



**BANKA
SLOVENIJE**

**URESNIČEVANJE
KRATKOROČNIH USMERITEV
DENARNE POLITIKE
BANKE SLOVENIJE**



MAJ 2002

KAZALO

1. UVOD
2. INFLACIJSKA GIBANJA
3. NAPOVEDI GOSPODARSKIH GIBANJ ZA DVE LETI
4. KRATKOROČNE USMERITVE DENARNE POLITIKE

1. UVOD

Banka Slovenija ima jasno začrtano srednjeročno usmeritev – čimprejšnjo vključitev v EMU. To usmeritev je Svet Banke Slovenije sprejel novembra 2001 in jo predstavil javnosti v dokumentu "Usmeritve denarne politike Banke Slovenije". Banka Slovenije se bo v prizadevanjih za doseg cenovne stabilnosti, skladno s srednjeročno usmeritvijo, osredotočila na znižanje inflacije na raven 4% do konca leta 2003.

Znižanje inflacije na 4% v naslednjih dveh letih je zahtevna in ambiciozna naloga, ki zahteva koordinacijo vseh ključnih ekonomskih politik. Banka Slovenije se zaveda, da samo njena zaveza za protiinflacijsko delovanje ni dovolj za učinkovito znižanje inflacije - potreben je konsenz, da je znižanje inflacije med prednostnimi nalogami vseh nosilcev ekonomskih politik, in njihovo usklajeno delovanje.

Banka Slovenija vrednoti uspešnost izvajanja oziroma doseganja srednjeročne usmeritve denarne politike s pomočjo indikatorjev denarne politike, ki so razvrščeni v dva stebra. Na podlagi teh indikatorjev tudi ugotavlja potrebo po dodatnih ukrepih, uporabi instrumentov in kratkoročnih usmeritvah denarne politike nasploh. Banka Slovenije se zaveda, da je zveza med denarno politiko in inflacijo dolgoročna, da transmisijski mehanizem deluje predvsem preko količine denarja in deviznega tečaja ter le v manjši meri preko obrestnih mer. Zato Banka Slovenije pri operativnem vodenju denarne politike spremlja indikatorje prvega in drugega stebra. Indikatorji prvega stebra vključujejo različne denarne agregate, njihovo strukturo in nekatere druge kazalce likvidnosti bančnega sistema. Indikatorji drugega stebra so devizni tečaj, plačilna bilanca, razlika med domačimi in tujimi obrestnimi merami, plače v javnem sektorju ter svetovne cene nafte.

Namen gradiva je ponovno ovrednotiti primernost kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije v luči dosedanjih inflacijskih gibanj in novih makroekonomskih napovedi ter tako prispevati k povečani transparentnosti delovanja denarne politike. Gradivo je poleg uvoda sestavljeno še iz treh delov.

- Ocena doseganja cenovne stabilnosti je predstavljena v prvem delu. Ta del je usmerjen v analizo inflacije v preteklem obdobju in opisuje gibanje in razčlenitev inflacije in analizo glavnih dejavnikov, ki so nanjo vplivali. Prav tako vsebuje razloge in odgovornosti posameznih ekonomskih politik za morebitna odstopanja od gibanj proti srednjeročnemu inflacijskemu cilju.

- Makroekonomske napovedi Banke Slovenije za naslednji dve leti so predstavljene v drugem delu. Ker se makroekonomsko okolje, tako doma kot v tujini, nenehno spreminja, Banka Slovenije redno ocenjuje gibanja in pričakovanja o delovanju ekonomije. Napovedi so skupaj z oceno inflacijskih gibanj iz prvega dela osnova za nadaljnje kratkoročne usmeritve denarne politike.

- Nazadnje so predstavljene kratkoročne usmeritve denarne politike. Banka Slovenija se opredeli ali spremembe v makroekonomskem okolju zahtevajo prilagoditve v izvajanju denarne politike in ali so potrebni dodatni ukrepi za doseganje srednjeročne usmeritve – 4% inflacije ob koncu leta 2003.

Banka Slovenija ima tudi v prihodnje namen predstaviti tovrstno poročilo o inflaciji in kratkoročnih usmeritvah denarne politike. Naslednje poročilo je predvideno za jesen 2002.

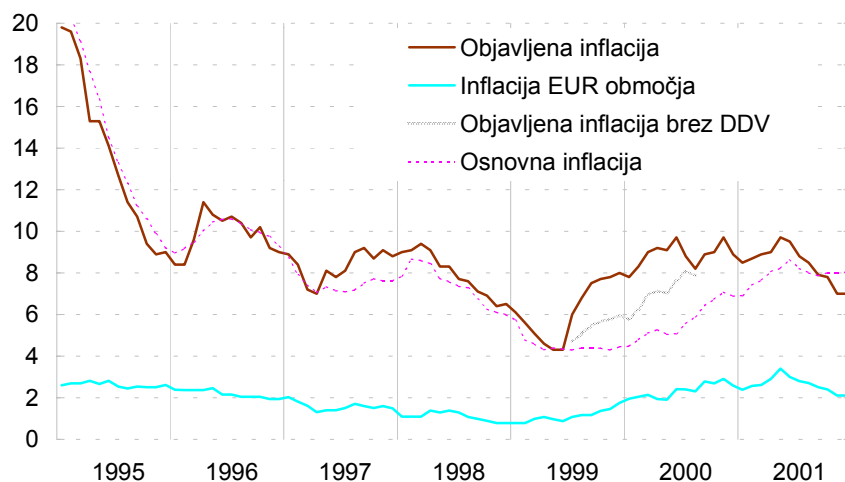
2. INFLACIJSKA GIBANJA

Inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin, je aprila na medletni ravni znašala 8,4%. Kumulativna rast cen v prvih štirih mesecih je dosegla kar 4,6%. Visoka rast cen v začetku leta je predvsem posledica davčnih razlogov, hitre rasti cen nekaterih komunalnih in telekomunikacijskih storitev, zvišanih cen naftnih derivatov, deloma pa tudi sezonsko pogojenih višjih cen hrane. V tem delu bomo najprej opisali gibanje inflacije v preteklem obdobju in razčlenili vzroke, zaradi katerih inflacija po padcu v letu 1999 vztraja na letni ravni okrog 8%, v nadaljevanju pa bomo skušali opredeliti še glavne dejavnike inflacije v letošnjem letu.

2.1 Eksogeni šoki 1999-2001

Julija in avgusta 1999 je uvedba DDV in trošarin povzročila enkraten poskok ravni cen za okrog 3%, če ne upoštevamo energentov pa za 2,5%. Približno v tem času so začele rasti tudi cene nafte, ki so pospešeno rasle predvsem v letu 2000 (do vključno 3. četrletja, in zatem še v 2. četrletju 2001). V letu 1999 so se naftni derivati podražili za 22% in skupno inflacijo neposredno povečali za 1,9 odstotne točke, v letu 2000 pa so se cene naftnih derivatov zvišale za 31% in k letošnji inflaciji prispevale 2,9 odstotne točke.

Slika 1: Objavljena in osnovna inflacija; medletne st.rasti v %



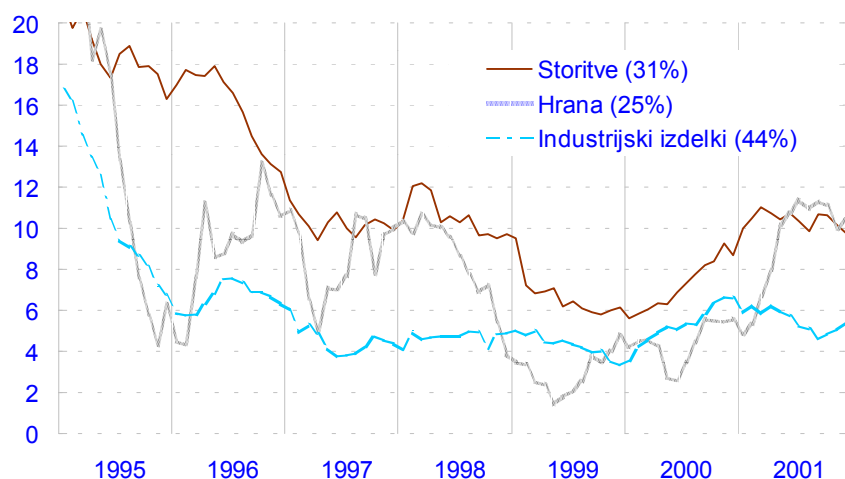
V Sliki 1 je prikazano zniževanje inflacije v obdobju pred letom 1999 ter neposreden vpliv obeh šokov - najprej davčnega in potem naftnega - na objavljeno skupno inflacijo po letu 1999. Cenovni učinki iz teh dogajanj, prilagajanje plač in ostalih ekonomskih politik so z

zamikom vplivali tudi na osnovno inflacijo. Mogoča je ocena, da bi se davčni šok, brez nepričakovanega dodatnega zvišanja cen nafte, lahko absorbiral brez znatnih posledic.¹

Osnovna inflacija se je ohranjala tekoče pod 5% še vse do konca leta 1999. V prvem polletju 2000 je porasla na 6%, od sredine leta 2001 naprej pa se nahaja na ravni okrog 8%.

Osnovno inflacijo razčlenimo po kriteriju zelo različnega obnašanja v dveh glavnih skupinah cen na cene menjalnega in cene nemenjalnega sektorja. Kot približek cen menjalnega sektorja uporabljamo cene industrijskih izdelkov (v CPI), cene nemenjalnega sektorja pa ponazarjamo s cenami storitev. V posebno skupino izločamo cene hrane. Institucionalno je ta trg v Sloveniji že dolgo časa takšen, da spada v menjalni sektor, zaradi močnih neformalnih blokad pa njegovo obnašanje še vedno precej odstopa.

Slika 2: Komponente osnovne inflacije; medletne st.rasti v % (v oklepajih so zapisane uteži posamezne skupine v osnovni inflaciji)



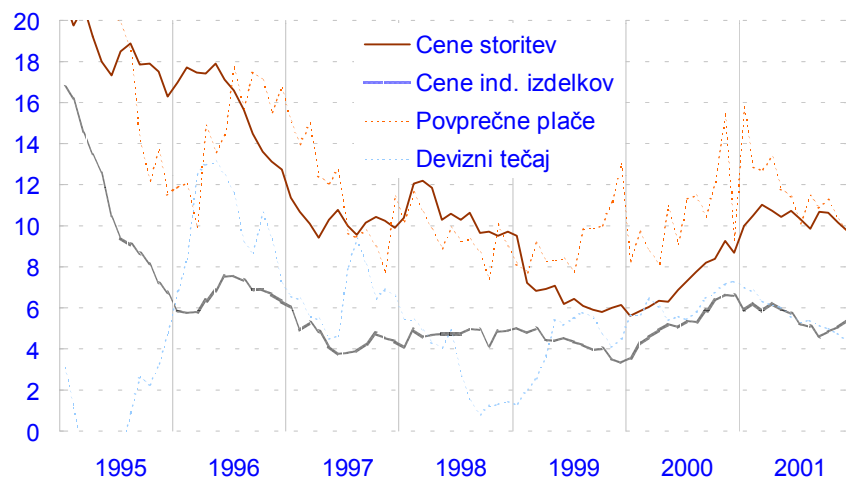
V sliki 3 so ponazorjeni, poenostavljeno rečeno, vzorci obnašanja za menjalni in nemenjalni sektor. Cene menjalnega sektorja se že od uvedne zunanjetrgovinske deregulacije gibljejo povsem skladno s pričakovanji. Uvodna prilagoditev ravni cen industrijskih izdelkov se je opravila že do leta 1994, do tedaj so rasle določen čas precej pod tekočo deprecijacijo (relativno na tuje cene so padale, do uskladitve relativnih cen).

Rast cen nemenjalnega sektorja kaže »domačo inflacijo«, ki ni omejena z rastjo cen v zunanjem okolju oziroma z zunanjo konkurenco. V glavnem se prepleta z rastjo plač, lahko

¹ Osnovno ali "core" inflacijo definiramo kot objavljeno (headline) inflacijo, zmanjšano za naslednje eksogene komponente: cene energentov (bencina, plina, kurilnega olja, daljinskega ogrevanja in elektrike), sezonski komponenti dveh najbolj volatilnih skupin (sadje in zelenjava; obleka in obutev - razprodaje) ter fiskalne učinke v 3. četrtletju 1999 in januarju 2002.

pa bi dodali tudi glavne skupine davkov ipd. Skupina ni homogena. Sestavljajo jo tudi tržni segmenti, ki imajo celo na majhnem domačem trgu že dokaj konkurenčno strukturo, kar je od približno leta 1995 naprej značilno za gostinstvo ali pa za avtobusni prevoz, ki se je v zadnjih dveh letih dražil mnogo manj, kot so rasle cene pogonskih goriv oziroma povsem drugače kot energetske odvisne cene občinskih storitev, npr. daljinsko ogrevanje. Vendar so ekonomske politike v vsem preteklem obdobju zanemarjale pomen konkurence, tako da je v domačem sektorju prevladujoča tržna struktura še vedno zelo arhaična, kar se bo zanesljivo pojavljalo (oziroma se že pojavlja) kot blokada tako pri zniževanju inflacije kot pri doseganju željene gospodarske rasti.²

Slika 3: Dejavniki menjalnih in nemenjalnih cen; medletne stopnje rasti v %



V obdobju 2000-2001 so se eksogeni šoki prenašali v osnovno inflacijo po obeh »kanalih«. Od 2. četrtnega leta 1999 je prišlo do okrepljene deprecijacije, ki jo je zaradi naraščanja zunanje primanjkljaja ustvarjal trg, hitra deprecijacija pa se je nadaljevala tudi v letu 2000 ter se postopoma umirjala v 2001 na ravni okrog 4%. Slika 3 kaže učinek tega zasuka na rast cen menjalnega sektorja.

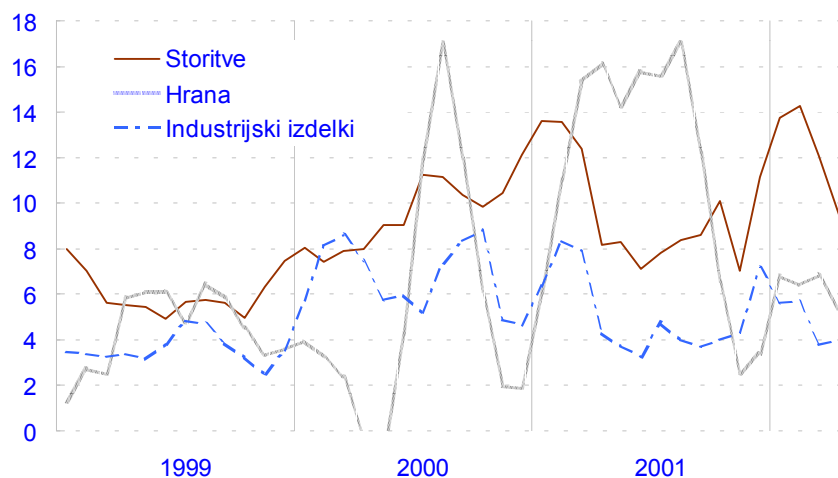
»Domača inflacija« - rast nemenjalnih cen se je do leta 1999 že spustila na okrog 6%. Zaporedni nominalni šoki iz mednarodnega okolja so zatem ta segment inflacije naglo dvigovali, do okrog 11-12% (tekoče) od polletja 2000 do 1. četrtnega leta 2001. V drugem polletju 2001 pa se je tekoča rast znižala nazaj na 8-9% (glej sliko 4).

² Cene storitev, ki so oblikujejo na konkurenčnih (domačih) trgih se kratkoročno odzivajo na povpraševanje, že na »srednji« rok pa se sidrajo predvsem s stroški dela. Na nekonkurenčnih domačih trgih pa se sprošča rast cen tudi mimo sidra, zaradi česar se tu tudi inicira rast plač, neodvisno od razmer povpraševanja.

Začetek znižanja osnovne in skupne inflacije je v letu 2001 preprečil val podražitev hrane. Ta je bil v veliki meri povezan s splošnimi evropskimi krizami živinoreje, in podobnim skokom tega dela inflacije v Evropi, v veliki meri pa so bili vzroki tudi specifično domači. Zaradi tega se je osnovna inflacija znižala nazaj na 5%-6% šele v zadnjem četrtletju 2001. Ostale komponente osnovne inflacije, brez hrane, so rasle po 5%-6% že od aprila 2001.

V samem začetku tranzicije, ob izgubi jugoslovanskega trga in sproščanju uvoza, so padle (relativno na skupno inflacijo) najbolj prav cene hrane, ki so bile pred tem najbolj izolirane od okolja. Od polletja 1993 naprej pa so že rasle nadpovprečno, pod okriljem »zaščitne politike« prek kontroliranih cen. Na prenasičenem trgu z elastičnim povpraševanjem je intervencija prek cen seveda iluzija, povzročala je zmanjševanje prodaje in proizvodnje, takšna politika pa je bila - sodeč po gibanju cen - okrog leta 1998 prekinjena. V zadnjem letu se kažejo nove motnje: nazadovanje od že dosežene učinkovitosti tržne strukture, neprepuščanje uvozne ponudbe ipd. Posledice bodo iste, kot so bile posledice dvigovanja »kontroliranih cen«.

Slika 4: Komponente osnovne inflacije 1999 - april 2002; tekoče st.rasti na letni ravni v %, desezonirano



2.2 Dejavniki inflacije v 2002

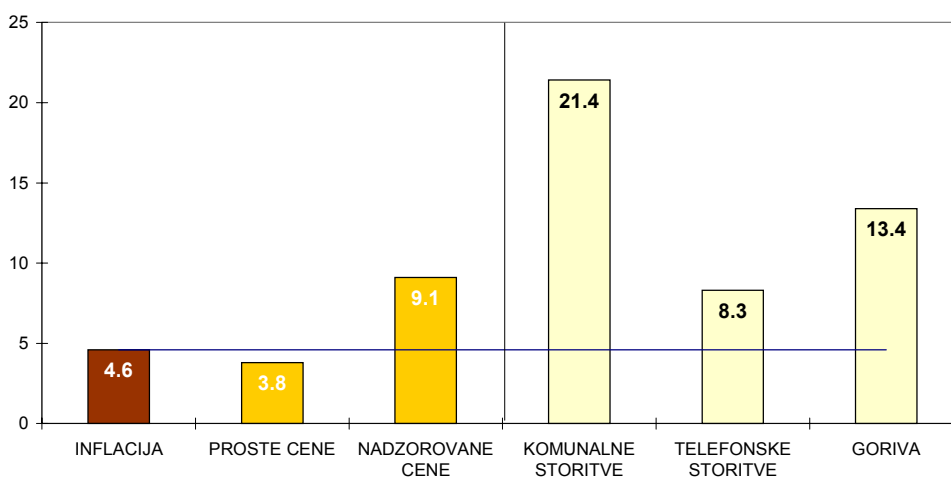
Fiskalni in administrativni vzroki so pomembno prispevali k višji inflaciji v letošnjem letu. V januarju je prišlo tako do povečanja davčne stopnje pri davku na dodano vrednost kot do povečanja trošarin na tobak in alkohol. Stopnja davka na dodano vrednost se je povečala z 19% na 20% za normalno stopnjo in za znižano stopnjo z 8% na 8,5%. Ocenjujemo, da je ta zaostritev fiskalne politike prispevala k inflaciji okoli 0,6 odstotne točke. Višje trošarine (na naftne derivate) so po naših ocenah že v lanskem letu k inflaciji prispevale okoli eno odstotno točko. Povišanje trošarin na tobak in alkohol v januarju letos pa je k inflaciji prispevalo okoli 0,3 odstotne točke. Posamezni davčni elementi so sicer začasne narave, vendar lahko iz

začasnih inflacijskih pritiskov nastanejo inflacijski pritiski trajnejšega značaja, če so višji davki sistemsko pogojeni in če bi zaradi potreb proračuna prišlo do zbiranja dodatnih javnofinančnih virov z inflacijskimi posledicami.

Tudi politika nadzorovanih cen je bila pomemben dejavnik višje inflacije v letošnjem letu, hkrati pa se nadaljuje tudi visoka variabilnost nadzorovanih cen. Po obdobju umirjanja rasti nadzorovanih cen v zadnjem četrtletju lanskega leta, predvsem po zaslugi cenejših naftnih derivatov na svetovnih trgih, se je rast nadzorovanih cen v letošnjem letu spet močno pospešila in v prvih štirih mesecih znaša 9,1%. Nadzorovane cene z medletno rastjo 10,7% prehitujejo rast prostih cen (8,0%) in skupno inflacijo (8,4%), velika koncentriranost občutnih podražitev nadzorovanih cen v prvih mesecih leta pa je sprožila močan inflacijski signal ter opozorila na krhkost dosežene cenovne stabilnosti in hkrati ustvarila dvome o možnem doseganju srednjeročnega inflacijskega cilja Banke Slovenije.

V Sliki 5 je predstavljena rast cen v štirih mesecih leta 2002 po glavnih skupinah košarice življenjskih potrebščin, ki sestavljajo CPI. Poleg prostih in nadzorovanih cen je prikazana še rast cen v nekaterih od najpomembnejših skupin proizvodov in storitev, ki sodijo v sklop nadzorovanih cen.

Slika 5: Kumulativna rast cen izbranih skupin življenjskih potrebščin od začetka leta



Vir: SURS, lastni izračuni

Cenovni pritiski iz tujine se sicer že pol leta umirjajo, vendar pa ostaja velika negotovost povezana s ceno naftnih derivatov. Svetovne cene nafte ostajajo nepredvidljive in močno variabilne in se trenutno nahajajo na visoki ravni okoli 25\$ za sodček. Pomemben dejavnik, ki prispeva k povečani negotovosti in višji inflaciji, je tudi obstoječi model oblikovanja cen

naftnih derivatov na domačem trgu, saj omogoča hiter prenos negotovosti iz okolja. Model prispeva tudi k bolj trdovratni inflaciji saj se zaradi nominalne rigidnosti cen navzdol, ki je vsesplošen pojav, ostale cene usklajujejo s cenami naftnih derivatov samo kadar se le-te podražijo.

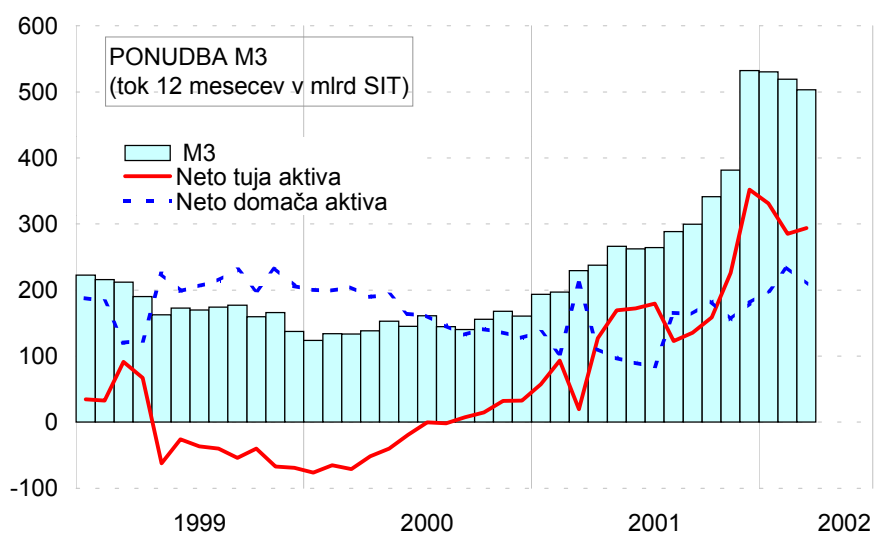
Tečajna politika je pomembno prispevala k umirjanju rasti uvoznih cen, in inflacije nasploh, saj rast deviznega tečaja zaostaja za inflacijo. Rast deviznega tečaja se že od začetka leta 2001 postopoma umirja, saj se tako tekoča kot tudi medletna rast deviznega tečaja znižuje pod 4% letno. Trenutno je rast deviznega tečaja element denarne politike, ki je dezinflacijsko usmerjen. To potrjuje rast cen industrijskih proizvajalcev, ki ima že od začetka leta 2001 padajoči trend in ki se je zmanjšala v enem letu do več kot 10% na 5,7%.

K umirjanju inflacije prispeva tudi dohodkovna politika. Rast plač se vse od začetka leta 2002 postopoma umirja. Nominalna rast plač ostaja kljub umirjanju na visoki ravni okoli 9%. K umirjanju rasti plač prispeva predvsem menjalni sektor, ki se sooča s konkurenco iz tujine, saj je dohodkovna politika v javnem sektorju manj uspešna pri obvladovanju rasti plač in stroškov dela. Nadaljevanje neusklajene rasti stroškov dela v javnem sektorju glede na zasebni sektor ostaja potencialna grožnja za razvoj inflacijskih pritiskov tudi s strani povpraševanja. Povzroči pa lahko višje stroške dela v zasebnem sektorju, kjer se lahko zaradi demonstracijskega učinka povečajo pritiski po višji rasti plač.

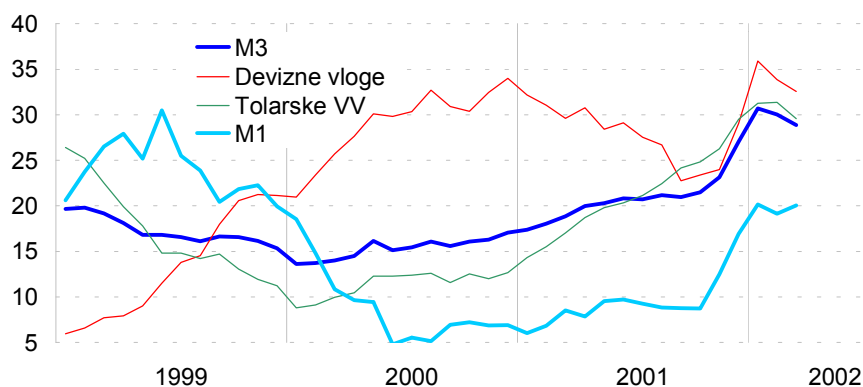
Rast prostih cen v letošnjem letu zaostaja za inflacijo, pa tudi njihova volatilitnost je bistveno manjša kot pri nadzorovanih cenah. Rast prostih cen se je v letošnjem letu sicer nekoliko pospešila, vendar je del te rasti moč pripisati višjim stopnjam davka na dodano vrednost. Pri rasti prostih cen je zanimiva vloga specifičnih dejavnikov. Predvsem rast cen prehrabnih izdelkov je presenetljiva. Cene prehrabnih izdelkov že od začetka leta 2001 rastejo nadpovprečno hitro, njihova rast pa trenutno znaša 10,0% na medletni ravni. Zanimivo je, da tudi v državah članicah EU opažajo podobne trende pri gibanju cen hrane, takšna gibanja v letošnjem letu pa pripisujejo januarski pozebi. Medtem cene hrane v državah kandidatkah za vstop v EU rastejo bistveno počasneje in so med glavnimi elementi, ki prispevajo k zniževanju inflacije. Ni še popolnoma jasno, ali so visoke cene hrane v Sloveniji le posledica podražitev na tujih trgih, ki so deloma tudi sezonske narave, ali gre za morebitne strukturne spremembe na področju določanju cen z vidika spremenjene kmetijske politike, ali pa za vzpostavljanje oligopolnega modela trga na področju določanja cen hrane v prodaji na drobno ob pretežno neelastičnem povpraševanju po prehrabnih izdelkih.

Denarne politike ne moremo prištevati med pglavitne dejavnike pospešitve inflacije, kljub temu da statistika izkazuje visoko rast denarnih agregatov. Vzrok za evidentirano hitro rast denarnih agregatov je dvojen: prvi razlog je v povečanju tako deviznih kot (v manjši meri) tudi tolarskih vlog, ki so posledica konverzije tuje gotovine ob uvedbi eura (prilivi preko sektorja prebivalstva so po ocenah znašali okrog 800 mio EUR, oziroma 3,5% BDP). Ob koncu leta so prebivalci tujo gotovino, ki so jo hranili doma, polagali na bančne račune - količina denarja se zaradi tega v ekonomiji ni povečala, le statistika ga je sedaj sposobna bolj celovito zajeti v svoje evidence. Drugi razlog visoke rasti denarnih agregatov so relativno visoki pritoki iz naslova neposrednih tujih investicij, ki so v zadnjem četrletju lanskega leta znašali okrog 1% BDP. Visoki finančni prilivi iz tujine iz konca lanskega leta so se v začetku leta deloma zaustavili, priliv preko prebivalstva se je spremenil v odliv, še vedno pa so relativno močni prilivi iz naslova prodaje podjetij nerezidentom, vse skupaj pa se že odraža na umirjanju rasti denarnih agregatov.

Slika 6: Tokovi oblikovanja denarnega agregata M3

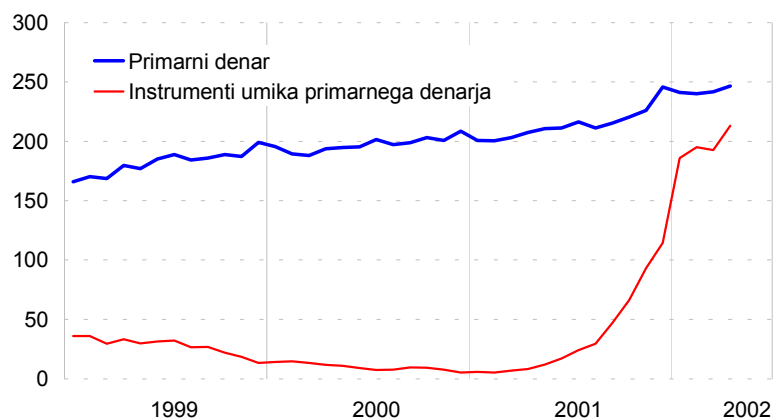


Slika 7: Rast komponent denarnega agregata M3 (medletno, v %)



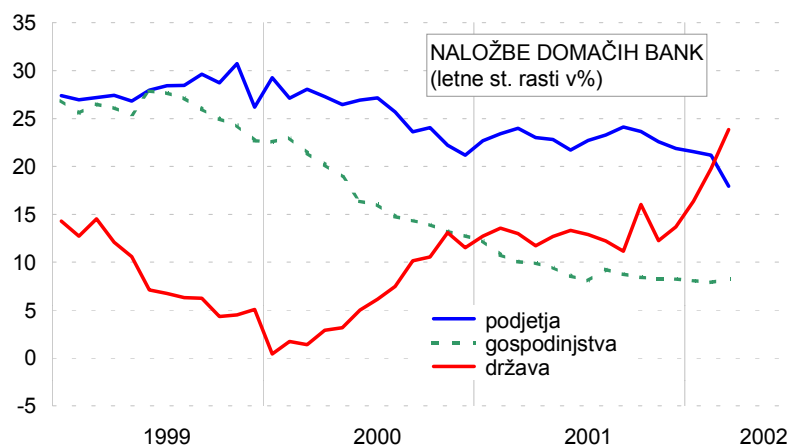
Vpliv monetizacije visokih finančnih prilivov je Banka Slovenije neutralizirala s sterilizacijo oziroma z izdajo tolarskih blagajniških zapisov. V sredini lanskega leta se je stanje vpisanih tolarskih blagajniških zapisov gibalo na ravni okrog 30 mlrd SIT, ob koncu lanskega leta pa je stanje znašalo 125 mlrd SIT. Banka Slovenije je tako preprečila monetizacijo okrog 100 mlrd SIT, kar bi pomenilo za več kot eno tretjino višje stanje denarnih agregatov. Trenutno stanje tolarskih blagajniških zapisov znaša nekaj nad 200 mlrd SIT.

Slika 8: Sterilizacijski napori denarne politike: primarni denar in instrumenti umika primarnega denarja (povprečja mesečnih stanj; v mlrd SIT)

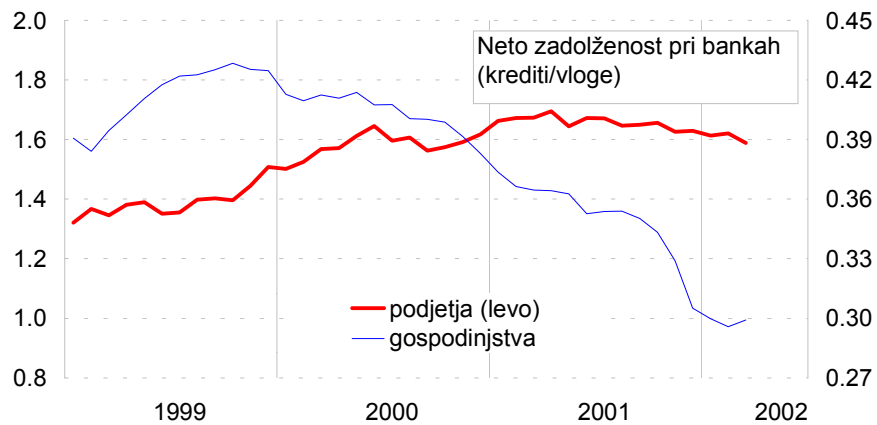


Centralna banka vodi ekspanzivno denarno politiko, kadar količina denarja omogoča dodatno končno trošenje prebivalstva, podjetja pa postanejo manj previdna pri obvladovanju stroškov. Pojavni znak ekspanzivne denarne politike je tudi močno povpraševanje po kreditih in njihova hitra rast. Zaenkrat pa je kupna moč prebivalstva nizka, povpraševanje po kreditih s strani prebivalstva je nizko, saj je le to usmerjeno predvsem v vedno bolj dolgoročno varčevanje, namenjeno zagotavljanju socialne varnosti ob upokojitvi in reševanju stanovanjskih problemov. Tudi povpraševanje po kreditih s strani podjetij je skromno.

Slika 9: Naložbe domačih bank



Slika 10: Neto zadolženost pri bankah



Kljub temu, da denarna politika trenutno ni med poglavitnimi dejavniki, ki so prispevali k pospešeni inflaciji v letošnjem letu, in da ponudba denarja ustreza povpraševanju po denarju, prenos varčevanja prebivalstva iz tuje gotovine v bančni sektor omogoča produktivnejšo uporabo varčevanja. To se odraža v zniževanju obrestnih mer do nove ravnovesne ravni, ki ustreza povečani ravni varčevanja, ki ga posreduje bančni sektor. Za denarno politiko je v tem procesu pomembna pravilna identifikacija ravnovesne ravni obrestnih mer, še posebej v situaciji, ko se uveljavlja tudi uporaba nominalnih obrestnih mer.

* * *

Inflacija v začetku leta je višja od pričakovane inflacije in od načrtovane inflacije. Po hitrem obdobju zniževanja inflacije ob koncu leta 2001, ki se je končalo z letno inflacijo 7,0%, se je v začetku leta inflacija znova pospešila in po štirih mesecih znaša 4,6% od začetka leta. Po pospešku inflacije v prvem četrtletju letošnjega leta zato ni možno pričakovati, da bo inflacija dosegla željeno raven 5,8% ob koncu leta, ne glede na dejstvo, da do inflacijskih pritiskov prihaja predvsem s stroškovne strani in da je trenutna visoka rast cen najverjetneje začasne narave.

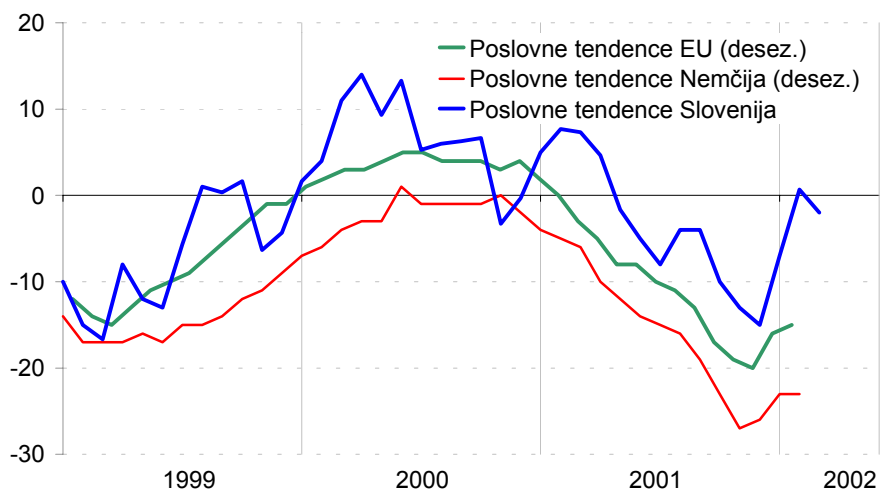
3. NAPOVEDI GOSPODARSKIH GIBANJ ZA DVE LETI

V projekcijah so uporabljeni podatki, ki so bili na razpolago do 25.3.2002.

3.1. Mednarodno okolje

Razmere v mednarodnem okolju so v začetku leta 2002 precej bolj optimistične in manj negotove kot so bile lani jeseni. Kot kaže, je rast svetovnega gospodarstva v zadnjem četrtletju lanskega leta dosegla spodnjo točko obrata, v letošnjem letu pa se pričakuje relativno hitro okrevanje. Na to opozarjajo tudi različni kazalci zaupanja tako v tujini kot v Sloveniji.

Slika 11: Kazalci zaupanja v EU in v Sloveniji



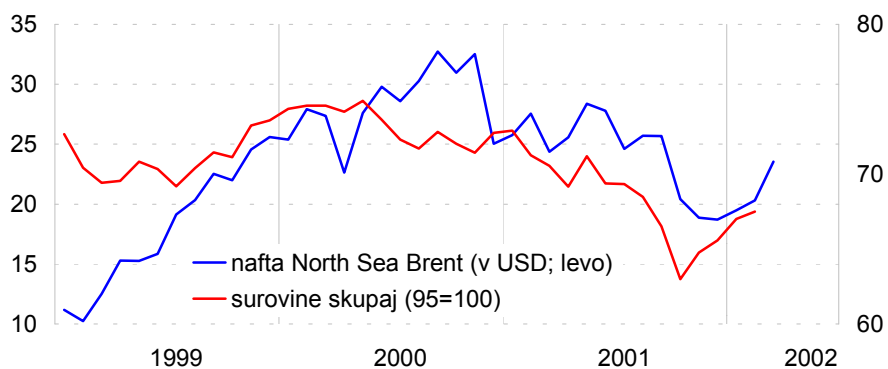
Vir: SURS

Stabilnejše tuje povpraševanje pričakujemo v drugi polovici leta 2002, kljub temu pa bo gospodarska rast v tujini letos zaradi relativno počasnega okrevanja v prvi polovici leta nekoliko nižja od lanske. Okrevanje gospodarske rasti bo po napovedih precej bolj občutno v ZDA kot v državah Evropske unije, ki so najpomembnejše trgovinske partnerice Slovenije. Med slednjimi je še posebej očitna zelo počasna krepitev rasti v Nemčiji. Po izredno močnem lanskem povečanju povpraševanja iz držav nekdanje Jugoslavije in Rusije pričakujemo letos v teh državah precej bolj umirjeno gospodarsko rast, ki bo tako prispevala pomemben delež k skromnejšemu tujemu povpraševanju v letošnjem letu.

V letu 2002 pričakujemo ustalitev cen nafte na relativno visoki ravni. Povprečna cena nafte bo zaradi izredno nizkih cen iz začetka leta 2002 kljub temu nižja, kot smo jo upoštevali v

predpostavkah v jeseni 2001. Pri tem smo – za razliko od napovedi v novembru, ko smo ocenili, da bodo cene nafte znotraj leta 2002 padale in glede na občuten padec cen nafte na svetovnih trgih ob koncu lanskega leta – predpostavili, da se cena nafte okrepi v prvi polovici leta in ostane na visoki ravni do konca leta. Hitra rast cen nafte je predvsem posledica pričakovanj o krepitvi gospodarske rasti in povpraševanja iz ZDA in azijskih držav ter ohranjanja politične napetosti na Bližnjem in Srednjem vzhodu. Cena nafte naj bi po pričakovanjih ostala znotraj ciljnega koridorja OPEC med 22 in 28 USD/sodček. Ocenjujemo, da bo v letu 2003 ob stabilnem povpraševanju v svetovnem gospodarstvu cena nafte znašala okrog 25 USD/sodček in bo za 3 USD/sodček višja od predpostavljene cene iz novembra 2001.

Slika 12: Cene nafte in primarnih surovin



Vir: Reuters, The Economist, OPEC Bulletin; preračuni ARC.

Ob povrnitvi gospodarske rasti in možnih povečanih inflacijskih pritiskih predvsem iz naslova višjih cen nafte in okrepljenega domačega povpraševanja pričakujemo tudi obrat v delovanju denarne in fiskalne politike. Ti sta v razvitih gospodarstvih v zadnjem letu skušali spodbuditi šibko gospodarsko rast z nižanjem obrestnih mer in dovoljevanjem relativno visokih proračunskih primanjkljajev. Zniževanje obrestnih mer je bilo precej bolj kot v EMU občutno v ZDA, kjer so obrestne mere padle na najnižjo raven v zadnjih desetih letih. Ob počasnejšemu nižanju obrestnih mer ECB so države EMU območja odsotnost agresivnejšega ukrepanja denarne politike v razmerah nizke gospodarske rasti deloma nadomestile z bolj ekspanzivno fiskalno politiko, ki je v nekaterih državah (Nemčija, Portugalska) povzročila, da so se javno-finančni primanjkljaji približali ravni 3% BDP, ki jo kot mejno še dovoljeno določa »Pakt o rasti in stabilnosti«. V prihodnjem obdobju bodo centralne banke skušale predvsem preprečevati inflacijske učinke pregrevanja gospodarstva z višanjem obrestnih mer. V napovedih zato predpostavljamo, da se bodo do konca leta 2003 le-te postopoma vrnila na raven iz začetka 2001, ko se je pričelo obdobje njihovega hitrega zniževanja.

Napovedi o gibanju medvalutnih razmerij so na podlagi pričakovanj o hitrejši rasti ameriškega gospodarstva v primerjavi z okrevanjem v državah EMU precej bolj previdne glede povečevanja vrednosti eura kot jeseni. Predvideva se namreč le zelo postopna krepitev EUR proti USD v letu 2002, ki bo omejena predvsem na drugo polovico leta. Zato smo predpostavili, da bo njuno razmerje v povprečju leta 2002 glede na povprečje leta 2001 ostalo nespremenjeno in bo znašalo okrog 0,894 EUR/USD ter bo tako nižje kot smo predpostavili v novembru 2001 (0,921 EUR/USD). Po okrevanju v državah EMU območja in povrnitvi gospodarske rasti naj bi razmerje EUR proti USD v letu 2003 znašalo približno 0,939 EUR/USD.

Inflacija v državah EU se je pričela umirjati po sredini lanskega leta, ko so bile ob odloženih učinkih visokih cen nafte in visokih cen drugih primarnih surovin ter posledic občutne depreciacije eura dosežene najvišje stopnje rasti cen po letu 1993 (maja 2001 je medletna stopnja rasti cen znašala 3,5%). Rast cen je bila v začetku leta 2002 ponovno višja predvsem zaradi nekaterih enkratnih dogodkov (uvedba eura, vremenske okoliščine, ki so vplivale na višje cene hrane, povišanje trošarin). Prav to povišanje bo poleg nekoliko višjih cen nafte in predpostavljene nižje vrednosti EUR prispevalo k temu, da bo letošnja povprečna inflacija v državah EMU kljub pričakovanemu zniževanju do konca leta višja, kot smo pričakovali novembra. V povprečju leta naj bi stopnja rasti cen znašala okoli 1,8%. Naslednje leto se bodo zaradi dosežene polne izrabe kapacitet ter pričakovane višje ravni cen surovin ponovno pojavili pritiski na povečevanje inflacije, ki pa bo v povprečju leta znašala okrog 1,5% in bo tako nižja od meje 2%-ne stopnje rasti cen, ki jo je kot svoj srednjeročni cilj opredelila ECB.

Tabela: Osnovni kazalci iz mednarodnega okolja

v %	Realizacija				Napoved	
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Tuje povpraševanje	10.2	6.9	10.5	4.3	3.2	7.2
USD/EUR	1.122	1.067	0.924	0.895	0.894	0.939
Nafta USD/sodček	12.8	17.9	28.5	24.4	23.8	25.0
Primarne surovine	-18.0	-9.5	3.2	-6.5	-2.2	2.8
Inflacija v EU	1.1	1.1	2.3	2.6	1.8	1.5
PPI Nemčija	-0.3	-0.3	3.3	1.3	0.1	1.4
LIBOR EUR 3m	4.0	3.0	4.4	4.1	3.3	3.9

Viri: Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook, IMF World Economic Outlook; preračuni ARC

3.2. Aktivnost, zaposlenost in plače

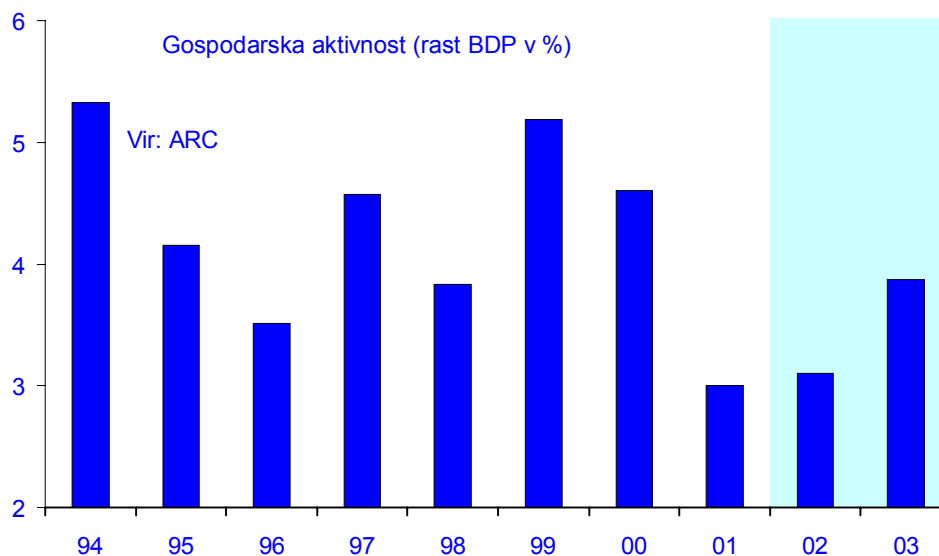
Domača gospodarska aktivnost bo letos rasla zelo podobno kot v lanskem letu, na kar bosta vplivala postopna krepitev domačega povpraševanja in odloženi negativni učinek poslabšanega tujega povpraševanja iz konca lanskega leta, ki se bo deloma odrazil še v prvi polovici tega leta. Rast, ki bo bližje dolgoročnemu povprečju, bo gospodarstvo predvidoma doseglo šele leta 2003.

Bruto domači proizvod bo v letu 2002 po naših ocenah porasel za okoli 3%. Nekoliko višjo rast okoli 4% pričakujemo v letu 2003, ko bodo na gospodarsko aktivnost hkrati pozitivno vplivale izboljšane razmere v mednarodnem okolju in stabilna rast domačega povpraševanja.

	1998	1999	2000	2001	Napoved	
					2002	2003
Aktivnost, zaposlenost, plače	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>					
Realni BDP	3.8	5.2	4.6	3.0	3.1	3.9
BDP/prebivalca (v USD)	9,734	9,994	9,017	9,386	9,994	11,195
Zaposlenost	0.0	1.2	1.1	0.7	0.5	0.5
Neto plače	1.6	3.2	1.4	3.1	2.8	3.1
Produktivnost	3.8	4.0	3.5	2.0	2.7	3.4

Vir: ARC

Zaradi zmanjšane rasti tujega povpraševanja bo počasneje kot v zadnjih dveh letih rasla dodana vrednost v predelovalnih dejavnostih, kljub povečani investicijski dejavnosti pa bo le počasi okrevala dodana vrednost v gradbeništvu, ki se bo pomembneje povečala šele leta 2003. Med ostalimi dejavnostmi, ki sestavljajo ponudbeno stran BDP, bo po naših ocenah prihodnjih gospodarskih gibanj najhitreje rasla dodana vrednost v gostinstvu ter v dejavnosti prometa, skladiščenja in zvez.



Relativno upočasnjena rast zaposlenosti, do katere je prišlo v drugi polovici lanskega leta, se bo po naših predvidevanjih zaradi slabših razmer v za Slovenijo relevantnem mednarodnem okolju in deloma tudi zaradi omejitev pri zaposlovanju v državnem sektorju, nadaljevala tudi v naslednjih dveh letih. Zaposlenost naj bi v tem obdobju rasla po 0,5% na leto. To je sicer še vedno ugodna stopnja rasti glede na dejstvo, da zaposlenost v EU pada.

V letu 2001 je bila rast skupnih povprečnih realnih plač s 3,2% višja od rasti produktivnosti, ki je porasla le za 2%. Izguba konkurenčnosti slovenskega gospodarstva, merjena preko teh kazalcev, je tudi lani izvirala predvsem iz visoke rasti plač v javnem sektorju. Ocenjujemo, da bo do podobnega gibanja prišlo tudi v letu 2002, v naslednjih letih pa se bo ta trend ob pričakovani bistveno hitrejši rasti produktivnosti zaustavil. Kljub temu bo rast realnih plač predvsem zaradi nekaterih že dogovorjenih povečanj v javnem sektorju ostala na relativno visoki ravni okoli 3%.

3.3. Komponente trošenja BDP

Ocenjujemo, da bo letos prišlo do obrata glede prispevkov posameznih komponent agregatnega povpraševanja h gospodarski rasti. Gospodarska aktivnost bo v tem in naslednjem letu temeljila predvsem na postopni krepitvi domačega povpraševanja. Prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti bo precej manjši kot v preteklih dveh letih oziroma bo v letu 2003 celo negativen. Ocene ostajajo tako glede na novembrske napovedi dokaj nespremenjene, nekoliko se je spremenila le struktura domačega trošenja.

	1998	1999	2000	2001	Napoved	
					2002	2003
Domače povpraševanje	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>					
Domače povpraševanje	6.0	9.1	1.1	0.5	3.2	4.4
Zasebna potrošnja	3.3	6.0	0.8	1.7	3.3	3.7
Državna potrošnja	5.8	4.6	3.1	3.2	2.9	3.9
Bruto investicije	12.4	18.9	0.5	-3.7	3.3	6.1

Vir: ARC

Rast vseh elementov domačega trošenja bo v letu 2002 znašala okoli 3%, pri čemer bodo najhitreje rasle bruto investicije in trošenje gospodinjstev, le nekoliko pa bo zaostajalo trošenje države.

Pričakujemo, da bo po negativni rasti v lanskem letu (-3,7%) prišlo do ponovne pozitivne rasti investicijskega trošenja. Zaradi bolj spodbudnih pričakovanj glede dogajanja v tujini bodo počasi pričele naraščati tudi investicije zasebnega sektorja, ki pa naj bi jih spodbudili predvsem načrtovani povečani investicijski izdatki države (ti po naših ocenah predstavljajo okoli 15% delež v celotnih bruto investicijah) na področju infrastrukturnih projektov. Avtonomno okrevanje investicij zasebnega sektorja pričakujemo šele v letu 2003, ko naj bi bilo investicijsko trošenje države precej bolj omejeno. Takrat naj bi se dokončno okrepilo tuje povpraševanje, ki je po obdobju tranzicijskega prestrukturiranja proizvodnih zmogljivosti eden od pomembnejših spodbujevalcev in indikatorjev investicij zasebnega sektorja. Če se bo izkazalo, da so naložbe v proizvodne zmogljivosti na področju držav nekdanje Jugoslavije vzdržne s plačilno-bilančnega vidika in z vidika njihove varnosti, utegne biti povečevanje neposrednih investicij rezidentov v tujini zaradi učinka substitucije omejevalni dejavnik večjega zagona zasebnih investicij doma.

Trošenje prebivalstva bo – tako kot v letu 2001 - po naših ocenah tisti element domačega trošenja, ki bo v letu 2002 največ prispeval k rasti aktivnosti. V letu 2003 utegne k večjemu trošenju gospodinjstev prispevati tudi bližanje sprostitev sredstev iz Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme v letu 2004. Pričakujemo, da bo prebivalstvo v naslednjih dveh letih svoje trošenje povečalo kljub dejstvu, da je bil največji delež povečanja plač v zadnjih nekaj letih izrazito usmerjen v visoke dohodkovne skupine z nižjo mejno nagnjenostjo k trošenju ter dejstvu, da lahko v zadnjem času opazimo strukturne premike v obnašanju prebivalstva na področju varčevanja v smeri dolgoročnejših oblik varčevanja. Pri predvidevanju o umirjenem povečanju trošenja prebivalstva je ena od ključnih predpostavk takšno gibanje obrestnih mer, ki bi preprečilo, da bi le-te dosegle spodnjo točko, ki bi lahko vplivala na spremenjeno obnašanje deponentov.

Ocenjujemo, da bo tudi končno trošenje države relativno umirjeno in bo v naslednjih dveh letih raslo med 3% in 4% letno. K takšni rasti bodo največ prispevali zavezanost Vlade za zmanjševanje proračunskega primanjkljaja oziroma njegovega ohranjanja na vzdržni ravni in nekoliko slabše razmere v gospodarstvu, posledično omejeno proračunsko trošenje in na drugi strani povečano investicijsko trošenje države.

Ob relativno umirjenem naraščanju investicijske porabe ter ostalih komponent trošenja ter ob rahlo poslabšanem saldu menjave blaga in storitev s tujino ocenjujemo, da se v naslednjih dveh letih delež domačega varčevanja v BDP ne bo več povečeval, temveč se bo ohranjal na ravni okrog 26% BDP.

3.4. Zunanje ravnovesje in pogoji financiranja

3.4.1. Zunanje ravnovesje

Primanjkljaj v tekočih transakcijah je v letu 2001 znašal 0,4% BDP in je bil najnižji po letu 1997. K temu so prispevali predvsem močno tuje povpraševanje v prvem polletju, delna preusmeritev izvoza na trge držav nekdanje Jugoslavije in nekdanje Sovjetske zveze ter šibko domače trošenje.

Pričakovati je, da se bo kljub poslabšanju zunanjega ravnovesja v prihodnjih dveh letih, do katerega bo prišlo predvsem zaradi povečanega primanjkljaja v blagovni menjavi s tujino, leto ohranjalo na vzdržni ravni med 1% in 2% BDP.

	1998	1999	2000	2001	Napoved	
					2002	2003
Plačilna bilanca	<i>realne stopnje rasti (v %)</i>					
Izvoz blaga in storitev	6.7	1.7	12.7	6.2	4.2	5.8
Uvoz blaga in storitev	10.4	8.2	6.1	2.1	4.4	6.5
Tekoči račun: v mio USD	-147	-783	-612	-67	-230	-396
v % BDP	-0.7	-3.9	-3.4	-0.4	-1.2	-1.8
Pogoji menjave	2.5	-0.4	-5.2	0.9	0.5	0.5

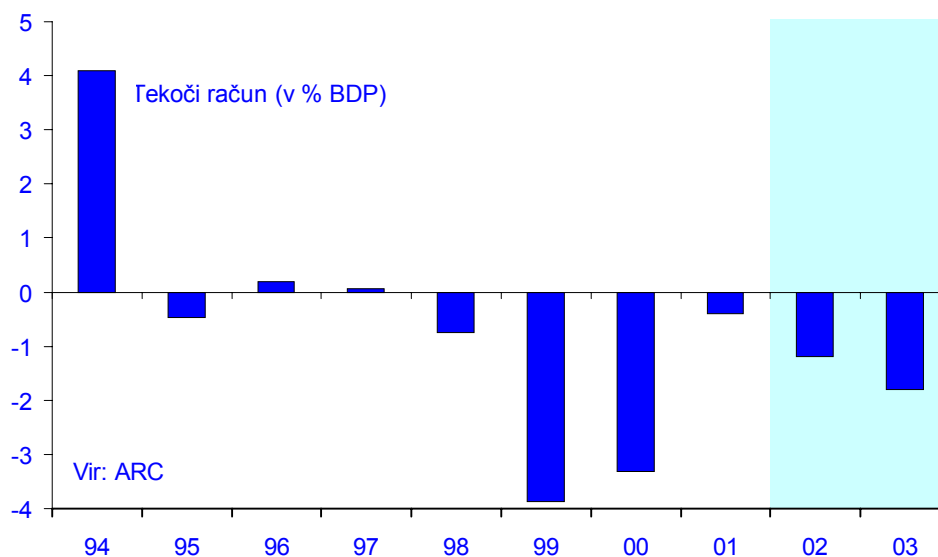
Vir: ARC

V tem in naslednjem letu še naprej pričakujemo relativno ugodne razmere pri izvozu na trge držav nekdanjih Jugoslavije in Sovjetske zveze, ki pa bodo kljub temu nekoliko slabše kot leta 2001. Ocenjujemo, da raven izvoza v države nekdanje Jugoslavije še ni dosegla ustrezne dolgoročne ravni, utegne pa jo hromiti nizka plačilna sposobnost partnerjev iz teh držav. Predvidena in v začetku leta deloma že udejanjena rast cen nafte naj bi še naprej

omogočala stabilno financiranje ruskega gospodarstva in njegovo povpraševanje po tujem blagu.

V smeri povečevanja primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance bosta tako največ prispevala zmanjšano povpraševanje iz držav EU v letu 2002 in povečevanje domačega povpraševanja v letih 2002 in 2003. Kljub okrevanju gospodarske rasti v državah EU, ki je predvideno za drugo polovico tega leta, bo le-to relativno počasno, na slovenske izvoznike pa bo delovalo z nekajmesečnim zamikom. Uvoz blaga za vmesno porabo bo rasel relativno počasi v skladu z umirjeno rastjo izvoza. Zaradi pričakovanega povečanja investicijskih izdatkov bo hitreje od povprečja rasel uvoz investicijskega blaga, ki se je v letu 2001 realno celo zmanjšal. Uvoz blaga široke potrošnje bo rasel hitreje kot lani pod vplivom relativno hitre rasti realnih prejemkov prebivalstva (neto plač) in povečane realne kupne moči teh prejemkov v tujini zaradi nekoliko višje apreciacije domače valute od načrtovane v novembrskih napovedih.

Saldo storitvene menjave se bo v naslednjih dveh letih ohranjal na ravni iz leta 2001. Saldo turizma se bo po naših predvidevanjih izboljšal. Pri saldu dohodkov od kapitala v letošnjem letu ne pričakujemo večjih sprememb, nekoliko pa naj bi se zaradi zviševanja obrestnih mer v tujini in zaradi lastniške narave finančnih pritokov relativno povečanega obsega deviznih rezerv glede na stanje zunanjega dolga, izboljšal v naslednjem letu.



Ocenjujemo, da bo prispevek pogojev menjave k saldu tekočega računa rahlo pozitiven, k čemur bodo kljub trenutnemu obratu navzgor prispevale cene nafte ter krepitev eura do ameriškega dolarja.

3.4.2. Pogoji financiranja

Predvidena gibanja v realnem sektorju in plačilni bilanci bodo vplivala na način in pogoje financiranja narodnogospodarskih sektorjev.

V letih 2002 in 2003 pričakujemo visoke finančne prilive predvsem iz naslova privatizacije državnega premoženja in neposrednih tujih investicij v zasebni sektor, ki bodo v obeh letih presegli 1 mlrd USD ter dosegli raven 5,6% BDP v letu 2002 in 4,7% BDP v letu 2003. To je nekoliko manj kot leta 2001, ko so neto finančni prilivi dosegli 8,8% BDP (v tem gotovina prebivalstva približno 3,5% BDP), kljub temu pa bo v naslednjih dveh letih nekoliko višji primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance v celoti pokrit s kapitalskimi prilivi.

	1998	1999	2000	2001	Napoved	
					2002	2003
Kapitalski tokovi						
Neto finančni pritoki (% BDP)	1.8	3.2	5.8	8.8	5.6	4.7
v tem: neposredne tuje naložbe	1.3	0.7	0.7	3.0	4.4	3.2
		<i>stanje konec leta</i>				
Devizne rezerve (stanje v mio USD)	4,781	4,115	4,376	5,738	6,813	7,635
- delež v BDP (v %)	24.8	20.6	24.3	30.6	34.1	34.1
Zunanji dolg (stanje v mio USD)	4,915	5,400	6,217	6,717	7,596	8,533
- delež v BDP (v %)	25.5	27.0	34.5	35.9	37.9	38.0

Vir: ARC

Največji delež bodo pri tem predstavljale neposredne tuje naložbe v Slovenijo, ki bodo v letu 2002 znašale 4,4% BDP in v letu 2003 3,2% BDP, po naših ocenah pa bodo prevladovali prilivi iz naslova privatizacije državnega premoženja. Ti naj bi tudi v veliki meri nadomestili financiranje države v tujini. Pri tem smo upoštevali napovedi Vlade, da se država v tujini v naslednjih dveh letih ne bo financirala niti z izdajami novih niti z dopolnitvami že izdanih serij evroobveznic, temveč bo potrebne dodatne – tudi devizne – vire poiskala pri domačih bankah. Kljub temu pa zaradi velikega obsega načrtovanih prilivov iz naslova privatizacije v naslednjih dveh letih zaradi novega zadolževanja države ne pričakujemo večjih pritiskov niti na oblikovanje denarnih agregatov niti na zviševanje obrestnih mer.

Našo novembrsko napoved so močno presegli prilivi tuje gotovine v banke preko sektorja prebivalstva ob koncu 2001. Večina tuje gotovine je ob menjavi v euro končala v bankah, hkrati pa se je izkazalo, da je bila v preteklosti tuja gotovina »v nogavicah« namenjena predvsem manjšim transakcijam in po inerciji zaradi inflacijskih izkušenj pretežno

dolgoročnemu varčevanju. Enako negotovo je tokrat napovedati odlive v nasprotni smeri, torej ponovnega ustvarjanja »zalog« tuje gotovine izven bančnega sektorja.

Pričakujemo, da se bodo naložbe slovenskih podjetij v tujini, posebej na območja nekdanje Jugoslavije, povečevale. Vlaganja se bodo vršila tako v obliki neposrednih naložb, kot tudi preko večjega kreditiranja tujih partnerjev.

Skupno zadolževanje podjetij – pri domačih in tujih bankah – se bo povečevalo. Delež tujega financiranja podjetij naj bi se postopno zmanjšal. Glede na relativno nizek obseg najetih posojil v tujini v zadnjem obdobju, predvsem pa z odpiranjem slovenskega finančnega sistema, povečevanjem njegove konkurenčnosti in postopnim padanjem domačih obrestnih mer naj bi domače kreditiranje delno nadomestilo kreditiranje iz tujine. K ohranjanju dokaj visoke rasti domačih kreditov podjetjem (medletno preko 20%) bo v veliki meri prispevalo predvideno povečanje gospodarske in predvsem investicijske aktivnosti od konca letošnjega leta. Podaljševanje ročnosti vlog v bankah, pričakovano povečanje investicijskega trošenja in ocena, da bodo podjetja posojila iz tujine – ki so običajno bolj dolgoročne narave – postopoma nadomeščala s posojili pri domačih bankah, govorijo v prid ugotovitvi, da se bo hitreje povečevalo dolgoročno kreditiranje v domačih bankah.

Dinamika kreditiranja prebivalstva se je zaradi relativno šibkega zasebnega trošenja zmanjševala tudi v letu 2001, stopnja rasti kreditov pa je bila v začetku leta 2002 celo realno negativna. Zaradi pričakovanega povečevanja trošenja gospodinjstev pričakujemo v naslednjih letih postopno zaustavitev razdolževanja gospodinjstev, vendar v tokratnem časovnem horizontu projekcij še ne predvidevamo popolnega obrata v potrošnem ciklu navzgor in s tem večjega razmaha kreditiranja prebivalstva.

	1998	1999	2000	2001	Napoved	
					2002	2003
Bančni sistem	<i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>					
M1	21.6	21.3	7.0	12.8	15.4	15.9
M3	21.0	16.0	16.5	23.9	19.8	14.6
M3/BDP (v %)	19.8	20.0	21.3	23.3	25.2	26.6
Domači krediti	22.8	20.7	17.8	19.1	18.5	16.9

Vir: ARC

Najpomembnejši dejavnik, ki je vplival na spremembo rasti denarnih agregatov ob koncu lanskega in v začetku tega leta, je enkratni vpliv konverzije valut držav področja EMU v EUR. Učinki konverzije so vplivali na porast vseh komponent denarnega agregata M3 (zaradi svoje pretežno varčevalne narave zaenkrat ne povečujejo inflacijskih pritiskov), najmočneje pa na

devizne vloge prebivalstva. Ker predpostavljamo, da gre za trajno spremembo, smo v naših projekcijah ravni denarnih agregatov popravili za ustrezne razlike med ocenjeno vrednostjo gibanja teh agregatov in njihovo realizacijo v prvem trimesečju letošnjega leta. Učinek takšne spremembe vpliva predvsem na medletne stopnje rasti v letu 2002 in le v manjši meri na rast v letu 2003. Pričakujemo, da se bo rast deviznih vlog v primerjavi z rastjo tolarskih vlog upočasnila. Zato ocenjujemo, da se bo hkrati s povečevanjem povprečne ročnosti tolarskih vlog povečal tudi njihov prispevek k rasti M3.

3.5. Inflacija

Poleg rezultatov osnovnega scenarija smo v tem delu, zaradi precejšnjih odstopanj rasti nadzorovanih cen v začetku leta, pripravili še dva scenarija. V prvem je predstavljeno možno gibanje cen do konca leta, če bi nadzorovane cene po že realiziranih povišanjih iz prvih treh mesecev do konca leta ostale nespremenjene, v drugem pa smo predpostavili, da nadzorovane cene do konca leta, ob že realizirani rasti iz prvega četrletja, rastejo s podobno dinamiko kot v preteklih letih.

3.5.1. Osnovni scenarij

Rast cen ob koncu leta 2002 bo presegla naša pričakovanja iz novembra 2001, kar je posledica bolj kot predvideno močnih podražitev predvsem sezonskih artiklov hrane in nadzorovanih cen monopolnih dejavnosti v javnem sektorju v prvih treh mesecih. V teh napovedih je predvidena višja realna rast plač od rasti, ki je bila predvidena novembra, kar lahko predstavlja še dodaten inflacijski pritisk.

	1998	1999	2000	2001	Napoved	
					2002	2003
Cene	<i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>					
Cene življenjskih potrebščin	6.5	8.0	9.2	7.3	7.0	4.1
Proste cene	6.0	7.1	6.8	7.9	6.9	3.7
Nadzorovane cene	9.2	12.0	21.7	5.0	7.6	5.7

Vir: ARC

Predvsem se je nepričakovano zavlekel pozitiven prispevek zmanjševanja cenovnih pritiskov iz tujine. Vladna politika je bila precej popustljiva na področju nadzorovanih cen in z njim tesno povezanega povečevanja prihodkov proračuna prek trošarin. Tečajna politika z

zmernim nominalnim zmanjševanjem vrednosti tolarja ugodno vpliva na zniževanje dinamike rasti cen življenjskih potrebščin in inflacijskih pričakovanj predvsem preko uvoznih cen.

Inflacija bo ob koncu leta 2002 po osnovnem scenariju znašala okrog 7,0%, če se bo politika nadzorovanih cen do konca leta oblikovala na podlagi vladnega Programa oblikovanja nadzorovanih cen, ki predvideva skupen porast nadzorovanih cen v letu 2002 v višini 7,6%.



Napoved o višini rasti cen do konca leta 2002 in za leto 2003 temelji tudi na predpostavki, da večjih inflacijskih pritiskov iz mednarodnega okolja ne bo. Cena nafte naj bi se po pričakovanjih gibala na ravni okrog 25 USD za sodček. Izgubljanje vrednosti eura v primerjavi z dolarjem naj bi se ustavilo, v prihodnosti pa pričakujemo rahlo povečevanje njegove vrednosti. Predvsem gibanje teh dveh spremenljivk lahko bistveno prispeva k umiritvi zunanjih pritiskov na domače cene.

Napovedi inflacije do konca leta 2003 so nekoliko bolj optimistične, saj še naprej predvidevajo relativno hitro zniževanje stopnje rasti cen do približno 4,1% na medletni ravni ob koncu leta 2003. Pri tem smo predpostavili, da bodo nadzorovane cene tudi v letu 2003 prehitvale rast skupnega indeksa cen, vendar ne več kot za eno in pol odstotno točko na leto.

3.5.2. Scenarij zamrznjenih cen

Namen tega scenarija je pokazati vpliv zamrznitve nadzorovanih cen na inflacijo v letu 2002. Zamrznitev cen pomeni, da se od vključno drugega četrtletja 2002 cene, ki so pod nadzorom Vlade RS, ne spremenijo več (torej se ne izvedejo že napovedane podražitve elektrike, PTT

storitev, železnice). To vključuje tudi cene naftnih derivatov, ki so uravnavane z modelom. Hkrati ta predpostavka pomeni, da se te cene ne spremenijo niti iz davčnih razlogov, kot je na primer povišanje trošarin. Konec leta 2002 bi nadzorovane cene tako odražale 2,7% rast (Q4/Q4), kar je posledica podražitev nadzorovanih cen iz začetka leta. Vse ostale predpostavke so identične kot smo jih uporabili v Napovedih (osnovni scenarij).

	Napoved	Scenarij zamrznjenih nadzorovanih cen	Vpliv zamrznitve nadzorovanih cen (v o.t.)
Cene življenjskih potrebščin	7,0%	5,8%	-1,2
Proste cene	6,9%	6,7%	-0,2
Nadzorovane cene	7,6%	2,7%	

Opomba: Stopnje rasti cen ob koncu leta 2002 (Q4/Q4).

V takem primeru bi bila inflacija nižja za 1,2 odstotne točke in bi ob koncu leta 2002 znašala 5,8%. Zaradi prenosa vpliva nadzorovanih cen na proste, bi bila nižja tudi rast slednjih in sicer za 0,2 odstotne točke in bi rast prostih cen ob koncu leta znašala 6,7%.

3.5.3. Scenarij nadaljne hitre rasti nadzorovanih cen:

Namen tega scenarija je pokazati vpliv nadaljnje hitre rasti nadzorovanih cen na inflacijo. Za ta scenarij smo predpostavili, da nadzorovane cene rastejo hitreje, kot je predvideno v Napovedih (osnovni scenarij) in sicer s podobno dinamiko kot v preteklih letih. Rast nadzorovanih cen ob koncu leta bi tako znašala 10,8% kar ustreza visoki, a kljub temu ne povsem izključeni, rasti nadzorovanih cen. Enako kot pri scenariju zamrznitve nadzorovanih cen, le-te vključujejo tudi cene naftnih derivatov, ki so sicer uravnavane z modelom, in posledice sprememb nadzorovanih cen iz davčnih razlogov, kot je na primer povišanje trošarin. Vse ostale predpostavke so identične tistim, ki smo jih uporabili v Napovedih.

	Napoved	Scenarij pospešene rasti nadzorovanih cen	Vpliv pospešene rasti nadzorovanih cen (v o.t.)
Cene življenjskih potrebščin	7,0%	8,0%	+1,0
Proste cene	6,9%	7,3%	+0,4
Nadzorovane cene	7,6%	10,8%	

Opomba: Stopnje rasti cen ob koncu leta 2002 (Q4/Q4).

Pri takem scenariju, ki je glede na dosedanjo dinamiko rasti nadzorovanih cen zelo verjeten, je inflacija višja za eno odstotno točko in se ustali na 8,0% ob koncu leta 2002 (Q4/Q4). Višja je tudi rast prostih cen in sicer za 0,4 odstotne točke.

IZBOR GLAVNIH KAZALCEV IN PRIMERJAVA REZULTATOV NAPOVEDI

	1999	2000	2001	2002			2003	
				Mar 01	Nov 01	Apr 02	Nov 01	Apr 02
Aktivnost, zaposlenost, plače	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>							
Realni BDP	5.2	4.6	3.0	3.3	2.9	3.1	3.9	3.9
BDP/prebivalca (v USD)	9,994	9,017	9,366	11,034	10,225	9,994	10,899	11,195
Zaposlenost	1.2	1.1	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Neto plače	3.2	1.4	3.1	1.9	1.7	2.8	2.1	3.1
Produktivnost	4.0	3.5	2.0	2.7	2.3	2.7	3.4	3.4
Domače povpraševanje	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>							
Domače povpraševanje	9.1	1.1	0.5	3.8	2.8	3.2	4.7	4.4
Zasebna potrošnja	6.0	0.8	1.7	4.2	2.5	3.3	4.3	3.7
Državna potrošnja	4.6	3.1	3.2	3.0	2.9	2.9	3.9	3.9
Bruto investicije	18.9	0.5	-3.7	3.4	3.5	3.3	6.2	6.1
Plačilna bilanca	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>							
Izvoz blaga in storitev	1.7	12.7	6.2	4.5	3.8	4.2	5.0	5.8
Uvoz blaga in storitev	8.2	6.1	2.1	5.2	3.5	4.4	6.2	6.5
Tekoči račun: v mio USD	-783	-612	-67	-675	-161	-230	-250	-396
v % BDP	-3.9	-3.4	-0.4	-3.1	-0.8	-1.2	-1.1	-1.8
Pogoji menjave	-0.4	-5.2	0.9	0.7	0.8	0.5	0.8	0.5
Neto finančni pritoki (% BDP)	3.2	5.8	8.7	5.6	6.5	5.6	4.3	4.7
v tem: neposredne tuje naložbe	0.7	0.7	3.0	1.6	4.0	4.4	2.5	3.2
Devizne rezerve (stanje v mio USD)	4,115	4,376	5,738	5,492	6,423	6,813	7,056	7,635
- delež v BDP (v %)	20.6	24.3	30.6	24.9	31.4	34.1	32.4	34.1
Zunanji dolg (stanje v mio USD)	5,400	6,217	6,717	8,912	8,077	7,596	8,908	8,533
- delež v BDP (v %)	27.0	34.5	35.9	40.4	39.5	37.9	40.9	38.0
Bančni sistem	<i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>							
M1	21.3	7.0	12.8	14.0	12.5	15.4	13.5	15.9
M3	16.0	16.5	23.9	12.0	15.3	19.8	12.3	14.6
Domači krediti	20.7	17.8	19.1	14.7	16.4	18.5	15.0	16.9
Cene	<i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>							
Cene življenjskih potrebščin	8.0	9.2	7.3	4.5	5.8	7.0	4.1	4.1
Proste cene	7.1	6.8	7.9	4.9	5.3	6.9	3.9	3.7
Nadzorovane cene	12.0	21.7	5.0	4.2	8.0	7.6	5.2	5.7

Vir: ARC

4. KRATKOROČNE USMERITVE DENARNE POLITIKE

Trenutna inflacijska gibanja odstopajo od tistih, ki so bila načrtana v »Usmeritvah denarne politike Banke Slovenije«. Banka Slovenije je v srednjeročnih usmeritvah kot svojo osnovno nalogo načrtala znižanje inflacije na raven 4% do konca leta 2003. V procesu zniževanja inflacije naj bi stopnja rasti cen ob koncu leta 2002 znašala 5,8%. Glede na tokratne napovedi, ki upoštevajo nove predpostavke o gibanju inflacijskih dejavnikov v tujini in že udeležena inflacijska gibanja v prvih štirih mesecih leta, bo ciljna inflacija ob koncu leta 2002 presežena in bo znašala okoli 7%. Kljub temu odklonu pa napovedi kažejo, da je doseganje ciljne stopnje rasti cen ob koncu leta 2003, ob odsotnosti novih šokov s ponudbene strani in iz tujine, uresničljivo.

Za denarno politiko in nadaljnje ukrepanje Banke Slovenije je ključno, da ugotovi ali je inflacijski pospešek iz začetka leta trajnega ali začasnega značaja. V primeru, da je trenutna visoka inflacija samo začasnega značaja, ukrepanje centralne banke ni potrebno. V nasprotnem primeru, če je visoka inflacija trajnega značaja, pa bi morala Banka Slovenije ukrepati in zaostri denarno politiko. Drugo pomembno vprašanje za Banko Slovenije pa je, ali je višja inflacija posledica inflacijskih pritiskov s stroškovne strani, ali s strani povpraševanja. Inflacija je bolj trdovratna in težje obvladljiva kadar je posledica inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja – takrat se mora nanjo odzvati tudi denarna politika.

Ugotavljamo, da je pospešek inflacije v letošnjem letu predvsem posledica stroškovnih dejavnikov. Šibko domače trošenje, omejena kupna moč prebivalstva in skromno povpraševanje po kreditih zasebnega sektorja kažejo, da pritiski na inflacijo ne izvirajo s strani povpraševanja. Tudi glede na napovedi se domače povpraševanje v prihodnje ne bo povečevalo v taki meri, da bi povzročalo inflacijske pritiske.

Trenutni inflacijski pritiski so najverjetneje začasnega značaja. Napovedi o bodočih gibanjih ne kažejo bistvenih inflacijskih pritiskov iz tujine, čeprav obstajajo tveganja, da se le-ti v primeru ponovne podražitve cen nafte, povečajo. Tudi povišanje davčnih stopenj in taks je praviloma enkratni pojav in začasne narave. Ravno tako je malo verjetno, da bo Vlada RS dopustila nadaljevanje tako hitre rasti nadzorovanih cen, kot je bila v začetku leta.

* * *

Banka Slovenije je pri doseganju in ohranjanju cenovne stabilnosti omejena, čeprav je to njena osnovna naloga. Banka Slovenije lahko na inflacijo vpliva preko uravnavanja

deviznega tečaja in z uravnavanjem količine denarja v obtoku. Zaradi sproščenih kapitalskih omejitev in mednarodne mobilnosti kapitala Banka Slovenija ne more medsebojno neodvisno uravnavati obeh instrumentov hkrati. Da bi Banka Slovenije ohranila nadzor nad uravnavanjem količine denarja v obtoku mora hkrati in v isti smeri spreminjati stopnjo deprecije domače valute in višino obrestnih mer.

Poenostavljena shema kombinacij denarne in tečajne politike Banke Slovenije v dani situaciji

		Denarna politika	
		nižja obrestna mera	višja obrestna mera
Tečajna politika	Počasnejša deprecijacija tolarja	Restriktivna denarna politika , ki deluje na inflacijo predvsem preko vpliva na uvozne cene z omejevanjem rasti tečaja. Domače obrestne mere pa se prilagodijo na raven, ki izenačuje ceno domačih in tujih virov financiranja. Takšno tečajno politiko je možno voditi samo v situaciji, ko je domače trošenje skromno, kupna moč slaba in dokler nizki stroški financiranja ne spodbudijo povpraševanja po kreditih in povečanega trošenja prebivalstva.	Ob odsotnosti mednarodne kapitalske mobilnosti bi bila to najbolj restriktivna oblika denarne politike. Vendar pa take politike ni mogoče izvajati saj dražje vire domačega financiranja nadomestijo cenejši viri financiranja iz tujine, ker počasnejša rast tečaja prispeva k pocenitvi tujih virov financiranja. Z odpiranjem obrestnega razmika se učinkovitost denarne politike zmanjšuje, centralna banka pa izgubi nadzor nad količino denarja v obtoku. Tovrstno hitro znižanje inflacije ni dolgoročno vzdržno saj takšna politika spodbuja domače uvozno usmerjeno trošenje in se konča s primanjkljajem v tekočem računu, kapitalskimi odlivi, in krčenjem deviznih rezerv.
	Hitrejša deprecijacija tolarja	Ekspanzivna denarna politika . Pritisk na inflacijo se vrši tako preko uvoznih cen (višja rast tečaja) kot cenejših virov domačega financiranja.	Restriktivna denarna politika , ki deluje na inflacijo predvsem preko dražjih stroškov financiranja. Centralna banka se usmeri predvsem na omejevanje virov financiranja. Z višjimi stroški financiranja centralna banka omejuje nastajanje prekomernega trošenja in povpraševanja po kreditih. Z višjimi domačimi obrestnimi merami centralna banka omejuje ceno domačih virov financiranja, s hitrejšo rastjo tečaja pa ceno tujih virov financiranja prilagodi domačim. Zaradi vpliva tečaja na uvozne cene pride do kratkoročnega negativnega vpliva na inflacijo. Ta način vodenja restriktivne denarne politike je pomemben v primeru trajnejših pritiskov na inflacijo s strani trošenja.

Banka Slovenije ima dve možnosti izvajanja restriktivne denarne politike (glej shemo) in sicer preko vplivanja na uvozne cene ali pretežno preko pogojev financiranja. Učinkovitost posamezne možnosti je odvisna predvsem od stanja, v katerem se nahaja ekonomija in od podpore ostalih ekonomskih politik. Obe možnosti delovanja Banke Slovenije v smeri restriktivnosti se razlikujeta:

- glede na hitrost doseganja cenovne stabilnosti. Časovni odlog, s katerim denarna politika vpliva na inflacijo, se razlikuje glede na uporabljene instrumentalne spremenljivke, saj devizni tečaj vpliva na inflacijo hitreje kot denar.
- glede na sposobnost vzdrževanja dosežene cenovne stabilnosti. Z neuravnoteženim zniževanjem inflacije, se breme zniževanja inflacije prenaša samo na določene sektorje, kar povzroča nepotrebne stroške dezinflacije, povečuje makroekonomska neravnovesja, zaradi katerih so potrebne naknadne korekcije, ki lahko imajo močne inflacijske posledice. Vzdrževanje cenovne stabilnosti dosežene z neuravnoteženim zniževanjem inflacije je težko dosegljivo, ker ekonomski subjekti delujejo v smeri ohranjanja relativnih cen.

Trenutna denarna politika za srednjeročno obdobje temelji na nadaljnjem postopnem upočasnjevanju rasti tečaja in ustreznem prilagajanju obrestnih mer. Načrtovana rast deviznega tečaja je restriktivno naravnana, pospešitev rasti pa bi pomenila višjo inflacijo ob koncu letošnjega leta in še dodatno odstopanje inflacije od začrtane. Nasprotno pa dodatno, bolj ambiciozno, zniževanje tečaja lahko potisne denarno politiko v območje povečanega domačega trošenja, saj morajo počasnejšo rast deviznega tečaja spremljati tudi nižje obrestne mere.

Za izbiro načina vodenja restriktivne denarne politika je ključna koordinacija z ostalimi ekonomskimi politikami in drugi elementi, ki določajo ali so trenutni inflacijski pritiski stalne ali začasne narave.

Izvajanje restriktivne denarne politike, ki temelji na upočasnjevanju rasti deviznega tečaja, omogoča hitrejše doseganje znižanja inflacije, saj devizni tečaj vpliva na inflacijo hitreje kot denar. Po drugi strani pa so tudi tveganja takšne usmeritve večja, saj je breme zniževanja inflacije predvsem na menjalnem sektorju, kjer je rast cen že sedaj omejena. Tveganje izhaja iz možnosti, da denarna politika ne bi bila podprta z ustrežno politiko nadzorovanih cen, z zbiranjem davčnih prihodkov, ki nima inflacijskih učinkov, ter s politiko zmerne rasti plač v javnem sektorju. Agresivnejše upočasnjevanje rasti tečaja ob nespremenjeni inflaciji (zaradi zgoraj naštetih razlogov) lahko povzroči nepotrebne dodatne stroške dezinflacije, ki se kaže v zaostajanju gospodarske rasti za potencialno – in počasnejšo realno konvergenco.

V primeru izvajanja restriktivne denarne politike, ki temelji na višjih stroških financiranja, se uresničevanje srednjeročnega cilja zniževanja inflacije nekoliko zavleče zaradi daljših časovnih odlogov delovanja denarja na inflacijo. Ta usmeritev je nujno potrebna, če ostale

ekonomske politike ne sodelujejo pri omejevanju kupne moči prebivalstva, končnega trošenja in pri odpravljanju trenutnih kratkoročnih inflacijskih pritiskov. Doseganje cenovne stabilnosti je v takem primeru časovno zamudnejše, vendar je denarna politika v takem primeru robustnejša in manj izpostavljena negativnim posledicam makroekonomskih neravnovesij.