

BANKA

SLOVENIJE

POROČILO O
DENARNI POLITIKI

OKTOBER 2004

BANKA SLOVENIJE

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 2004 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. UVOD IN POVZETEK	5
2. INFLACIJSKA GIBANJA	7
2.1 Doseganje cenovne stabilnosti	7
2.2 Dejavniki inflacije v letu 2004	10
2.3 Učinki usklajenega delovanja denarne in fiskalne politike	12
3. DENARNA POLITIKA V LETU 2004	15
3.1 Usmeritve denarne in tečajne politike	15
3.2 Ukrepi denarne politike do vstopa v ERM II	16
3.3 Ukrepi denarne politike po vstopu v ERM II	17
4. PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ	23
4.1 Mednarodno okolje	23
4.2 Aktivnost, zaposlenost in plače	26
4.3 Komponente trošenja BDP	27
4.4 Plačilna bilanca	29
4.5 Pogoji financiranja	31
4.6 Inflacija	34
5. DENARNA POLITIKA V POGOJIH ERM II	39
5.1 Vzdržnost ravnovesij po vstopu v ERM II	39
5.2 Tveganja pri izpolnjevanju pogojev za prevzem evra	40
5.3 Stopnjevanje potrebe po koordinaciji ekonomskih politik	46
5.4 Stališča Sveta Banke Slovenije	47

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

Tabela 3.1: Zapiranje nepokrite obrestne paritete	17
Tabela 4.1: Eksogene spremenljivke iz mednarodnega okolja	23
Tabela 4.2: Gospodarska aktivnost, zaposlenost, plače	26
Tabela 4.3: Komponente povpraševanja	28
Tabela 4.4: Tekoči račun plačilne bilance	29
Tabela 4.5: Finančni tokovi s tujino	32
Tabela 4.6: Denarni sistem	33
Tabela 4.7: Stopnje rasti cen	34
Tabela 4.8: Izbor glavnih kazalcev	37

Slike:

Slika 2.1: Skupna in osnovna inflacija	7
Slika 2.2: Struktura inflacije - prispevki komponent	8
Slika 2.3: Rast cen življenjskih potrebščin - september 2004	9
Slika 2.4: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih	10
Slika 2.5: Rast domačega trošenja	11
Slika 2.6: Politika prilagajanja trošarin na naftne derivate	12
Slika 3.1: Vzdrževanje realnih obrestnih mer	15
Slika 3.2: Obrestne mere Banke Slovenije	16
Slika 3.3: Presežna ponudba/povpraševanje na trgih tujega denarja	17
Slika 3.4: Tečaj EUR/SIT in odstopanje od centralnega tečaja	18
Slika 4.1: Poslovne tendence v Sloveniji in tujini	24
Slika 4.2: Gibanje cen nafte Brent	25
Slika 4.3: Gospodarska aktivnost (realni BDP)	27
Slika 4.4: Prispevek komponent BDP h gospodarski rasti	28
Slika 4.5: Tekoči račun plačilne bilance	30
Slika 4.6: Inflacija	35
Slika 4.7: Inflacijski konvergenčni kriterij	35
Slika 5.1: Konvergenčni kriterij za obrestne mere	45

Okvirji:

Okvir 3.1: Kronološki pregled ukrepov Banke Slovenije v letu 2004	20
Okvir 4.1: Usklajevanje plač v zasebnem sektorju	27
Okvir 4.2: Napovedi drugih institucij	36
Okvir 5.1: Izjava ERM II odbora ob vstopu Slovenije v ERM II	40
Okvir 5.2: Simulacije možnih tveganj za izpolnjevanje inflacijskega kriterija	41
Okvir 5.3: Metodološke spremembe na področju javnofinančne statistike	43
Okvir 5.4: Možna tveganja za izpolnjevanje fiskalnega kriterija	44

1. UVOD IN POVZETEK

Vključitev Slovenije v ERM II ob koncu junija 2004 predstavlja pomemben in nujen korak na poti do prevzema evra. V skladu z zavezo Banke Slovenije¹ ter s skupnim programom Banke Slovenije in Vlade Republike Slovenije² je Slovenija 28. junija 2004 po pogajanjih z Evropsko centralno banko, Evropsko komisijo ter centralnimi bankami članic EMU vstopila v mehanizem deviznih tečajev ERM II. Ob vstopu je bil določen centralni tečaj, ki znaša 239,640 SIT za 1 EUR, tržni tečaj pa lahko okrog centralnega tečaja niha v dogovorjenih mejah, ki znašajo $\pm 15\%$. Dvoletno sodelovanje v ERM II brez večjih odstopanj tečaja od centralnega tečaja je poleg izpolnjevanja drugih maastrichtskih kriterijev eden od pogojev za prevzem evra.

Z vstopom v ERM II je prišlo do prekinitve trendne depreciacije domače valute. Glavni cilj denarne politike je tudi po vstopu v ERM II zagotavljanje cenovne stabilnosti. Politika obrestnih mer, podrejena vzdrževanju stabilnega tečaja, je odvisna predvsem od dejavnikov, ki so neodvisni od Banke Slovenije, kot so obrestne mere v tujini in rizična premija Slovenije. Dosedanje gibanje deviznega tečaja v obdobju sodelovanja v ERM II v bližini centralnega tečaja je v skladu s pričakovanji.

Slovenija se ob padajočem inflacijskem trendu v letošnjem letu postopoma približuje izpolnjevanju maastrichtskega inflacijskega kriterija. Znižanje inflacije je bilo doseženo na vzdržan način, na kar kažejo ohranjena makroekonomska ravnovesja. Tudi pričakovanja glede gibanja cen v prihodnje so optimistična. Medletna stopnja rasti cen je bila septembra zaradi specifičnih sezonskih dejavnikov izredno nizka in je znašala 3,3%. Napovedi kažejo, da bo medletna stopnja rasti cen ob koncu leta 2004 znašala okoli 3,5%, ob koncu leta 2005 pa 2,5% ter se nato stabilizirala okoli te ravni. Takšno znižanje inflacije bo po ocenah Banke Slovenije omogočilo izpolnjevanje maastrichtskega inflacijskega kriterija že ob poteku obveznega dvoletnega bivanja v ERM II.

Gospodarska aktivnost bo v prihodnje ostala na visoki ravni, vendar ne bo ogrožala cenovne stabilnosti. Pri tem se bo ob zmerni rasti domačega povpraševanja postopoma izboljševal prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti. Domače povpraševanje po naših ocenah zaradi relativno visoke uvozne naravnosti ne bo delovalo inflacijsko. Ob postopnem umirjanju domačega povpraševanja se bo z okrevaljem svetovnega gospodarstva postopno krepilo izvozno povpraševanje, tako da bo negativni prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti v naslednjih letih postal nevtralen.

Banka Slovenije ocenjuje, da so dosežena kot tudi napovedana makroekonomska gibanja skladna z možnostjo doseganja maastrichtskih kriterijev v rokih, ki so bili postavljeni v Skupnem programu Banke Slovenije in Vlade RS za vstop v ERM II in prevzem evra. Bistveno tveganje pri izpolnjevanju inflacijskega kriterija v prihodnje predstavlja gibanje cen primarnih surovin in predvsem nafte na svetovnih trgih. Tako veliki pritiski na raven cen, kot smo jim priča zaradi gibanj cen nafte, se lahko prenesejo v oblikovanje plač, večji stroški dela pa lahko sprožijo nov inflacijski cikel. Dodatno tveganje predstavlja gibanje

¹ Svet Banke Slovenije je novembra 2001 sprejel in predstavil jasno začrtano srednjeročno usmeritev – pripraviti pogoje za čimprejšnjo popolno vključitev v Ekonomsko in monetarno unijo (EMU). Z delovanjem v tej smeri bo lahko Banka Slovenije najučinkoviteje izpolnila svojo nalogo, opredeljeno v Zakonu o Banki Slovenije, to je doseganje cenovne stabilnosti. Banka Slovenije se je tudi zavezala, da bo redno pripravljala poročila, v katerih bo obveščala javnost o uresničevanju kratkoročnih usmeritev denarne politike. S tem bo prispevala k večji transparentnosti izvajanja denarne politike. Banka Slovenije bo tudi v prihodnje predstavljala tovrstna poročila o inflaciji, hkrati z napovedmi makroekonomskih gibanj in z utemeljitvijo kratkoročnih usmeritev denarne politike. Naslednje inflacijsko poročilo bo pripravljeno pomladi 2005.

² http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/ERM2%20_BS_Vlada_200311.pdf

agregatnega oziroma predvsem končnega trošenja, do katerega bi lahko prišlo ob nezaželenih šokih na strani plač, spremenjenega obnašanja rezidentov ob napovedanih davčnih reformah ter prekomernega trošenja države. Že začeto in pričakovano nadaljevanje dvigovanja obrestnih mer v svetu deluje proti možnosti realizacije tovrstnih tveganj.

Ključno za doseganje maastrichtskih kriterijev bo v prihodnje delovanje fiskalne in dohodkovne politike, finančnega nadzora ter izvajanje strukturnih reform³. V Programu vstopa v ERM II in prevzema evra sta Banka Slovenije in Vlada RS izrazili zavedanje, da bo denarna politika v času sodelovanja v ERM II morala zagotavljati stabilnost nominalnega tečaja. Zato se bosta morali s skrbjo za makroekonomsko stabilnost ter za zagotavljanje dezinflacijskega trenda soočiti fiskalna in dohodkovna politika. Fiskalna politika je v letošnjem letu s prilagajanjem trošarin v okviru svojih zmožnosti preprečevala prenos visokih cen nafte oziroma velikih nihajev na svetovnih trgih v domače cene naftnih derivatov. Hkrati je bil prispevek sprememb posrednih davkov na cene domala zanemarljiv. Ob tem ocenjujemo, da je fiskalna politika delovala restriktivno tudi na področju porabe države in plač v javnem sektorju. Socialni partnerji so letos sklenili tudi dogovor o usklajevanju plač v zasebnem sektorju. Pri tem so bile upoštevane smernice o delni odpravi indeksacije plač, ki so bile upoštevane že v dogovoru socialnih partnerjev javnega sektorja. Dosledno upoštevanje doseženih dogovorov o usklajevanju izhodiščnih plač ter izvajanje socialnega sporazuma, ki predpostavlja zaostajanje realnih plač za rastjo produktivnosti za najmanj eno odstotno točko, bo v prihodnje bistveno prispevalo k preprečevanju nastanka šokov, ki bi lahko Slovenijo oddaljili od izpolnjevanja maastrichtskih kriterijev.

³ O tem govori tudi skupna Izjava ERM II odbora ob vstopu Slovenije v ERM II. Glej <http://www.bsi.si/html/projekti/evro/erm-ii-komunike.pdf>

2. INFLACIJSKA GIBANJA

Slovenija se približuje doseganju maastrichtskega kriterija cenovne stabilnosti. Inflacija se je v zadnjem letu občutno znižala in je septembra znašala medletno 3,3%. Dinamika zniževanja inflacije je bila letos sicer upočasnjena, a v skladu s pričakovanji. Prav tako so ohranjena vsa osnovna ravnovesja v ekonomiji, ki kažejo, da je bila dezinflacija dosežena na vzdržen način.

Vzdržno znižanje inflacije je v pretežni meri posledica ustreznega delovanja ekonomskih politik ter odsotnosti inflacijskih pritiskov iz domačega okolja. Usklajeno delovanje Banke Slovenije in Vlade RS je bilo tudi letos ključno za nadaljevanje procesa dezinflacije. Banka Slovenije je z vzdrževanjem relativno restriktivne denarne politike ustreznih realnih obrestnih mer ob postopni stabilizaciji deviznega tečaja omejila inflacijske pritiske denarne narave. Sočasno je Vlada RS vodila ustrezno politiko rasti nadzorovanih cen v skladu z ravniyo pričakovane inflacije, s prilagajanjem trošarin na naftne derivate pa blažila nepričakovano visoko rast cen nafte na svetovnem trgu. Vstop Slovenije v Evropsko unijo in ukinitvev carin sta še dodatno povečala konkurenco na trgih blaga in storitev ter ustvarila dodatne pogoje za umirjanje inflacijskih pritiskov. Omenjene pritiske so okrepili še visoka rast zalog, zaostrene razmere na trgu dela ter umirjena končna potrošnja.

Doseganje maastrichtskega kriterija cenovne stabilnosti vse bližje

Vzdržno znižanje inflacije je posledica:

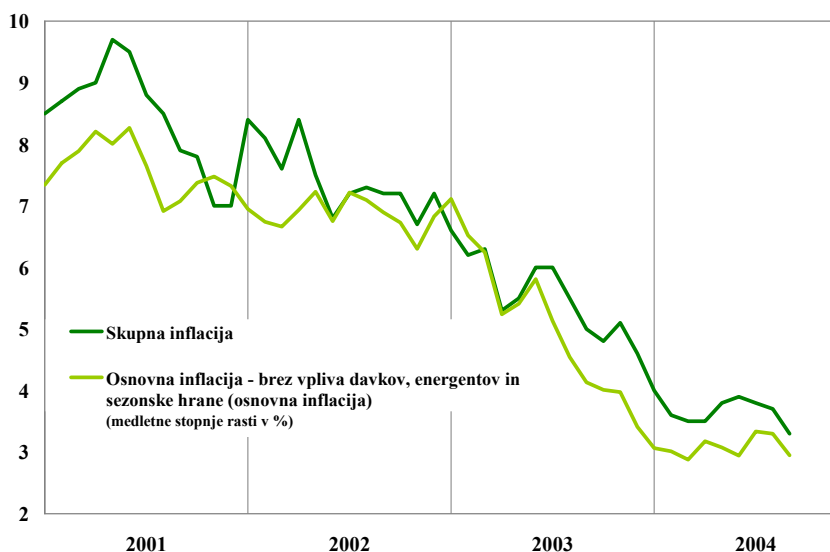
- **ustreznega delovanja ekonomskih politik**
- **odsotnosti inflacijskih pritiskov iz domačega okolja**

2.1 Doseganje cenovne stabilnosti

Inflacija se je tudi v letošnjem letu vzdržno zniževala in v septembru dosegla 3,3%. Po lanskoletnem hitrem zniževanju rasti cen življenjskih potrebščin se je v letošnjem letu proces dezinflacije upočasnil. Medletna stopnja inflacije se je letos do septembra znižala za 1,3 odstotne točke. Kljub upočasnjeni dinamiki zniževanja rasti cen ostaja ta nizka, na ravni 3,3%. Proces dezinflacije je uspešen, raven rasti cen pa vzdržna, saj so glavna makroekonomska ravnovesja (plačilna bilanca, javne finance) ohranjena. To velja še posebej v primerjavi z nekaterimi drugimi podobnimi državami, v katerih se je inflacija po večletnem zniževanju v letošnjem letu skokovito povečala. Pričakovano je tudi gibanje

Proces dezinflacije omogoča ohranitev najpomembnejših makroekonomskih ravnovesij

Slika 2.1: Skupna in osnovna inflacija



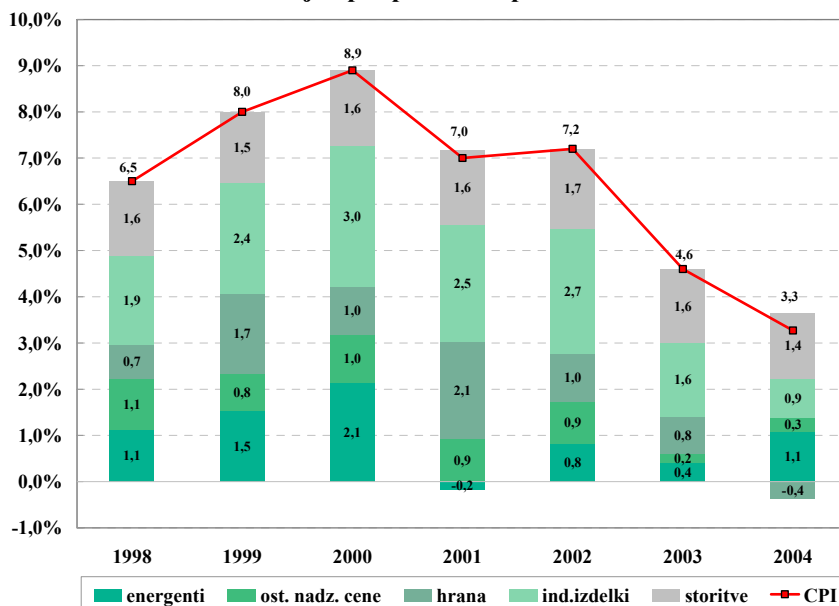
Vir: SURS, preračun ARC.

osnovne inflacije, ki se v letošnjem letu giblje nekoliko nad 3,0%. Zniževanje objavljene inflacije in umirjena rast osnovne inflacije, kljub nepričakovanim šokom iz mednarodnega okolja, kažeta na optimistično nadaljevanje procesa dezinflacije.

Spremembe v strukturi inflacije omogočajo njeno vzdržno znižanje

Tudi sama struktura inflacije kaže na vzdržno zniževanje inflacije. Med prostimi cenami je najbolj opazno zmanjševanje rasti cen hrane in industrijskih izdelkov, medtem ko se rast cen storitev v zadnjih letih praktično ni spremenila. Prispevek slednjih k inflaciji ostaja tudi v letošnjem letu okrog 1,4 odstotne točke, dinamika njihovega zmanjševanja pa bo v prihodnjih letih pomembno vplivala na nadaljnji proces dezinflacije. V zadnjih letih, še posebej pa letos, je k zniževanju inflacije največ prispevalo zmanjševanje rasti cen industrijskih izdelkov in cen hrane. Prispevek k inflaciji prvih se je v zadnjem letu z 1,6 odstotnih točk skoraj prepolovil na 0,9 odstotnih točk, prispevek drugih pa je postal celo negativen, zaradi česar je inflacija nižja za 0,4 odstotne točke. Hitro zmanjševanje rasti cen blaga je bil pričakovan in je v pretežni meri povezan s povečano konkurenco na trgih blaga po vstopu Slovenije v Evropsko unijo, nizkimi tujimi cenami in s stabilizacijo nominalnega deviznega tečaja tolarja.

Slika 2.2: Struktura inflacije - prispevki komponent



Vir: SURS, preračun ARC.

Visoka rast nadzorovanih cen je pod vplivom rasti cen nafte in naftnih derivatov

Gibanje nadzorovanih cen je bilo letos hitrejše od pričakovanj, zaradi visoke rasti cen nafte in naftnih derivatov. Rast nadzorovanih cen je v zadnjem letu znašala 8,1%, od česar je povečanje cen naftnih derivatov prispevalo 5,7 odstotnih točk. Nepričakovana rast cen nafte na svetovnem trgu in posledično naftnih derivatov pri nas je upočasnila trend zniževanja inflacije. Od 3,3% medletne rasti cen življenjskih potrebščin v septembru je samo rast cen energentov prispevala 1,1 odstotne točke, medtem ko je prispevek ostalih nadzorovanih cen znašal le 0,3 odstotne točke. Prav umirjena rast nadzorovanih cen pa je v zadnjih dveh letih pomembno vplivala na proces dezinflacije. Ob odsotnosti zunanjih šokov bi bila inflacija letos lahko še nižja.

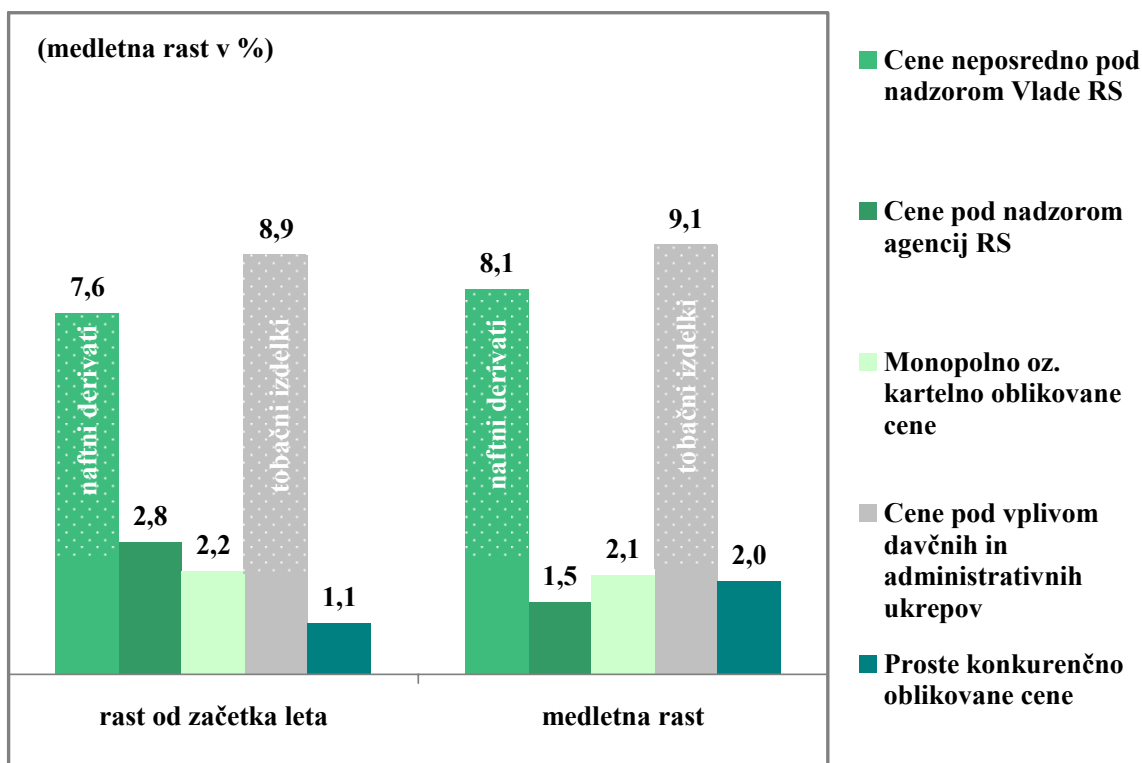
Tretjino inflacije predstavlja rast cen energentov

Najhitrejša rast nadzorovanih cen in cen oblikovanih pod vplivi davčnih in administrativnih ukrepov

Politika uravnavanja reguliranih cen v letu 2005 in hitrejša uskladitev trošarin na cigarete bosta pomembna dejavnika pri zniževanju inflacije in doseganju maastrichtskih kriterijev. Rasti prostih konkurenčno oblikovanih cen, monopolnih cen in cen pod nadzorom agencij RS so bile že v letošnjem letu izredno nizke. Občutno hitreje so rasle le cene pod nadzorom vlade (8,1%) in cene oblikovane pod vplivi davčnih in administrativnih ukrepov (9,1%). Med

slednjimi je samo dvig trošarin na cigarete prispeval k inflaciji okrog 0,2 odstotni točki. Usklajevanje trošarin na cigarete bo neposredno učinkovalo na inflacijo vsaj še naslednja štiri leta, njihova uskladitev pa je nujna zaradi direktiv Evropske unije. Prispevek k inflaciji naj bi bil še posebej v naslednjih dveh letih podoben letošnjemu.

Slika 2.3: Rast cen življenjskih potrebščin - september 2004



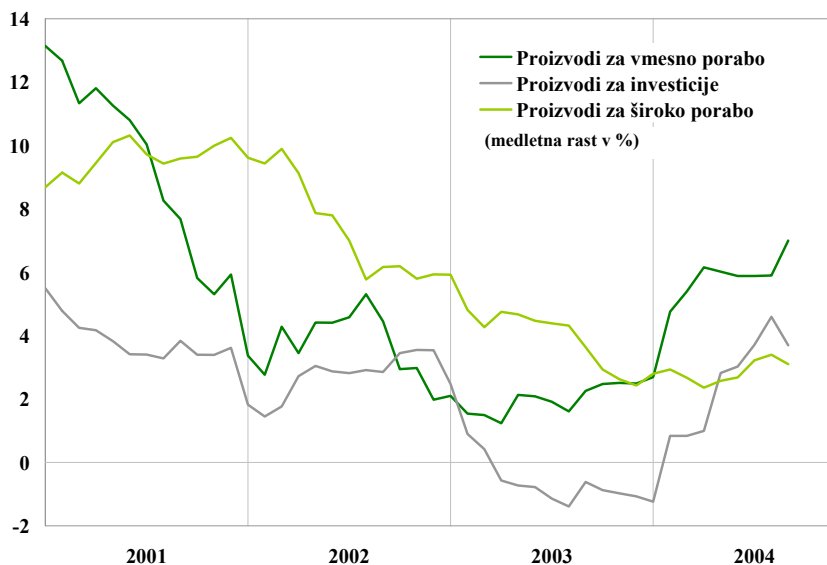
Opomba: Iz skupine proste konkurenčno oblikovane cene smo izločili cene, ki so bile v letošnjem letu pod neposrednim vplivom davčnih in administrativnih ukrepov. V to skupino smo vključili cigarete in neprofitne najemnine, ki predstavljajo 3,5% vseh proizvodov v indeksu cen življenjskih potrebščin.

Vir: SURS, preračun ARC.

Letošnja pospešena rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih najverjetneje ne bo bistveno ovirala procesa dezinflacije. Poleg gibanja cen nafte in ostalih primarnih surovin na svetovnem trgu je največ negotovosti glede nadaljnega zniževanja inflacije letos povzročala hitra rast cen industrijskih proizvodov. Njihova medletna rast se je v prvih devetih mesecih več kot podvojila in je septembra znašala 5,0%. Pri tem so najhitreje rasle cene proizvodov za vmesno porabo (7,0%) in cene proizvodov za investicije (3,7%), najpočasneje pa cene proizvodov za široko porabo (3,1%). Hitra rast prvih je v pretežni meri posledica nizke osnove iz lanskega leta ter nepričakovane rasti cen nafte in drugih surovin. Na hitrejšo rast cen proizvodov za investicije pa je poleg nizke osnove vplivala še pospešena gradnja avtocest, stanovanj in izvajanje drugih večjih investicijskih projektov. Kljub pospešeni rasti zaenkrat še ni opaziti večjega prenosa teh dejavnikov v rast cen življenjskih potrebščin. Najverjetnejši razlog za to je v začasni naravi pospešene rasti cen proizvodov pri proizvajalcih. Dodaten omejevalni dejavnik je povečana konkurenca na trgih blaga po vstopu v EU in ukinitvi carin. Hitrejša rast cen industrijskih proizvodov se bo tako letos najverjetneje odrazila v nižji rasti dobičkov podjetij in ne v višjih cenah.

Upočasnjen prenos rasti cen proizvajalcev v rast cen življenjskih potrebščin

Slika 2.4: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih



Vir: SURS, preračun ARC.

2.2 Dejavniki inflacije v letu 2004

Proces zniževanja inflacije je v letošnjem letu poleg usklajenega delovanja ekonomskih politik pospeševala še odsotnost inflacijskih pritiskov iz domačega ekonomskega okolja, medtem ko so neugodne razmere v mednarodnem okolju (predvsem rast cen surovin) zavirale hitrejše zniževanje inflacije.

Koordinacija ekonomskih politik

Podobno kot lani je imela tudi letos ključno vlogo pri procesu dezinflacije koordinacija ekonomskih politik. Banka Slovenije je s postopnim zniževanjem nominalnih obrestnih mer skladno z zniževanjem inflacije vzdrževala relativno restriktivno denarno politiko, ki je omogočila, da tudi v tem letu ni bilo inflacijskih pritiskov denarne narave oziroma s strani agregatnega povpraševanja. Postopna stabilizacija deviznega tečaja in prekinitev trendne depreciacije ob vstopu v tečajni mehanizem ERM II sta zajezila del inflacije, vezan na depreciacijo domače valute. K zniževanju inflacije je prispevala tudi vlada z dosledno politiko nadzorovanih cen in z uravnavanjem trošarin na naftne derivate.

Odsotnost inflacijskih pritiskov iz domačega okolja

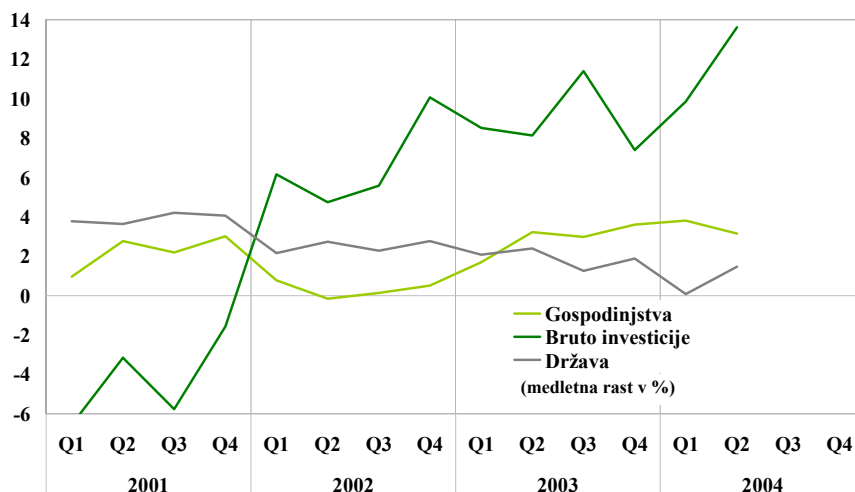
Manj inflacijskih pritiskov je bilo v domačem okolju. Med pomembnejše domače dejavnike, ki so ustvarjali pritisk na nižje cene, štejemo visoko rast zalog, negotove razmere na trgu dela ter še vedno umirjeno domače trošenje. Poleg omenjenega izpostavimo še povečano konkurenco na trgih blaga po vstopu Slovenije v Evropsko unijo in ukinitvi carin, ki je še posebej pri prehrabnih izdelkih vplivala na njihovo pocenitev.

Domače povpraševanje ostaja umirjeno in ne povzroča inflacijskih pritiskov

Po lanskoletni nizki gospodarski aktivnosti se je le-ta v prvi polovici letošnjega leta močno okrepila. V drugem četrtletju je medletna gospodarska rast znašala 4,6%, približno 40% na račun povečanja zalog. Pospešena rast domačega trošenja je tako posledica hitre rasti bruto investicij in ne končnega trošenja, ki ostaja, kljub zgodovinsko nizkim obrestnim meram, umirjeno. Potrošnja gospodinjstev ostaja razmeroma nizka, potrošnja države pa se le počasi krepi. K ohranjanju relativno umirjenega trošenja gospodinjstev so v letošnjem letu pripomogle še vedno zaostrene razmere na trgu dela ter nekateri strukturni dejavniki, kot je na primer potreba po pokojninskem in stanovanjskem varčevanju. Zaradi nizkih obrestnih mer so klasično varčevanje v bankah zamenjale naložbe v domače in tuje vrednostne papirje ter naložbe v vzajemne

sklade. Domače povpraševanje ostaja tako tudi v letošnjem letu dejavnik, ki ne povzroča dodatnih inflacijskih pritiskov in omogoča zniževanje cen tudi v prihodnje.

Slika 2.5: Rast domačega trošenja



Vir: SURS, preračun ARC.

Povečevanje zalog, zaostrene razmere na trgu dela ter nizka rast plač so tudi v letošnjem letu omejevali pritiske na inflacijo. Zmanjševanje razkoraka med dejansko in potencialno gospodarsko rastjo se počasi, a vztrajno odraža tudi na trgu dela. Zaposlenost se je v letošnjem letu malenkostno povečala, stopnja anketne brezposelnosti pa je najnižja v zadnjih dveh letih. Kljub postopni krepitvi zaposlenosti so razmere na trgu dela še vedno precej zaostrene, na kar kaže tudi kopičenje zalog. Tržne razmere v gospodarstvu se odražajo v umirjeni rasti stroškov dela, saj rast bruto plač še nadalje upada. Medletna rast plač je bila julija nižja od povprečja sedmih mesecev, realna rast pa je v povprečju sedmih mesecev znašala medletno 1,7%. Julija in avgusta sta bili izvedeni uskladitvi izhodiščnih plač v javnem oziroma v zasebnem sektorju. Ob 3,1% uskladitvi plač v javnem sektorju so se izhodiščne plače v zasebnem sektorju uskladile v pavšalnih zneskih, minimalno 5.000 SIT bruto, dejanski zneski pa so bili v večini dejavnosti višji.

Večja izpostavljenost konkurenci na nekaterih trgih blaga je po vstopu Slovenije v Evropsko unijo povečala pritisk na zniževanje nekaterih cen. Samo v prvem polletju letos se je količinski uvoz blaga glede na enako obdobje lani povečal za 11,6%, pri tem pa je najhitreje (17,8%) rasel količinski uvoz blaga za široko potrošnjo. Poleg uvoza se je na trgu pojavila še dodatna ponudba domačega blaga za široko potrošnjo, ki ga ni bilo mogoče izvoziti v tujino. Količinski izvoz le-tega je namreč v prvem polletju v primerjavi z enakim obdobjem lani porasel le za 4,6%, na kar je vplivala predvsem močnejša konkurenca v tujini. Skladno s temi gibanji so se povečevale tudi zaloge v gospodarstvu. Povečana ponudba blaga za široko potrošnjo iz tujine tako na slovenskem trgu konkurira presežni domači ponudbi in s tem še dodatno prispeva k trendnemu zniževanju domače inflacije.

Inflacijski učinki povezani z visoko rastjo cen nafte so prisotni že več kot eno leto, saj je rast cen nafte neprekinjena že vse od druge polovice lanskega leta. Cena nafte Brent se je tako v letošnjem letu povzpela iz 30 USD/sod v začetku januarja na rekordnih 47 USD/sod ob koncu septembra, kar predstavlja skoraj 57% porast. Na tako visoko rast cen so vplivali tako geopolitični kot ekonomski dejavniki. Medtem ko so prvi zadrževali rast ponudbe, so drugi narekovali hitrejšo rast povpraševanja. Rast ponudbe so zadrževali predvsem negotov

Postopno okrevanje gospodarstva in umirjena rast stroškov dela omogočata, da tudi s ponudbene strani ni pritiskov na inflacijo

Večja izpostavljenost konkurenci povečuje pritisk na zniževanje cen

Visoka rast cen nafte pod vplivom geopolitičnih in ekonomskih dejavnikov

položaj v Venezueli, kriza v Iraku in napetosti v Savdski Arabiji, negotovost povezana z afero ruske naftne družbe Yukos, vremenske razmere v Mehiškem zalivu, ter nepripravljenost OPEC-a, da občutneje poveča proizvodnjo črpanja nafte. Povpraševanje pa je krepilo predvsem postopno okrevanje svetovnega gospodarstva ter pospešena rast kitajskega gospodarstva, ki naj bi letos povečalo povpraševanje po nafti za 13%. Naftne zaloge so zato dosegle zgodovinsko nizko raven.

Gibanje ameriškega dolarja letos ni ublažilo rasti cen nafte

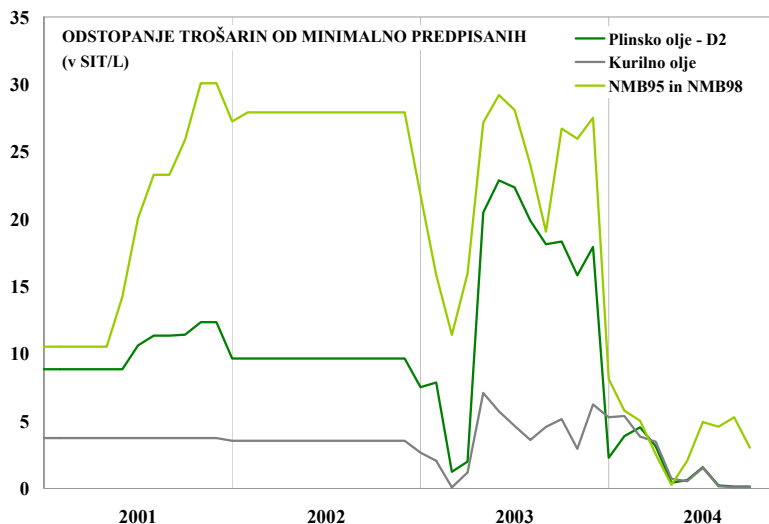
Postopna krepitev ameriškega dolarja do evra v začetku leta in kasnejša umiritev na ravni 1,23 dolarja za evro letos ni pomagala ublažiti rasti cen nafte. Medvalutna razmerja so tako preko višjih cen surovin neugodno vplivala na uvozne cene in s tem na gibanje uvožene inflacije. Krepitev ameriškega dolarja je bila v pretežni meri posledica znakov postopnega okrevanja ameriškega gospodarstva, začetka postopnega dvigovanja obrestnih mer v ZDA in posledičnega zmanjševanja obrestnega diferenciala med ZDA in evro območjem.

2.3 Učinki usklajenega delovanja denarne in fiskalne politike

Ustrezna raven realnih obrestnih mer omejevala agregatno povpraševanje

Banka Slovenije sledi zastavljenemu cilju stabilnosti cen. Do vstopa v tečajni mehanizem ERM II je vodila denarno politiko, ki je temeljila na prilagajanju obrestnih mer potrebam vzdržnega dezinfacijskega trenda. Z vplivanjem na ustrezno raven realnih obrestnih mer in s postopno stabilizacijo deviznega tečaja je umirjala inflacijske pritiske denarne narave oziroma s strani agregatnega povpraševanja.

Slika 2.6: Politika prilagajanja trošarin na naftne derivate



Vir: Petrol d.d., preračun ARC.

Stabiliziranje deviznega tečaja predstavlja nominalno sidro

Proces nominalne konvergence sta podpirala plačilnobilančno in fiskalno ravnovesje. Majhna odstopanja med tujimi in domačimi obrestnimi merami so omogočila stabilizacijo deviznega tečaja takoj po vstopu v tečajni mehanizem ERM II. Po vstopu je postala politika obrestnih mer podrejena politiki deviznega tečaja v pogojih, kot jih določa tečajni mehanizem ERM II. Stabiliziranje deviznega tečaja predstavlja nominalno sidro, za njegovo vzdržnost pa je potrebna koordinacija vseh makroekonomskih politik.

Znižanje inflacije so podprle tudi ustrezne ekonomske politike Vlade RS. Ustrezna politika nadzorovanih cen je v letošnjem letu pomembno omejila rast teh cen. Povprečna rast nadzorovanih cen (brez upoštevanja naftnih derivatov, ki se oblikujejo po modelu) ni preseгла rasti prostih cen in je medletno znašala 2,4%. Poleg omejevanja rasti cen se z dosledno politiko nadzora cen izvaja tudi pritisk na zniževanje stroškov v podjetjih, katerih proizvodi so pod ukrepom nadzora cen, z namenom povečati njihovo konkurenčno sposobnost in učinkovitost.

Zniževanje inflacije so podprle tudi ustrezne politike Vlade RS

Vlada je tudi letos blažila prenos visokih cen nafte na svetovnem trgu v domače cene z zniževanjem trošarin na naftne derivate. Pri tem je bila omejena z direktivo Evropske unije o minimalnih predpisanih trošarinah. Z letošnjim letom so se namreč predpisane minimalne trošarine v evrih zvišale za okrog 25%. Zvišanje predpisanih minimalnih trošarin ter hitra rast cen nafte sta tako že v prvi polovici leta omejili vlado v njeni politiki prilagajanja trošarin. Rast cen naftnih derivatov je v zadnjem letu prispevala k inflaciji celo odstotno točko, brez prilagajanja trošarin pa bi bil prispevek še večji. V primerjavi s preteklimi leti je bilo letos bistveno manj diskrecijskih ukrepov davčne narave. Pomembnejši med njimi, ki je imel letos neposreden vpliv na inflacijo, je bilo januarско in julijsko povišanje trošarin za cigarete in tobak s skupnim učinkom na inflacijo okrog 0,2 odstotni točki in je bil izveden z namenom prilagajanja trošarin tistim, ki veljajo v Evropski uniji.

Politike trošarin omejene z direktivami Evropske unije

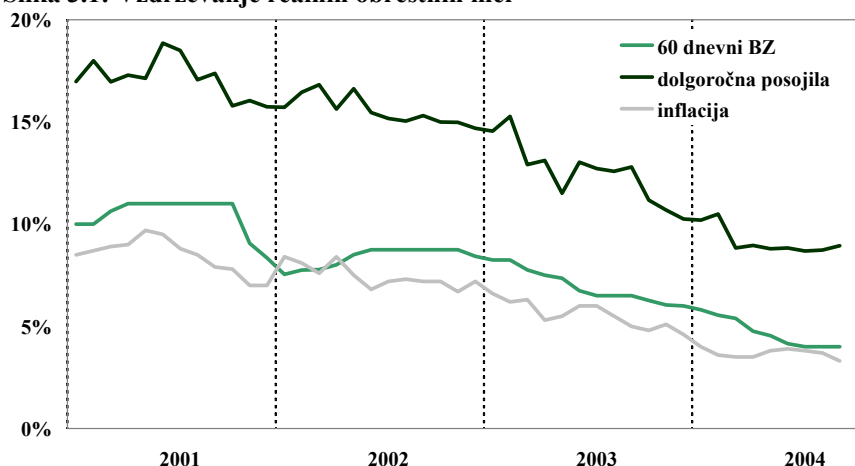
3. DENARNA POLITIKA V LETU 2004

3.1 Usmeritve denarne in tečajne politike

Banka Slovenije in Vlada Republike Slovenije sta se v Programu vstopa v ERM II in prevzem evra⁴ (Skupni program) zavzeli za vstop v ERM II do konca leta 2004 in za ustvarjanje pogojev, ki bodo omogočali sodelovanje v ERM II najkrajše možno obdobje. S tem sta se zavzeli za čimprejšnji prevzem evra, t. j. v začetku leta 2007. Glede na omenjeni Skupni program je bila glavna usmeritev denarne politike do vstopa v ERM II še naprej vzdržno zniževanje inflacije. Vzdržen dezinflacijski trend je omogočal, da so ob zniževanju nominalnih obrestnih mer realne obrestne mere ostale na ravni, ki preprečuje prekomerno kreditiranje in potrošnjo in s tem inflacijske pritiske. Zniževanje depreciacije tolara je spremljalo zniževanje nominalnih obrestnih mer skladno s potrebo po upoštevanju načela nekritične obrestne paritete. Z omenjeno politiko se je razlika med domačimi in tujimi obrestnimi merami znižala do ravni, ki je ob vstopu v ERM II omogočila stabilizacijo tečaja.

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

Slika 3.1: Vzdrževanje realnih obrestnih mer



Vir: Banka Slovenije.

Realne obrestne mere so definirane kot razlika med nominalnimi obrestnimi merami in stopnjo inflacije. Namesto inflacije je bolj pravilno upoštevati pričakovano stopnjo inflacije, ker pa je ta nižja zaradi padajočega dezinflacijskega trenda, so realne obrestne mere dejansko še višje kot prikazuje Slika 3.1. Opazimo, da je BS vseskozi vzdrževala obrestne mere na ravni, ki je vzdrževala dezinflacijski trend, tudi preko transmisije na dolgoročne obrestne mere in ob upoštevanju pričakovanega gibanja inflacije in ostalih makroekonomskih agregatov. BS je svoje obrestne mere povišala, če je nastopila nevarnost, da bi se dezinflacijski trend prekinil.

Od vstopa v ERM II 28. junija je tečaj stabiliziran okoli centralnega tečaja 239,640 SIT za EUR. Denarna politika je odtlej usmerjena v stabilizacijo nominalnega deviznega tečaja. Zato v času sodelovanja v ERM II na denarno politiko vplivajo predvsem dejavniki, ki so neodvisni od Banke Slovenije:

- obrestne mere v evro območju, ki se v osnovi oblikujejo na podlagi denarne politike ECB,

Z vstopom v ERM II je denarna politika usmerjena v stabilizacijo deviznega tečaja

⁴ Glej Program vstopa v ERM II in prevzem evra (november 2003), http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/ERM2%20_BS_Vlada_200311.pdf

- rizična premija, ki se oblikuje na osnovi percepcije deželnega in valutnega tveganja s strani tujih investitorjev,
- cenovni pritiski nedenarne narave.

3.2 Ukrepi denarne politike do vstopa v ERM II

Nadaljevanje vzdržnega zniževanja inflacije

Denarna politika je bila ob podpori ostalih ekonomskih politik usmerjena v vzdržno zniževanje inflacije. Inflacija se je postopno zniževala, in sicer s 4,6% decembra 2003 na 3,9% ob vstopu v ERM II junija 2004. Pri tem so se ohranila najpomembnejša ravnovesja v ekonomiji: tekoči račun plačilne bilance je v skladu s pričakovanji v rahlem primanjkljaju (v prvem polletju 0,5% BDP), prav tako tudi javnofinančni saldo (1,5% BDP).

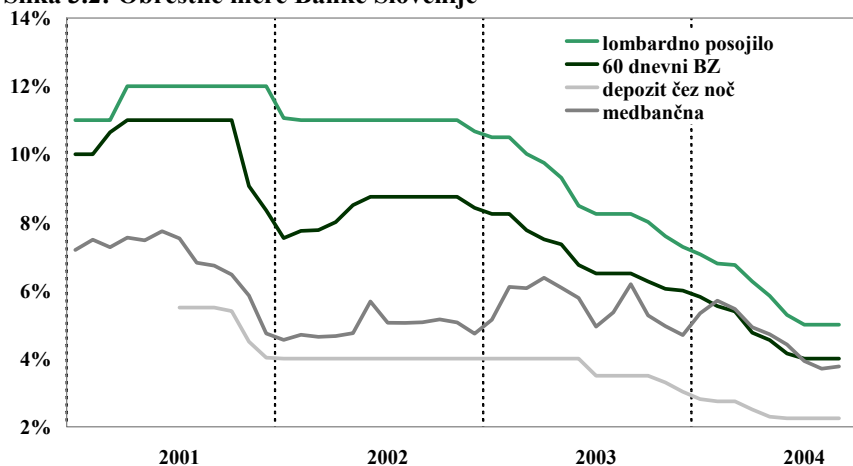
Postopno zniževanje nominalnih obrestnih mer...

Postopno zniževanje nominalnih obrestnih mer je glede na trend dezinflacije omogočalo zadrževanje realnih obrestnih mer na zeleni ravni. To je preprečevalo prekomerno trošenje in kreditiranje. Obrestne mere na instrumente Banke Slovenije so se od konca leta 2003 do vstopa v ERM II znižale za:

- refinanciranje pri Banki Slovenije s 5,0% na 3,5% (za 1,5 odstotne točke),
- naložbe pri Banki Slovenije z 3,5% na 2,25% (za 1,25 odstotne točke),
- 7 dnevni devizni swap s 3,0% na 1,5% (za 1,5 odstotne točke),
- 7 dnevni obratni devizni swap z 1,5% na 0,25% (za 1,25 odstotne točke),
- lombardno posojilo z 7,25% na 5,0% (za 2,25 odstotni točki),
- 60 dnevne tolarske BZ s 6,0% na 4,0% (za 2 odstotni točke),
- 270 dnevne tolarske BZ s 6,75% na 4,25% (za 2,5 odstotne točke) in
- depozit čez noč s 3,0% na 2,25% (za 0,75 odstotne točke).

V istem obdobju se je medletna stopnja inflacije znižala za približno eno odstotno točko, kar pomeni, da se realne obrestne mere niso bistveno znižale.

Slika 3.2: Obrestne mere Banke Slovenije



Vir: Banka Slovenije.

... je spremljalo stabiliziranje tečaja tolarja

Zniževanje nominalnih obrestnih mer in potreba po zapiranju obrestne paritete se je odrazilo v postopnem zniževanju depreciacije tolarja. Signalizirana tekoča depreciacija tolarja se je tako postopno zniževala in je ob koncu leta 2003 znašala 2,5%, junija 2004 pa le še 1,0% na letni ravni. Nepokrita obrestna pariteta, merjena kot razlika med obrestno mero 60-dnevnega TBZ in obrestno mero refinanciranja pri ECB, povečano za tekočo depreciacijo tolarja, se je v tem obdobju znižala z 1,5 odstotne točke na 1 odstotno točko. Znižanje obrestne paritete je bilo skladno z zniževanjem rizične premije Slovenije, ki se postopoma znižuje že od konca leta 2002.

Tabela 3.1: Zapiranje nepokrite obrestne paritete

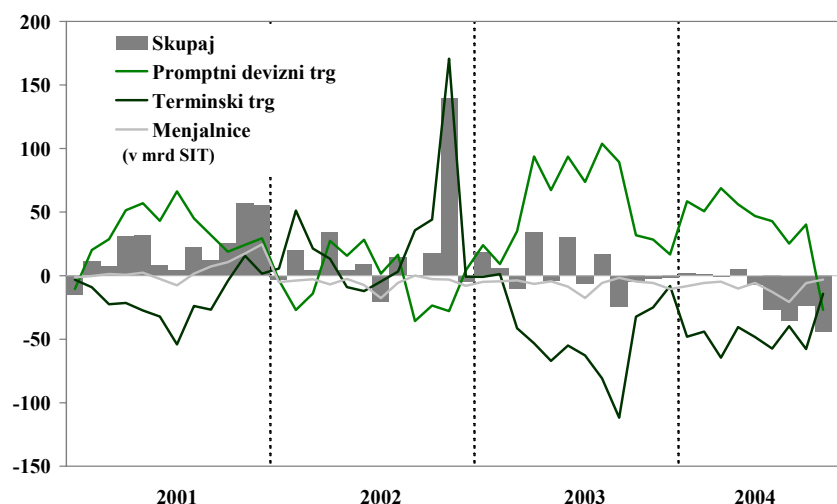
mesec	Sprememba				Raven			
	TBZ 60 dni	"swap rate"	signalizirana dinamika tečaja	obr. mera ECB refinanciranje	TBZ 60 dni	"swap rate"	signalizirana dinamika tečaja	obr. mera ECB refinanciranje
Uporaba pravila nepokrite obrestne paritete v 2003								
marec	-0,75	-0,5	-0,5	-0,25	7,5	4,0	3,0	2,5
maj	-0,25	0	0	0	7,25	4,0	3,0	2,5
junij	-0,75	-0,5	-0,2	-0,5	6,5	3,5	2,8	2,0
oktobar	-0,25	-0,25	0	0	6,25	3,25	2,8	2,0
november	-0,25	-0,25	-0,3	0	6,0	3,0	2,5	2,0
Uporaba pravila nepokrite obrestne paritete v 2004								
januar	-0,25	-0,25	-0,25	0	5,75	2,75	2,25	2,0
februar	-0,25	-0,25	-0,25	0	5,5	2,5	2,0	2,0
marec	-0,25	0	0	0	5,25	2,5	2,0	2,0
april	-0,50	-0,25	-0,25	0	4,75	2,25	1,75	2,0
maj	-0,25	-0,25	-0,25	0	4,5	2,0	1,5	2,0
junij	-0,50	-0,5	-0,5	0	4,0	1,5	1,0	2,0
julij	0,00	-0,5	-1,0	0	4,0	1,0	0,0	2,0

Vir: Banka Slovenije.

V obdobju od januarja do maja 2004 je skupna ponudba tujega denarja presegala skupno povpraševanje le za 0,6 mrđ SIT. Večjih presežkov oziroma primanjkljajev tujega denarja tudi v krajših obdobjih ni bilo, največja presežna ponudba tujega denarja je bila aprila (5,3 mrđ SIT), največje presežno povpraševanje pa maja (7,1 mrđ SIT). Ker ni bilo večjih pritiskov na devizni tečaj tudi ni bilo potreb po tečajnih intervencijah. Banka Slovenije je v tem obdobju intervenirala le zaradi signaliziranja dinamike nominalne konvergence, in sicer petkrat, skupno le 13 dni.

Devizni trg je bil v ravnovesju, signali BS pa so bili povezani z dinamiko nominalne konvergence

Slika 3.3: Presežna ponudba/povpraševanje na trgih tujega denarja



Vir: Banka Slovenije.

3.3 Ukrepi denarne politike po vstopu v ERM II

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 bil določen centralni tečaj, ki znaša 239,640 SIT za 1 EUR. Okoli centralnega tečaja lahko nominalni tečaj tolarja niha v dogovorjenem standardnem pasu $\pm 15\%$, brez obvezujoče intervencije ECB znotraj tega pasu.

Slovenija je 28. junija 2004 vstopila v ERM II

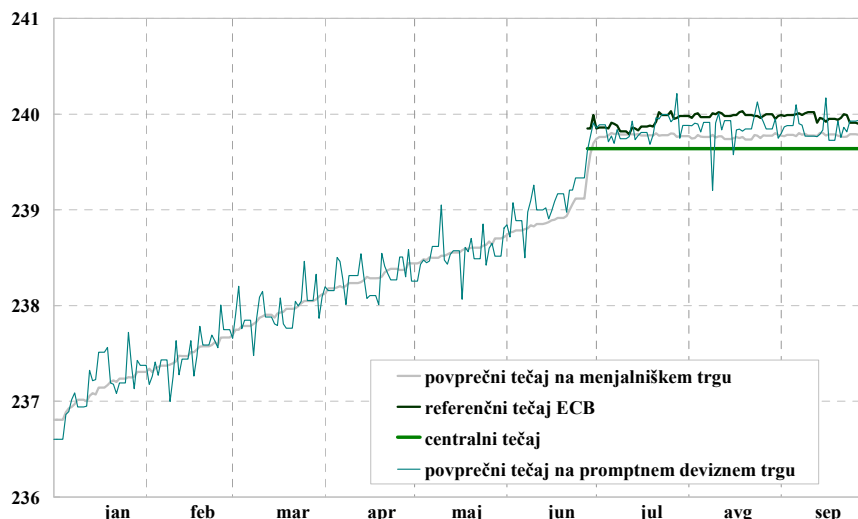
Dveletno sodelovanje v ERM II je pogoj za uvedbo evra

Mehanizem deviznih tečajev ERM II je okvir za različne tečajne režime držav članic EU, ki še niso prevzele evra kot lastne valute. Temeljne značilnosti in obveznosti v ERM II so:

- v sodelovanju s pristojnimi evropskimi institucijami se določi centralni tečaj do evra, s standardnim razponom nihanja, ki znaša $\pm 15\%$.
- najmanj dvoletno sodelovanje v ERM II v dovoljenih mejah nihanja deviznega tečaja okoli centralnega tečaja brez devalvacije centralnega tečaja, kar je eden izmed pogojev za uvedbo evra. Za oceno stabilnosti deviznega tečaja je pomembno, da so nihanja tečaja v širokem pasu izjema in da centralna banka ne intervenira prepogosto v obrambo deviznega tečaja.
- centralni tečaj do evra ob vstopu v ERM II ni nujno enak tečaju, po katerem se bo ob uvedbi evra nacionalna valuta preračunala v evro.

Uspešna stabilizacija deviznega tečaja

Z vstopom v ERM II je denarna politika usmerjena v vzdrževanje stabilnosti deviznega tečaja. V prvem obdobju bivanja v ERM II so odstopanja tržnih deviznih tečajev od centralnega tečaja zanemarljiva. Tečaj na promptnem deviznem trgu⁵ je od vstopa v ERM II do začetka oktobra 2004 v povprečju odstopal od centralnega tečaja za 0,09%, največje odstopanje navzgor je bilo 0,24%, navzdol pa 0,18%. Nekaj manjše je bilo odstopanje deviznega tečaja na menjalniškem trgu. Oba tečaja sta se gibala nad centralnim tečajem, kar je posledica presežnega povpraševanja na trgih tujega denarja, ki je v obdobju od junija do septembra znašalo 130,5 mrd SIT (glej Sliko 3.3). To presežno povpraševanje je posledica plačilnobilančnih odlivov in večjega povpraševanja po devizah s strani rezidentov, ki se deloma kaže tudi v povečevanju deviznih vlog. Referenčni tečaj ECB, ki odraža kotacije nekaterih bank na deviznem trgu in ne dejansko sklenjenih poslov, se je prav tako gibal nad centralnim tečajem, njegova variabilnost pa je manjša kot pri tečaju na promptnem deviznem trgu. V povprečju je odstopal od centralnega tečaja za 0,13%, največje odstopanje pa je bilo 0,16%.

Slika 3.4: Tečaj EUR/SIT in odstopanje od centralnega tečaja

Vir: Banka Slovenije.

Za primerjavo lahko vzamemo odstopanje danske krone (DKK) od centralnega tečaja. Danska je namreč od leta 1999 vključena v ERM II, centralni tečaj DKK znaša 746,038 DKK za 100 EUR, dogovorjeni pas nihanja pa $\pm 2,5\%$. V letošnjem letu do začetka oktobra je tečaj DKK v povprečju odstopal od

⁵ 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 s podjetji, gospodinjstvi in nerezidenti ter vse transakcije med bankami. Podatki so objavljeni v Tabeli 2.13.2 v Biltenu Banke Slovenije.

centralnega tečaja za 0,25%, največje odstopanje je bilo 0,38%, najmanjše pa 0,11%. Tečaj DKK se je gibal vseskozi pod centralnim tečajem in je bila danska krona glede na centralni tečaj aprecirana.

Ob ravnovesju deviznega trga ni bilo potrebe po tečajnih intervencijah. Potreben pa je bil signal za stabilno tečajno politiko v okviru ERM II. Ob vstopu v ERM II je Banka Slovenije tri dni intervenirala na trgih tujega denarja z določitvijo izhodiščnega tečaja na ravni centralnega tečaja ter s tem signalizirala namero o vzdrževanju stabilnega tečaja. Hkrati je Banka Slovenije v začetku julija povišala ceno obratnega deviznega swapa ter s tem bankam omogočila cenejši dostop do začasne devizne likvidnosti. Konec julija je posegla na trg tujega denarja s količinsko intervencijo. S to edino količinsko intervencijo je Banka Slovenije bankam še enkrat posredovala signal o dokončni zaustavitvi trendne deprecije tolara.

Potreb po tečajnih intervencijah ni bilo

Banka Slovenije je po vstopu v ERM II v okviru likvidnostne lestvice nekoliko odprla možnosti naložbene transformacije predpisanih kratkoročnih deviznih instrumentov v devizne kredite. V začetku avgusta je naprej spremenila sklep o likvidnostni lestvici, s katerim je bankam z dolgo devizno pozicijo omogočila, da pri izpolnjevanju likvidnostne naložbene strukture v okviru predpisanih količnikov, devizni krediti lahko dosežajo 120% stanja začasno prodanih deviz Banki Slovenije. Ker je to vzpodbudilo banke k povečani uporabi instrumenta začasno prodanih deviz je sredi septembra s spremembo sklepa o najmanjšem obsegu likvidnosti zamrznila bonitete pri deviznem kreditiranju povezane z začasnim odkupom deviz do zneska povprečnega začasnega odkupa v avgustu. S takšnimi ukrepi je BS omejila pospešeno transformacijo ročnosti v okviru predpisane naložbene strukture instrumentov devizne likvidnosti.

Ker se dejavniki, ki po vstopu v ERM II bistveno determinirajo denarno politiko, niso občutno spremenili, Banka Slovenije po vstopu v ERM II ni spreminjala svojih ključnih obrestnih mer. Obrestne mere evro območja ostajajo v zadnjem letu nespremenjene. Zadnja sprememba ključne obrestne mere ECB je bila junija 2003, in sicer znižanje z 2,5% na 2,0%. Rizična premija Slovenije se od vstopa v ERM II ni bistveno spremenila. Medletna stopnja inflacije se je od junija do avgusta znižala za 0,2 odstotni točki, septembra pa še za 0,4 odstotne točke in znaša 3,3%.

Obrestne mere Banke Slovenije nespremenjene

Julija je Banka Slovenije z namenom, da se odloži povečanje likvidnosti iz naslova zapadanja tolarskih BZ, začela izdajati dolgoročni tolarski depozit. Obrestna mera dolgoročnega depozita je za 0,2 odstotni točki višja od obrestne mere 60 dnevni tolarskih BZ. Skupaj je bilo bankam do konca septembra ponujenih za 208 mrd SIT dolgoročnih depozitov, dejanski vpis pa je znašal 136,7 mrd SIT; od tega 76 mrd SIT junija, 29,4 mrd SIT julija in 31,3 mrd SIT septembra. Stanje 270 dnevni tolarskih BZ se je od konca junija do konca septembra zmanjšalo za 227,0 mrd SIT predvsem na račun vpisa dolgoročnega depozita, povečanih vpisov 60 dnevni tolarskih BZ (57,8 mrd SIT) in neto vračila 7-dnevnega repoja vrednostnih papirjev (21 mrd SIT).

Banka Slovenije je nadaljevala s postopnim prilagajanjem instrumenta obveznih rezerv standardom ECB. Tako je septembra:

- med obveznike za obvezne rezerve vključila morebitne bodoče družbe za izdajanje elektronskega denarja,
- ukinila obvezno 50% dnevno izpolnjevanje obveznih rezerv,
- uredila obveznost izpolnjevanja obveznih rezerv v primeru stečaja in
- določila 0% stopnjo obveznih rezerv za repo posle.

Omenjene spremembe se bodo prvič uporabile v novembrskem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv.

Nadaljevanje prilagajanja instrumenta obveznih rezerv standardom ECB

Okvir 3.1: Kronološki pregled ukrepov Banke Slovenije v letu 2004

9. januar 2004

- Banka Slovenije zniža obrestne mere vseh instrumentov denarne politike za 0,25 o.t.: za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise s 6,0% na 5,75%, izklicno obrestno mero za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 6,75% na 6,5%, za lombardno posojilo s 7,25% na 7,0%, za depozit čez noč s 3,0% na 2,75%, in ceno začasnega odkupa deviz za 7 dni s 3,0% na 2,75% ter ceno začasne prodaje deviz za 7 dni z 1,5% na 1,25%.
- Banka Slovenije ukine redno dnevno ponudbo začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju za 7 dni. BS ponuja ta instrument od tedaj naprej bankam po potrebi.

12. januar 2004

- Banka Slovenije poseže na trg tujega denarja z določanjem izhodiščnega tečaja. Signalizirano dinamiko rasti deviznega tečaja zniža z dotedanjih 2,5% na 2,25% letno. Interveniranje traja do 15.1.2004.

27. januar 2004

- Banka Slovenije s februarским obdobjem izpolnjevanja (začetim 27. januarja 2004) spremeni sistem obveznih rezerv: obdobje izračuna obveznih rezerv je sedaj povsem zamaknjeno glede na obdobje izpolnjevanja in spremeni se način obračuna obresti obveznih rezerv.

6. februar 2004

- Banka Slovenije zniža obrestne mere vseh instrumentov denarne politike, razen depozita čez noč za 0,25 o.t.: za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise s 5,75% na 5,5%, izklicno obrestno mero za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 6,5% na 6,25%, za lombardno posojilo s 7,0% na 6,75% in ceno začasnega odkupa deviz za 7 dni s 2,75% na 2,5% ter ceno začasne prodaje deviz za 7 dni z 1,25% na 1,0%.
- Svet Banke Slovenije podeli Odboru za denarno in tečajno politiko pooblastilo, da določi obrestno mero občasnih posegov z začasnim odkupom blagajniških zapisov v tujem denarju za 7 dni v razponu med vsakokrat veljavnima obrestnima merama 60-dnevni tolarskih blagajniških zapisov in lombardnega posojila.

9. februar 2004

- Banka Slovenije poseže na trg tujega denarja z določanjem izhodiščnega tečaja. Signalizirano dinamiko rasti deviznega tečaja zniža z dotedanjih 2,25% na 2,0% letno. Interveniranje traja do 10.2.2004.
- Banka Slovenije ponovno začne z rednimi tedenskimi ponudbami začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju za 7 dni. Ponujeni znesek znaša najmanj 2 mrd SIT, po potrebi tudi več. Banka Slovenije posreduje enkrat tedensko, banke licitirajo obrestno mero. Izklicna obrestna mera prve ponudbe znaša 5,6%.

5. marec 2004

- Banka Slovenije zniža obrestno mero za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 6,25% na 5,75%. Hkrati ponudbo 270-dnevni tolarskih blagajniških zapisov spremeni iz tedenske avkcije v količinsko omejeno zaprto ponudbo in omeji krog bank vpisnic na banke, ki so v preteklih treh mesecih Banki Slovenije začasno prodajale devize, znesek vpisa pa na minimalni znesek začasno prodanih deviz v tem obdobju.

16. marec 2004

- Banka Slovenije spremeni tedensko ponudbo začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju za 7 dni iz licitacije v zaprto ponudbo. O dodeljeni količini diskrecijsko odloča Banka Slovenije po prejemu protiponudb bank.

18. marec 2004

- Banka Slovenije zniža obrestno mero za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise s 5,5% na 5,25%, obrestno mero za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 5,75% na 5,5%.

2. april 2004

- Banka Slovenije zniža obrestne mere vseh instrumentov denarne politike: za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise s 5,25% na 4,75%, obrestno mero za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 5,5% na 5,0%, za lombardno posojilo s 6,75% na 6,25%, za depozit čez noč z 2,75% na 2,5%, in ceno začasnega odkupa deviz za 7 dni z 2,5% na 2,25% ter ceno začasne prodaje deviz za 7 dni z 1,0% na 0,75%.

6. april 2004

- Banka Slovenije spremeni tedensko ponudbo začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju za 7 dni v dnevno.

7. april 2004

- Banka Slovenije poseže na trg tujega denarja z določanjem izhodiščnega tečaja. Signalizirano dinamiko rasti deviznega tečaja zniža z dotedanjih 2,0% na 1,75% letno. Interveniranje traja do 9.4.2004.

3. maj 2004

- Banka Slovenije spremeni dnevno ponudbo začasnega odkupa blagajniških zapisov v tujem denarju za 7 dni v začasni odkup vrednostnih papirjev za 7 dni. Banka Slovenije razširi nabor primernih vrednostnih papirjev z blagajniških zapisov Banke Slovenije v EUR in USD še na tolarske blagajniške zapise Banke Slovenije in na zakladne menice Republike Slovenije. Pri ponudbi lahko sedaj poleg bank sodelujejo tudi hranilnice.

7. maj 2004

- Banka Slovenije zniža obrestne mere vseh instrumentov denarne politike: za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise s 4,75% na 4,5%, za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 5,0% na 4,75%, za lombardno posojilo s 6,25% na 5,75%, za depozit čez noč z 2,5% na 2,25%, in ceno začasnega odkupa deviz za 7 dni z 2,25% na 2,0% ter ceno začasne prodaje deviz za 7 dni z 0,75% na 0,5%.

10. maj 2004

- Banka Slovenije poseže na trg tujega denarja z določanjem izhodiščnega tečaja. Signalizirano dinamiko rasti deviznega tečaja zniža z dotedanjih 1,75% na 1,5% letno. Interveniranje traja do 11.5.2004.

4. junij 2004

- Banka Slovenije zniža obrestne mere vseh instrumentov denarne politike, razen depozita čez noč: za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise s 4,5% na 4,25%, za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 4,75% na 4,5%, za lombardno posojilo s 5,75% na 5,5% in ceno začasnega odkupa deviz za 7 dni z 2,0% na 1,75% ter ceno začasne prodaje deviz za 7 dni z 0,5% na 0,25%.

7. junij 2004

- Banka Slovenije poseže na trg tujega denarja z določanjem izhodiščnega tečaja.

Signalizirano dinamiko rasti deviznega tečaja zniža z dotedanjih 1,5% na 1,0% letno. Interveniranje traja do 9. junija 2004.

17. junij 2004

- Banka Slovenije zniža obrestne mere vseh instrumentov denarne politike, razen depozita čez noč in začasne prodaje deviz za 6 dni: za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise s 4,25% na 4,0%, za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 4,5% na 4,25%, za lombardno posojilo s 5,5% na 5,0% in ceno začasnega odkupa deviz za 7 dni z 1,75% na 1,5%.

23. junij 2004

- Banka Slovenije spremeni vse ponudbe instrumentov denarne politike in politike deviznega tečaja, tako da jih lahko v bodoče kadarkoli spremeni ali prekliče z veljavnostjo isti dan. Istočasno tudi spremeni roke za pošiljanje protiponudb bank.

28. junij 2004

- Banka Slovenije vstopi v ERM II. Določen centralni tečaj znaša 239,640 SIT/EUR, spodnja točka interveniranja 203,694, zgornja 275,586 SIT/EUR (+/- 15% od centralnega tečaja).
- Banka Slovenije zniža ceno začasnega odkupa deviz za 7 dni z 1,5% na 1,0%.
- Banka Slovenije poseže na trg tujega denarja z določanjem izhodiščnega tečaja. Signaliziran devizni tečaj znaša 239,64 SIT/EUR (enak centralnemu tečaju), interventna nakupni in prodajni tečaj pa 239,16 oziroma 240,12 SIT/EUR (izhodiščni +/- 0,2%). Interveniranje traja do 1.7.2004.

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 je umirila 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 intervenira na trgu tujega denarja.

4. PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ⁶

V letu 2004 bo BDP porasel za okoli 3,8%, ob okrevanju svetovnega gospodarstva ter postopnemu umirjanju domačega povpraševanja bo rast BDP do leta 2006 ostala na zelo podobni ravni. Umirjanje inflacijskih stopenj se bo nadaljevalo, rast cen pa se bo do konca leta 2005 stabilizirala na ravni okoli 2,5%. Napovedi kažejo, da bo stopnja rasti cen ob koncu letošnjega leta znašala okoli 3,5%, ob koncu leta 2005 2,5%, približno na tej ravni pa se bo inflacija ustalila v letu 2006.

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 ravnovesje 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 2004 sta prikazana v Tabeli 4.8 ob koncu tega poglavja.

4.1 Mednarodno okolje

Rast svetovnega gospodarstva naj bi se letos okrepila, cene nafte in primarnih surovin pa bodo kljub postopnemu umirjanju ostale na visoki ravni. Pričakovanja o okrevanju svetovnega gospodarstva so na podlagi ugodnih podatkov za prvo polletje ter zaradi optimističnih kazalcev gospodarske klime dokaj pozitivna. Ob vedno manjšem pozitivnem prispevku menjave s tujino naj bi se v evro območju

**Ugodno tujo aktivnost
spremljajo censki pritiski**

Tabela 4.1: Eksogene spremenljivke iz mednarodnega okolja

				Napoved			2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ
Tuje povpraševanje	4,5	2,7	2,6	5,2	6,9	6,9	4,7	5,2	0,5	5,6	6,9	1,3	5,6	6,9	1,3
USD/EUR	0,90	0,94	1,13	1,22	1,22	1,22	1,26	1,22	-0,04	1,26	1,22	-0,04	1,26	1,22	-0,04
Nafta USD/sošček	24,4	25,0	28,8	36,0	34,0	30,0	29,0	36,0	7,0	27,0	34,0	7,0	26,0	30,0	4,0
Primarne surovine	-6,5	4,6	11,3	25,0	10,0	3,0	10,0	25,0	15,0	3,0	10,0	7,0	3,0	3,0	0,0
Inflacija v EMU	2,6	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	1,8	2,1	0,3	1,7	2,0	0,3	1,7	2,0	0,3
PPI Nemčija	1,3	-0,3	1,7	1,1	1,3	1,3	0,6	1,1	0,5	1,2	1,3	0,1	1,2	1,3	0,1
EURIBOR 3m	4,3	3,3	2,3	2,2	2,7	3,1	2,4	2,2	-0,2	2,6	2,7	-1,2	2,9	3,1	0,2

Opomba: Za večino spremenljivk, predstavljenih v tabeli velja, da tuje institucije še niso objavile svojih napovedi za leto 2006. Zato smo za leto 2006 pri teh spremenljivkah predpostavili enake vrednosti kot znašajo napovedi za leto 2005.

Vir: Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Economic Outlook, IMF World Economic Outlook, The International Petroleum Exchange London, preračuni ARC.

postopno krepila domača poraba, poleg investicijskega tudi končno trošenje. Pritiske na cene s strani domačega povpraševanja bodo v evro območju omejevale še naprej dokaj neugodne razmere na trgu dela ter že sklenjeni dogovori o razmeroma umirjeni rasti plač. Bistvenih cenovnih pritiskov v tujini s strani povpraševanja ne pričakujemo tudi zaradi le postopnega okrevanja svetovnega gospodarstva ter že začetega zaostrovanja denarne politike. Obstoječe visoke ravni cen nafte in primarnih surovin se zaradi prekinjenega

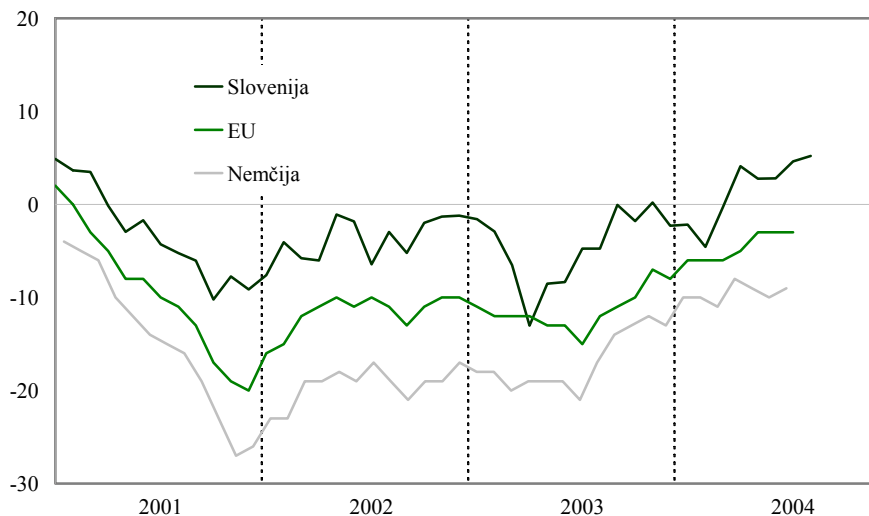
⁶ Napovedi so bile narejene na podlagi podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 17. septembra 2004. Projekcija makroekonomskih dejavnikov, predstavljena v tem poglavju, temelji na predpostavkah o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja in na nekaterih domačih dejavnikih, ki so pogojeni z odločitvami ekonomskih politik. Domači dejavniki, ki so pod vplivom ekonomskih politik, in so eksogeno vključeni v proces izdelave napovedi, so gibanje tečaja tolara, trošenje in investiranje javnega sektorja, plače v javnem sektorju, gibanje nadzorovanih cen ter nekatere druge spremenljivke fiskalne narave.

trenda hkratne slabitve dolarja do evra letos odražajo v višjih uvoznih cenah, kljub le postopnemu večanju povpraševanja in povečani ponudbi pa naj bi ostale na dokaj visokih ravneh. Prav ponudbeni dejavniki, ki poleg močnega povpraševanja po primarnih surovinah povzročajo trenutno visoke ravni cen nafte oziroma primarnih surovin, predstavljajo tudi v prihodnje najpomembnejše dejavnike tveganja, ki bi lahko povzročil občutnejše inflacijske pritiske iz tujine.

**Pričakovano nadaljevanje
okrevanja svetovnega
gospodarstva**

Tuje povpraševanje se bo letos in v naslednjem letu krepilo. Po relativno ugodnih podatkih o aktivnosti v prvem četrtletju med analitiki prevladuje pričakovanje, da se bo letos in v naslednjem letu nadaljevala postopna krepitev svetovnega gospodarstva. To potrjujejo tudi kazalci zaupanja v pomembnejših zunanjetrgovinskih partnericah iz zadnjih nekaj mesecev. Gospodarska rast v glavnih partnericah iz evro območja naj bi bila letos ob zmanjšanjem pozitivnem prispevku menjave s tujino tudi rezultat povečanega domačega trošenja v evro območju. Poleg močnejše investicijske dejavnosti naj bi se po stagnaciji v zadnjih treh letih nekoliko okrepilo tudi trošenje gospodinjstev. Okrevanje domačega trošenja je po državah evro območja izjemno neenakomerno razporejeno ter odvisno predvsem od krepitve svetovnega gospodarstva. Vse kaže, da je izredno hitra rast na Kitajskem začasno končana, prav tako pa krepitev ameriškega gospodarstva ni tako močna, kot je bilo pričakovati še pred kratkim. Ocenjujemo, da bo v primerjavi s preteklimi leti zaradi fiskalnih omejitev in visokih primanjkljajev v tekočih računih plačilne bilance nekoliko bolj umirjeno povpraševanje iz držav vzhodne in jugovzhodne Evrope. Izjema pri tem je le Rusija, kjer pa je vzdržnost visoke ravni gospodarske aktivnosti močno odvisna od gibanja cen nafte.

Slika 4.1: Poslovne tendence v Sloveniji in tujini



Opomba: Razmerje med pozitivno in negativno oceno stanja gospodarske klime glede na rezultate anket podjetij v predelovalnih dejavnostih.

Vir: SURS.

**Vrednost razmerja
EUR/USD nespremenjena**

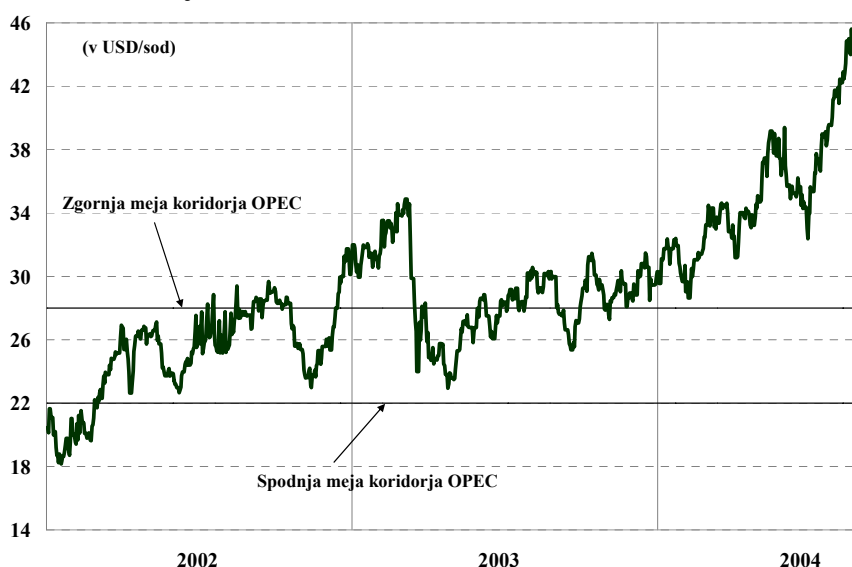
V napovedih je predpostavljeno, da bo evro v prihodnjih letih vreden 1,22 ameriškega dolarja. Hitro pridobivanje vrednosti evra v primerjavi z ameriškim dolarjem iz leta 2003 se je v letu 2004 ustavilo in ustalilo na ravni okoli 1,22 EUR/USD, kar približno ustreza povprečju prvih osem mesecev 2004. Takšen tečaj, ki predstavlja za dobre 3% nižjo vrednost evra glede na tisto iz zadnjih napovedi, smo uporabili kot tehnično predpostavko o gibanju medvalutnih razmerij v celotnem obdobju projekcij.

**Pričakovano nižanje cen
nafte povezano z veliko
negotovosti**

Predpostavke o ceni nafte iz predhodnih napovedi so močno popravljene navzgor, vendar še nadalje s predpostavko o njihovem padajočem trendu. Cene nafte so se letos gibale precej nad zgornjo mejo OPEC-ovega ciljnega razpona

(ki ga nameravajo članice naftnega kartela kmalu popraviti navzgor) ter občutno višje od predpostavk iz naših predhodnih napovedi. Poleg tega letošnje dražitve nafte ne spremlja hkratna slabitev vrednosti dolarja. V povprečju avgusta je cena nafte Brent dosegla skoraj 43 USD/sodček. Med osnovne razloge za visoke cene nafte prištevamo tako zaostrene politične razmere ter moteno proizvodnjo in ogroženo distribucijo nafte v Iraku kot močno povpraševanje ob okrevanju svetovne gospodarske rasti, afero Yukos v Rusiji, politične nestabilnosti v Venezueli in v Nigeriji ter vremenske razmere v Mehiškem zalivu. Čeprav se napovedi o ravni cene nafte zaradi izredno hitre rasti v zadnjih mesecih močno spreminjajo, pa večina analitikov ocenjuje, da bo v prihodnje prišlo do postopnega umirjanja cen nafte. Kljub nekoliko bolj umirjeni gospodarski rasti ZDA in Kitajske ter v dokajšnji meri že obnovljenim zalogam nafte, pa naj bi po predvidevanjih cena nafte ostala občutno nad zgornjo mejo (28 USD/sodček) ciljnega koridorja OPEC-a. Na pričakovano ohranjanje relativno visokih ravni cen nafte v nekaj naslednjih letih kažejo tudi sklenjene terminske pogodbe.

Slika 4.2: Gibanje cen nafte Brent



Vir: Reuters.

Rast cen primarnih surovin se bo po izredno hitri rasti v lanskem in letošnjem letu začela umirjati. Ob nadaljevanju hitre rasti iz lanskega leta so medletne stopnje rasti primarnih surovin, izražene v dolarjih, letos dosegle celo 30%. Pri tem so v zadnjega pol leta najhitreje rasle cene kovin, pri katerih je medletna rast v aprilu preseгла 50%, najpočasneje, a kljub temu z medletno dinamiko nad 20%, pa so rasle cene hrane. Kljub hitri rasti cen primarnih surovin v letošnjem letu določeni znaki kažejo na začetek njihovega umirjanja, saj se je dinamika rasti cen primarnih surovin po skoku iz aprila pričela umirjati. Izredno hitra rast je bila predvsem posledica močnega povpraševanja Kitajske po surovinah ter postopnega okrevanja svetovnega gospodarstva. Prav nekoliko bolj umirjena rast kitajskega gospodarstva naj bi v prihodnje prispevala k počasnejši rasti cen primarnih surovin.

Rast cen življenjskih potrebščin v evro območju bo v prihodnje blizu ciljne vrednosti ECB (2%). Čeprav naj bi bila ta raven presežena le v letu 2004, pa je tudi v prihodnje precej verjetno, da bo rast cen ostala relativno visoka. K relativno hitri rasti cen v letošnjem letu so največ prispevale višje cene energentov, pa tudi višji posredni davki ter nadzorovane cene. S postopnim umirjanjem cen nafte in ostalih primarnih surovin, pa tudi z manjšim prispevkom posrednih davkov, naj bi se tovrstni vplivi na rast cen življenjskih potrebščin postopno umirjali. Prav gibanje cen energentov predstavlja največje tveganje pri

Postopno umirjanje rasti cen primarnih surovin

Cene v evro območju pod vplivom cen energentov in davčnih ukrepov

takšnih predvidevanjih. Dodaten dejavnik, ki bi lahko prispeval k višji rasti cen, je okrevanje domačega povpraševanja. Možnost prenosa višjih inflacijskih pričakovanj v rast plač je trenutno relativno malo verjetna, saj je bila (ob dokaj negotovih razmerah na trgu delovne sile) večina pogajanj o plačah v evro območju že sklenjena z dogovori o zmerni rasti plač v naslednjih dveh letih. Tudi zvišanje cen proizvajalcev je predvsem posledica hitre rasti cen energentov in ostalih primarnih surovin. Kljub relativno visoki vrednosti evra se pričakuje, da bodo prav cene primarnih surovin tudi v prihodnje spodbujale rast cen proizvajalcev.

Pričakovano zviševanje obrestnih mer v tujini

Obrestne mere v evro območju se bodo pričele postopoma zviševati. Obrestne mere na EUR so letos ostale na podobni ravni kot v drugi polovici lanskega leta. V svojih zadnjih poročilih je ECB opozorila, da bo "...zelo budno spremljala vse dejavnike, ki bi lahko ogrozili doseganje cenovne stabilnosti na srednji rok" (Bilten ECB, junij 2004). Pri tem je bilo upoštevano dejstvo, da so trenutni inflacijski pritiski začasne narave ter da so inflacijski izgledi na nekoliko daljši rok v skladu s ciljem. Trenutno zato večina analitikov pričakuje, da se obrestne mere do konca leta ne bodo spreminjale, v letu 2005 pa naj bi ECB začela zaostrovati svojo denarno politiko.

4.2 Aktivnost, zaposlenost in plače

Nadaljevanje procesa realne konvergence ne ogroža deflacijskega trenda

Gospodarska rast v Sloveniji bo v prihodnjih letih ostala na visoki ravni in naj bi bila v obdobju do leta 2006 blizu 4%. Po treh letih nizke konjunktore bo tako v vseh letih projekcij rast BDP višja od ocenjene rasti potencialnega proizvoda. Ob predvideni gospodarski rasti se bo tako nadaljeval proces realne konvergence k povprečju EU, saj bo gospodarska rast v Sloveniji hitrejša v primerjavi z rastjo v EU. Ta proces bo po naših ocenah postopno zapiral trenutno še negativno proizvodno vrzel in zato ne bo predstavljal bistvenih censkih pritiskov.

Tabela 4.2: Gospodarska aktivnost, zaposlenost, plače

	Napoved						2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ
	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>														
Realni BDP	2,7	3,4	2,3	3,8	3,8	4,0	3,1	3,8	0,7	3,6	3,8	0,2	3,9	4,0	0,1
BDP/prebivalca (v EUR)	10.801	11.508	12.052	12.798	13.453	14.355	12.491	12.798	307	13.304	13.453	149	14.215	14.355	140
Zaposlenost	1,0	0,4	-0,4	0,5	0,7	0,4	0,4	0,5	0,1	0,5	0,7	0,2	0,8	0,4	-0,4
Neto plače	3,1	2,1	2,2	1,5	1,7	2,0	1,8	1,5	-0,3	2,3	1,7	-0,6	2,1	2,0	-0,1
Produktivnost	1,8	2,5	2,7	3,3	3,1	3,6	2,7	3,3	0,6	3,1	3,1	0,0	3,1	3,6	0,5

Vir: ARC.

Pričakovani pozitivni premiki pri zaposlovanju

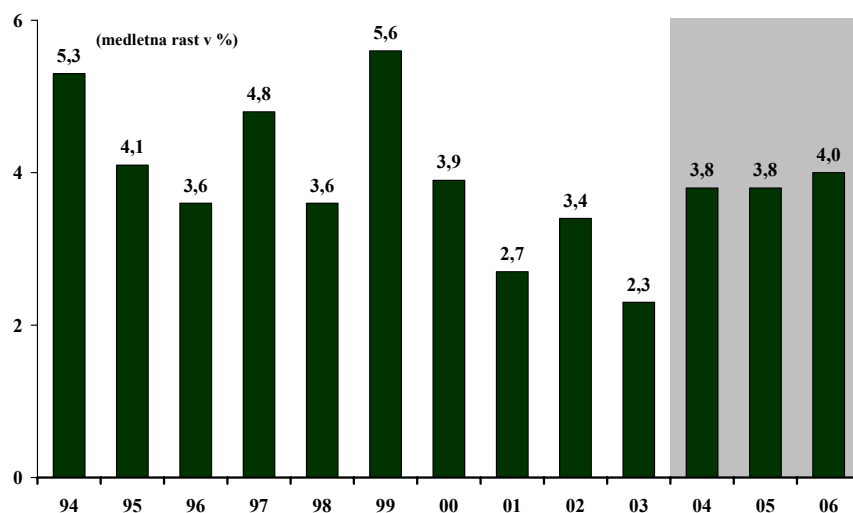
Dokaj ugodna konjunktorna gibanja se bodo odrazila tudi v dogajanjih na trgu dela. Hkrati s povečevanjem gospodarske rasti ob koncu leta 2003 in v začetku leta 2004 so se pričele izboljševati tudi razmere na trgu dela. Pri tem gre velik del povečevanja zaposlenosti pripisati zaposlovanju v dejavnostih javnega sektorja. Kljub temu določeni znaki, predvsem umirjanje zmanjševanja zaposlenosti v drobnem sektorju ter krčenje brezposelnosti kažejo, da prihaja do izboljševanja razmer tudi v zasebnem sektorju. Tudi v prihodnje pričakujemo nadaljevanje zmanjševanja zaposlenosti v delovno intenzivnih panogah. Zaposlenost v javnem sektorju naj bi se povečevala po okoli 2% na leto, predvsem zaradi potreb po dodatnem zaposlovanju v vojski in policiji.

Rast plač bo ostala umirjena

Glede na sklenjene sporazume socialnih partnerjev bo rast plač v prihodnjih letih umirjena. Realne plače se bodo povečevale med 1,5% in 2,0% letno ter bodo tako zaostajale za predvideno rastjo produktivnosti. Poleg že lani sklenjenega sporazuma o usklajevanju plač v javnem sektorju, je bil letos sklenjen tudi

sporazum med socialnimi partnerji v zasebnem sektorju, na podlagi katerega sklepamo, da bo tudi skupna rast plač v prihodnje relativno umirjena. Pri tem bodo plače v javnem sektorju rasle počasneje od plač v zasebnem sektorju. Na podlagi sporazuma o usklajevanju plač v javnem sektorju sklepamo, da realna rast plač v javnem sektorju po skoraj nespremenjeni ravni v letu 2004 tudi v naslednjih dveh letih ne bo bistveno preseгла 1%. Tako ocenjujemo, da bo rast povprečne plače v zasebnem sektorju zaradi izboljšane konjunktore v prihodnjih letih za okoli 1,5 odstotne točke višja od rasti povprečne plače v javnem sektorju.

Slika 4.3: Gospodarska aktivnost (realni BDP)



Vir: ARC.

Okvir 4.1: Usklajevanje plač v zasebnem sektorju

Socialni partnerji v zasebnem sektorju so ob koncu aprila 2004, podobno kot julija 2003 socialni partnerji v javnem sektorju, sklenili dogovor o usklajevanju plač, ki pomeni odmik od dosedanje prakse indeksacije plač s preteklo inflacijo. Dogovor o načinu usklajevanja izhodiščnih plač v zasebnem sektorju je bil konec maja sklenjen za dve leti, prva uskladitev po novem načinu pa je bila opravljena v septembru, ob izplačilu avgustovskih plač.

Plače v zasebnem sektorju se bodo po novem načinu usklajevale s pričakovano inflacijo, gibanjem tečaja tolartja do evra in pričakovano inflacijo v EU. Namesto za usklajevanje z določeno stopnjo rasti uskladitve izhodiščnih plač, so se socialni partnerji dogovorili za absolutne zneske, pri čemer le-ti v letu 2004 predstavljajo 3,2% povišanje povprečne plače panožne kolektivne pogodbe, v letu 2005 pa 2,7% povišanje. V letu 2004 tako minimalna uskladitev izhodiščne plače znaša 5000 SIT, v letu 2005 pa 5100 SIT.

Ob minimalno določenih absolutnih zneskih se morajo za dejansko uskladitev dogovoriti še sindikati v posameznih dejavnostih. Pri tem še naprej velja določilo socialnega sporazuma iz lanskega leta, po katerem naj bi rast realnih plač zaostajala za rastjo produktivnosti za najmanj eno odstotno točko.

4.3 Komponente trošenja BDP

Domače trošenje bo v prihodnjih nekaj letih kljub izboljššanemu prispevku menjave s tujino ostalo najpomembnejši dejavnik gospodarske rasti. Visoka gospodarska rast v prvi polovici leta 2004 je v veliki meri posledica močnega investicijskega trošenja, medtem ko je rast končnega trošenja ostala zmerna, se je v primerjavi z rastjo v letu 2003 nekoliko popravila. K rasti investicij je dobršen del prispevalo kumuliranje zalog, ki so k rasti BDP v prvi polovici leta prispevale skoraj tretjino. Ocenjujemo, da bo v prihodnjih letih prispevek

Pomemben prispevek domačega trošenja in povečevanje prispevka menjave s tujino k rasti BDP

domačega trošenja h gospodarski rasti še naprej močan, pri čemer bosta približno enak delež prispevala trošenje gospodinjstev in investicijsko trošenje. Prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti, ki je bil negativen že v letu 2003, se je nekoliko izboljšal, značilne pa so bile visoke stopnje rasti izvoza ter uvoza blaga v prvem polletju. Negativni prispevek menjave s tujino se bo ohranil tudi v prihodnje, a se bo zmanjševal skupaj s pričakovanim postopnim umirjanjem rasti domačega trošenja, ki je v veliki meri uvozno naravnano.

Tabela 4.3: Komponente povpraševanja

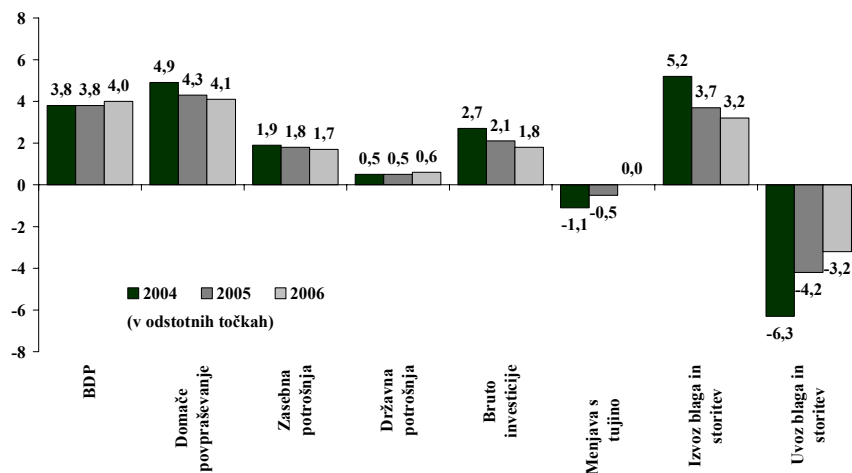
	2001	2002	2003	Napoved			2004			2005			2006		
				2004	2005	2006	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ
	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>														
Bruto domači proizvod	2,7	3,4	2,3	3,8	3,8	4,0	3,1	3,8	0,7	3,6	3,8	0,2	3,9	4,0	0,1
Domače povpraševanje	0,9	2,1	3,9	4,7	4,1	4,0	4,4	4,7	0,3	4,4	4,1	-0,3	3,9	4,0	0,1
Potrošnja gospodinjstev	2,3	1,2	3,0	3,5	3,2	3,1	3,7	3,5	-0,2	3,8	3,2	-0,6	3,6	3,1	-0,5
Potrošnja države	4,0	2,5	2,8	2,6	2,1	2,8	3,4	2,6	-0,8	2,4	2,1	-0,3	2,2	2,8	0,6
Bruto investicije	-4,6	4,1	7,0	9,7	7,7	6,3	6,3	9,7	3,4	7,3	7,7	0,4	5,5	6,3	0,8
Izvoz blaga in storitev	6,5	6,5	3,4	8,5	5,9	4,9	4,6	8,5	3,9	6,0	5,9	-0,1	6,7	4,9	-1,8
Uvoz blaga in storitev	3,0	4,9	6,3	9,9	6,2	4,8	6,7	9,9	3,2	7,2	6,2	-1,0	6,5	4,8	-1,7

Vir: ARC.

Prekomerno rast trošenja gospodinjstev bo omejevala zmerna rast razpoložljivega prihodka

Rast porabe gospodinjstev bo v prihodnje dokaj visoka, čeprav se bo postopno zmanjševala. Trošenje gospodinjstev je bilo precej močno v mesecih pred vstopom v EU in še posebej v prvem četrtletju, v drugem četrtletju pa se je že pričelo nekoliko umirjati. Ocenjujemo, da bo trošenje gospodinjstev v nekaj naslednjih letih ostalo na relativno visoki ravni. K temu bodo prispevale tako relativno nizke obrestne mere kot realna apreciacija tolarja. Ob ugodni

Slika 4.4: Prispevek komponent BDP h gospodarski rasti



Vir: ARC.

konjunkturi bo na dokaj visoko raven trošenja gospodinjstev vplivalo tudi povečevanje zaposlenosti. Predvsem zaradi domala nespremenjene rasti porabe gospodinjstev v drugem četrtletju ter predvidene relativno skromne rasti plač, so predhodne napovedi o trošenju gospodinjstev popravljene navzdol. Sklenjeni sporazumi o politiki plač bodo v prihodnje nekoliko omejili prekomerno povečevanje razpoložljivega dohodka, institucionalne spremembe na področju pokojninskega zavarovanja pa bodo prebivalstvo spodbujale k dolgoročnejšim oblikam varčevanja.

Intenzivna investicijska dejavnost bo prisotna tako v zasebnem kot v javnem sektorju. V prvi polovici leta 2004 se je nadaljevala hitra rast investicij, ki so bile eden od osnovnih dejavnikov gospodarske rasti. Še naprej je izredno velik delež (v prvem polletju več kot četrtina) k rasti investicij prispevalo povečevanje zalog, ki se povečujejo že skoraj dve leti. Visoke investicije so sicer deloma tudi posledica močne aktivnosti na področju stanovanjske gradnje, saj se je vrednost opravljenih del pri izgradnji stanovanj v prvi polovici leta več kot podvojila. V prvi polovici leta so investicije zasebnega sektorja rasle precej hitreje kot investicije državnega sektorja, kar potrjujejo tudi podatki o opravljeni vrednosti nizkih gradenj, ki je rasla počasneje kot v zadnjih nekaj letih. V naslednjih letih je pričakovati, da se bo rast skupnih investicij nekoliko umirila. Moral se bo pričeti proces zmanjševanja zalog, zaradi česar investicije ne bodo več rasle po tako visokih stopnjah kot v prvi polovici letošnjega leta. K vztrajnosti rasti investicij, na medletni ravni okoli 7%, pa bodo prispevali izboljšani signali iz tujine, ugodni pogoji financiranja tako doma kot v tujini ter nadaljevanje izgradnje infrastrukture.

Investicijska poraba bo ostala visoka, a se bo postopoma umirjala

Državna potrošnja bo naraščala počasneje kot ostale komponente BDP. Trošenje države je bilo v prvi polovici leta 2004 izredno umirjeno tako po zaslugi počasne rasti izdatkov za plače kot celo nominalnega znižanja izdatkov za blago in storitve. Pri projekciji izdatkov države do konca leta 2004 so upoštevana določila sporazuma o plačah v javnem sektorju ter povečevanje zaposlenih v javnem sektorju za 2% na leto. Po teh predpostavkah rast realne povprečne plače v javnem sektorju ne bo bistveno preseгла 1%. Pri izdatkih za blago in storitve smo upoštevali izredno nizke stopnje rasti iz prvega polletja 2004, pri čemer ocenjujemo, da se bodo izdatki v prihodnje povečevali nekaj hitreje, zaradi česar so ob koncu obdobja projekcij nekoliko višje realne stopnje rasti trošenja države.

Trošenje države se bo postopoma povečevalo

4.4 Plačilna bilanca

Saldo tekočega računa bo v naslednjih letih v primanjkljaju. V prvih sedmih mesecih leta 2004 se je primanjkljaj tekočega računa v primerjavi z enakim obdobjem lani zmanjšal z 0,6% BDP na 0,2% BDP. Do hitrega izvoza v prvi polovici leta je prišlo tako zaradi okrevanja v pomembnejših trgovinskih partnericah kot zaradi pospešenega izvoza v mesecih pred vstopom v EU, ko so

Primanjkljaj salda tekočega računa bo na vzdržni ravni

Tabela 4.4: Tekoči račun plačilne bilance

	Napoved						2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ
Izvoz blaga in storitev	6,5	6,5	3,4	8,5	5,9	4,9	4,9	8,5	3,6	6,0	5,9	-0,1	6,7	4,9	-1,8
Uvoz blaga in storitev	3,0	4,9	6,3	9,9	6,2	4,7	6,7	9,9	3,2	7,2	6,2	-1,0	6,5	4,7	-1,8
Tekoči račun:															
- v mio EUR	38	330	-91	-246	-433	-215	-238	-246	-8	-534	-433	101	-522	-215	307
- v % BDP	0,2	1,5	0,1	-1,0	-1,6	-0,7	-1,0	-1,0	0,0	-2,0	-1,6	0,4	-1,8	-0,7	1,1
Pogoji menjave	2,7	2,7	0,2	-0,7	1,3	0,7	0,6	-0,7	-1,3	1,0	1,3	0,3	0,0	0,7	0,7

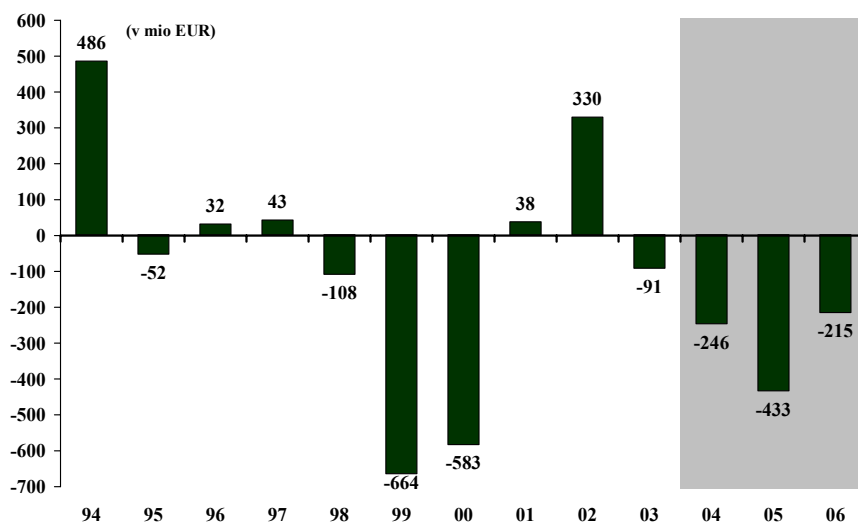
Vir: ARC.

podjetja poskušala izkoristiti ugodnejše trgovinske sporazume z državami nečlanici EU. Izvozna gibanja so tako več kot nadomestila nekoliko povečano domače povpraševanje po tujih proizvodih. Ker je bilo domače povpraševanje predvsem investicijsko naravnano, se ni v večji meri odrazilo v slabšanju salda tekočega računa. Pogoji menjave bodo na saldo tekočega računa vplivali negativno predvsem v letu 2004, nato pa se bodo ponovno izboljševali.

Primanjkljaj tekočega računa v naslednjih letih bo znašal okoli 1% BDP

Ocenjeni primanjkljaj v tekočih transakcijah se bo poslabšal do ravni okoli 1,5% BDP v letu 2005. Saldo tekočih transakcij se bo letos in v naslednjih dveh letih poslabšal tako v primerjavi z realizacijo v letu 2003 kot v primerjavi s prvimi sedmimi meseci letošnjega leta. Pričakujemo, da se bo primanjkljaj tekočih transakcij plačilne bilance iz lanskoletnih 91 mio EUR v letošnjem letu povzpел na okrog 250 mio EUR oziroma 1% BDP, v letu 2005 pa naj bi primanjkljaj znašal okoli 1,5% BDP. Na poslabšanje salda tekočih transakcij v letošnjem in naslednjih dveh letih bodo vplivale predvsem spremembe v oceni gibanja blagovne menjave s tujino ter reinvestirani dobički⁷, ki bodo večji od tekoče ocenjenih. Ob hitrejši rasti izvoza v primerjavi z rastjo uvoza se bo v letu 2006 primanjkljaj tekočega računa zmanjšal na raven okoli 0,7% BDP.

Slika 4.5: Tekoči račun plačilne bilance



Vir: ARC.

Po visoki rasti v prvi polovici leta umirjanje blagovnih tokov

Največ bo k slabšanju salda tekočega računa prispeval povečan primanjkljaj v blagovni menjavi. Izvoz blaga se bo krepil v skladu s povečevanjem tujega povpraševanja, povečevanje uvoza pa bo povezano predvsem s krepitvijo domačega trošenja. Ob tem je predvsem za leto 2004 upoštevano, da je v mesecih pred vstopom v EU zaradi pričakovanj o manj ugodnih censkih pogojih v prihodnje tako na izvozni kot na uvozni strani prišlo do delne časovne zamenjave v blagovni menjavi iz druge polovice v prvo polovico leta ter da se bodo stopnje rasti blagovne menjave v drugi polovici leta umirjale. Rast izvoza blaga je višja glede na predhodne napovedi tudi zaradi višje predpostavke glede rasti tujega povpraševanja. V prihodnje se bo količinski izvoz blaga gibal v skladu z okrevanjem svetovnega gospodarstva. Ob realizaciji napovedanih trendov inflacije in stroškov dela sodelovanje v ERM II in s tem bolj stabilen tečaj tolara ne bosta bistveno poslabšala konkurenčnosti slovenskih izvoznikov.

Uvoz bo naraščal v skladu z obsegom in strukturo domačega trošenja

Povečevanje primanjkljaja v blagovni menjavi bo povzročal predvsem relativno visok uvoz investicijskega blaga ter blaga za široko potrošnjo. Tudi na uvozni strani pričakujemo postopno umirjanje uvoza blaga po hitri rasti v prvi polovici 2004. Visoka rast uvoza blaga v prvi polovici leta 2004 sovпада s povečanim trošenjem gospodinjestev, visoko investicijsko aktivnostjo ter višjim uvozom repromaterialov zaradi visoke ravni izvoza. Hitra rast uvoza blaga v projekcijah je v skladu z vztrajno rastjo domačega trošenja. Do leta 2006, ko naj bi se

⁷ Reinvestirani dobički so tisti del dobička, ki ga tuji lastnik domačega podjetja ne prenese v tujino, temveč ga ponovno investira v domače podjetje. Pri tem ne pride do dejanskega toka deviz. V tekočem računu se ta postavka beleži med »Odhodki od kapitala«, njena protipostavka v finančnem računu pa je »Neposredne naložbe iz tujine«.

izenačila, bo po naših ocenah uvoz blaga rasel hitreje od izvoza blaga. Osnovna negotovost naše napovedi gibanja količinskega uvoza se še naprej nanaša na obseg povečanja domačega trošenja.

Pogoji menjave bodo na saldo tekočega računa v letu 2004 vplivali negativno, v nadaljevanju obdobja projekcij pa pozitivno, vendar je njihovo gibanje povezano z obilico negotovosti. V letu 2004 bo rast uvoznih cen prehitela izvozne cene za 0,7 odstotne točke, v povprečju let 2005 in 2006 pa bodo pogoji menjave pozitivni za 1 odstotno točko. S tem bodo pogoji menjave primanjkljaj tekočega računa v letu 2004 poslabšali za okoli 0,2% BDP, v letu 2005 pa izboljšali za približno 0,4% BDP. Hitrejša rast uvoznih cen glede na rast izvoznih cen v letu 2004 je predvsem posledica visoke ravni cen primarnih surovin in cen nafte, ugodni pogoji menjave v letih 2005 in 2006 pa so posledica predpostavke o postopnem umirjanju le-teh. Prav slednje predstavlja tudi največje tveganje pri oceni gibanja pogojev menjave, saj lahko šoki na ponudbeni ali na povpraševalni strani na trgu primarnih surovin (ob neugodnem gibanju medvalutnih razmerij) preprečijo pričakovani pozitiven prispevek pogojev menjave k saldu tekočega računa.

Gibanje pogojev menjave je zelo negotovo

Na področju preostalih elementov menjave s tujino ni pričakovati bistvenih sprememb. Saldo storitvene menjave se bo gibal v skladu s povečanim domačim povpraševanjem in z okrepljeno gospodarsko aktivnostjo v tujini. V letu 2004 se bo zato nekoliko izboljšal in se nato začel postopoma slabšati. Saldo dohodkov od dela bo ostal nespremenjen, medtem ko se bo saldo dohodkov od kapitala slabšal zaradi nizkih obrestnih mer in neugodnih gibanj deviznih rezerv in zunanega dolga na eni strani ter zaradi reinvestiranih dobičkov iz naslova neposrednih naložb tujcev v Sloveniji na drugi strani. Po tem, ko je Slovenija vstopila v EU pričakujemo nekoliko povečane prejemke transferov. Njihova realizacija je vezana predvsem na sposobnost sofinanciranja domačih projektov z domačimi viri, ki pa zaenkrat še niso zagotovljeni, zato projekcije teh transferjev zahtevajo previdnost.

Ostala menjava s tujino relativno nespremenjena

4.5 Pogoji financiranja

Financiranje gospodarstva bo odvisno od predvidenih gibanj v realnem sektorju in v tekočem računu plačilne bilance. Ocenjeni finančni tokovi s tujino bodo v seštevku prihodnjih treh let uravnoteženi, neto priliv oziroma odliv pa naj ne bi presegel 0,6% BDP. Glavni razlog za zmanjšanje neto finančnih pritokov v primerjavi s prejšnjimi projekcijami predstavljata manjši pritek iz naslova neposrednih naložb ter povečani odlivi preko portfeljskih naložb rezidentov v tujino. Neto odliv bo v veliki meri izhajal tudi iz predvidenega zapadanja evroobveznic države v letih 2005. 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, ki omogoča rezidentom iskanje dodatnih virov financiranja v tujini.

Finančni tokovi s tujino bodo izravnani

Ocenjujemo, da bodo pogoji financiranja ostali relativno ugodni. Obrestne mere, ki naj bi se pričele postopno zviševati šele v začetku naslednjega leta, ter nizka rizična premija Slovenije, omogočajo relativno poceni dostop do virov financiranja. Popolnoma sproščen pretok kapitala ter deloma tudi pomanjkanje zadostnih virov sredstev oziroma naložbenih možnosti na domačem trgu spodbujata povečevanje finančne integracije slovenskega gospodarstva s tujino.

Nadaljevali se bodo ugodni pogoji financiranja

Komercialni krediti bodo ostali med pomembnejšimi odlivnimi postavkami v kapitalnem računu plačilne bilance. Komercialni krediti bodo letos manjši kot lani, nato pa se bodo postopno povečevali. Zaradi plačilnobilančnih in javnofinančnih težav v državah partnericah iz območij nekdanje Jugoslavije in

Komercialni krediti ostajajo odlivni kljub negativnemu saldu tekočega računa

Srednje Evrope bo še naprej potrebno financiranje uvoznikov s teh območij. To bodo med drugim omogočale tako relativno nizke obrestne mere v tujini kot enostaven dostop do virov financiranja. Hkrati s tem pa se povečuje izpostavljenost tveganjem tistih slovenskih podjetij, ki na ta način financirajo svoje kupce.

Tabela 4.5: Finančni tokovi s tujino

	Napoved						2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ
	<i>delež v BDP (v %)</i>														
Neto finančni tok	7,9	4,9	0,4	0,2	-0,6	0,5	-0,1	0,2	0,3	-0,5	-0,6	-0,1	1,4	0,5	-0,9
Neposredne tuje naložbe	1,3	7,4	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,2	-0,4	-0,6	0,3	-0,2	-0,5	0,4	0,0	-0,4
	<i>stanje konec leta</i>														
Devizne rezerve															
- stanje v mio EUR	6.514	7.842	7.881	7.891	7.326	7.229	7.678	7.891	213	6.994	7.326	332	6.877	7.229	352
- delež v BDP	30,2	34,1	32,7	31,1	28,2	26,2	30,7	31,1	0,4	26,3	28,2	1,9	24,2	26,2	2,0
Zunanji dolg															
- stanje v mio EUR	10.403	11.483	13.051	14.629	15.923	17.381	14.349	14.629	280	15.283	15.923	640	16.621	17.381	760
- delež v BDP	48,2	49,9	54,1	55,5	57,9	60,7	57,4	55,5	-1,9	57,4	57,9	0,5	58,5	60,7	2,2

Vir: ARC.

Neto odliv v tujino preko neposrednih naložb

Neto odliv preko neposrednih naložb se bo v naslednjih letih zmanjševal, neto odliv preko portfeljskih naložb pa se bo povečeval. Tako obseg neposrednih naložb v Slovenijo kot obseg neposrednih naložb slovenskih rezidentov v tujino se bosta povečevala. V prihodnje ne pričakujemo večjih nakupov slovenskih podjetij s strani tujih investitorjev, čeprav so zaradi vstopa v EU takšne investicije postale manj tvegane in s tem bolj privlačne. Mednarodni trendi na področju tujih vlaganj kažejo, da je po obdobju hitre rasti prišlo do faze konsolidacije, ko se tuji investitorji bolj kot z novimi vlaganji ukvarjajo z vključevanjem novo pridobljenih podjetij v svoje razvojne strategije, preverjajo smotrnost prejšnjih vlaganj in v nekaterih primerih celo delno dezinvestirajo. Kljub temu pričakujemo, da bodo slovenska podjetja še naprej investirala na območje bivše Jugoslavije in se s tem skušala izogniti poslabšanim trgovskim pogojem zaradi višjih carin ter ukinitve preferencialnih trgovinskih sporazumov ob vstopu v EU. Neto odlivi preko portfeljskih naložb zasebnega sektorja se bodo še nekoliko povečali. Ob povečanem zanimanju rezidentov za alternativne vire naložb in hkratnega pomanjkanja ustreznih instrumentov na domačem finančnem trgu namreč pričakujemo, da bo odtok v tujino preko portfeljskih naložb finančnih institucij (zavarovalnice, vzajemni skladi) dokaj močan.

Vzdržno zmanjševanje deviznih rezerv in povečevanje zunanjega dolga

Zaradi poslabšanega salda tekočega računa in deloma neto odlivnih finančnih transakcij s tujino, se bodo devizne rezerve v naslednjih letih postopoma zmanjševale. Zunanji dolg se bo povečeval predvsem zaradi pospešenega zadolževanja zasebnega sektorja, vendar se njegova deleža glede na BDP oziroma glede na izvoz blaga in storitev ne bosta bistveno poslabšala.

Krepitev obsega prejetih posojil in danih posojil tujini

Obseg prejetih tujih posojil in danih posojil tujini se bo povečal, njihov saldo pa se bo v primerjavi z letom 2003 nekoliko okrepil. Potreba po financiranju povečane gospodarske aktivnosti bo povečala obseg najetih posojil v tujini. Zaradi visoke realizacije v prvih osmih mesecih leta 2004 smo navzgor popravili predvsem postavko posojil, ki so jih banke najele v tujini za devizno financiranje doma. Hkrati pa je pričakovati, da obseg posojil podjetjem iz tujine v naslednjih letih ne bo bistveno naraščal.

Povečal se bo obseg celotnega financiranja gospodarstva

Skupni obseg domačega in tujega financiranja se bo v naslednjih letih povečeval. Takšna gibanja so v skladu s povečano gospodarsko aktivnostjo oziroma visoko ravnijsko domačega trošenja. Delež tujih posojil pri financiranju podjetij se bo zmanjšal na okoli eno petino skupnega kreditiranja. V skladu z nadaljnjim prestrukturiranjem dolga, bo hitro raslo tudi zadolževanje države na domačem trgu. Zaradi močnega kreditiranja bank iz tujine in visoke rasti deviznih vlog

bodo med domačimi krediti najhitrejšo rast beležili devizni krediti. Glede na velik obseg kreditiranja bank iz tujine ter na povečevanje deviznih vlog je to razumljivo, saj bodo tako banke valutno uskladile aktivo in pasivo.

Predpostavljamo, da se država v tujini ne bo financirala z izdajanjem vrednostnih papirjev. Sredi leta 2005 zapade v plačilo obveznost iz naslova evroobveznic v višini 500 mio EUR. Med imetniki evroobveznic so v veliki večini nerezidenti. Glede na razpoložljive informacije smo predpostavili, da se država za odplačilo te obveznosti ne bo zadolževala v tujini. V zvezi s tem obstaja negotovost glede možne nove izdaje državnih vrednostnih papirjev ter negotovost glede obsega sproščenih sredstev, ki ga bodo tuji investitorji pripravljene reinvestirati v slovenske vrednostne papirje. To bi nevtraliziralo odliv zaradi zapadlosti prejšnjih izdaj evroobveznic.

Negotovosti glede zadolževanja države

Ob relativno visokem trošenju se bo v naslednjih letih povečevala predvsem zadolženost podjetij. Tako se bo nadaljeval trend iz zadnjega leta, ko so posojila podjetjem naraščala s precej visokimi stopnjami rasti, v tem pa predvsem devizno kreditiranje. Pri podjetjih se bo neto zadolženost, merjena kot razmerje med krediti in vlogami, spet pričela nekoliko občutneje povečevati, neto zadolženost prebivalstva pa bo v naslednjih letih ostala relativno nespremenjena.

Povečanje zadolženosti podjetij in zmanjšanje zadolženosti prebivalstva

Trend povečanega dolgoročnega zadolževanja na račun kratkoročnega zadolževanja se bo v naslednjih letih nadaljeval. Na strani povpraševanja po dolgoročnih kreditih bo k temu pripomoglo predvsem nadaljevanje postopnega okrevanja investicijskega trošenja.

Ročnost zadolževanja se bo povečala

Tudi tokrat pričakujemo, da bo široki denar zaradi neto odtokov v tekočem in finančnem računu plačilne bilance nastajal preko domače kreditne aktivnosti. Prispevek tokov s tujino k oblikovanju širokega denarja bo negativen, tako kot od druge polovice 2003. Ob tem smo zaradi povečanega trošenja predpostavili nekoliko višjo rast domačega kreditiranja.

Prispevek neto tuje aktive k oblikovanju M3 bo ostal negativen

Rast denarnih agregatov se bo umirjala, a z različno dinamiko. Umirjanje bo zaradi neto odlivnih tokov s tujino nekoliko bolj poudarjeno pri širokih denarnih agregatih. Ob tem se bodo stopnje rasti ožjega denarja v skladu s povečano gospodarsko aktivnostjo ter padajočo inflacijo umirjale nekoliko počasneje.

Različna dinamika denarnih agregatov

Tabela 4.6: Denarni sistem

				Napoved			2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ
	<i>letno povprečje</i>														
M1	9,7	16,9	12,3	14,1	12,0	9,3	12,9	14,1	1,2	11,9	12,0	0,1	10,9	9,3	-1,6
M3	22,7	23,5	14,1	6,5	6,9	7,4	11,3	6,5	-4,8	10,4	6,9	-3,5	9,2	7,4	-1,8
Kreditni skupaj	18,7	17,3	11,8	16,9	18,1	16,9	17,0	16,9	-0,1	16,2	18,1	1,9	15,4	16,9	1,5

Vir: ARC.

Ročnostna struktura toolarskih 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 padajočo inflacijo. Kratkoročne toolarske vloge pa bodo rasle hitreje kot dolgoročne tudi zato, ker se nagib krivulje obrestnih mer zmanjšuje.

Pričakovano krajšanje ročnosti vlog

4.6 Inflacija

Projekcije kažejo na nadaljnje nižanje inflacije

Ocenjujemo, da se bo v prihodnjih letih nadaljeval proces vzdržnega zniževanja inflacije, ki se bo stabilizirala na ravni okoli 2,5%. Ob upoštevanju eksogenih spremenljivk in predpostavkah o ekonomski politiki ocenjena inflacija v zadnjem četrtletju leta 2004 znaša 3,5%, v predvidenem obdobju izračuna maastrichtskih kriterijev – druga polovica 2005 in prva polovica 2006 – pa 2,5%. Predvsem popravek ocen navzdol v letu 2006 je v glavnem posledica znižane prerazporeditve predpostavke o rasti nadzorovanih cen glede na predhodne projekcije, ki jih narekujejo gibanja cen nafte. Del takšnega znižanja nadzorovanih cen se prenaša tudi v proste cene.

Tabela 4.7: Stopnje rasti cen

				Napoved			2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napovedi apr.	Napovedi okt.	Δ	Napovedi apr.	Napovedi okt.	Δ	Napovedi apr.	Napovedi okt.	Δ
<i>povprečne letne stopnje rasti v %</i>															
Cene življenjskih potrebščin	8,5	7,6	5,6	3,6	3,0	2,5	3,4	3,6	0,2	3,0	3,0	0,0	2,8	2,5	-0,3
Proste cene	7,7	7,6	5,9	3,2	2,9	2,7	3,4	3,2	-0,2	3,0	2,9	-0,1	2,8	2,7	-0,1
Nadzorovane cene	12,5	7,5	4,8	6,1	3,6	1,4	3,0	6,1	3,1	3,2	3,6	0,4	2,9	1,4	-1,5
<i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>															
Cene življenjskih potrebščin	7,3	7,2	4,8	3,5	2,5	2,5	3,2	3,5	0,3	2,8	2,5	-0,3	2,8	2,5	-0,3
Proste cene	7,9	6,9	5,1	2,8	2,7	2,7	3,2	2,8	-0,4	2,8	2,7	-0,1	2,8	2,7	-0,1
Nadzorovane cene	5,0	8,8	3,7	7,6	1,4	1,4	3,2	7,6	4,4	2,9	1,4	-1,5	2,9	1,4	-1,5

Vir: ARC.

Negotovost v napovedi vnašajo cene nafte

Nižanje skupne inflacije bosta podpirali tako nizka rast prostih kot vzporedno umirjanje nadzorovanih cen. Kljub visokim cenam nafte predpostavljamo, da se bo Vlada RS držala predvidenega načrta zviševanja ostalih nadzorovanih cen. Prav zaradi visokih cen nafte bodo nadzorovane cene po naših predpostavkah v letih 2004 in 2005 prehitevale rast prostih cen. Tako bodo v povprečju leta 2004 porasle za 6,1%, v letu 2005 pa bodo višje za 3,6%. Bistveno tveganje pri tem predstavlja gibanje cen nafte, ki bi lahko ob občutnem odstopanju od naših predpostavk onemogočilo predvideno zniževanje rasti nadzorovanih cen. Po ocenah bodo proste cene v zadnjem kvartalu 2004 medletno porasle za 2,8%, v zadnjem kvartalu 2005 pa za 2,7%.

Censki pritiski iz tujine se bodo le počasi umirjali

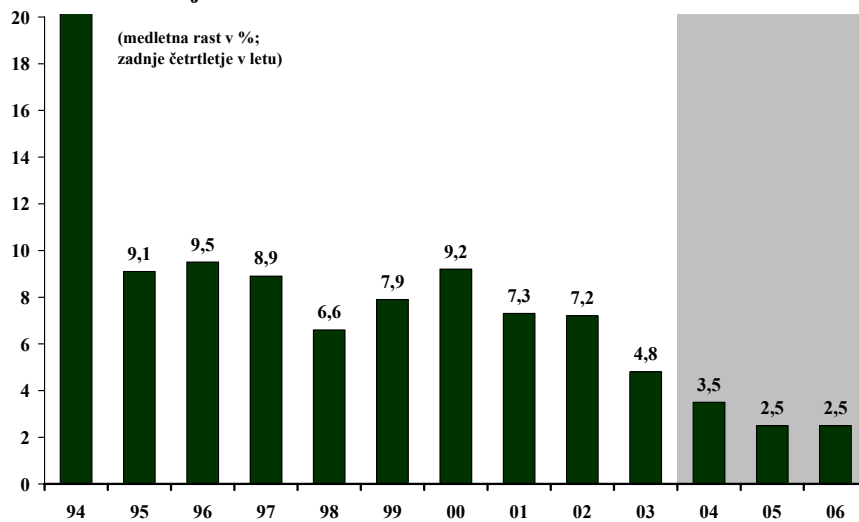
Censki pritiski iz tujine naj bi se pričeli umirjati. Rast cen življenjskih potrebščin v tujini se je letos okrepila predvsem zaradi visoke rasti cen primarnih surovin. Ker se vrednost evra v primerjavi z ameriškim dolarjem ni bistveno okrepila, so se višje cene primarnih surovin prenesle v uvozne cene ter posredno in neposredno vplivale tudi na cene v Sloveniji. Povprečna rast uvoznih cen se bo ob danih predpostavkah v letu 2005 še povečala in bo tako preprečevala hitrejše zniževanje prostih cen. Kljub predpostavkam o okrejitvi svetovne gospodarske rasti, le-ta v prihodnje zaradi vedno bolj restriktivne denarne politike v tujini ne bi smela predstavljati pomembnejših censkih pritiskov.

Ključna vloga ekonomskih politik

Pričakujemo, da bodo ekonomske politike še naprej delovale v smeri preprečevanja šokov, ki bi lahko prekinili proces zniževanja inflacije. Trenutna raven gospodarske aktivnosti je kljub relativno visokim stopnjam gospodarske rasti še naprej nižja od ocenjene potencialne ravni. Hkrati gospodarske rasti ne poganja pretežno končno trošenje, temveč predvsem izboljševanje prispevka menjave s tujino ter povečana investicijska poraba. Zato se višja gospodarska aktivnost ne bo bistveno odrazila v gibanju cen. K temu je z zagotavljanjem ustrezno visokih realnih obrestnih mer prispevala tudi denarna politika, ki je preprečevala nastanek povpraševalnih pritiskov. Rast plač naj bi kljub rahlemu porastu zaradi izboljšane konjunktore v prihodnjih letih ostala zmerna, tudi zaradi socialnega sporazuma, ki predvideva zaostajanje rasti realnih plač za

rastjo produktivnosti za najmanj eno odstotno točko. Tudi fiskalna politika je bila v prvi polovici leta dokaj omejevalna, saj je trošenje države naraščalo najpočasneje med komponentami domačega povpraševanja. Pričakujemo, da tudi zato v prihodnje ne bo prihajalo do pomembnejših šokov s strani končnega trošenja.

Slika 4.6: Inflacija

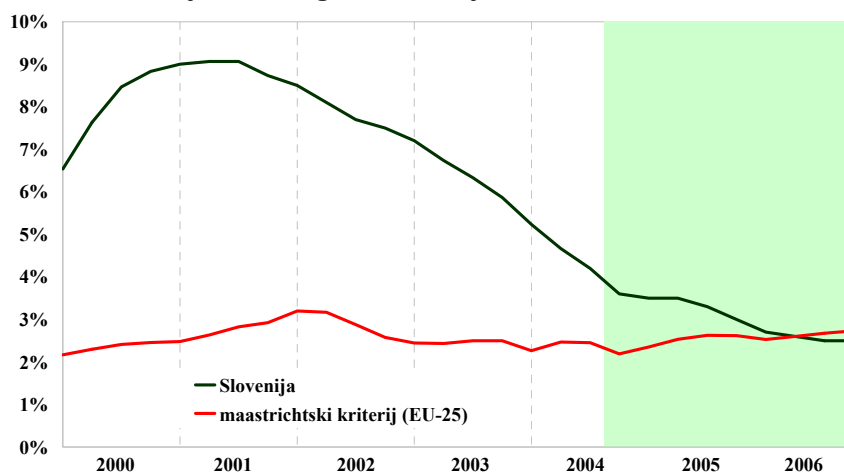


Vir: ARC.

Pri ocenah je predpostavljeno nadaljevanje dosedanje politike Vlade RS, ki je s prilagajanjem trošarin na naftne derivate preprečevala prenos visokih cen nafte v domače cene. Ob visoki ravni cen nafte v tem letu je vlada zniževala trošarine do ravni, ki so dovoljene z uredbami EU, a vpliva na višanje cen naftnih derivatov ni mogla povsem preprečiti. Kljub temu, da so se trošarine na bencine do septembra medletno znižale za 5,4%, na dizelsko gorivo pa za 7,6%, so se cene naftnih derivatov v Sloveniji medletno povišale za 13%. Vlada ob morebitnem nadaljnjem višanju cen nafte na svetovnih trgih glede na uredbe EU skoraj nima več manevrskega prostora za nadaljevanje nižanja trošarin. V primeru

Skrčen manevrski prostor Vlade RS pri prilagajanju trošarin

Slika 4.7: Inflacijski konvergenčni kriterij



Opombe: Inflacijski konvergenčni kriterij je izračunan z upoštevanjem treh držav z najnižjo realizirano in napovedano inflacijo, kot povprečje medletnih stopenj rasti cen življenjskih potrebščin v štirih četrletjih.

Vir: Banka Slovenije in Evropska komisija.

postopnega nižanja cen nafte na svetovnih trgih so ocene narejene na predpostavki, da bodo cene naftnih derivatov ostale nespremenjene oziroma, da bo vlada temu ustrezno zviševala trošarine. V projekcijah smo upoštevali tudi podmeno, 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 v letu 2004 k inflaciji prispevala 0,3, v letu 2005 pa 0,1 odstotne točke.

Omejena rast prejemkov prebivalstva ne bo povzročala inflacijskih pritiskov

Prejemki prebivalstva ne bodo povzročali pritiskov na gibanje cen niti na strani povpraševanja niti strani ponudbe. Le postopno obnavljanje konjunktura bo zaradi potrebe po ohranjanju konkurenčnosti preprečevalo previsoko rast plač v zasebnem sektorju. Bistveno vlogo pri preprečevanju pomembnejših inflacijskih pritiskov pa bosta tako v zasebnem kot v javnem sektorju imela dosežena dogovora med delodajalci in sindikati glede mehanizma o usklajevanju izhodiščnih plač.

Okvir 4.2: Napovedi drugih institucij

Napovedi za Slovenijo izdelujejo tako domače institucije kot mednarodne in zasebne organizacije. Primerjave napovedi prikažejo razlike v razmišljanju glede bodočih gospodarskih gibanj, kljub temu pa 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.

Kljub naštetim razlikam obstaja soglasje, da se bo po relativno visoki rasti gospodarske aktivnosti v Sloveniji v letu 2004 podobna rast nadaljevala tudi v letu 2005. Značilnost tokratnih napovedi so občutni popravki navzgor gospodarske rasti v letu 2004, v povprečju vseh institucij za več kot 0,7 odstotne točke. Razlike se še naprej pojavljajo glede oblikovanja gospodarske rasti, saj obstajajo precejšnje razlike med napovedmi salda tekočega računa, saj razlika v letu 2004 znaša eno odstotno točko BDP (med 0,0% BDP in -1% BDP), v letu 2005 pa se ob soglasju, da se bo primanjkljaj tekočega računa povečal, razlika še poveča na 1,5 odstotne točke BDP (med -0,1% BDP in -1,6% BDP).

Odstopanja obstajajo tudi pri napovedih inflacije, čeprav so precej manjša kot pred pol leta. Ocene povprečne letne inflacije znašajo med 3,6% in 3,9% za leto 2004, za leto 2005 pa med 3,0% in 3,3%. Kljub manjšim razlikam kot pred pol leta se še vedno pojavljajo razlike med napovedmi domačih in tujih institucij, saj so domače institucije praviloma bolj optimistične glede zniževanja inflacije.

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

	Datum nove napovedi / prejšnje napovedi	BDP (letna rast v %)				Inflacija (povprečje leta v %)				Tekoči račun (delež v BDP v %)			
		2004		2005		2004		2005		2004		2005	
		nova	razlika	nova	razlika	nova	razlika	nova	razlika	nova	razlika	nova	razlika
Banka Slovenije	okt 04/ apr 04	3,8	0,7	3,8	0,2	3,6	0,2	3,0	0,0	-1,0	0,0	-1,6	0,4
EIPF	sep 04/ mar 04	3,8	0,5	3,8	0,0	3,9	0,4	2,9	-0,8	-1,0	0,1	-1,2	0,1
UMAR	okt 04 / apr 04	4,0	0,4	3,8	0,1	3,6	0,3	3,2	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,3
Evropska komisija	okt 04 / apr 04	4,0	0,8	3,7	0,1	3,9	0,3	3,2	0,0	-0,2	0,3	-0,7	-0,1
IMF	okt 04, jul 04 / apr 04	4,6	1,1	4,1	0,0	3,6	-0,1	3,2	-0,2	-0,6	0,0	-1,4	-0,4
Consensus Forecasts	sep 04 / apr 04	3,7	0,1	3,9	0,1	3,8	-0,6	3,3	-0,5	-0,1	0,2	-0,2	0,4

Viri: UMAR, EIPF, European Commission Economic Forecasts Autumn 2004, IMF World Economic Outlook, Consensus Economic Forecasts.

Tabela 4.8: Izbor glavnih kazalcev

	Napoved						2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ	Napovedi apr.	okt.	Δ
Aktivnost, zaposlenost, plače	<i>realne stopnje rasti v %</i>														
Realni BDP	2,7	3,4	2,3	3,8	3,8	4,0	3,1	3,8	0,7	3,6	3,8	0,2	3,9	4,0	0,1
BDP/prebivalca (v EUR)	10.801	11.508	12.052	12.798	13.453	14.355	12.491	12.798	307	13.304	13.453	149	14.215	14.355	140
Zaposlenost	1,0	0,4	-0,4	0,5	0,7	0,4	0,4	0,5	0,1	0,5	0,7	0,2	0,8	0,4	-0,4
Neto plače	3,1	2,1	2,2	1,5	1,7	2,0	1,8	1,5	-0,3	2,3	1,7	-0,6	2,1	2,0	-0,1
Produktivnost	1,8	2,5	2,7	3,3	3,1	3,6	2,7	3,3	0,6	3,1	3,1	0,0	3,1	3,6	0,5
Domače povpraševanje	<i>realne stopnje rasti v %</i>														
Domače povpraševanje	0,9	2,1	3,9	4,7	4,1	4,0	4,4	4,7	0,3	4,4	4,1	-0,3	3,9	4,0	0,1
Zasebna potrošnja	2,3	1,2	3,0	3,5	3,2	3,1	3,7	3,5	-0,2	3,8	3,2	-0,6	3,6	3,1	-0,5
Potrošnja države	4,0	2,5	2,8	2,6	2,1	2,8	3,4	2,6	-0,8	2,4	2,1	-0,3	2,2	2,8	0,6
Bruto investicije	-4,6	4,1	7,0	9,7	7,7	6,3	6,3	9,7	3,4	7,3	7,7	0,4	5,5	6,3	0,8
Plačilna bilanca	<i>realne stopnje rasti v %</i>														
Izvoz blaga in storitev	6,5	6,5	3,4	8,5	5,9	4,9	4,9	8,5	3,6	6,0	5,9	-0,1	6,7	4,9	-1,8
Uvoz blaga in storitev	3,0	4,9	6,3	9,9	6,2	4,7	6,7	9,9	3,2	7,2	6,2	-1,0	6,5	4,7	-1,8
Tekoči račun: v mio EUR	38	330	-91	-246	-433	-215	-238	-246	-8	-534	-433	101	-522	-215	307
v % BDP	0,2	1,5	0,1	-1,0	-1,6	-0,7	-1,0	-1,0	0,0	-2,0	-1,6	0,4	-1,8	-0,7	1,1
Pog. menjave	2,7	2,4	0,2	-0,7	1,3	0,7	0,6	-0,7	-1,3	1,0	1,3	0,3	0,0	0,7	0,7
Neto finančni tok (v % BDP)	7,9	4,9	0,4	0,2	-0,6	0,5	-0,1	0,2	0,3	-0,5	-0,6	-0,1	1,4	0,5	-0,9
v tem: neposredne tuje naložbe	1,3	7,4	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,2	-0,4	-0,6	0,3	-0,2	-0,5	0,4	0,0	-0,4
Devizne rezerve															
- stanje v mio EUR	6.514	7.842	7.881	7.891	7.326	7.229	7.678	7.891	213	6.994	7.326	332	6.877	7.229	352
- delež v % BDP	30,2	34,1	32,7	31,1	28,2	26,2	30,7	31,1	0,4	26,3	28,2	1,9	24,2	26,2	2,0
Zunanji dolg															
- stanje v mio EUR	10.403	11.483	13.051	14.629	15.923	17.381	14.349	14.629	280	15.283	15.923	640	16.621	17.381	760
- delež v % BDP	48,2	49,9	54,1	55,5	57,9	60,7	57,4	55,5	-1,9	57,4	57,9	0,5	58,5	60,7	2,2
Denarni sistem	<i>povprečne letne stopnje rasti v %</i>														
M1	9,7	16,9	12,3	14,1	12,0	9,3	12,9	14,1	1,2	11,9	12,0	0,1	10,9	9,3	-1,6
M3	22,7	23,5	14,1	6,5	6,9	7,4	11,3	6,5	-4,8	10,4	6,9	-3,5	9,2	7,4	-1,8
Kreditni skupaj	18,7	17,3	11,8	16,9	18,1	16,9	17,0	16,9	-0,1	16,2	18,1	1,9	15,4	16,9	1,5
Cene	<i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>														
Cene življenjskih potrebščin	7,3	7,2	4,8	3,5	2,5	2,5	3,2	3,5	0,3	2,8	2,5	-0,3	2,8	2,5	-0,3
Proste cene	7,9	6,9	5,1	2,8	2,7	2,7	3,2	2,8	-0,4	2,8	2,7	-0,1	2,8	2,7	-0,1
Nadzorovane cene	5,0	8,8	3,7	7,6	1,4	1,4	3,2	7,6	4,4	2,9	1,4	-1,5	2,9	1,4	-1,5
	<i>povprečne letne stopnje rasti v %</i>														
Cene življenjskih potrebščin	8,5	7,6	5,6	3,6	3,0	2,5	3,4	3,6	0,2	3,0	3,0	0,0	2,8	2,5	-0,3
Proste cene	7,7	7,6	5,9	3,2	2,9	2,7	3,4	3,2	-0,2	3,0	2,9	-0,1	2,8	2,7	-0,1
Nadzorovane cene	12,5	7,5	4,8	6,1	3,6	1,4	3,0	6,1	3,1	3,2	3,6	0,4	2,9	1,4	-1,5
Dejavniki mednarodnega okolja	<i>letne stopnje rasti v %</i>														
Tuje povpraševanje*	4,5	2,7	2,6	5,2	6,9	6,9	4,7	5,2	0,5	5,6	6,9	1,3	5,6	6,9	1,3
USD/EUR	0,90	0,94	1,13	1,22	1,22	1,22	1,26	1,22	-0,04	1,26	1,22	-0,04	1,26	1,22	-0,04
Nafta (USD/sodček)	24,4	25,0	28,8	36,0	34,0	30,0	29,0	36,0	7,0	27,0	34,0	7,0	26,0	30,0	4,0
Primarne surovine	-6,5	4,6	11,3	25,0	10,0	3,0	10,0	25,0	15,0	3,0	10,0	7,0	3,0	3,0	0,0
Inflacija v EMU	2,6	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	1,8	2,1	0,3	1,7	2,0	0,3	1,7	2,0	0,3
PPI Nemčija	3,0	-0,6	1,7	1,1	1,3	1,3	0,6	1,1	0,5	1,2	1,3	0,1	1,2	1,3	0,1
EURIBOR 3m (%)	4,3	3,3	2,3	2,2	2,7	3,1	2,4	2,2	-0,2	2,6	2,7	0,1	2,9	3,1	0,2

* Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.

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

5. DENARNA POLITIKA V POGOJIH ERM II

5.1 Vzdržnost ravnovesij po vstopu v ERM II

V Skupnem programu Banke Slovenije in Vlade Republike Slovenije za vstop v ERM II in prevzem evra⁸ (Skupni program) sta obe ustanovi ovrednotili različne možnosti za prevzem evra kot domače valute. Skupna ugotovitev je bila, da je čimprejšnji prevzem evra v interesu slovenskega gospodarstva in državljanov. Prevzem evra je vezan na izpolnjevanje konvergenčnih oziroma maastrichtskih kriterijev. Le-ti zagotavljajo, da država, ki želi prevzeti evro, dosega stroga merila glede cenovne stabilnosti, uravnoveženosti javnih financ, stabilnega nominalnega tečaja do evra ter obrestnih mer. Kriterij tečajne stabilnosti je dodatno vezan na obveznost bivanja v tečajnem mehanizmu ERM II, kjer je gibanje tečaja podrejeno skupno z evrosistemom določenemu centralnemu tečaju. Skupni program je zato začrtal potrebne usmeritve ekonomskih politik za čimprejšnji vstop v ERM II in za izpolnjevanje vseh kriterijev v najkrajšem možnem času.

Ob vstopu Slovenije v ERM II je ECOFIN v začetku julija obravnaval doseženo stanje konvergence slovenskega gospodarstva, zapisano v konvergenčnem poročilu. Ocena je bila, da je makroekonomski scenarij za obdobje do leta 2007 realističen in da to velja tudi za napovedi inflacije ob pogoju, da je še naprej zagotovljena dobra koordinacija ekonomskih politik. Ob tem je ECOFIN opozoril, da dejanska gospodarska rast lahko odstopa od predpostavljene, kar lahko povzroči neskladje med proračunskim trošenjem in dejanskimi prihodki. Zato je bila poudarjena potreba po hitrejšem približevanju cilju iz Pakta stabilnosti in rasti o izravnanim ali presežnem proračunu na srednji rok. Evropska komisija se je v splošnih smernicah ekonomske politike, ki so spremljale obravnavo Konvergenčnega poročila, v priporočilih dotaknila tudi konkretnjših elementov ekonomskih politik. V njenih poročilih je bilo ugotovljeno, da si morajo ekonomske politike še naprej prizadevati za doseganje visoke stopnje konvergence. Pri tem si mora Slovenija med drugim prizadevati predvsem za zagotavljanje vzdržnosti dezinfacijskega procesa, strukturne spremembe usmerjene v povečevanje stopnje zaposlenosti, starejših oseb, izboljšati pogoje za vzdržno rast produktivnosti ter podpirati konkurenco v vseh sektorjih gospodarstva, še posebej v telekomunikacijah ter v storitvah javne infrastrukture (elektrika, komunala, železnice, ipd.).

Z 28. junijem 2004 je Slovenija vstopila v ERM II v prvi skupini novih članic EU, skupaj z Estonijo in Litvo. Banka Slovenije je stabilizirala tečaj tolarja v okolici centralnega tečaja, določenega v pogajanjih z evrosistemom na 239,640 SIT za EUR⁹. Skupna ocena je bila, da tržni tečaj tolarja v zadostni meri odraža realno ravnovesje, zato je bil centralni tečaj določen glede na tekočo raven tržnega tečaja. Relativno zgoden vstop v ERM II so omogočile ugodne projekcije inflacijskih gibanj ter ustrezna in kredibilna koordinacija med denarno politiko Banke Slovenije in fiskalno politiko Vlade RS. Ob vstopu v ERM II se je Republika Slovenije v izjavi ERM II odbora zavezala (glej Okvir 5.1) k nadaljevanju uveljavljanja ukrepov za vzdržno znižanje inflacije, na vzdrževanje konkurenčnosti z nadzorom nad domačimi stroški, na odločilno vlogo fiskalne politike pri obvladovanju povpraševanja (podprto z ustreznim finančnim nadzorom) in na pravočasno uveljavljanje strukturnih reform, ki krepijo prilagodljivost gospodarstva.

Skupni program BS in Vlade RS podaja strateško osnovo, z vidika ekonomskih politik, za čim hitrejši ...

... in čim bolj učinkovit prevzem evra

Z evrosistemom dogovorjeni centralni tečaj do evra (239,640 SIT za EUR) predstavlja sidro za nominalni tečaj tolarja

⁸ http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/ERM2%20_BS_Vlada_200311.pdf

⁹ Za določitev centralnega tečaja je bilo potrebno soglasje med Vlado RS in Banko Slovenije, Evropsko komisijo, Evropsko centralno banko ter vladami in centralnimi bankami evrosistema ter Danske kot udeležence mehanizma ERM II.

Okvir 5.1: Izjava ERM II odbora ob vstopu Slovenije v ERM II¹⁰

Na zahtevo slovenske države so ministri držav članic evro območja, predsednik Evropske centralne banke ter ministra in guvernerja centralnih bank Danske in Slovenije po izvedenem skupnem postopku, v katerem je bila udeležena komisija EU in po posvetovanju z Ekonomsko finančnim odborom, s soglasjem sklenili, da vključijo slovenski tolar v mehanizem deviznih tečajev ERM II. Centralni tečaj je 239,640 tolarjev za 1 evro. Upošteval se bo standardni pas nihanja plus/minus 15 odstotkov od tako določenega centralnega tečaja. Dogovor o sodelovanju slovenskega tolarja v mehanizmu deviznih tečajev ERM II temelji na čvrsti zavezi slovenske države, da nadaljuje z izvajanjem potrebnih ukrepov, ki so nujni za vzdržno znižanje inflacije: to vključuje zlasti ukrepe za nadaljnjo liberalizacijo nadzorovanih cen, kakor tudi nadaljevanje deindeksacije, predvsem na področju mehanizmov določanja plač in nekaterih socialnih transferjev. Potrebna bo stalna pozornost, da gibanja domačih stroškov, zlasti plač, ostanejo skladna z rastjo produktivnosti. Slovenska država bo v sodelovanju s pristojnimi telesi EU podrobno spremljala makroekonomska gibanja. Fiskalna politika bo morala imeti osrednjo vlogo pri nadziranju inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja. Finančni nadzor bo moral prispevati k omejevanju domače kreditne rasti. Strukturne reforme, usmerjene v nadaljnjo podporo prilagodljivosti gospodarstva, bodo izvedene v ustreznem času, z namenom, da se okrepijo domači mehanizmi prilagajanja ter da se ohrani splošna konkurenčnost gospodarstva. Evropska centralna banka in Banka Slovenije bosta točke obveznega interveniranja v okviru mehanizma deviznega tečaja za SIT pravočasno sporočili, še pred začetkom delovanja deviznih trgov dne 28.6.2004.

**Ohranjeni glavni
makroekonomski
ravnovesji pričata o
vzdržnosti že dosežene
visoke stopnje**

Ob vstopu v ERM II je Slovenija dosegala dokaj visoko raven nominalne konvergence. Ob hkratni stabilnosti gospodarstva, na kar kažeta ohranjeni plačilnobilančno ter fiskalno ravnovesje, sta bili tako raven nominalnih obrestnih mer kot stopnja rasti cen dovolj nizki, da je bil lahko prehod v sistem tečajnih mehanizmov ERM II izveden brez občutnejših posledic za narodno gospodarstvo. Slovenija je ob vstopu v ERM II izpolnjevala kriterij dolgoročne obrestne mere, medtem ko inflacijski kriterij še ni bil izpolnjen, kljub nadaljevanju dezinflacijskega trenda. Slovenija je ob tem izpolnjevala fiskalna kriterija proračunskega primanjkljaja ter javnega dolga. Vendar pa kljub temu – kot sta Banka Slovenije in Vlada Republike Slovenije prikazali v Skupnem programu – obstajajo tveganja, ki bi lahko oteževala izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev. Ta tveganja predstavljamo v nadaljevanju tega poglavja.

5.2 Tveganja pri izpolnjevanju pogojev za prevzem evra

**Evropska komisija in
ECB izdelata vsaka svojo
Konvergenčno poročilo...**

Slovenija bo pri pregledu izpolnjevanja maastrichtskih kriterijev deležna neodvisne ocene s strani Evropske komisije in Evropske centralne banke na podlagi vnaprej znanih metodologij ter z uporabo baze podatkov Eurostata. Omenjenim institucijam je Slovenija že sedaj dolžna posredovati podatke o gibanju makroekonomskih spremenljivk, v predvidenih časovnih okvirih pa Evropska komisija ter Evropska centralna banka izdelata vsaka svoje konvergenčno poročilo.

**... za preverjanje
konvergenčnih kriterijev**

Ob vstopu v ERM II so možnosti za prevzem evra v začetku leta 2007 ugodne. Pričakovani trend zmanjševanja inflacije je v skladu z izpolnjevanjem kriterija cenovne stabilnosti pred drugim polletjem 2006. Iz domačih in tujih ocen izhaja, da so dosežene nizke stopnje inflacije vzdržne, saj sam proces dezinflacije ni povzročil večjih makroekonomskih neravnovesij. Zato je v vseh pogledih izraženo pričakovanje po nadaljevanju in krepitvi politik, ki omogočajo trajnost takega stanja. Tveganj, ki bi se izrazila v odstopanjih od doseženih ravnovesij, v prihodnje ne moremo izključiti. Ob objektivnih tveganjih, ki jih povzroča zunanje okolje, so posebej pomembna tista, ki so pod nadzorom domačih ekonomskih politik.

¹⁰ <http://www.bsi.si/html/projekti/evro/erm-ii-komunike.pdf>

Inflacijski kriterij

Na gospodarska gibanja in inflacijo lahko ključno vplivajo spremembe v gibanjih domačih ali tujih makroekonomskih dejavnikov ter spremembe pri vodenju ekonomskih politik. Take spremembe glede na predpostavke v napovedih bi lahko povzročile bistvena odstopanja gospodarskih gibanj od napovedanih, tudi inflacije. V Okviru 5.2 so prikazana odstopanja nekaterih alternativnih scenarijev od osnovnega scenarija. Alternativni scenariji ponazarjajo nekatere možne spremembe v mednarodnem okolju oziroma v domačih dejavnikih. Brez takojšnjega in ustreznega odziva razpoložljivih makroekonomskih politik bi že majhen šok z inflacijskimi učinki ogrozil izpolnjevanje tega kriterija. Glede domačih dejavnikov je očitno, da bi bil kriterij cenovne stabilnosti presežen v primeru prekomernega porasta domačega trošenja oziroma pospešitve rasti stroškov dela. Potencialno močan dejavnik inflacije je lahko tudi inflacija kontroliranih cen, tako zaradi neposrednega učinka na raven cen, kot tudi posrednega učinka transmisije na proste cene. Tudi cene nafte prehodno močno vplivajo na inflacijo, če gre za velike poraste, kot smo jim priča v zadnjem času. Ker pa povišajo samo raven cen, lahko pride do dodatnega prenosa iz cen na plače, večji stroški dela pa utegnejo sprožiti nov inflacijski cikel.

Nastanek inflacijskih šokov in neustrezno odzivanje ekonomskih politik lahko ogrozi kriterij cenovne stabilnosti

Okvir 5.2: Simulacije možnih tveganj za izpolnjevanje inflacijskega kriterija

V obdobju pred ugotavljanjem pogojev za odpravo derogacije bosta odzivnost ekonomske politike in možnost preprečevanja šokov, ki bi lahko ogrozili doseganje katerega od maastrichtskih kriterijev še posebej pomembni. Četudi naše projekcije kažejo, da bo Slovenija v predvidenem obdobju preverjanja kriterijev izpolnjevala tudi inflacijski kriterij, želimo s simulacijami nekaterih verjetnih makroekonomskih šokov prikazati možna odstopanja v gibanju glavnih makroekonomskih indikatorjev. Prikazani so alternativni scenariji, na katere bi morala biti ekonomska politika v prihodnje potencialno pripravljena s pravočasnim ukrepanjem.

Vse simulacije smo opravili s pomočjo modela, ki ga v Banki Slovenije uporabljamo pri napovedih. Pri posameznih simulacijah (1,2,3,6) smo spremenili eksogene spremenljivke, pri ostalih simulacijah (4,5,7) pa smo vrednostim spremenljivk iz osnovnega scenarija dodali spremembo, ki definira samo simulacijo. Vse ostale predpostavke v izvedenih simulacijah so enake tistim iz osnovnega scenarija. Zasnova šokov je prikazana v tabeli.

Tabela: Definicije simulacij

Simulacija	Šok - sprememba	Obdobje šoka
a) Tuje okolje		
1. Cena nafte	višja od cene v napovedih za 5 USD/sod	Q404-Q406
2. Cena primarnih surovin	višja od ravni cen v napovedih za 10%	Q204-Q406
3. Povpraševanje iz tujine	višje od ravni v napovedih za 1%	Q204-Q406
b) Domače okolje		
4. Rast plač	višja od rasti plač v napovedih za 2 o.t.	Q204-Q406
5. Trošenje gospodinjstev	višje od rasti trošenja v napovedih za 1 o.t.	Q204-Q406
6. Trošenje države	višje od rasti trošenja v napovedih za 2 o.t.	Q204-Q406
7. Rast nadzorovanih cen	enaka rasti prostih cen v napovedih	Q105-Q406

Glavni poudarki na podlagi opravljenih simulacij so naslednji. Zvišanje cen nafte le za 5\$/sod glede na osnovni scenarij bi zvišalo inflacijo v prvih dveh letih za približno 0,2 in 0,6 odstotne točke. Ob višjih cenah nafte se močno poslabša tudi saldo tekočega računa. Vsako zvišanje cen nafte za 1\$/sod poslabša saldo tekočega računa plačilne bilance za približno 0,1 odstotne točke BDP. Učinek višjih cen primarnih surovin na inflacijo je sicer pričakovano pozitiven, a precej manjši od učinka višjih cen nafte, vpliv na poslabšanje tekočega računa plačilne bilance pa je dokaj velik. Ostali šoki, ki bistveno vplivajo na višjo inflacijo, so

predvsem spremembe komponent domačega trošenja. Rast plač za 1% poveča inflacijo za 0,2 odstotni točki v drugem letu po nastanku šoka. Če je rast plač dodatna spodbuda trošenju gospodinjstev, se inflacija za vsako odstotno točko višjo rast trošenja gospodinjstev poveča za 0,2 odstotni točki v letu nastanka ter kar za 0,6 odstotne točke v letu po nastanku šoka. Povečano trošenje države vpliva na višjo inflacijo, a precej počasneje in zaradi manjšega deleža v skupni porabi z manjšim obsegom kot trošenje gospodinjstev. Tudi povečano povpraševanje iz tujine zaradi omejenih proizvodnih kapacitet poveča inflacijo. Če bi nadzorovane cene rastle enako kot proste cene (v osnovnem scenariju je medletna rast nadzorovanih cen od tretjega četrletja 2005 nižja od rasti prostih cen) od vključno 1. četrletja 2005, bi se povprečna inflacija povečala za 0,1 odstotne točke v letu 2005 ter za 0,3 odstotne točke v letu 2006.

Simulacije kažejo, da bi lahko že manjši šoki, tako tisti iz zunanjega okolja kot tisti, pogojeni z domačimi ekonomskimi politikami, pomenili odstopanje inflacije od maastrichtskega kriterija. Zato bodo morale ekonomske politike v prihodnje ne samo preprečevati nastanek doma pogojenih šokov, temveč tudi preprečevati negativne posledice šokov, ki nastajajo v mednarodnem okolju.

V spodnji tabeli so najprej predstavljene vrednosti spremenljivk iz napovedi oziroma osnovnega scenarija, nato pa še odstopanja makroekonomskih agregatov v primeru simulacij zgoraj navedenih šokov v odstotnih točkah od osnovnega scenarija.

Tabela: Odzivnost makroekonomskih spremenljivk na simulacije šokov

	BDP			Inflacija			Tekoči račun		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Napovedi - osnovni scenarij	3,8	3,8	4,0	3,6	3,0	2,5	-1,0	-1,6	-0,7
Alternativni scenariji (odstopanja)									
a) Tuje okolje	<i>odstopanja od osnovnega scenarija v odstotnih točkah</i>								
1. Nafta	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,6	0,0	-0,1	-0,6	-0,7
2. Primarne surovine	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,4	-0,4
3. Tuje povpraševanje	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3
b) Domače okolje	<i>odstopanja od osnovnega scenarija v odstotnih točkah</i>								
4. Plače	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,3
5. Trošenje gospodinjstev	0,2	0,7	0,6	0,1	0,2	0,6	-0,1	-0,2	-0,5
6. Trošenje države	0,1	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,1	-0,2
7. Nadzorovane cene	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0	-0,1

Fiskalni kriterij

a) Javnofinančni primanjkljaj

Preprečiti bo potrebno poslabšanje fiskalnih kriterijev

Tveganja, povezana z izpolnjevanjem fiskalnih kriterijev, se zdijo na prvi pogled manjša kot pri inflaciji. Javnofinančni primanjkljaj je sicer bil na ravni 2% BDP v letu 2003, kar je manj od formalno dovoljenih 3% BDP. Vsebinsko izpolnjevanje kriterijev se kaže v vzdržnosti javnih financ in je v Paktu o stabilnosti in rasti definirano kot izravnana ali presežna srednjeročna pozicija proračunskega salda. Na izravnano ali presežno proračunsko pozicijo vplivajo strukturni in ciklični elementi v proračunu. Pretežni del primanjkljaja Republike Slovenije gre pripisati strukturnim elementom. Zato za doseganje izravnane ali presežnega proračuna na srednji rok ostaja malo prostora za povečevanje cikličnih presežkov v obdobjih ugodne gospodarske rasti, za izravnavo cikličnih primanjkljajev v obdobjih recesije. Glavnina tveganj na strani izdatkov je v odpravljanju strukturnih rigidnosti. Izdatki morajo nositi glavno breme prilagajanj za doseganje vsebinske vzdržnosti javnih financ v skladu s Paktom stabilnosti in rasti, posebej še, ker je vstop v Evropsko unijo prinesel pomembne spremembe na področju oblikovanja prihodkov. Premik iz carinskega nadzora pri evidentiranju davčnih obveznosti v davčne službe zahteva pazljivo spremljanje in dopolnjevanje pravil pobiranja davkov, da ne bi samo zaradi tega prihajalo do nepričakovanih izpadov davčnih prihodkov. Ob tem pa se je treba na prihodkovni strani spoprijeti tudi z učinkovitostjo pobiranja davkov, izkoriščanjem sofinanciranja projektov s sredstvi iz proračuna EU, učinkov zdravstvene reforme ter obvladovanjem izdatkovne strani, predvsem mase plač v

prihodnjih letih. Pomembno vlogo pri preverjanju fiskalnih kriterijev ima kakovost podatkov in v tem predvsem prilagojenost metodologij zahtevam Eurostata. Tako morajo države članice zagotoviti, da je usklajenost metodologij ter zanesljivost podatkov, ki jih pošiljajo Eurostatu popolna. Ker je tudi Slovenija na področju javnih financ usklajevala metodologijo z zahtevami Eurostata, v Okviru 5.3 prikazujemo metodološke spremembe, ki so nastale po objavi Konvergenčnega programa v avgustu. Spremembe Eurostatove metodologije so prizadele vse države članice in pomembno preoblikovale njihove javnofinančne podatke. Tudi v Sloveniji so se zaradi tega podatki o javnem primanjkljaju in javnem dolgu za nazaj precej spremenili, vključno z oceno za leto 2004. Potrebno bo čimprej oceniti kakšne spremembe bo vnesla nova metodologija v napovedi gibanj, ki so predstavljena v Konvergenčnem programu. Vsi elementi za to oceno v tem trenutku še niso razpoložljivi. V Okviru 5.4 so predstavljena tveganja na področju izpolnjevanja fiskalnih kriterijev, tako kot jih ocenjuje Banka Slovenije.

Okvir 5.3: Metodološke spremembe na področju javnofinančne statistike

Ministrstvo za finance dvakrat letno pripravlja Poročilo o primanjkljaju in dolgu sektorja država (t.im. notifikacija). Slovenija je kot članica Evropske unije dolžna navedeno poročilo pošiljati Evropski komisiji dvakrat letno, prvič do 1. marca in drugič v letu do 1. septembra. Poročilo vsebuje podatke o primanjkljaju in dolgu za obdobje zadnjih štirih let skupaj z napovedjo za tekoče leto. Ti podatki so osnova za preverjanje izpolnjevanja maastrichtskih kriterijev primanjkljaja in dolga. Pripravljeni morajo biti skladno z metodologijo Evropskega sistema računov iz leta 1995 (ESA 95).

Letošnje septembrsko Poročilo o primanjkljaju in dolgu sektorja države temelji na konec avgusta objavljenih računih države za obdobje 2000-2003. Januarja letos je Slovenijo obiskala misija Eurostata, ki je preučila način uporabe predpisane metodologije za pripravo javnofinančnih podatkov. Statistični urad in Ministrstvo za finance RS sta prevzela obvezo, da do drugega letošnjega poročanja izpopolnita metodologijo, kar je tudi bilo narejeno. Statistični urad je konec avgusta prvič objavil podatke o temeljnih agregatih države¹¹. Podatki so bili uporabljeni tudi za pripravo septembrskega Poročila o primanjkljaju in dolgu sektorja države.

Najpomembnejšo metodološko dopolnitev predstavljajo spremembe v institucionalnem zajetju. Po dopolnjeni institucionalni razvrstitvi so bili v sektor države vključeni javni skladi. Najpomembnejša sta Kapitalska družba (KAD) in Slovenska odškodninska družba (SOD). SOD ustvarja vsako leto malo več kot 0,1% BDP primanjkljaja, razen v letu ustanovitve, ko znaša tekoči primanjkljaj 3,5% BDP (na toliko je ocenjena vrednost vračil po vojni nacionaliziranega zasebnega premoženja). Dodatno je SOD ustvaril še za približno 0,1% BDP primanjkljaja v letih 2002 in 2003 zaradi izplačil vojnih odškodnin. V letu 2003 se je javnofinančni primanjkljaj povečal tudi zaradi primanjkljaja javnih stanovanjskih skladov in je posledica nakupov stanovanj za kasnejšo prodajo v okviru stanovanjskih varčevalnih shem. V naslednjih letih bo s prodajo teh stanovanj dosežen tekoči presežek v enakem obsegu. Manjši učinek na izkazane podatke pa imajo druge spremembe v institucionalnem zajetju, npr. izločitev lekarn, večine domov za upokojence in študentskih domov iz sektorja države.

Tabela: Primerjava podatkov iz marčevske in septembrske notifikacije.

(v % BDP)	2000	2001	2002	2003	2004
Neto posojanje(+)/neto izposojanje (-)					
mar.04	-3,0	-2,7	-1,9	-1,8	-1,6
sep.04	-3,5	-2,8	-2,4	-2,0	-2,1
sprememba	-0,5	-0,1	-0,5	-0,2	-0,5
Dolg					
mar.04	26,7	26,9	27,8	27,1	28,0
sep.04	27,4	28,1	29,5	29,5	30,4
sprememba	0,7	1,2	1,7	2,4	2,4

¹¹ http://www.stat.si/doc/temagr_310804.doc

Metodološke spremembe se odražajo v nekoliko višjem javnofinančnem primanjkljaju in dolgu, zaradi opisanih institucionalnih dopolnitev pa je višja tudi raven javnofinančnih prihodkov in odhodkov. Zaradi zgoraj omenjenih izpopolnitev metodologije je bil primanjkljaj v posameznih letih v obdobju od 2000 do 2003 zvišan za 0,1 do 0,5 odstotne točke glede na predhodno objavljene. Ustrezno je bil dopolnjen tudi podatek o dolgu. Zaradi sprememb je v povprečju delež javnofinančnih prihodkov in odhodkov v BDP v preteklih štirih letih višji za 2,2 oziroma 2,5 odstotnih točk.

b) Javni dolg

**Tveganja neizpolnitve
kriterija javnega dolga
so majhna**

Najmanjše tveganje glede izpolnjevanja maastrichtskih kriterijev je povezano z javnim dolgom, ki je s trenutno ravniyo okoli 30% BDP precej pod dovoljenimi 60% BDP. V izrednih primerih lahko dolg tudi presega 60% BDP, a mora izkazovati trend zniževanja ter zadovoljivo dinamiko približevanja referenčni vrednosti. V prihodnjih letih se ne pričakuje bistvenega povečanja deleža javnega dolga Slovenije v BDP. Večjih prevzemov dolga oziroma unovčevanja garancij naj ne bi bilo, zaradi pretežne denominacije dolga v tolarjih in evrih pa tudi morebitne spremembe medvalutnih razmerij ne bodo vplivale na stanje dolga. Tudi o metodologiji prikazovanja javnega dolga potekajo v okviru pristojnih evropskih institucij intenzivne vsebinske razprave. Javni dolg je pri tem definiran kot bruto dolg države, pri čemer vanj niso vključene tiste obveznosti, ki imajo kritje v finančnem premoženju katere od državnih institucij. V večini držav članic EU se velik del takšnega finančnega premoženja nahaja v rokah pokojninskih skladov, v Sloveniji pa predvsem v javnih skladih.

Okvir 5.4: Možna tveganja za izpolnjevanje fiskalnega kriterija

Ministrstvo za finance načrtuje v letošnjem letu javnofinančni primanjkljaj v višini 2,1% BDP in dolg v višini 30,4% BDP. Za prihodnja leta je v Konvergenčnem programu predvideno postopno zniževanje javnofinančnega primanjkljaja, s tem, da cilj uravnoteženega javnofinančnega salda oz. presežka v obdobju do leta 2007 ni dosežen. Po načrtih Vlade naj bi se torej letos primanjkljaj ohranil na približno lani doseženi ravni in bi bil za 0,2 odstotni točki BDP večji kot je bil načrtovan v junijskem Konvergenčnem programu. Navedena razlika je izključno posledica metodoloških dopolnitev (glej Okvir 5.3), saj je bil Konvergenčni program pripravljen pred njihovo uveljavitvijo.

V razmerah visoke gospodarske rasti, kot je pričakovana v obdobju od 2004 do 2006, si je potrebno zastaviti bolj ambiciozne cilje, tako da bi se javnofinančni primanjkljaj hitreje približeval izravnaneemu položaju. Hkratno zmanjševanje strukturnega primanjkljaja bi moralo slediti smernicam, ki veljajo za evroobmočje in zahtevajo na letni ravni zniževanje strukturnega javnofinančnega primanjkljaja v višini 0,5 odstotnih točk BDP dokler ni dosežen (vsaj) izravnani položaj. Ključno je torej, da se ciklično pogojeni višji prihodki ne namenijo za povečanje javnofinančne porabe in da se z zmanjševanjem strukturnega javnofinančnega primanjkljaja omogoči delovanje avtomatskih stabilizatorjev v prihodnje.

Tabela: Javnofinančni primanjkljaj in dolg v obdobju 2000-2006 (ESA 95).

v % BDP	Objava Stat. Urada RS, 31.8.04				Konvergenčni program **			
	2000	2001	2002	2003	2003	2004	2005	2006
Prihodki	44,7	45,1	45,7	46,3	44,0	45,1	44,0	43,6
Odhodki	48,2	47,9	48,1	48,4	45,8	47,0	45,7	45,1
Saldo	-3,5	-2,8	-2,4	-2,0	-1,8	-1,9*	-1,8	-1,5
centralna država	-3,0	-2,5	-2,1	-1,9	-1,6	-1,6	-1,8	-1,5
lokalna država	0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
skladi soc. varnosti	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,1	0,1
Dolg	27,4	28,1	29,5	29,5	28,6	29,1	29,5	29,4

Opombe: * Zaradi metodoloških sprememb znaša saldo po novi oceni Ministrstva za finance 2,1% BDP. Tako podatki o ravni prihodkov in odhodkov kot podatek o saldu od vključno leta 2003 naprej niso usklajeni z metodološkimi spremembami.

** Podatki niso neposredno primerljivi, ker so bili objavljeni pred uveljavitvijo metodoloških sprememb.

Vir: Statistični urad RS, Eurostat, Ministrstvo za finance.

Javnofinančni prihodki bodo po naši oceni v naslednjih letih odvisni predvsem od:

- ustrezne davčne politike, saj lahko prehitro zmanjševanje davčne obremenitve vodi v rast primanjkljaja,
- učinkovitosti davčne administracije, v povezavi z njeno sposobnostjo za pobiranje davkov, ki mora biti podprta z ustrežno kvalitetno zakonodajo oz. podzakonskimi akti,
- zmožnosti črpanja razpoložljivih sredstev iz EU proračuna, saj izkušnje drugih držav kažejo, da je potrebnega nekaj časa, preden je država sposobna v celoti črpati razpoložljiva sredstva,
- dosežene gospodarske rasti, s čimer je povezano tveganje nižjih prihodkov v primeru počasnejše rasti.

Politika javnofinančnih odhodkov v smislu njihove strukture in višine bo odločujoči dejavnik zniževanja javnofinančnega primanjkljaja. Povečevanje visokih in relativno fiksnih deležev odhodkov za plače in za transferje pomeni tveganje za doseg cilja izravnane salda v bližnji prihodnosti in v pogojih relativno hitre gospodarske rasti.

Kriterij tečajne stabilnosti

Tveganja povezana s tečajno stabilnostjo so omejena. Glede na to, da je nominalni centralni tečaj ocenjen kot skladen z realnim ravnovesjem, ni pričakovati, glede na napovedi gospodarskih gibanj, da bi v prihodnje povzročal dodatne inflacijske pritiske ali poslabševanje salda s tujino. Zato neposredne potrebe oziroma pritiskov za spremembo centralnega tečaja ni pričakovati. Tudi samo gibanje tečaja je od vstopa v ERM II izredno stabilno, kot smo prikazali tudi v tem gradivu. Banka Slovenije zagotavlja pogoje za uravnoteženi devizni trg, za kar ima ustrezne instrumente denarne politike in zadostne devizne rezerve. Zato ni razlogov za napetosti na deviznem trgu ali nestabilnost tečaja tolartja, ob realizaciji pričakovanih gospodarskih gibanj in ustreznem vodenju ekonomskih politik.

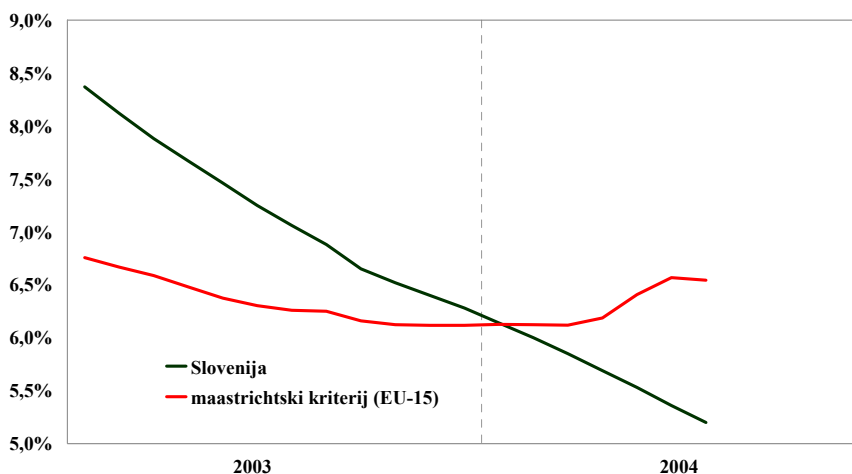
Banka Slovenije je zavezana k ohranjanju pogojev za tečajno stabilnost

Kriterij dolgoročne nominalne obrestne mere

Zadnji konvergenčni kriterij je nizka dolgoročna nominalna obrestna mera na vrednostne papirje države. Tudi ta kriterij Slovenija trenutno izpolnjuje, njegovo izpolnjevanje v bodoče pa je v največji meri odvisno od dolgoročnih inflacijskih pričakovanj in pričakovanj o vzdržnosti proračunskega primanjkljaja. Dolgoročna obrestna mera je kriterij prav zato, ker vsebuje tržna pričakovanja o inflaciji in fiskalni stabilnosti, ki so vanjo vgrajena preko impliciranih rizičnih premij. Če so tržna pričakovanja ugodna, to pa pomeni tudi njihovo dolgoročno skladnost z inflacijskim in fiskalnima kriterijema, so rizične premije majhne in

Že doseženi kriterij nizkih dolgoročnih obrestnih mer odraža zaupanje trga v uspešno doseganje konvergence

Slika 5.1: Konvergenčni kriterij za obrestne mere



Vir: Eurostat.

dolgoročne obrestne mere nizke. Izpolnjevanje tega kriterija potrjuje kredibilnost makroekonomskih politik v Sloveniji pri doseganju nizke inflacije in visoke fiskalne stabilnosti. Če se bodo ugodni trendi glavnih makroekonomskih dejavnikov nadaljevali, kot prikazujemo v tem gradivu, se bo to še naprej izkazovalo pri izpolnjevanju kriterija obrestnih mer.

Podaljševanje bivanja v ERM II prinaša tudi tveganja, še posebno, če je prisotna pretirana realna apreciacija

Neizpolnjevanje katerega od maastrichtskih kriterijev bi podaljšalo bivanje v ERM II, dokler vsi kriteriji ne bi bili izpolnjeni hkrati. Ker se Konvergenčna poročila praviloma pripravljajo v dvoletnem ciklusu, je s tem nakazano tudi obdobje podaljšanega bivanja. Slovenija bi ga lahko prekinila z lastno zahtevo po ponovni konvergenčni oceni, vendar tudi priprava take ocene zahteva določen proceduralni čas, na katerega pa Slovenija ne more veliko vplivati. Daljše bivanje v ERM II samo po sebi ni nujno povezano z večjimi stroški, bi pa inflacijski šok povzročil pretirano realno apreciacijo in padec konkurenčnosti gospodarstva. Tak učinek bi neposredno poslabšal tekoči račun, oziroma zunanje ravnovesje, in upočasnil gospodarsko aktivnost ter povečal brezposelnost. Posredno bi se odrazil tudi na poslabševanju javno finančnega salda, zaradi izpada prihodkov, ki so vezani na gospodarsko aktivnost in zaradi povečanih izdatkov (večji transferi za brezposelne, proticiklično delovanje...). Tako poslabšanje makroekonomskih ravnovesij bi, vsaj prehodno, še bolj oddaljilo možnosti za izpolnjevanje kriterijev in bivanje v ERM II bi se lahko zavleklo. Poslabšanje makroekonomskih ravnovesij bi lahko celo omajalo vzdržnost in zato kredibilnost centralnega tečaja. Možen bi bil napad na valuto, če bi finančni trgi ocenili, da obstaja možnost devalvacije. V primeru špekulativnega napada na valuto, če ga centralna banka ne bi mogla zdržati, bi nastala visoka škoda za finančni sistem in realno ekonomijo, končno pa bi devalvacija ponovno spodbudila inflacijske pritiske. Obvladovanje makroekonomskih ravnovesij, predvsem tekočega računa in javno finančnega salda, na vzdržni ravni je ključno za kredibilnost ekonomske politike in centralnega tečaja, to pa je predpogoj za uspešno bivanje v ERM II.

5.3 Stopnjevanje potrebe po koordinaciji ekonomskih politik

ERM II, kot novo makroekonomsko okolje, zahteva koordinacijo makroekonomskih politik

Da ne bi prišlo do uresničitve tveganj, ki so povezana z bivanjem v ERM II, je potrebna učinkovita in kredibilna koordinacija makroekonomskih politik. Določitev centralnega tečaja in skrb za stabilizacijo tečaja okoli nje onemogoča neodvisno odzivanje denarne politike na makroekonomska gibanja in na tveganja pri izpolnjevanju kriterijev za prevzem evra. Zato v Skupnem programu Banka Slovenije in Vlada RS opredeljujeta naloge makroekonomskih politik po vstopu v ERM II. Ključno vlogo pri zagotavljanju cenovne stabilnosti in uravnavanju gospodarske aktivnosti je prevzela fiskalna politika. Hkrati sta se Banka Slovenije in Vlada Republike Slovenije ob vstopu v ERM II zavezali (glej Okvir 5.1) za okrepitev finančnega nadzora, nadaljevanje procesa deindeksacije, liberalizacije nadzorovanih cen ter izvajanje strukturnih reform, ki bodo povečevale prilagodljivost gospodarstva in ohranjale njegovo konkurenčnost.

Denarna politika mora delovati v skladu s stabilnim tečajem tolarja ...

Denarna politika bo skrbela za stabiliziranje nominalnega tečaja tolarja okoli centralnega tečaja, kar je predpogoj za prevzem evra. Za uspešno izvajanje svoje naloge v ERM II ima Banka Slovenije primerne instrumente in izkušnje pri uravnavanju tečaja tolarja. Prehod v obdobje stabilnega tečaja do evra ne povzroča nobenih težav in tržni tečaj je od vstopa v ERM II vseskozi praktično enak centralnemu tečaju.

... zato uspešno odzivanje z obrestnimi merami zoper inflacijske šoke ni več mogoče

Denarna politika, prednostno orientirana k stabilizaciji tečaja, se ne more več ustrezno in neodvisno odzivati na makroekonomske šoke, ki bi lahko nastali med bivanjem v ERM II. Denarno politiko je moč uporabljati kot neodvisni instrument uravnavanja makroekonomskih gibanj in inflacije, ali pa kot

instrument vezan na stabiliziranje tečaja. Uporaba denarne politike za stabiliziranje nominalnega tečaja torej omejuje uporabo denarne politike za vzdrževanje nizke inflacije oziroma za uravnavanje agregatnega povpraševanja in agregatne aktivnosti. Sama stabilizacija tečaja je lahko sicer učinkovito sidro za inflacijska pričakovanja in dolgoročno gibanje cen, a je zelo šibak instrument za uravnavanje domačega povpraševanja. Če se domače povpraševanje poveča preko mere, ki jo lahko zagotavlja ponudbena stran, se pojavijo inflacijski pritiski. Če denarna politika skrbi za tečaj, ne more svojih obrestnih mer prilagoditi na raven, ki bi presežno povpraševanje umirila. Zato se pojavi tveganje novega inflacijskega cikla v domačem gospodarstvu.

Nalogo uravnavanja gospodarske aktivnosti, predvsem z vplivanjem na agregatno povpraševanje, s tem pa posredno tudi inflacije, je zato po vstopu v ERM II prevzela fiskalna politika. Fiskalna politika ima za svoje delovanje na razpolago vrsto instrumentov. Prvi instrument fiskalne politike bo načrtovanje javne porabe tako, da bo le-ta uporabljena kot proticiklični stabilizator ekonomije. S takim delovanjem lahko zajezi šok domačega trošenja in prepreči nastanke inflacijskih ciklov. Za potrebno proticiklično delovanje pa je potrebno predvideti zadostne proračunske rezerve, da maastrichtski fiskalni kriteriji (Pakt o stabilnosti in rasti po prevzemu evra) ne bodo ogroženi.

Politika vlade bo poleg uravnavanja gospodarske aktivnosti preko vpliva na agregatno povpraševanje morala preprečevati tudi nastanek fiskalnih šokov stroškovne narave v gospodarstvu in s tem neposredne pritiske na povečevanje inflacije. To zadeva omejevanje poviševanj davčnih stopenj in trošarin nad raven, ki jo zahteva usklajevanje z uredbami v Evropski Uniji. Prav tako je potrebno z liberalizacijo cen ustvarjati pritiske na zniževanje cen. Hkrati je potrebno ohraniti možnost za prilagajanje relativnih cen znotraj agregata, če za to obstajajo mikroekonomski razlogi. Tako zasnovana politika nadzorovanih cen spodbuja k strukturnim reformam in boljšemu obvladovanju stroškov v podjetjih, ki zaradi monopolne strukture trga niso prisiljena v izboljševanje konkurenčnosti.

Tudi na področju dohodkovne politike je potrebno plače v javnem sektorju in socialne transfere omejiti tako, da ne bodo povzročali poslabševanja proračunskega salda in zaradi izenačevanja spodbujali dinamike plač v zasebnem sektorju. Prav tako bi lahko pretirana rast plač v javnem sektorju spodbudila plače v zasebnem delu gospodarstva, prekomerna rast stroškov dela pa bi ogrozila izpolnjevanje kriterija cenovne stabilnosti in konkurenčnosti gospodarstva.

5.4 Stališča Sveta Banke Slovenije

Svet Banke Slovenije je mnenja, da Skupni program ter Izjava ERM II odbora ob vstopu Slovenije v ERM II predstavljata okvir za vodenje ekonomskih politik, ki bo omogočilo uspešno bivanje v ERM II in čimprejšnji prevzem evra.

Skupni program opredeljuje tveganja, ki lahko nastanejo na poti do prevzema evra, in poda pregled možnosti za ustrezno odzivanje nanje z vidika koordinacije makroekonomskih politik. V tem kontekstu Skupni program ekonomsko logično in učinkovito podaja potrebne usmeritve za denarno politiko Banke Slovenije in za ekonomske politike pod nadzorom Vlade RS. Z ovrednotenjem tveganj je Skupni program tudi podlaga za ustrezno preventivno delovanje ekonomskih politik. Učinkovito odzivanje na tveganje in ustrezno preventivno preprečevanje nastajanja inflacijskih šokov je ključnega pomena za uspešen prevzem evra. To pomeni izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev brez nastanka makroekonomskih neravnovesij v gospodarstvu, ki bi se lahko kasneje ponovno odrazila v povečani

Fiskalna politika bo igrala ključno vlogo pri uravnavanju gospodarskih ciklov in inflacije

Nastanek fiskalnih šokov je nezdržljiv z uspešnim bivanjem v ERM II

ERM II zahteva tudi sodelovanje med vsemi socialnimi partnerji

Skupni program in skupna Izjava ERM II odbora sta podlaga za hiter in učinkovit prevzem evra in uspešno odzivanje ekonomskih politik ob morebitnem nastanku inflacijskih šokov

inflaciji ali upočasnjeni gospodarski rasti. V skladu s svojo zavezo, bo Banka Slovenije skrbela za tečajno stabilnost, za stabilnost finančnega sistema in za kredibilnost ter vzdržnost centralnega tečaja.

Izvajanje Skupnega programa in trenutni gospodarski izgledi so skladni s prevzemom evra v začetku leta 2007

Svet Banke Slovenije pričakuje, da bo dosledno spoštovanje Skupnega programa ter izjave ERM II odbora omogočilo prevzem evra v začetku leta 2007. V pričujočem gradivu so predstavljena pričakovana gospodarska gibanja in njihov vpliv na izpolnjevanje kriterijev za prevzem evra. Tudi tveganja, povezana z izpolnjevanjem kriterijev, so iz tega vidika ocenjena kot obvladljiva. Pod pogojem, da bodo vse ekonomske politike delovale v skladu z usmeritvami zapisanimi v Skupnem programu ter z zavezami iz Skupne izjave, je predvideno pravočasno izpolnjevanje vseh kriterijev, ki bo omogočilo prevzem evra v začetku leta 2007.