko postavljenega centralnega tečaja.

Slika 5.7: Odstopanja od centralnega tečaja: primerjava med slovenskim tolarjem in dansko krono



Vir: ECB.

Banka Slovenije ima na voljo ustrezne instrumente denarne politike in zadostne devizne rezerve, da lahko zagotavlja tečajno stabilnost. Osrednji instrument denarne politike, ki ga Banka Slovenije uporablja za uravnavanje likvidnosti na deviznem trgu in posledično glajenje nihanj deviznega tečaja, je začasni 7-dnevni odkup deviz.

... saj ima Banka Slovenije na razpolago ustrezne instrumente denarne politike in zadostne devizne rezerve

Kratkoročni obrestni diferencial je relativno majhen in odraža odločitev Banke Slovenije, da vzdržuje svoje obrestne mere na najvišji možni ravni, ki še zagotavlja stabilnost deviznega tečaja. Po vstopu v ERM II je obrestna politika v večjem obsegu podrejena vzdrževanju stabilnosti tečaja in je tako odvisna od kratkoročnih obrestnih mer v evroobmočju. Odstopanje za dve odstotni točki od obrestne mere ECB omogočajo tržne premije, ki odražajo predvsem tečajno in likvidnostno tveganje, poleg tega pa ta odstopanja odsevajo razmerja, ki jih trgi ob dani strukturi instrumentov denarne politike in obrestnih mer zanje še dopuščajo. V dosedanji praksi od vstopa od ERM II je obrestni diferencial odražal željo Banke Slovenije po restriktivnejši denarni politiki.

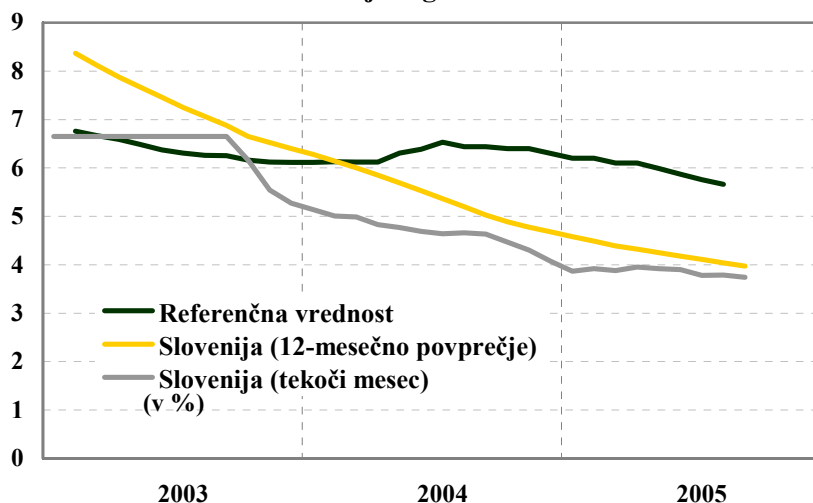
Obrestni diferencial je relativno majhen

Kriterij dolgoročnih obrestnih mer

Slovenija izpolnjuje tudi kriterij dolgoročnih nominalnih obrestnih mer. Dvanajstmesečno povprečje dolgoročnih nominalnih obrestnih mer za vrednostne papirje države se je spustilo pod referenčno vrednost že v marcu 2004. Še vedno se nadaljuje trend upadanja povprečne dolgoročne obrestne mere, ki pa se v zadnjih mesecih počasi zaustavlja. Septembra letos sta tako tekoča kot tudi povprečna obrestna mera znašali manj kot 4%, medtem ko je referenčna vrednost kriterija dolgoročnih obrestnih mer v zadnjih treh letih v povprečju znašala 6,2%.

Slovenija izpolnjuje kriterij dolgoročnih obrestnih mer...

Slika 5.8: Kriterij dolgoročnih obrestnih mer

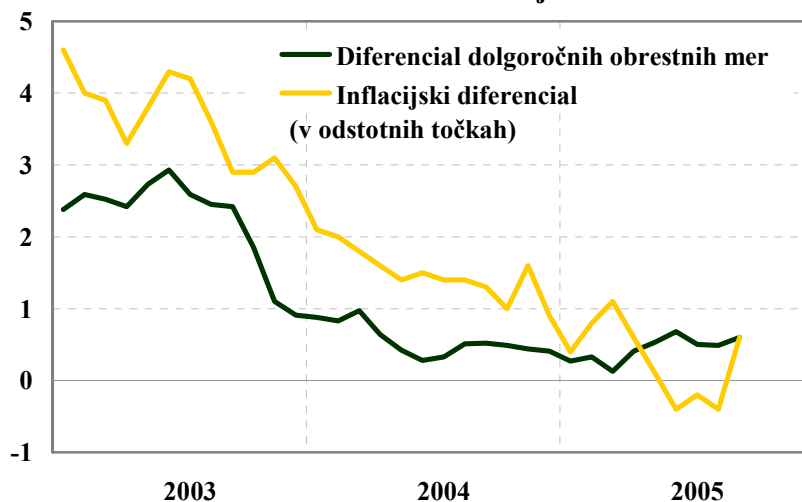


Vir: ECB.

Dolgoročne obrestne mere kažejo na zaupanje finančnih trgov v verodostojnost ekonomskih politik in na pričakovano ohranjanje makroekonomskih ravnovesij tudi v prihodnosti. Razlika med dolgoročnimi obrestnimi merami v Sloveniji in evroobmočju se je zmanjševala skladno s potekom dezinflacijskega procesa. Trenutno nizka razlika dolgoročnih obrestnih mer med drugim odraža tudi ugodna dolgoročna inflacijska pričakovanja in pričakovanja o vzdržni ravni in stabilnosti javnofinančnega financiranja. Nizke rizične premije potrjujejo verodostojnost makroekonomskih politik v Sloveniji pri doseganju nizke stopnje inflacije in visoke fiskalne stabilnosti.

... kar kaže na zaupanje finančnih trgov v verodostojnost ekonomskih politik

Slika 5.9: Razlika dolgoročnih obrestnih mer in HICP v primerjavi z evroobmočjem



Vir: ECB, Eurostat.

Okvir 5.2: Skladnost nacionalne zakonodaje

Poleg izpolnjevanja nominalnih konvergenčnih kriterijev našteva 1. odstavek člena 121 Pogodbe med kriteriji za uvedbo evra tudi skladnost nacionalnih zakonodaj, vključno s predpisi, ki urejajo centralne banke s členi 108 in 109 Pogodbe in s Statutom Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke. Izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev skladno z 2. odstavkom člena 122 Pogodbe vsaki dve leti ali na zahtevo države članice preverjata Komisija EU in ECB. V Konvergenčnih poročilih iz oktobra 2004 Komisija EU in ECB ugotavljata določene neskladnosti Zakona o Banki Slovenije (Uradni list RS št. 58/02 in 85/02, v nadaljevanju: ZBS-1) z določili Pogodbe. Ker je neskladnost nacionalnih zakonodaj, ki urejajo nacionalne banke formalni zadržek za uvedbo evra, je pred naslednjim Konvergenčnim poročilom, ki ga bosta Komisija EU in ECB pripravili leta 2006, potrebno uskladiti ZBS-1 z ugotovitvami iz Konvergenčnih poročilih iz leta 2004.

Konvergenčni poročili Komisije EU in ECB iz leta 2004 navajata naslednje neskladnosti ZBS-1 z določili Pogodbe:

- Zahteva po doslednem povzemanju besedila Statuta ESCB in ECB pri opredelitvi odnosa med primarnim ciljem ESCB (cenovna stabilnost) z bolj izrazito hierarhično podrejenostjo obeh sekundarnih ciljev (podpora gospodarski politiki in skrbi za stabilnost finančnega sistema).
- Zahteva za okrepljeno finančno in funkcionalno neodvisnost centralne banke pri upravljanju z uradnimi deviznimi rezervami.
- Zahteva po doslednem povzemanju besedila Statuta ESCB in ECB glede razlogov za predčasno prenehanje mandata člana organa odločanja NCB. *Z doslednim upoštevanjem Statuta in uvedbo koncepta hujše kršitve, se omogoči Sodišču ES, da sam oblikuje standard hujše kršitve člana organa odločanja centralne banke, s čimer se okrepi pravni položaj članov organov odločanja.*
- Zahteva po jasni razmejitvi med pristojnostmi, ki jih Banka Slovenije ob uvedbi evra prenese na ECB in pristojnostmi, ki jih obdrži še po uvedbi evra.
- Zahteva po prilagoditvi instrumentarija centralne banke po prevzemu evra, kakor tudi ureditev pristojnosti glede odločanja o delovanju v okviru mednarodnih finančnih organizacij in glede odločanja o oskrbi z gotovino. V ta sklop spada tudi določilo o prenehanju uporabe poglavja denarna politika in devizni tečaj po uvedbi evra.
- Zahteva po okrepljeni osebni neodvisnosti članov organov odločanja centralne banke, s tem, da se jih izloči iz sistema sankcij po zakonu o preprečevanju korupcije, saj ta zakon določa dodatni razlog za predčasno prenehanje mandata, ki ni v skladu s Statutom ESCB in ECB.

5.2 Izvajanje ekonomskih politik

Že ob vstopu v ERM II se je moral dotedanji okvir vodenja makroekonomskih politik v Sloveniji ustrezno prilagoditi. Medtem ko je za stabilnost cen v preteklosti skrbela Banka Slovenije, ki je s strategijo postopnega, a trajnega zniževanja inflacije ob ohranitvi vseh pomembnih makroekonomskih ravovesij uspešno izpolnila svoj temeljni cilj, je ob vstopu v ERM II glavno breme uravnavanja gospodarske aktivnosti in inflacijskih pritiskov s strani agregatnega povpraševanja prevzela fiskalna politika.¹³ V pogojih ERM II je namreč politika obrestnih mer podrejena vzdrževanju stabilnega tečaja domače valute, na morebitne inflacijske pritiske pa se mora odzivati fiskalna politika z ustrezno mero restriktivnosti.

Centralna pariteta mora igrati vlogo učinkovitega sidra za inflacijska pričakovanja. Pri tem je treba upoštevati, da je sama stabilizacija tečaja zelo šibak instrument za uravnavanje domačega povpraševanja. Če se domače povpraševanje poveča preko ponudbenega potenciala, se pojavijo inflacijski pritiski. Če denarna politika skrbi za tečajno stabilnost, se obrestne mere ne morejo prilagoditi na raven, ki bi presežno povpraševanje omejila. Pojavi se tveganje novega inflacijskega cikla v gospodarstvu. Stabilizacija inflacijskih pričakovanj zmanjša odzivnost inflacije na šoke prav zaradi pričakovanja, da bo ustrezna reakcija makroekonomske politike inflacijske šoke tudi dejansko zajezila. Centralna pariteta je zato lahko učinkovito sidro za inflacijska pričakovanja le, če se makroekonomska politika učinkovito odziva in preprečuje nastanek inflacijskih ciklov.

Po vstopu v EU je najpomembnejše notranje makroekonomsko tveganje možnost pojava povpraševalnega šoka, temelječega na kreditni ekspanziji. Tveganje izvira predvsem iz postopne konvergence obrestnih mer na raven obrestnih mer ECB, ki je na primer povzročila šok s strani agregatnega povpraševanja po vstopu v evroobmočje na Portugalskem, v zadnjem času pa se z njim sooča tudi Estonija. Estonska gospodarska rast je namreč v drugem četrtletju dosegla 9,9%, kar je precej nad njeno ocenjeno srednjeročno potencialno rastjo, ki znaša okoli 6%.¹⁴ Pregrevanje gospodarstva zaradi hitre rasti domačega povpraševanja na podlagi močnega zadolževanja, in rast plač, ki prehiteva rast produktivnosti, že povzročata inflacijske pritiske, medletna stopnja inflacije pa je septembra v Estoniji dosegla že 4,9%.¹⁵ Kot ustrezen odziv na trenutne ekonomske razmere tako estonska centralna banka kot tudi Mednarodni denarni sklad priporočata še dodatno restriktivnost fiskalne politike, ki je v zadnjih dveh letih dosegla javnofinančni presežek okoli 2% BDP.

V Sloveniji zaenkrat še ni znakov prekomerne rasti agregatnega povpraševanja in pregrevanja gospodarstva, kar je deloma posledica vzdrževanja obrestnih mer na najvišji ravni, ki jo ob stabilnem deviznem tečaju še dopuščajo finančni trgi. Gospodarska rast je v prvi polovici letošnjega leta dosegla 3,9%, rast zasebnega trošenja pa še nekoliko manj, in sicer 3,5%.

Kljub temu tveganje šoka s strani agregatnega povpraševanja ostaja, saj bo pred vstopom v evroobmočje prišlo še do nadaljnje konvergence obrestnih mer. Podatki tudi kažejo, da je relativno majhno znižanje realnih obrestnih mer v obdobju pred vstopom v ERM II povzročilo precejšen pospešek rasti kreditiranja, posledično pa tudi gospodarske rasti. Negativna proizvodna vrzel se je v lanskem letu zmanjšala za slab odstotek potencialnega BDP, v prvem polletju letos pa še za dodatnega pol odstotka. Ker se bo proizvodna vrzel v časovnem horizontu teh napovedi zaprla, bo morebitno nadaljnje prilagajanje

Vstop v ERM II je pomenil prelom v načinu vodenja ekonomskih politik v Sloveniji

Centrala pariteta igra vlogo učinkovitega sidra za inflacijska pričakovanja

Največje tveganje po vstopu v EU in ERM II je predstavljala možnost šoka s strani povpraševanja...

... ki se zaenkrat še ni uresničilo...

... vendar tveganje ostaja prisotno tudi v bodoče.

¹³ Glej <http://www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040627.en.html>

¹⁴ IMF Country Report No. 04/358, november 2004.

¹⁵ Quarterly Economic Policy Comment of Eesti Pank, september 2005.

obrestnih mer še povečalo verjetnost pojava presežnega agregatnega povpraševanja.

Tabela 5.2: Definicije simulacij

Simulacija	Šok - sprememba	Obdobje šoka
a) Tuje okolje		
1. Cena nafte	višja od cene v napovedih za 5 USD/sod	Q405-Q406
2. Cena primarnih surovin	višja od ravni cen v napovedih za 10%	Q405-Q406
3. Povpraševanje iz tujine	višje od ravni v napovedih za 1%	Q405-Q406
b) Domače okolje		
4. Rast plač	višja od rasti plač v napovedih za 1 o.t.	Q405-Q406
5. Trošenje gospodinjstev	višje od rasti trošenja v napovedih za 1 o.t.	Q405-Q406
6. Trošenje države	višje od rasti trošenja v napovedih za 1 o.t.	Q405-Q406
7. Rast nadzorovanih cen	višja od rasti prostih cen iz napovedi za 2 o.t.	Q405-Q406

Tabela 5.3: Odzivnost makroekonomskih spremenljivk na simulacije šokov

Simulacija	BDP			Inflacija			Tekoči račun		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Napovedi - osnovni scenarij	4,2	3,8	3,8	2,6	2,6	2,4	-1,6	-1,7	-1,3
a) Tuje okolje									
1. Nafta	4,1	3,7	3,6	2,9	3,2	2,4	-1,9	-2,2	-2,0
2. Primarne surovine	4,3	3,8	3,8	2,8	2,7	2,5	-1,9	-2,1	-1,7
3. Tuje povpraševanje	4,6	4,1	3,9	2,7	2,7	2,6	-1,3	-1,3	-1,0
b) Domače okolje									
4. Plače	4,4	4,1	4,1	2,8	3,0	2,8	-1,8	-2,0	-1,6
5. Trošenje gospodinjstev	4,5	4,5	4,4	2,9	3,1	3,0	-1,8	-2,1	-1,8
6. Trošenje države	4,4	4,0	4,1	2,8	2,9	2,7	-1,7	-1,8	-1,5
7. Nadzorovane cene	4,2	3,7	3,7	2,6	3,0	2,9	-1,6	-1,7	-1,4

Vir: Ocene ARC.

Ustrezen odziv fiskalne politike na morebiten pojav povpraševalnega šoka bo ključen

V primeru pojava prekomerne kreditne ekspanzije in presežnega domačega povpraševanja je nujen ustrezen odziv fiskalne politike. Fiskalna politika bo po uvedbi evra in popolni izgubi samostojne denarne politike ostala edini instrument za makroekonomsko uravnavanje gospodarstva. V primeru šoka se bo potrebno izogniti trošenju dodatnih javnofinančnih prihodkov, ki bi izvirali iz prekomerne gospodarske ekspanzije, ter tako izboljšati javnofinančni saldo. Z ukrepi fiskalne politike je možno znižati domače povpraševanje v zadostni meri, da se gospodarska aktivnost vrne na svojo vzdržno, potencialno raven. Tovrstne ukrepe fiskalne politike sta v preteklosti uspešno izvajali tako Danska kot Irsko, ki sta s tem uspeli zajeziiti inflacijske pritiske.

Dohodkovna politika lahko preprečuje inflacijske pritiske in vpliva na zunanjo konkurenčnost

Dohodkovna politika mora igrati ključno vlogo pri preprečevanju inflacijskih pritiskov stroškovne narave. Obvladovanje stroškov dela je osrednjega pomena pri zagotavljanju konkurenčnosti v okviru denarne unije. Upadanje realnih stroškov dela na enoto proizvoda je bilo v zadnjih treh letih prisotno tudi v evroobmočju, in sicer v obdobju 2002-2004 kumulativno za 1,5%, še bolj pa v novih članicah EU, in sicer v istem obdobju kumulativno kar za 5,3%.¹⁶ Morebitna opustitev dosedanje zmerne dohodkovne politike v Sloveniji bi ob nadaljnjem upadanju realnih stroškov dela na enoto proizvoda v tujini lahko imela precejšnje posledice na konkurenčnost slovenskih podjetij, posledično pa bi lahko povzročila obrat v trendu zaposlovanja. Nadaljnje omejevanje rasti plač v javnem sektorju lahko predstavlja demonstrativni učinek na rast plač v celotnem gospodarstvu.

¹⁶ Labour market and wage developments in 2004, European Commission, Special Report No.3, 2005.

Rast stroškov dela v skladu s produktivnostjo dela pomeni, da se nominalni stroški dela ne morejo prilagoditi na poviševanja cen, ki bi jih povzročili neugodni ponudbeni šoki. Neugodni ponudbeni šoki, kot npr. povišanje cen naftnih derivatov, se pojavljajo kot dodatni stroškovni dejavnik za podjetja in znižujejo njihove proizvodne zmožnosti. Slednje se odraža na manjšem povpraševanju po delovni sili. Četudi podjetja del šoka prenašajo v cene in le-to lahko vpliva na inflacijo, se dohodki od dela na tako povišanje cen ne smejo prilagoditi, saj bi se zaradi manjšega povpraševanja po delu povečala brezposelnost in zato še dodatno upočasnila gospodarska aktivnost ter konkurenčnost gospodarstva. Ker so stroški dela najpomembnejši strošek za podjetja, bi se lahko še dodatno okrepili inflacijski pritiski in vztrajnost inflacije na višji ravni. Zaradi takih učinkov je bilo smiselno delovanje v smeri postopnega ukinjanja indeksacije plač na stopnjo inflacije.

Inflacijski učinki šokov ponudbene narave, kot so naftni šoki, ne smejo spodbuditi rasti plač

Finančni nadzor bo tudi v prihodnosti skrbel, da ne pride do poslabševanja kreditnega portfelja bank in na ta način zagotavljal ohranjanje stabilnosti finančnega sistema. Čeprav finančni nadzor neposredno ne more omejiti kreditne ekspanzije bank, pa lahko zagotovi, da banke v razmerah visoke gospodarske aktivnosti ne podcenjujejo tveganj, povezanih s sposobnostjo kreditnega odplačevanja, kar bi lahko imelo ob obratu gospodarskega cikla negativne posledice na celotni finančni sistem.

Finančni nadzor bo zagotavljal stabilnost finančnega sistema

Rast nadzorovanih cen ne bo smela biti višja od predvidene rasti prostih cen. Pri tem bo predvsem pomembno, da bo zmernejša rast nadzorovanih cen prisotna pri vseh komponentah. Primeri, ko bi nižjo rast nekaterih nadzorovanih cen kompenzirala višja rast drugih nadzorovanih cen, bi po nepotrebnem vodili k višji inflaciji ter spodbujali inflacijska pričakovanja v ostalih sektorjih. Med nadzorovanimi cenami imajo posebno vlogo naftni derivati, katerih cene so pod vplivom zunanjih dejavnikov in lahko tako v primeru neugodnih razmer rastejo tudi hitreje od ostalih cen.

Rast nadzorovanih cen ne sme prehitovati rasti prostih cen

5.3 Potrebno prilagajanje strukture gospodarstva

Pri preprečevanju pojava asimetričnih šokov je ključno tudi zagotoviti večjo prožnost gospodarstva. Povečevanje prožnosti je deloma avtonomen proces, ki poteka v razvitih gospodarstvih zadnjih 20 let, predvsem na račun učinkov informacijske tehnologije, inovacij ter nastanka novih finančnih instrumentov. Po drugi strani je možno prožnost posameznega gospodarstva zviševati tudi s pomočjo ukrepov ekonomske politike, zlasti s podpiranjem proste konkurence, deregulacijo posameznih panog in ukrepi za večjo prožnost trga dela.

Prožnost gospodarstva zagotavlja uspešnejše bivanje v denarni uniji

Ob vstopu v ERM II se je Slovenija zavezala, da bo postopno izvajala strukturne reforme, ki bodo povečevale prožnost in prilagodljivost gospodarstva. Povečevanje prožnosti in prilagodljivosti trga dela mora omogočiti hitrejše in manj boleče prerazporejanje delovne sile iz panog v težavah v panoge v vzponu. Administrativne poenostavitve lahko pripomorejo k zmanjšanju stroškov za podjetnike in učinkovitejšem prerazporejanju sredstev. Z zniževanjem javnofinančnih odhodkov je možno doseči davčno razbremenjevanje gospodarstva, a je potrebno na drugi strani upoštevati gospodarske učinke in učinke na blaginjo vseh, ki bi jih tako zmanjševanje izdatkov prizadelo.

Slovenija se je zavezala za izvajanje strukturnih reform

Za uspešno izvajanje reform je osrednjega pomena javnosti predhodno prikazati celotne učinke reform, vključno s kratkoročnimi vplivi na gospodarsko aktivnost, brezposelnost in cenovno stabilnost ter posledicami na porazdelitev dohodka. Zaradi takih tveganj med izvajanjem strukturnih reform ne sme priti do zapostavljanja makroekonomskih politik. Pri oblikovanju strukturnih reform si je zato smiselno prizadevati za vzpostavitev kar se da širokega konsenza in javnosti

Potreba po usklajenosti makroekonomskih politik z mikroekonomskimi reformami

predstaviti prevladujoče dolgoročne koristi ustreznih strukturnih reform nad možnimi negativnimi kratkoročnimi učinki.

**Proces
fiskalne konsolidacije
se mora nadaljevati**

Izvajanje strukturnih reform mora potekati v skladu s potrebno fiskalno konsolidacijo in ob upoštevanju obremenitev, ki jih za gospodarske subjekte predstavlja uvedba evra. V tem kontekstu morajo biti upoštevane določbe reformiranega Pakta o stabilnosti in rasti. Zmanjševanje proračunskih prihodkov lahko tako poteka zgolj ob sočasni zagotovitvi vzdržnega zmanjševanja odhodkov. Poleg tega trenutno in pričakovano ugodno makroekonomsko okolje ponuja idealno priložnost za odpravo strukturnega primanjkljaja javnih financ in vzpostavitev varnostne rezerve glede izpolnjevanja zahtev Pakta o stabilnosti in rasti. Na ta način bi se tudi povečal prostor za uspešno izvajanje tako makroekonomskih kot tudi strukturnih politik.