

BANKA SLOVENIJE

URESNIČEVANJE KRATKOROČNIH USMERITEV DENARNE POLITIKE

APRIL 2004



KAZALO

1. UVOD IN POVZETEK	5
2. INFLACIJSKA GIBANJA	7
3. DENARNA POLITIKA OD OKTOBRA 2003	17
4. PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ DO KONCA LETA 2006	25
5. VODENJE IN KRATKOROČNE USMERITVE DENARNE POLITIKE	44

1. UVOD IN POVZETEK

Slovenija se je ob pomembnem znižanju inflacije že zelo približala doseganju cenovne stabilnosti. Znižanje inflacije je bilo doseženo na vzdržen način in v skladu s pričakovanji ter je predvsem rezultat usklajenega delovanja ekonomskih politik. Medletna stopnja rasti se trenutno nahaja na ravni 3,5%, napovedi pa kažejo, da naj bi se trend dezinflacije nadaljeval. Stopnja rasti cen naj bi ob koncu leta 2004 znašala okoli 3,2%, ob koncu leta 2005 pa 2,8% in se v letu 2006 stabilizirala na tej ravni.

Gospodarska rast se bo letos pričela krepiti, kljub temu pa bo v prihodnjih letih ostala pod dolgoročnim povprečjem. Na gospodarsko rast bosta v nasprotni smeri vplivala dva dejavnika, izboljšani izgledi za okrevanje svetovnega gospodarstva in povečano domače trošenje. Izboljševanje aktivnosti v svetovnem gospodarstvu bo pospešilo izvozna gibanja, čeprav je močnejše okrevanje v najpomembnejših slovenskih trgovinskih partnericah dokaj vprašljivo. Na relativno šibko gospodarsko konjunkturo v EU bodo vplivali močan euro ter slabe razmere na trgu dela, povpraševanje iz trgov bivše Jugoslavije in srednje Evrope pa bo v prihodnje verjetno omejeno zaradi nujnosti plačilno bilančne ter javno finančne konsolidacije. Povečano domače trošenje bo pretežno uvozno naravnano in bo tako negativno prispevalo h gospodarski rasti. Prav zaradi uvozne naravnosti domačega končnega trošenja ter relativno nizke ravni izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti v prihodnje ne pričakujemo pomembnejših censkih pritiskov s strani povpraševanja.

Strategija denarne politike tudi v obdobju pred vstopom v EU in ob pripravah za čimprejšnen vstop v ERM II ostaja nespremenjena. V skladu z zavezo o pripravi pogojev za čimprejšnjo vključitev v EMU in prevzem eura¹, je strategija Banke Slovenije usmerjena v zniževanje inflacije in temelji na ohranjanju ustrezne ravni realnih obrestnih mer in obvladovanju ponudbe denarja ter postopni stabilizaciji deviznega tečaja ob upoštevanju nepokrite obrestne paritete. Banka Slovenije je v več korakih znižala nominalne obrestne mere ter ustrezno upočasnila deprecijacijo deviznega tečaja, kar omogoča mehak prehod v ERM II. Zmerno restriktivna denarna politika, upočasnjena gospodarska aktivnost, šibko domače

¹ Svet Banke Slovenije je novembra 2001 sprejel in predstavil jasno začrtano srednjeročno usmeritev – pripraviti pogoje za čimprejšnjo 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 jeseni 2004.

trošenje in šibka kreditna aktivnost ter zaostrene razmere na trgu dela, so omogočili znižanje inflacije in inflacijskih pričakovanj.

Po vstopu v ERM II se bo denarna politika osredotočila na stabilnost deviznega tečaja, oblikovanje obrestnih mer pa se bo podredilo tečajni politiki. Avtonomnost delovanja denarne politike se bo po vstopu v ERM II pomembno zmanjšala, ostale ekonomske politike pa bodo morale delovati v skladu s skupnim Programom vstopa v ERM II in prevzema eura.

Ustrezna kombinacija ekonomskih politik bo po vstopu v ERM II ključen element za zagotavljanje stabilnosti in rasti ter hitrega prevzema eura. V Programu vstopa v ERM II in prevzema eura sta Banka Slovenije in Vlada RS izrazili zavedanje, da bo denarna politika v času sodelovanja v ERM II manj restriktivna, zato se bosta morali s skrbjo za makroekonomsko stabilnost ter za zagotavljanje dezinflacijskega trenda tako soočiti fiskalna in dohodkovna politika, ki se bosta morali pravočasno odzivati na makroekonomske šoke oziroma preprečevati njihov nastanek.

Tudi socialni partnerji bodo morali poleg fiskalne in dohodkovne politike sodelovati pri zagotavljanju ustreznih pogojev delovanja v ERM II ter konkurenčnosti gospodarstva. Socialni partnerji so se v socialnem sporazumu za obdobje 2003-2005 zavezali, da bodo delovali v skladu z zagotavljanjem nizke stopnje rasti cen ter da si bodo prizadevali za oblikovanje take politike plač v javnem in zasebnem sektorju, ki bo v čim večji meri prispevala k znižanju inflacije. S sklenitvijo sporazuma o usklajevanju izhodiščnih plač v javnem sektorju je bil dosežen pomemben korak k uresničevanju zastavljenega cilja na področju plačne politike, vendar bodo morali podoben sporazum čim prej skleniti tudi socialni partnerji zasebnega sektorja. Neizvedena in nepopolna deindeksacija plač v zasebnem sektorju bi lahko bistveno ogrozila izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev.

Banka Slovenije ocenjuje, da priprave za vključitev v ERM II potekajo v skladu s pričakovanji. Ob doseženi visoki stopnji nominalne konvergence je pripravljen tudi instrumentalni okvir delovanja denarne politike v okviru ERM II. Ob vstopu v ERM II bo morala Banka Slovenije skupaj z Vlado RS v pogajanjih z Evropsko centralno banko, Evropsko komisijo ter predstavniki držav članic EU določiti še centralno pariteto tolarja do eura in pasove nihanja tržnega tečaja.

2. INFLACIJSKA GIBANJA

Slovenija je vse bližje doseganju cenovne stabilnosti. Inflacija se je v zadnjih dvanajstih mesecih občutno znižala in znaša medletno 3,5%. Dinamika zniževanja je v skladu s pričakovanji, dezinflacija pa je dosežena na vzdržen način, saj so ohranjena vsa osnovna ravnovesja v ekonomiji.

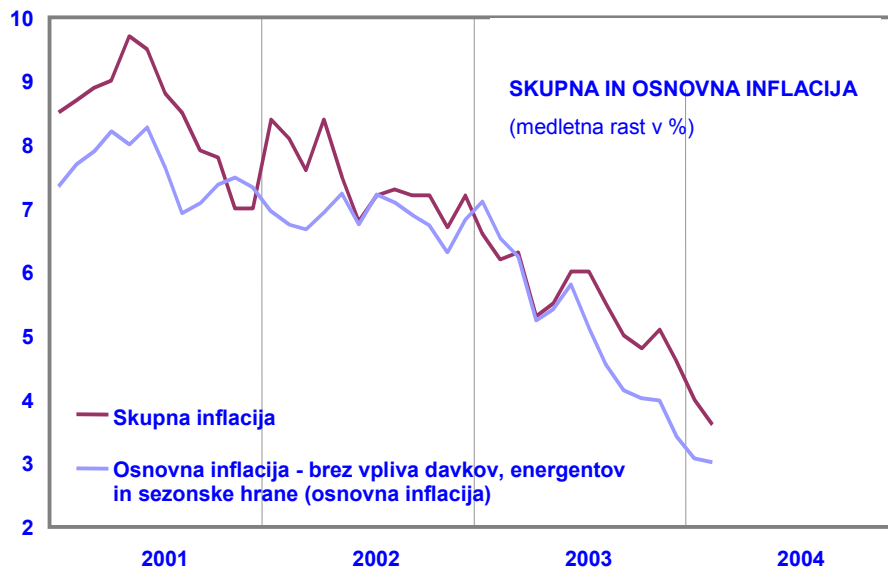
Zniževanje inflacije je posledica ustreznih ekonomskih politik ter manjših inflacijskih pritiskov zaradi neugodnih pogojev v ekonomskem okolju. Pri znižanju inflacije je imela pomembno vlogo izboljšana koordinacija ekonomskih politik. Banka Slovenije je vzdrževala relativno restriktivno denarno politiko, ki je omogočila, da ni bilo inflacijskih pritiskov denarne narave, Vlada RS pa je vzdrževala rast nadzorovanih cen v okviru inflacijskega cilja ter omejevala pritiske na inflacijo zaradi fiskalnih prilagoditev, hkrati pa je preprečevala prenos volatilnosti iz mednarodnega okolja v domače cene. K znižanju inflacije so prispevali tudi upočasnjena gospodarska rast, zaostreni pogoji na trgu dela in odsotnost inflacijskih pritiskov iz tujine. Zaradi pričakovanj o povečanju konkurence na trgu blaga in storitev ob vstopu v Evropsko unijo in ERM II so se znižala tudi inflacijska pričakovanja in posledično inflacija.

2.1 Doseganje cenovne stabilnosti

Inflacija se je v zadnjem letu pomembno znižala, medletne stopnje rasti cen pa so dosegle najnižjo raven doslej. Medletna stopnja rasti cen življenjskih potrebščin je v marcu znašala 3,5% in se je v zadnjih dvanajstih mesecih več kot prepolovila. Znižala se je tudi osnovna inflacija, ki se je stabilizirala na nizki ravni okrog 3%.

Dinamika zniževanja inflacije je potekala v skladu s pričakovanji. Trend zniževanja inflacije, ki se je začel že sredi leta 2001 se je lani še dodatno pospešil po uskladitvi ekonomskih politik Vlade RS z denarno politiko Banke Slovenije. Zniževanje inflacije se nadaljuje tudi v letošnjem letu. Rast cen življenjskih potrebščin se je v prvih treh mesecih znižala za več kot odstotno točko.

Slika 2.1: Skupna in osnovna inflacija (medletne stopnje rasti v %)

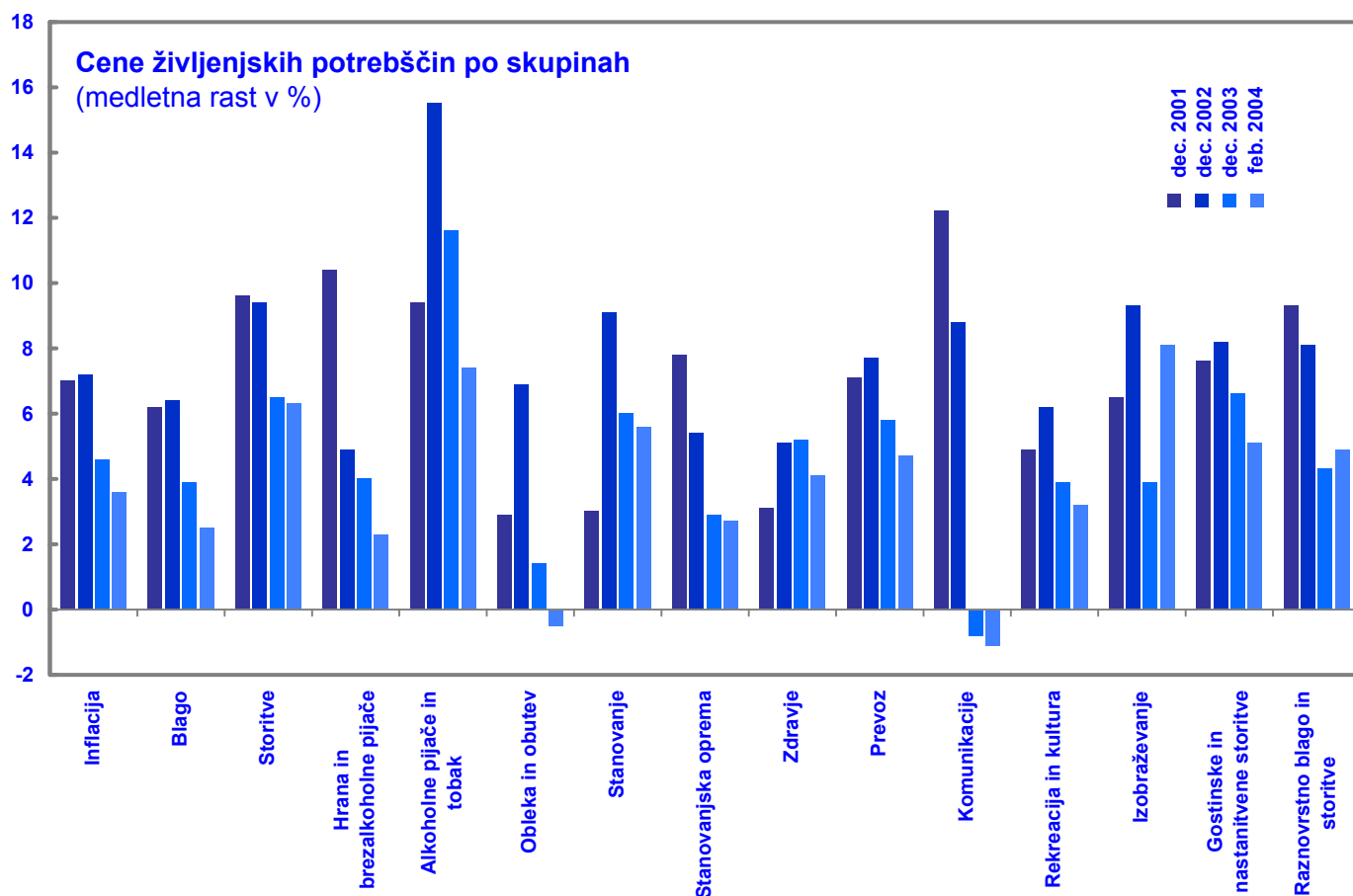


Vir: SURS, preračun ARC.

Dezinflacija je bila dosežena na vzdržen način. Ohranjena so bila osnovna ravnotežja v ekonomiji, kar pomeni, da se v prihodnosti zaradi takšnega znižanja stopenj rasti cen ne bodo pojavljali novi inflacijski pritiski. Vzdržnost znižanja inflacije se kaže na več načinov:

- Najpomembnejša ravnovesja v ekonomiji so se ohranila. Čeprav se je presežek tekočega računa plačilne bilance v zadnjem letu zmanjšal, še vedno ostaja rahlo pozitiven in kaže na ravnovesje tekočega računa. Podobno je fiskalna pozicija Slovenije ugodna, primanjkljaj proračuna je v okvirih in pod maastrichtskimi kriteriji, zadolženost države ostaja nizka, postopno se stabilizira tudi tečaj tolarja.
- Stopnje rasti cen so se zniževale bolj ali manj enakomerno v vseh skupinah indeksa cen življenjskih potrebščin in so se od začetka lanskega leta do februarja 2004 v povprečju znižale za 4 odstotne točke. Nekatere skupine cen še vedno izstopajo zaradi strukturnih sprememb, na primer porast cen v skupini alkoholne pijače in tobak zaradi povišanja trošarin na tobačne izdelke in višji DDV na vino zaradi prilagajanja pravilom, ki veljajo v EU. Izstopa tudi porast cen v skupini stanovanje, ki so v povprečju višje za 5,6%, in so v pretežni meri posledica podražitve neprofitnih najemnin. Slednje so se zaradi usklajevanja v skladu z odločbo ustavnega sodišča povišale maja lani za 15,6% in januarja letos za 5,2%. Najpočasneje pa so rastle cene hrane in brezalkoholnih pijač, ki so se v zadnjih dvanajstih mesecih do februarja 2004 v povprečju podražile le za 2,3%. Rast cen hrane bo tudi v prihodnje najverjetneje ostala nizka, saj bo ob vstopu v EU prišlo do znižanja uvoznih carin za tuje prehranske izdelke in do povečane konkurence na trgu.

Slika 2.2: Primerjava medletne inflacije po glavnih skupinah (v %)

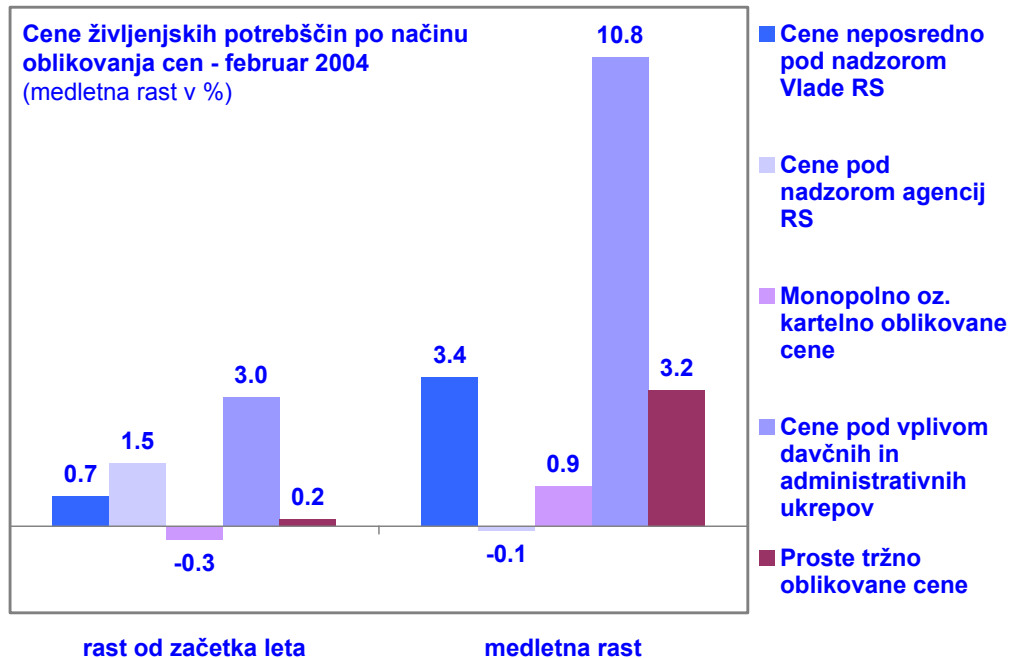


Vir: SURS, preračun ARC

- Precej bolj skladno z inflacijo kot v preteklosti so se gibale tudi **nadzorovane cene**. Rast nadzorovanih cen po večletnem obdobju ni bistveno prehitevala rasti prostih cen. Medletna rast nadzorovanih cen je znašala februarja letos 3,4%, rast prostih cen (očiščenih davčnih učinkov) pa 3,2%. K inflaciji so v letu 2003 manj prispevali tudi enkratni davčni učinki in drugi netržni ukrepi, kot na primer višje trošarine na tobak ter višje stopnje DDV na vino zaradi usklajevanja z EU, administrativni ukrepi, kot je bila odločitev Ustavnega sodišča, ki je povzročila zviševanje najemnin ter povišanje cen zdravil, do katerega je prišlo zaradi izrabe monopolnega položaja lekarn. Omenjeni netržni ukrepi so k inflaciji prispevali okrog 0,9 odstotne točke. Manj inflacijskih pritiskov iz naslova nadzorovanih cen je posledica doslednejšega izvrševanja načrta uravnavanja nadzorovanih cen. Pri uravnavanju nadzorovanih cen se je upoštevala že dosežena visoka skladnost relativnih cen glede na cene v euro območju. Zaradi uravnavanja cen ni prihajalo do slabšanja ekonomskega položaja podjetij, katerih cene so bile pod nadzorom. Uravnavanje cen, izvedeno na opisani način, je namreč vplivalo predvsem na racionalizacijo stroškov dela, ki v podjetjih, katerih cene so pod nadzorom, precej izstopajo navzgor. Podobno kot za lansko leto je tudi za letos Vlada RS pripravila načrt

uravnavanja nadzorovanih cen, po katerem skupna rast nadzorovanih cen ne bi presegla rasti prostih cen, posamezna povišanja cen pa naj ne bi bistveno odstopala od povišanja ravni prostih cen.

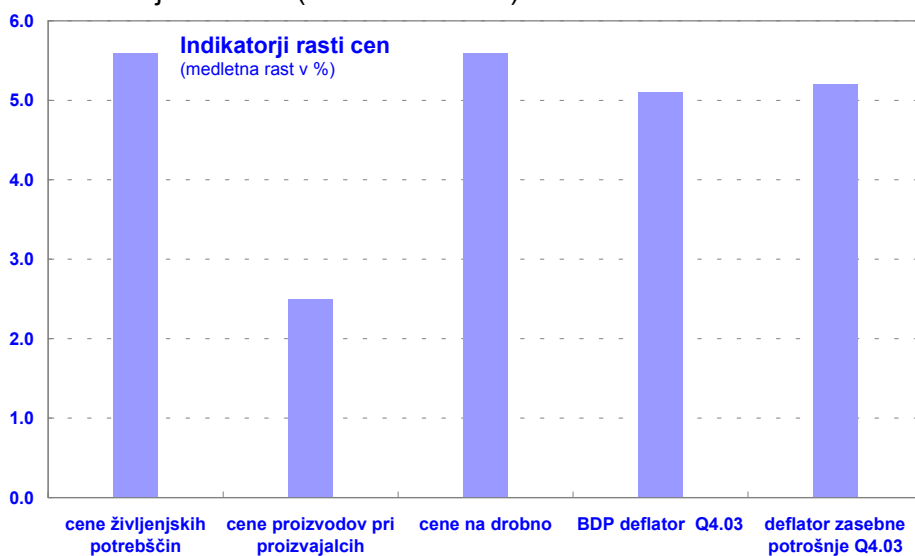
Slika 2.3: Rast cen življenjskih potrebščin glede na način oblikovanja cen (februar 2004)



Opomba: Iz skupine prosto tržno oblikovane cene smo izločili cene, ki so bile v zadnjih dvanajstih mesecih pod neposrednim vplivom davčnih in administrativnih ukrepov. V to skupino smo vključili naslednje proizvode: cigarete, vino, neprofitne najemnine in zdravila ki predstavljajo 6% vseh proizvodov v indeksu cen življenjskih potrebščin. Zaradi te spremembe se je ustrezno zmanjšal delež proizvodov, pri katerih se cene prosto oblikujejo in sicer z 78% na 72%. Struktura in deleži preostalih indeksov so ostali nespremenjeni.

Vir: SURS, preračun ARC.

Slika 2.4: Indikatorji rasti cen (december 2003)



Vir: SURS, preračun ARC.

2.2 Dejavniki inflacije v letu 2003

Zniževanje inflacije je poleg ustreznega delovanja ekonomskih politik posledica delovanja več dejavnikov. Mednje štejemo tako neugodne pogoje v domačem ekonomskem okolju kot odsotnost inflacijskih pritiskov iz tujine.

Ključno vlogo pri znižanju inflacije je imela koordinacija ekonomskih politik. V lanskem letu so vladne politike delovale bolj usklajeno pri procesu dezinflacije kot v preteklih letih in niso bistveno odstopale od načrtanih ukrepov. Banka Slovenije je vzdrževala relativno restriktivno denarno politiko, ki je omogočila, da ni bilo inflacijskih pritiskov denarne narave, Vlada RS pa je vzdrževala rast nadzorovanih cen v okviru inflacijskega cilja ter omejevala pritiske na inflacijo zaradi fiskalnih prilagoditev, hkrati pa je z začasnimi ukrepi prilagajala trošarine in tako izravnala nihanja v ceni nafte. Doslednejše izvajanje politike nadzorovanih cen in delna deindeksacija plač v javnem sektorju pa sta omogočila oblikovanje nižjih inflacijskih pričakovanj.

Manj inflacijskih pritiskov je bilo tudi zaradi neugodnih pogojev v domačem ekonomskem okolju. Upočasnjena gospodarska aktivnost, zaostreni pogoji na trgu dela ter umirjeno domače trošenje so enoznačno vplivali na zmanjšanje inflacijskih pritiskov. Zaradi pričakovanj o povečanju konkurence na trgu blaga in storitev ob vstopu v Evropsko unijo in ERM II so se znižala tudi inflacijska pričakovanja in posledično inflacija.

Znižanje inflacije je omogočila tudi odsotnost inflacijskih pritiskov iz tujine, saj je visoke cene nafte kompenziral šibak dolar. Nizki inflaciji v Evropski uniji ter v ZDA pa sta posredno vplivali na domačo inflacijo.

* * *

Odsotnost inflacijskih pritiskov iz mednarodnega okolja je prispevala k znižanju inflacije. Visoke cene nafte je kompenziral šibak dolar in uravnavanje trošarin na naftne derivate. Inflacija v Evropski uniji in ZDA ostaja na nizki ravni, saj zaradi upočasnjene gospodarske rasti in zaostrenih razmer na tamkajšnjem trgu dela ni inflacijskih pritiskov.

Inflacijski učinki povezani z visoko ceno nafte so bili prisotni predvsem v prvi polovici lanskega leta ter v marcu letos, ko se je cena surove nafte povzpela na eno od zgodovinsko

najvišjih ravni. V zadnjem letu so bile cene nafte na svetovnih trgih zelo volatilne in so, kljub drugačnim pričakovanjem, vztrajale na relativno visokih ravneh. V prvi polovici leta je cena nafte po napadu na Irak sicer padla, a je predvsem zaradi obnavljanja zalog nafte v ZDA ostala na visoki ravni. Cene nafte so bile v drugi polovici leta nekoliko nižje, a še vedno v zgornjem delu OPEC-ovega koridorja ciljne vrednosti za cene nafte med 22 in 28 USD/sod. Trenutno pa je cena nafte nad 32 dolarjev za sodček.

Šibak dolar glede na euro je delno nevtraliziral visoke cene nafte. Medvalutna razmerja so zaradi padanja vrednosti ameriškega dolarja preko nižjih cen surovin ugodno vplivala na uvozne cene in s tem na gibanje uvožene inflacije. Ameriški dolar je do eura v lanskem letu izgubil okrog 20% svoje vrednosti, tečaj eura pa je v povprečju leta 2003 znašal 1,13 ameriškega dolarja za euro. Najpomembnejša vzroka za padanje vrednosti ameriškega dolarja sta visoka primanjkljaja proračuna in zunanjetrgovinske bilance, počasno pa je tudi okrevanje trga dela v ZDA.

K nižji rasti domačih cen je v lanskem letu pripomogla tudi nizka inflacija v naših najpomembnejših trgovinskih partnericah, Evropski uniji in ZDA, ki se je gibala okrog 2%. Leta je bila in še naprej ostaja na nizki ravni predvsem zaradi upočasnjene gospodarske rasti.

Upočasnjena gospodarska aktivnost in zaostreni pogoji na domačem trgu dela so tudi v Sloveniji prispevali, da je bilo pritiskov na inflacijo manj. Plače so se prilagajale poslabšani konjunkturi in rasle relativno umirjeno, tudi po zaslugi nizke rasti plač v javnem sektorju. Domače končno povpraševanje je bilo umirjeno.

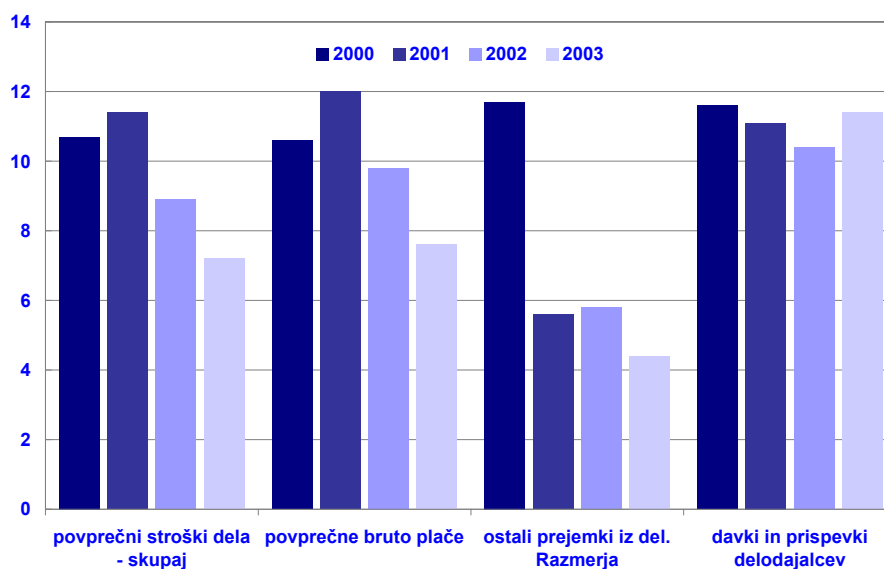
Zaostrene gospodarske razmere v lanskem letu doma in v tujini so preprečile dodatne inflacijske pritiske. Razkorak med potencialno in dejansko gospodarsko rastjo se je odrazil tudi na trgu dela. Lani so tako značilno počasi rasle plače, stagniralo pa je tudi zaposlovanje. Stroški dela v zasebnem sektorju so se relativno učinkovito prilagajali poslabšanim ekonomskim razmeram.

Zaostrene razmere na trgu dela so se odrazile tudi v gibanju **zaposlenosti**, ki je bilo v lanskem letu precej umirjeno in skladno z gibanjem gospodarske aktivnosti. Precej očiten je bil zastoj v prvi polovici leta ter postopno izboljševanje ob koncu leta. Ob tem se je tudi v drugi polovici leta predvsem v delovno intenzivnih panogah nadaljevalo zmanjševanje zaposlenosti s precej pesimističnimi izgledi glede skorajšnjega obrata na bolje. Negotove razmere pri zaposlovanju so še dodatno omejile pritiske na zvišanje stroškov dela in inflacijo.

Plače so v lanskem letu ob poslabšani konjunkturi rasle relativno umirjeno predvsem po zaslugi nizke rasti plač v javnem sektorju. Medletna stopnja rasti bruto plač je v povprečju znašala 7,6%, kar realno znaša 1,9%. Realna rast bruto plač v menjalnem sektorju je v

povprečju dvanajstih mesecev znašala 2,7% in je zaostajala za rastjo produktivnosti le za 0,5 odstotne točke. V javnem sektorju je bila v letu 2003 avgustovska uskladitev plač nadomeščena s premijo kolektivnega zavarovanja, sklenjen pa je bil še dogovor o usklajevanju osnovne plače in o regresu za obdobje 2004-2005, po katerem se bo v usklajevalnem mehanizmu upoštevala pričakovana domača inflacija, pričakovana inflacija v EU ter pričakovana rast tečaja tolarja do eura. Dogovora o usklajevalnem mehanizmu, ki bo veljal pri določanju plač v prihodnje v zasebnem sektorju, pa socialni partnerji še niso dosegli. Deindeksacija plač je že v lanskem letu, še v večji meri pa bo v prihodnje, omogočila postopno in vzdržno zniževanje inflacije.

Slika 2.5: Povprečni stroški dela (nominalna rast v %)



Vir: SURS, preračun ARC.

Domače povpraševanje je bilo v lanskem letu umirjeno in ni povzročalo dodatnih pritiskov na zviševanje cen. Ocenjujemo, da je postopno obnavljanje domačega končnega in predvsem investicijskega trošenja bolj kot začetek novega potrošniškega cikla posledica izredno nizke ravni porabe v zadnjih nekaj letih in hitrega zniževanja obrestnih mer. Ob tem je velik del domačega povpraševanja uvozno naravnane, tako da se povečano domače trošenje bolj kot v inflacijskih pritiskih odraža v krčenju presežka v menjavi s tujino. K ohranjanju relativno umirjenega trošenja gospodinjstev je v lanskem letu prispevala upočasnjena gospodarska rast, zaostrene razmere na trgu dela in strukturni dejavniki, kot na primer novo nastala potreba po pokojninskem varčevanju v okviru pokojninske reforme.

Pričakovanja v smeri povečanja konkurence zaradi vstopa v EU in odprave carin na prehrambene izdelke pritiskajo na zniževanje cen. Ob vstopu v Evropsko Unijo in ERM II so se oblikovala pričakovanja o povečanju konkurence na trgu blaga in storitev, delno zaradi vstopa samega, delno pa tudi zaradi odprave še zadnjih uvoznih carin za prehrambene izdelke iz držav Evropske Unije. Zaradi pričakovanj o povečanju konkurence ob vstopu v Evropsko unijo in ERM II se je pospešil tudi proces racionalizacije poslovanja v podjetjih in obvladovanja stroškov. Posledično so se znižala tudi inflacijska pričakovanja in inflacija.

Delovanje denarne in fiskalne politike je bilo v lanskem in v letošnjem letu bistveno bolj usklajeno pri procesu zniževanja inflacije.

Banka Slovenije je sledila zastavljenemu cilju postopnega in vzdržnega zniževanja inflacije. Banka Slovenije je vodila nespremenjeno denarno politiko, ki še nadalje temelji na prilagajanju obrestnih mer inflacijskim pričakovanjem in zapiranju nepokrite obrestne paritete tako z obrestnimi merami kot z dinamiko deviznega tečaja. Ustrezna raven realnih obrestnih mer in postopna stabilizacija deviznega tečaja so pripomogli, da **tudi v letošnjem letu ni bilo inflacijskih pritiskov denarne narave.**

Denarna politika Banke Slovenije bo še naprej usmerjena v zniževanje inflacije. Politika obrestnih mer bo do vstopa v ERM II usmerjena v postopno zniževanje nominalnih obrestnih mer. Politika tečaja bo postopno zniževanje nominalnih obrestnih mer spremljala z ustreznim zapiranjem obrestne paritete. Postopna konvergenca nominalnih obrestnih mer bo razliko med obrestnimi merami pri nas in v tujini približala toliko, da bo ob vstopu v ERM II možna stabilizacija tečaja.

K znižanju inflacije so prispevale tudi ustrežnejše ekonomske politike Vlade RS. Doslednejše izvajanje politike nadzorovanih cen in posledičen pritisk na zniževanje stroškov v podjetjih oziroma sektorjih, katerih cene so pod nadzorom, preprečevanje prenosa volatilnosti svetovnih cen nafte v domačo inflacijo ter zmernejše prilagoditve davčnih elementov, ki imajo neposredni učinek na inflacijo, so prispevali, da je bilo v letu 2003 in v začetku leta 2004 bistveno manj inflacijskih pritiskov kot v predhodnih letih. Vlada RS je dosledno izvajala načrt o nadzoru cen, ki je zasnovan tako, da povprečna rast nadzorovanih cen ne presega rasti prostih cen.

Diskrecijski ukrepi Vlade RS davčne narave so v lanskem letu prispevali k inflaciji okrog 0,6 odstotne točke, kar je bistveno manj kot v 2002, ko so ti k inflaciji prispevali kar 2,5 odstotnih točk. Pomembnejši davčni ukrep, ki je imel v lanskem letu neposredni učinek na inflacijo, je bilo dvakratno povišanje trošarin za cigarete in tobak, s skupnim učinkom na inflacijo v višini okrog 0,5 odstotnih točk. Poleg povišanja trošarin za cigarete je bila zvišana

tudi stopnja DDV za vino z 8,5% na 20%, kar je prispevalo k inflaciji dodatno okrog 0,1 odstotne točke. Oba ukrepa sta bila izvedena z namenom prilagajanja davčnih stopenj tistim, ki veljajo v EU.

Usmeritev vlade, da prepreči prenos volatilnosti svetovnih cen nafte v domačo inflacijo, se je izkazala za pravilno. Veliki nihaji cen nafte na svetovnih trgih se zaradi sprotnih prilagoditev **trošarin na naftne derivate** niso prenesli v povišanje domačih cen. V začetku leta je Vlada ob višanju cen nafte na svetovnih trgih zniževala trošarine in jih nato v drugi polovici leta zviševala, da je nadomestila izpad proračunskih sredstev, ki je nastal zaradi nižanja trošarin v preteklih mesecih.

Administrativni ukrepi, ki niso v pristojnosti Vlade RS, so k lanskim inflaciji dodatno prispevali še 0,3 odstotne točke. Med pomembnejše administrativne ukrepe, ki so prispevali k rasti cen v lanskem letu, prištevamo predvsem podražitev zdravil, ki je k inflaciji prispevala približno 0,1 odstotne točke ter uskladitev neprofitnih najemnin ne glede na sklenitev najemne pogodbe, ki je k inflaciji prispevala okrog 0,2 odstotne točke.

Okvir 2.1: Politika nadzorovanih cen

V Sloveniji je pod različnimi oblikami nadzora relativno majhen delež cen življenjskih potrebščin. Delež cen, ki so pod različnimi oblikami regulacije, je v Sloveniji najnižji² med novimi članicami EU in trenutno znaša 18% cen, zajetih v indeksu cen življenjskih potrebščin. Ločimo lahko dve glavni obliki regulacije: nadzorovane cene v pristojnosti Vlade RS in nadzorovane cene v pristojnosti neodvisnih agencij.

Večji del nadzorovanih cen lahko uvrstimo v štiri pomembnejše skupine:

- Cene energentov, kamor uvrščamo cene naftnih derivatov (regulacija cen je vezana na model prilagajanja domačih cen zunanjim tržnim pogojem) in elektrike (v pristojnosti Agencije za elektriko).
- Cene za komunikacijske storitve, kamor so uvrščene cene za telekomunikacijske storitve fiksne telefonije (v pristojnosti Agencije za radiodifuzijo), poštna storitve ter prispevki za cestnino in podobno.
- Cene komunalnih storitev, kjer je kljub večjemu številu ponudnikov osnovnih komunalnih storitev konkurenca omejena, zaradi lokalno monopolne strukture oblikovanja cen. To področje reguliranih cen je relativno najmanj urejeno zaradi pomanjkljivih meril za določanje cen ter pomanjkljive primerljivosti cen.
- Ostale nadzorovane cene, kot na primer cene učbenikov.

Glavna značilnost politike nadzorovanih cen v preteklih letih je bil pomanjkljiv nadzor in pomanjkanje konkurence, kar se je odrazilo v hitri rasti nadzorovanih cen v preteklih letih. V posameznih letih so nadzorovane cene bistveno prehitvale skupno inflacijo in proste cene, tudi za 10 do 15 odstotnih točk. Hitra rast nadzorovanih cen ni odražala temeljnih mikroekonomskih dejavnikov temveč predvsem neustrezno pomanjkljivo obvladovanje stroškov v teh podjetjih zaradi odsotnosti tržnih pritiskov in nizke elastičnosti povpraševanja na spremembe nadzorovanih cen.

Počasnejša rast nadzorovanih cen v letu 2003 kot v predhodnih letih je bila predvsem rezultat izvajanja manj prilagodljive politike regulacije. Takšna politika je podjetja v reguliranih sektorjih prisilila v večjo racionalnost poslovanja, saj je odpravila pričakovanja, da bi lahko stroškovno neučinkovitost

² Primerjava med državami kandidatkami za članstvo v EU je pokazala, da imela v letu 2001 Slovenija s 16% najnižji delež reguliranih cen v indeksu cen življenjskih potrebščin (gl. *Key Structural Challenges in the Acceding Countries*, Economic Policy Committee, Brussels, 29. april 2003).

nadomestili s pritiski za večje povišanje cen. V skladu s skupnim programom vstopa v ERM II in prevzemom eura je vlada sprejela načrt restriktivnega povišanja reguliranih cen v letu 2003.

- Ta je vključeval usmeritvi, da naj rast reguliranih cen v povprečju ne bi presegla rasti cen, ki se oblikujejo prosto, od takšne skupne rasti reguliranih cen pa naj ne bi bistveno odstopalo povišanje nobene cene posameznega proizvoda ali storitve iz te skupine.
- Poleg tega je vključeval tudi povišanja posrednih davkov (pri tekočih gorivih za prevoz in ogrevanje ter komunalne takse). Naštete usmeritve so ohranjene tudi v načrtu povišanja reguliranih cen v letih 2004 in 2005.
- Načrt predvideva, da bo Vlada na področju cen energentov nadomestila diskretno prilagajanje njihovih cen z modelom, s katerimi v rednih intervalih prilagaja drobnoprodajne cene spremembam cen energentov na svetovnem trgu. Vpliv velikega nihanja svetovnih cen nafte na inflacijo pa Vlada blaži s prilagajanjem trošarin na naftne derivate.

Omenjeni ukrepi so pripomogli k počasnejši rasti reguliranih cen, predvsem pa so zmanjšali njihova nihanja in s tem tudi sekundarne učinke njihovega naraščanja.

O vzdržnosti politike počasnejšega poviševanja reguliranih cen je mogoče sklepati tudi na podlagi analize poslovanja podjetij, ki so ponudniki proizvodov in storitev, katerih cene so pod različnimi oblikami regulacije. Indikatorji tako kažejo, da velika večina teh podjetij posluje pozitivno oziroma celo z visokimi dobički, hkrati pa kazalci stroškov, predvsem stroškov dela, kažejo, da je mogoče te stroške glede na povprečne stroške dela v Sloveniji še racionalizirati.

Analize kažejo tudi, da je raven cen večine blaga in storitev, ki so pod različnimi oblikami nadzora, primerljiva z minimumom, v nekaterih primerih pa celo s povprečjem cen v euro območju.

2.3. Ugodni izgledi za nadaljnje znižanje in ohranitev inflacije na nizki ravni

Izgledi za nadaljnje znižanje inflacije in stabilizacijo na nizki ravni ostajajo pozitivni. Kljub pričakovanemu povečanju trošenja, bo okrevanje domačega gospodarstva, pa tudi evropskega, le počasno. Zaradi povečanja konkurence bodo razmere na trgu dela ostale zaostrene, kar zmanjšuje inflacijske pritiske. Delna deindeksacija plač v javnem sektorju je spodbuden začetek za odpravo indeksacije plač, ki se bo morala "zgoditi" tudi v zasebnem sektorju. Glede na sprejeti "Skupni program za vstop v ERM II in prevzem evra" ni pričakovati bistvenih šokov s strani fiskalne politike in politike nadzorovanih cen. Zmerna restriktivnost denarne politike do vstopa v ERM II in kasnejša stabilizacija deviznega tečaja bosta omogočila postopno in vzdržno znižanje inflacijskih pričakovanj ter omogočila čim hitrejši prevzem eura.

3. DENARNA POLITIKA OD OKTOBRA 2003

3.1. Usmeritve denarne in tečajne politike

Strategija denarne politike Banke Slovenije je v letih 2003 in 2004 ostala nespremenjena in deluje v pogojih uravnava no drsečega tečaja. Izbira tega tečajnega režima Banki Slovenije omogoča voditi razmeroma neodvisno denarno politiko tudi v pogojih sproščenih kapitalskih tokov. Pri vodenju denarne politike z namenom zagotoviti zmerno rast denarja uporablja Banka Slovenije dve instrumentalni spremenljivki: obrestne mere svojih instrumentov in dinamiko deviznega tečaja. Obrestno mero prilagaja v skladu s potrebno stopnjo restriktivnosti t.j. z željeno stopnjo rasti denarnih agregatov, ter v odvisnosti od inflacijskih gibanj in inflacijskih pričakovanj. Uravnavanje dinamike deviznega tečaja zagotavlja zapiranje nepokrite obrestne paritete, ob upoštevanju premije za deželno in tečajno tveganje. Tako stopnja rasti tečaja tolarja do eura praviloma zapira razliko med domačimi in tujimi obrestnimi merami, razen za razliko, ki odraža pribitek za deželno tveganje. Le tako je mogoče preprečevati obrestno elastične pritoke oziroma odtoke tujega denarja in zagotoviti neodvisnost domače denarne politike.

Banka Slovenije in Vlada RS sta novembra 2003 sprejeli skupen program vstopa v ERM II in prevzem eura.³ V njem sta ugotovili, da je Slovenija v zadostni meri pripravljena za vstop v ERM II, opozorili na tveganja vstopa in predstavili potrebne prilagoditve ekonomske politike v času pred uvedbo eura. Skupaj se zavzemata za vstop v ERM II do konca leta 2004, ter za ustvarjanje pogojev, ki bodo zagotovili najkrajše možno obdobje bivanja v ERM II. S tem bo možen prevzem eura v začetku leta 2007.

3.2. Kontekst delovanja denarne in tečajne politike

Ugodni zunanji in notranji dejavniki so Banki Slovenije omogočili postopno zniževanje nominalnih obrestnih mer in zniževanje dinamike deviznega tečaja. Zaradi izravnane ponudbe s povpraševanjem na trgih tujega denarja ni bilo potrebe po pogostejših tečajnih intervencijah. Banka Slovenije je nadaljevala s procesom prilagajanja

³ Glej Program vstopa v ERM II in prevzem evra (november 2003), http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/ERM2%20BS_Vlada_200311.pdf

instrumentov denarne politike standardom ECB in se s tem pripravljala za vstop in bivanje v ERM II.

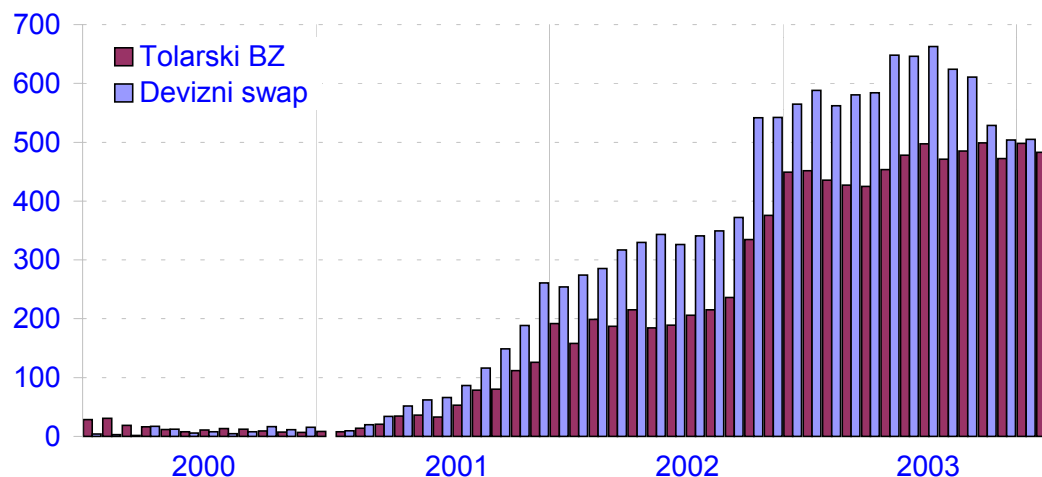
Zunanja dejavnika - tuje obrestne mere in rizična premija Slovenije, sta od sredine 2003 ostala nespremenjena in tako nista dodatno omejevala prostora za delovanje denarne politike. Obrestna mera ECB od junija 2003 ostaja nespremenjena in znaša 2,0%. Rizična premija Slovenije je do konca leta 2003 dokaj hitro padala, od tedaj pa se je trend upadanja bistveno upočasnil. Kot kaže so trgi že predhodno akceptirali vstop Slovenije v EU. Zaradi redkih tečajnih intervenc ni bilo pričakovanj o morebitnem večjem znižanju dinamike deviznega tečaja in s tem dodatnega padanja rizične premije.

Padanje inflacije in zmerno trošenje kažeta, da večjih inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja ni bilo. Inflacija se je postopoma zniževala in je septembra 2003 znašala 5,0%, marca 2004 pa 3,5% medletno. Tudi trend umirjanja ostalih kazalcev porasta cen (osnovna inflacija, cene na drobno) se nadaljuje, ugodne pa so tudi napovedi o rasti cen. Rast kontroliranih cen je v skladu z zavezo Vlade in je trenutno celo malo pod rastjo celotnega indeksa CPI. Rast zasebne potrošnje se sicer postopoma krepi in od drugega četrtletja 2003 prehitveva rast realnega BDP. V zadnjem četrtletju 2003 je rast zasebne potrošnje znašala 3,6%. Kljub temu v razmerah negativne proizvodne vrzeli ne pomeni večjega inflacijskega pritiska.

Obseg financiranja - zmerno kreditiranje, relativno varčevalno naravnana struktura denarnih agregatov ter šibki finančni pritoki - še ne kaže na potencialne inflacijske pritiske. Nekaj močnejše kreditiranje gospodinjstev in gospodarstva je posledica postopnega okrevanja gospodarske aktivnosti in je znašalo februarja pri gospodinjstvih 13,2%, pri gospodarstvu pa 19,5% medletno. Rast širokih denarnih agregatov se umirja in je februarja znašala že pod 6%. Rast M1 se postopoma krepi kot posledica nekaj močnejše aktivnosti in padanja inflacije. Finančni pritoki iz tujine so bili v zadnjem letu bolj ali manj izravnani s finančnimi odtoki.

Banka Slovenije je morala zaradi nadzora količine denarja in ob izravnanih plačilno bilančnih tokovih zagotavljati relativno visoko raven sterilizacijskih papirjev. Od konca leta 2002 raven tolarskih BZ ostaja bolj ali manj nespremenjena. Stanje tolarskih BZ je približno dvakrat večje od stanja primarnega denarja in predstavlja potencialno nevarnost presežne likvidnosti, zato je Banka Slovenije previdna pri zniževanju obrestnih mer. Ta likvidnost se lahko absorbira v primeru večjih plačilno bilančnih odlivov oziroma lahko podpre kreditno aktivnost, povezano z gospodarsko rastjo.

Slika 3.1: Stanje začasnega odkupa deviz pri Banki Slovenije in stanje blagajniških zapisov Banke Slovenije

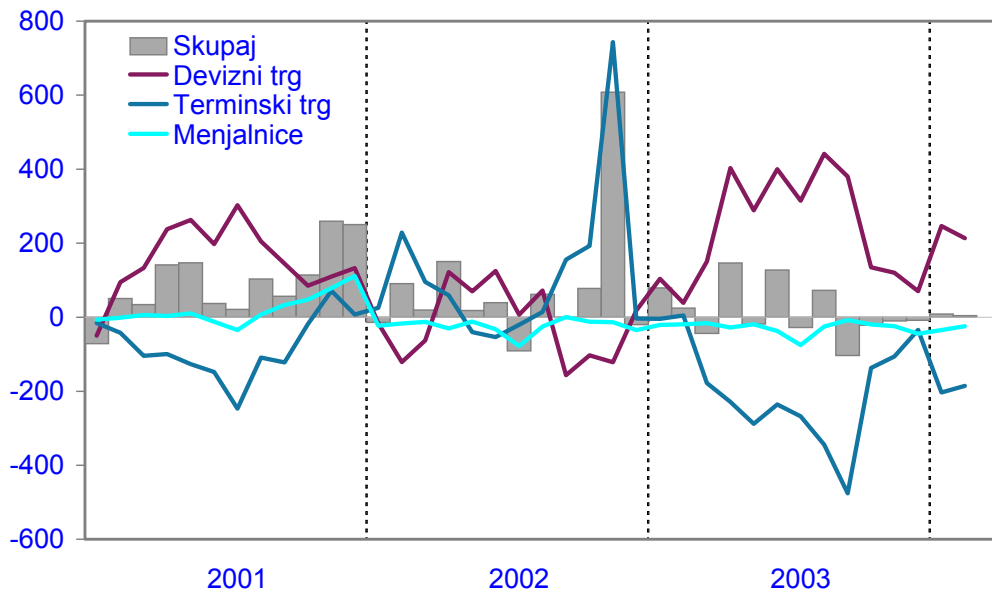


Vir: Banka Slovenije

Banka Slovenije je intervenirala na trgih tujega denarja le v primerih signaliziranja spremenjene željene dinamike deviznega tečaja. Od oktobra 2003 do februarja 2004 je skupno povpraševanje na trgih tujega denarja presegalo skupno ponudbo le za 28 mio EUR. Večjih presežkov oziroma primanjkljajev tujega denarja tudi v krajših obdobjih ni bilo. Ker zato ni bilo večjih pritiskov na devizni tečaj tudi ni bilo potreb po pogostejših tečajnih intervencijah Banke Slovenije. Banka Slovenije je tem obdobju le nekajkrat (štirikrat, skupno 11 dni) signalizirala željeno (nižjo) dinamiko deviznega tečaja. Željena tekoča letna dinamika deviznega tečaja se je znižala z 2,8% septembra 2003 na 1,75% aprila 2004.

Z zniževanjem stanja deviznega swapa, prilagajanjem instrumenta obveznih rezerv standardom ECB in odpravo vseh omejitev na devizno kreditiranje se je Banka Slovenije prilagajala na bivanje v ERM II. Banka Slovenije je od oktobra 2003 omogočala bankam, da poleg deviz iz 270 dnevnega deviznega swapa dokončno prodajo tudi del deviz iz 7 dnevnega deviznega swapa. Banke so tako od oktobru 2003 do konca marca 2004 dokončno prodale Banki Slovenije za 248,0 mrd SIT deviz, stanje deviznega swapa (skupno 270 dnevnega in 7 dnevnega) pa se je zmanjšalo za 238,4 mrd SIT. 270 dnevni devizni swap se je dokončno sprostil decembra, konec marca pa je stanje 7 dnevnega deviznega swapa znašalo 385,8 mrd SIT in je bilo že nižje kot stanje tolarskih BZ.

Slika 3.1: Presežna ponudba deviz na trgih tujega denarja



Vir: Banka Slovenije

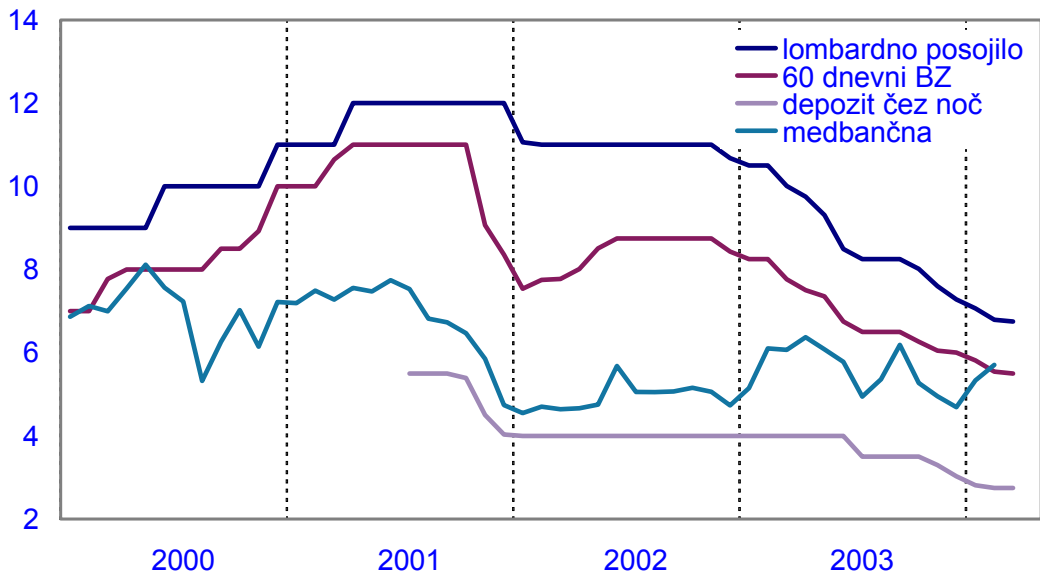
3.3. Delovanje Banke Slovenije od oktobra 2003

Banka Slovenije je od konca septembra 2003 večkrat znižala obrestne mere svojih instrumentov. Tako so se obrestne mere v tem obdobju znižale za:

- refinanciranje pri Banki Slovenije s 5,5% na 4,25% (za 1,25 odstotne točke),
- naložbe pri Banki Slovenije s 4,0% na 2,75% (za 1,25 odstotne točke),
- 7 dnevni devizni swap s 3,5% na 2,25% (za 1,25 odstotne točke),
- 7 dnevni obratni devizni swap z 3,0% na 1,75% (za 1,25 odstotne točke),
- lombardno posojilo z 8,25% na 6,25% (za 2 odstotni točki),
- 60 dnevne tolarske BZ s 6,5% na 4,75% (za 1,75 odstotne točke),
- 270 dnevne tolarske BZ s 7,5% na 5,0% (za 2,5 odstotne točke) in
- depozit čez noč s 3,5% na 2,5% (za 1 odstotno točko).

Banka Slovenije je zniževala obrestne mere na svoje instrumente zaradi vzdržnega padanja inflacije in inflacijskih pričakovanj. Inflacija je od septembra 2003 do marca 2004 padla s 5,0% na 3,5%. Ob zniževanju nominalnih obrestnih mer so se realne obrestne mere ohranjale na ustrezno visoki ravni med 1% in 2%.

Slika: 3.3: Obrestne mere Banke Slovenije



Vir: Banka Slovenije

Banka Slovenije je hkrati z zniževanjem obrestnih mer postopoma zniževala željeno dinamiko deviznega tečaja in s tem zapirala obrestno pariteto. Željena dinamika deviznega tečaja je od septembra 2003 do aprila 2004 padla z 2,8% na 1,75%. Spremenjena dinamika je bila dosežena s pomočjo tečajnih intervencij (določanja izhodiščnega deviznega tečaja), ki so bile novembra (signalizirana dinamika 2,5%), januarja (2,25%), februarja (2,0%) in aprila (1,75%). Banka Slovenije ob zniževanju obrestnih mer ni vedno sočasno zniževala željene dinamike deviznega tečaja. S tem je zapirala obrestno pariteto in jo prilagajala znižanju premije za tveganje. Obrestno pariteto je tako zapirala v oktobru 2003 ter v marcu in aprilu 2004 z večjim znižanjem pri obrestnih merah kot pri tečajni dinamiki. Z znižanjem cene deviznega swapa zmanjšala stroške bank pri pridobivanju tolarske likvidnosti z začasno monetizacijo, saj se je razlika med ceno deviznega swapa in željeno dinamiko deviznega tečaja znižala z 0,7 na 0,5 odstotne točke.

Znižanje obrestnih mer 270 dnevni tolarskih BZ je bilo skupno za 0,75 odstotne točke večje kot pri 60 dnevni tolarskih BZ. Z intenzivnejšim zniževanjem obrestnih mer na tolarske BZ daljših ročnosti je Banka Slovenije prilagajala naklon krivulje obrestnih mer razmeram na trgu in skušala omejiti stanje 270 dnevni tolarskih BZ, ki je konec februarja znašalo že skoraj 90% stanja vseh tolarskih BZ. Banka Slovenije je dodatno omejila vpis 270 dnevni TBZ s stanjem deviznega swapa pri centralni banki.

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 2002								
januar					7,5	5,0	4,0	3,25
januar	0,25	0	0	0	7,75	5,0	4,0	3,25
marec	0,25	0	0	0	8,0	5,0	4,0	3,25
april	0,25	-0,25	-0,25	0	8,25	4,75	3,75	3,25
maj	0,5	0	0	0	8,75	4,75	3,75	3,25
december	-0,5	-0,25	-0,25	-0,5	8,25	4,5	3,5	2,75
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
oktober	-0,25	0	0	0	6,25	3,5	2,8	2,0
november	-0,25	-0,5	-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

Vir: Banka Slovenije

Sproščanje likvidnosti iz 360 dnevni tolarskih BZ v zadnjem četrtletju 2003 ni bilo nevtralizirano prek ponovne izdaje 360 dnevni tolarskih BZ, temveč prek posebnih izdaj 270 dnevni tolarskih BZ. Banka Slovenije je izdala 360 dnevne tolarske BZ, da je lahko sterilizirala presežno likvidnost ob velikih finančnih pritokih ob koncu leta 2002. S posebnimi ponodbami 270 dnevni tolarskih BZ, katerih obrestna mera je bila določena na ravni izklicne pri običajnih ponodbah, je v veliki meri nevtralizirala učinke zapadanja 360 dnevni tolarskih BZ. Od oktobra do decembra je zapadlo za 220 mrd SIT 360 dnevni tolarskih BZ, s posebnimi ponodbami 270 dnevni tolarskih BZ pa je bilo absorbirano za 173 mrd SIT presežne likvidnosti. Pri tem je Banka Slovenije zapadanje teh instrumentov razpršila med 8 in 10 meseci ter s tem zagotovila bolj uravnoteženo zapadanje likvidnosti in lažjo sterilizacijo v letu 2004.

Banka Slovenije se je v prvih mesecih 2004 aktivno odzivala na bolj zaostrene likvidnostne razmere. To se je kazalo v povečevanju medbančnih obrestnih mer in večjem povpraševanju po posojilih Banke Slovenije. Razlogi za slabšo likvidnost so bili:

- manjši plačilno bilančni pritoki od pričakovanih in zato skromni devizni presežki, ki bi jih banke lahko prodale Banki Slovenije in

- razmeroma majhno dospevanje tolarških BZ.

Banka Slovenije je zato kvote na avkcijah in obrestne mere 7 dnevne repoja in kvote na avkcijah 270 dnevne tolarških BZ aktivno prilagajala razmeram na trgu. Zaradi majhnega zanimanja na dnevne avkcijah 7 dnevne repoja je bil instrument v začetku januarja začasno ukinjen. Ob poslabšani likvidnostni situaciji ob koncu januarja pa je Banka Slovenije instrument zopet aktivirala. Obrestna mera 7 dnevne repoja odraža razmere na trgu in se nahaja med obrestno mero lombardnega posojila in obrestno mero 60 dnevne tolarških BZ. Od 15. marca 2004 kvote niso več količinsko omejene. Poleg tega je marca dvakrat znižala obrestne mere na 270 dnevne tolarške BZ (0,75 odstotne točke) in enkrat znižala obrestne mere na 60 dnevne tolarške BZ (0,25 odstotne točke). S tem je znižan oportunitetni strošek držanja presežne likvidnosti, kar posledično izboljšuje likvidnost.

Okvir 3.1: Kronološki pregled delovanja Banke Slovenije na monetarnem področju v letih 2003 in 2004

13. januar 2003

- Sprejet je sklep o prenehanju prodaje 360-dnevne tolarških blagajniških zapisov.

29. januar 2003

- Začasno se zapre ponudba za začasni odkup blagajniških zapisov BS v tujem denarju z obveznim povratnim odkupom čez dva meseca.

12. marec 2003

- Banka Slovenije zniža stopnjo rasti interventnega deviznega tečaja s 3,5% na 3,0%. Zniža obrestno mero refinanciranja pri Banki Slovenije s 7,25% na 6,75% in obrestno mero naložb pri Banki Slovenije s 5,25% na 5,00%. Znižana je tudi cena začasnega nakupa deviz od bank s 4,5% na 4,0% in cena začasne prodaje deviz z 2,5% na 2,0%. Znižane so obrestna mera za 60-dnevne tolarške blagajniške zapise z 8,25% na 7,50%, obrestna mera za 270-dnevne tolarške blagajniške zapise z 9,5% na 8,75%, izhodiščna obrestna mera za 7-dnevni REPO deviznih blagajniških zapisov na 8,25% in lombardna obrestna mera na 9,75%.

25. marec 2003

- Banka Slovenije preneha intervenirati na deviznem trgu z določanjem dinamike rasti interventnega deviznega tečaja.

3. - 7. april 2003

- Banka Slovenije intervenira na deviznem trgu z določanjem dinamike rasti interventnega deviznega tečaja v smeri zapiranja obrestne paritete.

14. maj 2003

- Banka Slovenije zniža tako pasivne kot aktivne obrestne mere za svoje instrumente. Na pasivni strani zniža obrestno mero za 60 dnevne tolarške blagajniške zapise s 7,50% na 7,25% in obrestno mero za 270 dnevne tolarške blagajniške zapise z 8,75% na 8,25%. Na aktivni strani pa zniža obrestno

mero za začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju z 8,25% na 8,0% in obrestno mero za lombardno posojilo z 9,75% na 9,0%.

11. junij 2003

- Banka Slovenije ponovno zniža aktivne in pasivne obrestne mere za svoje instrumente. Za lombardno posojilo se zniža z 9,0% na 8,25%, za začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju z 8,0% na 7,25%. Zniža se tudi obrestna mera za 60 dnevne tolarške blagajniške zapise s 7,25% na 6,50% in za 270 dnevne tolarške blagajniške zapise z 8,25% na 7,50%. Zniža se tudi obrestna mera za začasni odkup deviz s 4,00% na 3,50%. Ob taki prilagoditvi obrestnih mer se razlike med domačimi in tujimi obrestnimi merami zmanjšujejo za 0,25 odstotne točke.

30. junij 2003

Svet Banke Slovenije sprejme spremembo sklepa o najmanjšem obsegu likvidnosti, ki jo mora zagotavljati poslovna banka. Namen spremembe je omogočiti bankam učinkovitejšo uporabo domačih deviznih virov za kreditiranje gospodarstva.

1. julij 2003

- Banka Slovenije zniža obrestno mero za vezavo depozita pri Banki Slovenije čez noč s 4,0% na 3,5%.

9. - 23. julij 2003

- Banka Slovenije intervenira na deviznem trgu z zniževanjem dinamike rasti interventnega deviznega tečaja.

26. - 28. avgust 2003

- Banka Slovenije z interveniranjem na deviznem trgu zniža raven izhodiščnega deviznega tečaja, pri tem pa ohrani nespremenjeno dinamiko rasti interventnega deviznega tečaja.

Avgust 2003

Banka Slovenije dokončno odkupi od bank za 15,0 mrd SIT deviz.

September 2003

Banka Slovenije dokončno odkupi od bank za 15,0 mrd SIT deviz.

3. oktober 2003

- Banka Slovenije zniža obrestne mere na 60-dnevne tolarske blagajniške zapise s 6,50% na 6,25%, za 270 dnevne tolarske blagajniške zapise s 7,50% na 7,25%, za začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju s 7,25% na 7,0% in za lombardno posojilo z 8,25% na 8,0%.

24. oktober

- Banka Slovenije zniža ceno deviznega swapa s 3,5% na 3,25% in obratnega deviznega swapa z 2,0% na 2,75%.
- Banka Slovenije ukine omejitve na devizno kreditiranje, ki so bile uvedene v maju 2000.

Oktober 2003

Banka Slovenije dokončno odkupi od bank za 18,1 mrd SIT deviz.

7. november 2003

Banka Slovenije zniža ceno deviznega swapa s 3,25% na 3,0% in obratnega deviznega swapa z 1,75% na 1,5%. Znižane so obrestne mere za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise s 6,25% na 6,0%, za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 7,25% na 7,0%, na 7 dnevni repo s 7,0% na 6,75%, za depozit čez noč s 3,5% na 3,25% in na lombardno posojilo z 8,0% na 7,5%.

10. - 11. november 2003

Banka Slovenije intervenira na deviznem trgu in zniža dinamiko deviznega tečaja z 2,8% na 2,5%.

November 2003

Banka Slovenije dokončno odkupi od bank za 88,4 mrd SIT deviz.

5. december 2003

Banka Slovenije zniža obrestne mere za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 7,0% na 6,75%, za depozit čez noč s 3,25% na 3,0% in na lombardno posojilo s 7,5% na 7,25%.

December 2003

Banka Slovenije dokončno odkupi od bank za 22,6 mrd SIT deviz.

9. januar 2004

- Banka Slovenije zniža ceno deviznega swapa s 3,0% na 2,75% in obratnega deviznega swapa z 1,5% na 1,25%. Znižane so obrestne mere za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise s 6,0% na 5,75%, za 270-

dnevne tolarske blagajniške zapise s 6,75% na 6,5%, za depozit čez noč s 3,0% na 2,75% in na lombardno posojilo s 7,25% na 7,0%.

- Banka Slovenije nadaljuje s prilagajanjem instrumenta obveznih rezerv sistemu ECB.
- Banka Slovenije začasno umakne ponudbo za 7 dnevni repo, saj že nekaj časa ni povpraševanja po tem instrumentu. Instrument se lahko spet aktivira, če obstaja potreba.

12. - 16. januar 2004

Banka Slovenije intervenira na deviznem trgu in zniža dinamiko deviznega tečaja z 2,5% na 2,25%.

6. februar 2004

Banka Slovenije zniža ceno deviznega swapa z 2,75% na 2,5% in obratnega deviznega swapa z 1,25% na 1,0%. Znižane so obrestne mere za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise s 5,75% na 5,5%, za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 6,5% na 6,25% in na lombardno posojilo s 7,0% na 6,75%.

9. - 10. februar 2004

Banka Slovenije intervenira na deviznem trgu in zniža dinamiko deviznega tečaja z 2,25% na 2,0%.

Februar 2004

Banka Slovenije dokončno odkupi od bank za 52,3 mrd SIT deviz.

5. marec 2004

Banka Slovenije zniža obrestno mero na 270 dnevne tolarske BZ s 6,25% na 5,75%.

18. marec 2004

Banka Slovenije zniža obrestno mero na 270 dnevne tolarske BZ s 5,75% na 5,5% ter na 60 dnevne tolarske BZ s 5,5% na 5,25%.

2. april 2004

Banka Slovenije zniža ceno deviznega swapa z 2,5% na 2,25% in obratnega deviznega swapa z 1,0% na 0,75%. Znižane so obrestne mere za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise s 5,5% na 4,75%, za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 5,5% na 5,0%, na lombardno posojilo s 6,75% na 6,25% in na depozit čez noč z 2,75% na 2,5%.

7. - 8. april 2004

Banka Slovenije intervenira na deviznem trgu in zniža dinamiko deviznega tečaja z 2,0% na 1,75%

4. PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ DO KONCA LETA 2006⁴

Gospodarska rast se bo letos pričela krepiti. V letu 2004 bo BDP porasel za okoli 3,1%, ob okrevanju svetovnega gospodarstva ter relativno močnemu domačemu povpraševanju pa se bo rast BDP do leta 2006 postopoma povečevala. Umirjanje inflacijskih stopenj se bo nadaljevalo, rast cen pa se bo do konca leta 2005 stabilizirala na ravni pod 3%. Iz napovedi izhaja, da bo stopnja rasti cen ob koncu letošnjega leta znašala okoli 3,2%, ob koncu leta 2005 2,8%, približno na tej ravni pa bo inflacija ostala tudi 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 pogoje financiranja analiziramo v četrtem in petem delu. V zadnjem delu predstavljamo napovedi gibanja cen. Povzetek napovedi in primerjavo z ocenami iz oktobra 2003 prikazujemo v tabeli 4.8 na koncu poglavja.

4.1 Mednarodno okolje

Rast svetovnega gospodarstva naj bi se letos okrepila, cene nafte in primarnih surovin pa bodo ostale na relativno visoki ravni. Pričakovanja glede gospodarske rasti v euro območju so v zadnjih nekaj mesecih dokaj optimistična. Izvozna aktivnost naj bi bila, kljub močnemu euru, osnovno gonilo gospodarske rasti. Domače trošenje v euro območju se bo predvsem zaradi neugodnih razmer na trgu dela krepilo nekoliko počasneje. Zaradi postopnega okrevanja svetovnega gospodarstva ne pričakujemo večjih cenovnih pritiskov v tujini s strani povpraševanja. Trenutne visoke ravni cen nafte in primarnih surovin, merjene v USD, se zaradi šibkega dolarja ne odražajo v višjih uvoznih cenah in naj bi se postopoma umirjale. Ponudbeni dejavniki, predvsem geopolitične napetosti v državah proizvajalkah primarnih surovin ter omejevanje kvot za črpanje nafte, ki poleg močnega povpraševanja po primarnih surovinah povzročajo visoke ravni cen primarnih surovin in nafte, bodo tudi v

⁴ Napovedi so bile narejene na podlagi podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 15. marca 2004. Projekcija makroekonomskih dejavnikov, predstavljena v tem poglavju, sloni na predpostavkah o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja in na nekaterih domačih dejavnikih, ki so pogojeni z odločitvami ekonomskih politik. Domači dejavniki, ki so pod vplivom ekonomskih politik, in so eksogeno vključeni v proces izdelave napovedi, so gibanje tečaja tolarja, trošenje in investiranje javnega sektorja, plače v javnem sektorju, gibanje nadzorovanih cen in druge spremenljivke fiskalne narave.

prihodnje predstavljali najpomembnejši dejavnik tveganja, ki bi lahko povzročil občutnejše inflacijske pritiske iz tujine.

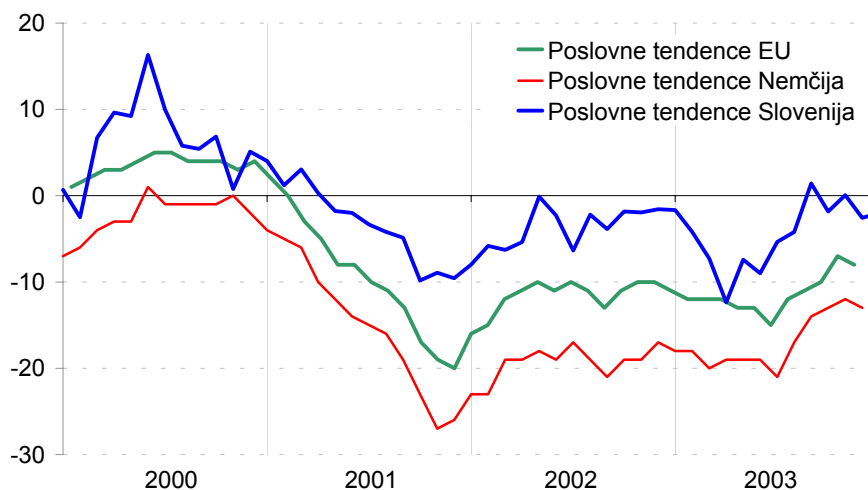
Tabela 4.1: Eksogene spremenljivke iz mednarodnega okolja

	2001	2002	2003	2004			2005			2006		
				Okt 03	Apr 04	razlika	Okt 03	Apr 04	razlika	Okt 03	Apr 04	razlika
Tuje povpraševanje	4,5	2,7	2,6	6,0	4,7	-1,3	6,0	5,6	-0,4	...	5,6	...
USD/EUR	0,90	0,94	1,13	1,10	1,26	0,16	1,10	1,26	0,16	...	1,26	...
Nafta USD/sodček	24,4	25,0	28,8	27,0	29,0	2,0	27,0	27,0	0,0	...	26,0	...
Primarne surovine	-6,5	4,6	11,3	3,0	10,0	7,0	3,0	3,0	0,0	...	3,0	...
Inflacija v EMU	2,6	2,2	2,1	2,0	1,8	-0,2	2,0	1,7	-0,3	...	1,7	...
PPI Nemčija	1,3	-0,3	1,7	0,6	0,6	0,0	0,6	1,2	0,6	...	1,2	...
EURIBOR 3m	4,3	3,3	2,3	2,4	2,4	0,0	3,0	2,6	-0,4	...	2,9	...

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 večinoma predpostavili enake vrednosti, kot znašajo napovedi za leto 2005.

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

Slika 4.1: Poslovne tendence v Sloveniji in tujini



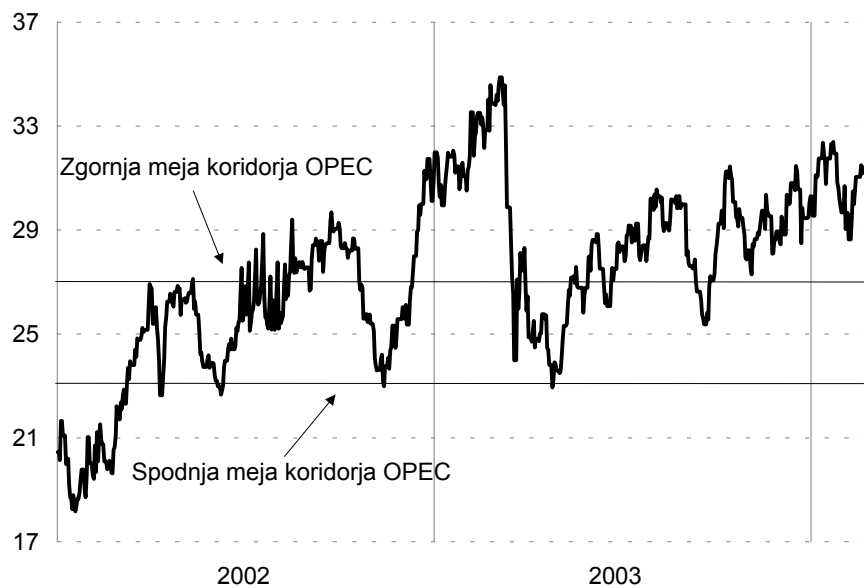
Vir: SURS

Tuje povpraševanje se bo letos in v naslednjem letu povečalo. To potrjujejo kazalci zaupanja v pomembnejših zunanjetrgovinskih partnericah v zadnjih nekaj mesecih – ti dosegajo najvišjo raven v zadnjih dveh letih – in rahlo okrevanje gospodarske rasti ob koncu lanskega in v začetku tega leta. Gospodarska rast v partnericah iz euro območja naj bi letos kljub močnemu euru zaradi hitre rasti v ostalem delu svetovnega gospodarstva temeljila predvsem na povečanem izvozu. Domače povpraševanje v euro območju bo raslo tudi

zaradi povečane kupne moči, povezane z apreciacijo eura, a bo zaradi negotovih razmer na trgu dela ostalo relativno skromno. Tako bo rast evropskega gospodarstva tudi v prihodnje precej nižja kot v ZDA in v Aziji. Zaradi odpravljanja fiskalnih neravnotežij in visokih primanjkljajev v tekočem računu plačilne bilance pričakujemo nekoliko bolj umirjeno povpraševanje iz držav vzhodne in jugovzhodne Evrope v primerjavi s preteklimi leti.

Upoštevali smo predpostavko, po kateri bo euro v prihodnjih treh letih vreden 1,26 ameriškega dolarja. Analitiki so mnenja, da znaša dolgoročno ravnotežje med USD in EUR približno 1,26 EUR/USD, kar je enako povprečju prvih dveh mesecev 2004. Takšno vrednost, ki predstavlja za skoraj 15% večjo vrednost eura glede na tisto iz zadnjih napovedi, smo uporabili kot tehnično predpostavko o ravni medvalutnih razmerij v celotnem obdobju projekcij.

Slika 4.2: Gibanje cen nafte v obdobju januar 2002 – februar 2004 (nafta Brent, USD/sod)



Vir: Reuters

Predvidevamo, da bodo cene nafte letos v povprečju znašale 29 USD/sod in se nato postopoma zniževale. Trenutna gibanja ne odražajo le povečanega povpraševanja, šibkega dolarja in nizkih ravni zalog nafte, temveč tudi odločenost držav članic OPEC, da na strani ponudbe vztrajajo pri nizkih količinah načrpane nafte. K pričakovanemu postopnemu umirjanju cen nafte proti sredini ciljnega koridorja bosta prispevala postopna rast svetovnega gospodarstva in velika verjetnost, da OPEC pri nadzoru nad načrpano količino nafte zaradi nizke izkoriščenosti kapacitet v Iraku ne bo več tako uspešen kot v zadnjih nekaj mesecih. Poleg tega naj bi tudi nečlanice OPEC-a močno povečale svojo proizvodnjo. Sklenjene

pogodbe kažejo, da se bo postopno upadanje cen nafte nadaljevalo v letu 2005. Tudi za leto 2006 smo predvideli upadanje cen nafte, ki bodo ostale v gornji polovici OPEC-ovega koridorja.

Rast cen primarnih surovin bo v letu 2004 znašala okoli 10% in se bo po predvidevanjih umirila šele v letih 2005 in 2006. Po kratki umiritvi v sredini lanskega leta so ob koncu lanskega in v začetku tega leta stopnje rasti dolarskih cen primarnih surovin dosegale ravni blizu 20%. Pri tem v zadnjega pol leta najhitreje rastejo cene kovin. Takšna gibanja so predvsem posledica šibkega dolarja, močnega povpraševanja po surovinah s strani Kitajske ter okrevanja svetovnega gospodarstva. Zato predvidevamo, da se bo rast cen primarnih surovin nadaljevala tudi v letu 2005, a z upočasnjeno dinamiko v primerjavi z zadnjim letom in pol.

Cene v euro območju se v zadnjem obdobju gibljejo pod ravni 2%. Pričakujemo, da bo stopnja rasti cen življenjskih potrebščin tudi v prihodnje pod ciljno vrednostjo ECB (2%). Največ bo k temu prispevala višja vrednost eura, ki bo delovala v nasprotni smeri od visokih cen energentov in primarnih surovin ter zvišanj nekaterih posrednih davkov, ki so napovedana za letos. Zaradi počasnega okrevanja gospodarstva ni zaznati pričakovanj o inflacijskih pritiskih s strani povpraševanja. Napovedi tujih institucij o rasti cen proizvajalcev v Nemčiji za leto 2004 so glede na predpostavke iz jesenskih napovedih, ostale nespremenjene. Visoko raven cen energentov in ostalih primarnih surovin bo v letu 2004 še kompenziral močan euro, v letu 2005 pa bodo cene proizvajalcev porasle nekoliko občutneje.

Obrestne mere na EUR se bodo le postopno zviševale. Od lanskega poletja naprej je bil prisoten rahel trend zviševanja obrestnih mer na EUR, ki pa se je ob koncu leta 2003 ustavil. Na zelo kratek rok analitiki pričakujejo celo znižanje obrestnih mer ECB. V nekoliko daljšem obdobju oziroma v začetku leta 2005 pa naj bi se obrestne mere zvišale za okoli četrtno odstotne točke predvsem zaradi okrevanja gospodarstva in kljub relativno nizki rasti cen. Enako zvišanje se pričakuje tudi v letu 2006.

4.2 Aktivnost, zaposlenost in plače

Gospodarska aktivnost v Sloveniji se bo v obdobju do leta 2006 krepila. Kljub nizki gospodarski rasti v 2003 so ocene rasti BDP glede na prejšnje napovedi ostale domala nespremenjene. Pri tem bo glede na predhodne napovedi prišlo do sprememb v dejavnih gospodarske rasti. Domača gospodarska aktivnost bo v letu 2004 rasla hitreje kot v

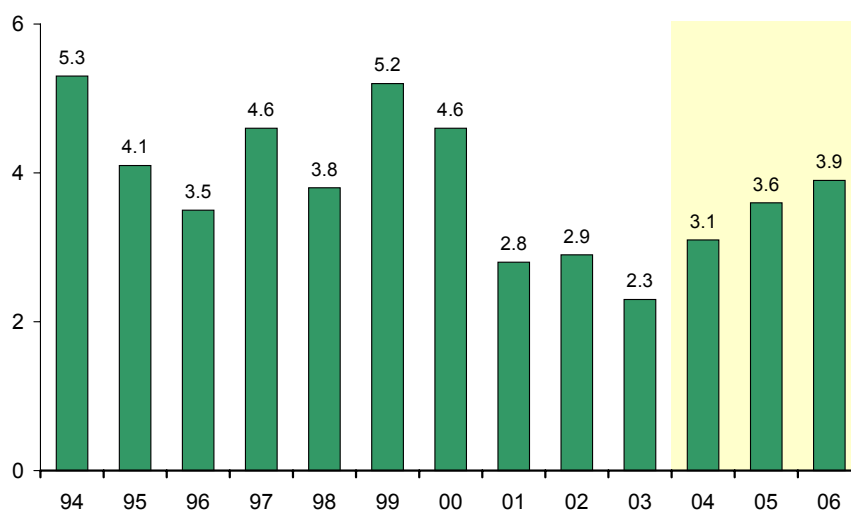
prejšnjem letu, saj se bo BDP po naših ocenah povečal za okoli 3,1%. Ob postopnem okrevanju v tujini in relativno visoki ravni domačega trošenja, bo dinamika gospodarske aktivnosti postopoma naraščala in se bo do leta 2006 približala rasti okrog 4%. S tem se bo nadaljeval proces realne konvergence k povprečju EU, saj bo gospodarska rast v Sloveniji hitrejša v primerjavi z rastjo v EU.

Tabela 4.2: Gospodarska aktivnost, zaposlenost in plače

				Napoved			2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napovedi		razlika	Napovedi		razlika	Napovedi		razlika
							predhodne	nove		predhodne	nove		predhodne	nove	
	realne letne stopnje rasti v %														
Realni BDP	2.8	2.9	2.3	3.1	3.6	3.9	3.2	3.1	-0.1	3.6	3.6	0.0	...	3.9	...
BDP/prebivalca (v EUR)	10,801	11,508	12,052	12,491	13,304	14,215	12,765	12,491	-274	13,595	13,304	-291	...	14,215	...
Zaposlenost	1.0	0.4	-0.4	0.4	0.5	0.8	0.1	0.4	0.3	0.1	0.5	0.4	...	0.8	...
Neto plače	3.1	2.1	2.2	1.8	2.3	2.1	2.3	1.8	-0.5	2.3	2.3	0.0	...	2.1	...
Produktivnost	1.8	2.5	2.7	2.7	3.1	3.1	3.1	2.7	-0.4	3.4	3.1	-0.3	...	3.1	...

Vir: ARC

Slika 4.3: Gospodarska aktivnost (realna rast BDP v %)



Vir: ARC

Na trgu dela pričakujemo v skladu z izboljšanimi gospodarskimi razmerami nekoliko bolj ugodna gibanja. Šibka konjunktura je bistveno prispevala k zaostrenim razmeram na trgu dela v letu 2003. Pri napovedi zaposlenosti v prihodnjih letih smo upoštevali postopno obnovitev gospodarske rasti, pa tudi povečano konkurenco in s tem možne težave predvsem v delovno intenzivnih dejavnostih ob in po vstopu v EU. Prav te predstavljajo največji vir tveganja pri napovedi gibanja zaposlenosti v zasebnem sektorju. Načrti glede zaposlovanja v javnem sektorju predvidevajo relativno visoko rast zaposlenosti predvsem zaradi povečanih potreb po zaposlovanju ob vzpostavljanju schengenske meje in vstopu v NATO.

V prihodnjih letih pričakujemo umirjeno rast plač. Realne plače se bodo povečevale po okoli 2% letno, njihova rast bo tako zaostajala za predvideno rastjo produktivnosti. K temu bo največ prispevala pričakovana nizka rast plač v javnem sektorju. Na podlagi doseženega sporazuma o usklajevanju izhodiščnih plač v javnem sektorju, kjer sta upoštevani pričakovani stopnji rasti cen v Sloveniji in v EU ter rast tečaja tolarja do eura, ocenjujemo, da rast realnih plač v javnem sektorju v letu 2004 ne bo višja od 0,5%, v letu 2005 pa ne bo občutneje presegala 1%. Čeprav dogovor sindikatov zasebnega sektorja z delodajalci glede usklajevanja izhodiščnih plač še ni bil sklenjen, ocenjujemo, da bo rast plač zaradi relativno umirjene konjunktore tudi v zasebnem sektorju nizka in ne bo bistveno presegala 2%. Večji odmiki od doseženega načina usklajevanja izhodiščnih plač v zasebnem sektorju glede na dogovor v javnem sektorju bi pomenili odmik od izvajanja omejevalne dohodkovne politike ter tveganje tako za napovedi domačega trošenja kot za napovedi gibanja cen.

Okvir 4.1: **Mehanizem usklajevanja plač v javnem sektorju**

Socialni partnerji v javnem sektorju so julija 2003 sprejeli Dogovor o uskladitvi osnovnih plač ter o višini regresa za leti 2004 in 2005. Pomembna sprememba tega dogovora glede na predhodne dogovore se nanaša na prehod na usklajevanje plač s pričakovanimi vrednostmi makroekonomskih spremenljivk.

V letih 2004 in 2005 bodo pri uskladitvi osnovnih plač upoštevane pričakovana rast cen življenjskih potrebščin brez alkoholnih pijač in tobaka v Sloveniji (utež v obeh letih znaša 52%), pričakovana rast cen življenjskih potrebščin v EU (38% v letu 2004, 48% v letu 2005) ter pričakovana rast tečaja SIT/EUR (10%; 0%). Na podlagi predvidenih rasti teh spremenljivk bo znašala uskladitev osnovnih plač v letu 2004 3,1%, v letu 2005 pa 3,0%. Pri tem je dogovorjen obseg uskladitve za leto 2005 odvisen od morebitnih novih napovedi uporabljenih spremenljivk ob koncu septembra 2004. Osnovne plače se uskladijo za polovico predvidene uskladitve, preostala polovica pa bo namenjena odpravljanju nesorazmerij v osnovnih plačah. Če bodo dejanske stopnje spremenljivk, ki so upoštevane pri usklajevanju, odstopale od pričakovanj navzgor ali navzdol, se bodo osnovne plače za razliko uskladile v januarju 2005 in/ali v januarju 2006.

4.3 **Elementi trošenja BDP**

Domače trošenje bo v prihodnjih letih ostalo najpomembnejši dejavnik gospodarske rasti, negativni prispevek menjave s tujino pa se bo krčil. Čeprav je bila gospodarska rast skromna, je bilo domače trošenje močno že v letu 2003. Razlog za nizko rast BDP je bil predvsem negativen prispevek menjave s tujino. Nekaj več kot po dve petini sta k povečanju domačega trošenja prispevala trošenje gospodinjestev in investicije. Ocenjujemo, da bodo viri gospodarske rasti v prihodnjih letih ostali relativno nespremenjeni, nekoliko naj bi se okrepilo trošenje gospodinjestev, hkrati pa naj bi se postopoma manjšal negativni prispevek menjave s tujino k domači gospodarski rasti. Predvsem glede na dinamiko ob koncu lanskega leta smo

navzgor popravili projekcije gibanja porabe gospodinjstev. Prav tako je navzgor popravljena ocena trošenja države.

Tabela 4.3: Komponente povpraševanja

	Napoved						2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napovedi predhodne	nove	razlika	Napovedi predhodne	nove	razlika	Napovedi predhodne	nove	razlika
	realne letne stopnje rasti v %														
Bruto domači proizvod	2.8	2.9	2.3	3.1	3.6	3.9	3.2	3.1	-0.1	3.6	3.6	0.0	...	3.9	...
Domače povpraševanje	0.9	2.1	3.9	4.4	4.4	3.9	3.8	4.4	0.6	3.6	4.4	0.8	...	3.9	...
Potrošnja gospodinjstev	2.3	1.2	3.0	3.7	3.8	3.6	3.1	3.7	0.6	2.9	3.8	0.9	...	3.6	...
Potrošnja države	4.0	2.5	2.8	3.4	2.4	2.2	2.8	3.4	0.6	2.7	2.4	-0.3	...	2.2	...
Bruto investicije	-4.6	4.1	7.0	6.3	7.3	5.5	6.1	6.3	0.2	5.7	7.3	1.6	...	5.5	...
Izvoz blaga in storitev	6.5	6.5	3.4	4.6	6.0	6.7	4.1	4.6	0.5	4.2	6.0	1.8	...	6.7	...
Uvoz blaga in storitev	3.0	4.9	6.3	6.7	7.2	6.5	5.1	6.7	1.6	4.2	7.2	3.0	...	6.5	...

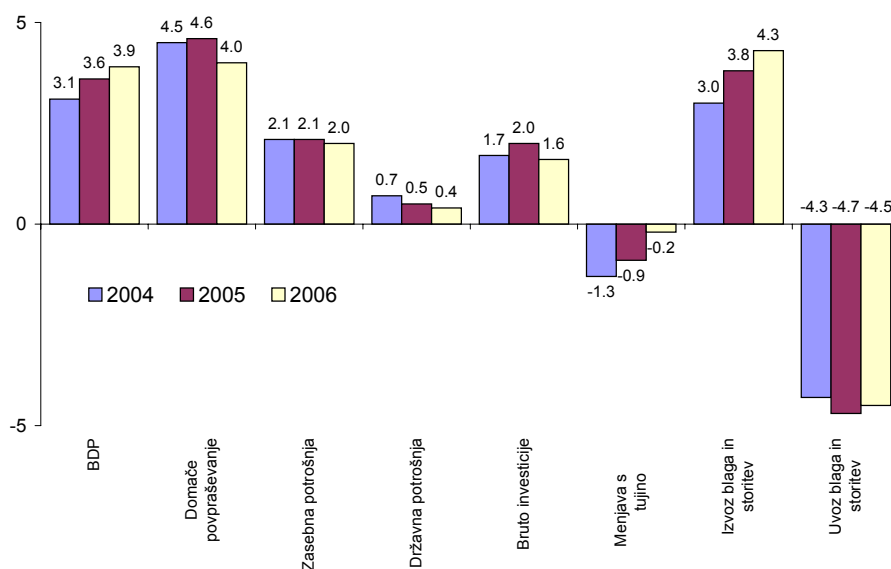
Vir. ARC

Poraba gospodinjstev bo višja kot v nekaj preteklih letih, a ne bo bistveno odstopala od dolgoročnega povprečja. Po nekajletnem obdobju nizke ravni trošenja gospodinjstev je le-to raslo v celem letu 2003 in najvišje stopnje rasti doseglo ob koncu leta. Ocenjujemo, da se bo trošenje gospodinjstev v naslednjih nekaj letih še povečalo predvsem zaradi pričakovanega zniževanja obrestnih mer v okviru nominalne konvergence ter realne apreciacije tolarja, ki bo večala kupno moč rezidentov. Predhodne napovedi o trošenju gospodinjstev smo tako popravili za 0,6 oziroma za 0,9 odstotne točke v letih 2004 in 2005. Večji izbruh povpraševanja bo preprečevala umirjena rast plač oziroma razpoložljivega dohodka, ki bosta rasla po okoli 2% realni stopnji. Negotovosti glede napovedi trošenja gospodinjstev vnašajo predvsem tveganja, povezana z gibanjem zaposlenosti v zasebnem sektorju. Ta bi se lahko zaradi povečane konkurence po vstopu v EU gibala manj ugodno od naših projekcij. Še vedno pa so negotovi učinki davčnih reform, ki naj bi zmanjšale obremenitev dela ter povečale obremenitev kapitala, in bi lahko potencialno vplivale na večje trošenje v prihodnje. Nižja obremenitev dela bo namreč razbremenila predvsem zavezance z najnižjimi dohodki, ki imajo visoko mejno nagnjenost k trošenju, povečana obdavčitev kapitala pa bi lahko glede na motiv za varčevanje, poleg odliva bančnih vlog v tujino ali na trg vrednostnih papirjev, sprožila substitucijo bančnih vlog s trošenjem.

Investicijsko trošenje bo posledica visokih naložb tako zasebnega kot državnega sektorja. Investicije so bile v letu 2003 eden od osnovnih dejavnikov gospodarske rasti. Pri tem je nekaj več kot eno četrtno k njihovi rasti prispevala rast zalog, sicer pa so na visoko rast investicij pomembno vplivali tudi nekateri enkratni dogodki. Zaradi velike naključnosti takšnih dogodkov, le-teh v napovedih ne moremo upoštevati. Zato je rast investicij v letu 2004 nekoliko nižja od realizacije v letu 2003. Precejšnjo negotovost pri napovedi investicij predstavlja lanski visok porast zalog, saj je od razlogov za njihov nastanek v zasebnem

sektorju – nizki stroški financiranja in šibka konjunktura – odvisno, v kakšni meri bo njihovo gibanje vplivalo na investicije. Ocenjujemo, da bodo kljub temu visoko investicijsko aktivnost v letih 2004 in 2005 spodbujali izboljšani signali iz tujine, ugodni pogoji financiranja tako doma kot v tujini, ter še posebej v letu 2004 intenzivna dejavnost države na področju izgradnje infrastrukture.

Slika 4.4: Prispevek posameznih komponent k rasti BDP v letih 2004 - 2006 (v odstotnih točkah)



Vir: ARC

Trošenje države bo ostalo relativno umirjeno. Medtem ko je bilo trošenje države v prvi polovici leta 2003 precej močno, se je v drugi polovici leta umirilo. V napovedih za leto 2004 smo upoštevali sprejeti dogovor o plačah v javnem sektorju, ki bo na izdatke deloval omejevalno, hkrati pa pričakujemo tudi relativno počasno rast izdatkov za blago in storitve. Učinki zdravstvene reforme v obliki višjih odhodkov in višjih prihodkov, ki so bili v proračunskih dokumentih upoštevani za leto 2005, v naše napovedi niso vključeni. Zato je obseg trošenja države v letu 2005 relativno majhen.

4.4 Plačilna bilanca

Saldo tekočega računa bo v naslednjih letih izkazoval primanjkljaj. V letu 2003 se je saldo tekočega računa poslabšal za več kot 300 mio EUR, oziroma za 1,4% BDP. Na to je poleg šibkega tujega povpraševanja ter posledično šibkega izvoza vplivalo predvsem povečano domače povpraševanje, ki se je odrazilo v večjem uvozu. Kljub okrevanju

gospodarske aktivnosti v tujini večji izvoz tudi v prihodnjih letih ne bo popolnoma nadomestil povečanega uvoza, ki bo posledica povečanega domačega trošenja. K poslabšanju salda tekočega računa bo tako največ prispevalo povečanje primanjkljaja v menjavi blaga. Pogoji menjave bodo pozitivno prispevali k saldu tekočega računa.

Tabela 4.4: Tekoči račun plačilne bilance

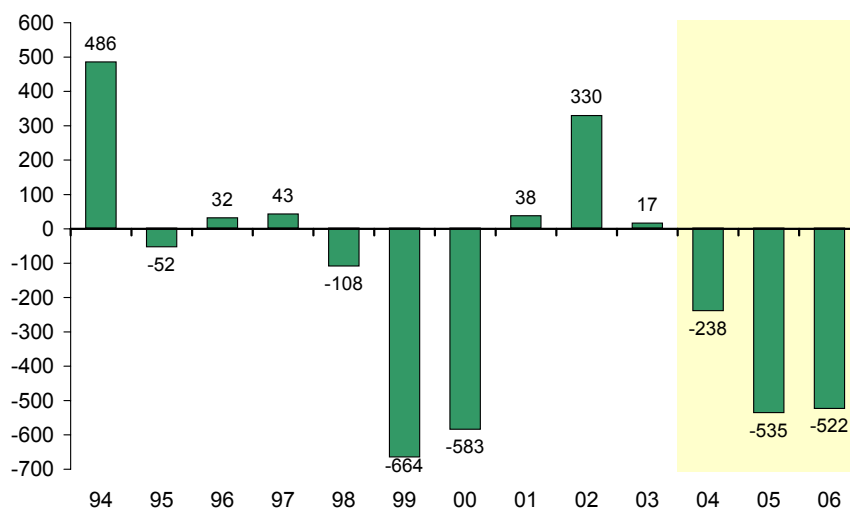
				Napoved			2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napoved			Napoved			Napoved		
							predhodna	nova	razlika	predhodna	nova	razlika	predhodna	nova	razlika
Izvoz blaga in storitev	6.5	6.5	3.4	4.9	6.0	6.7	4.1	4.9	0.8	4.2	6.0	1.8	...	6.7	...
Uvoz blaga in storitev	3.0	4.9	6.3	6.7	7.2	6.5	5.1	6.7	1.6	4.2	7.2	3.0	...	6.5	...
Tekoči račun: v mio EUR	38	330	17	-238	-534	-522	-204	-238	-34	-294	-534	-240	...	-522	...
v % BDP	0.2	1.5	0.1	-1.0	-2.0	-1.8	-0.7	-1.0	-0.3	-1.0	-2.0	-1.0	...	-1.8	...
Pogoji menjave	2.7	2.7	0.2	0.6	1.0	0.0	0.3	0.6	0.3	0.1	1.0	0.9	...	0.0	...

Vir: ARC

Primanjkljaj v tekočih transakcijah se bo poslabšal do ravni okoli 2% BDP v letu 2005.

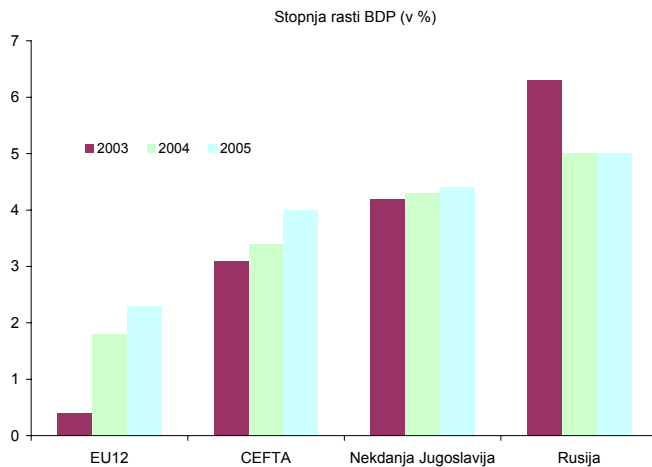
Osnovna razlika glede na prejšnjo napoved izhaja iz povečanega uvoza blaga ter manjšega obsega prejetih transferjev. Povečan uvoz je povezan s popravkom ocene domačega povpraševanja, manjši transferji iz tujine pa so posledica manj optimistične predpostavke o pritokih iz EU. Izravnani saldo tekočega računa iz leta 2003 se bo spremenil v primanjkljaj v višini okoli 250 mio EUR v letošnjem letu. Dodatno slabšanje salda tekočega računa pričakujemo v letu 2005, ko bo primanjkljaj dosegel nekaj več kot 500 mio EUR oziroma 2% BDP. Rahlo izboljšanje lahko pričakujemo šele v letu 2006, ko naj bi se ob hitrejši rasti izvoza v primerjavi z rastjo uvoza primanjkljaj tekočega računa zmanjšal na raven okoli 1,8% BDP.

Slika 4.5: Tekoči račun plačilne bilance (mio EUR)



Vir: ARC

Največ bo k slabšanju salda tekočega računa v primerjavi z lanskim letom prispeval povečan primanjkljaj v menjavi blaga. Izvoz blaga se bo krepil v skladu s povečevanjem



tujega povpraševanja, povečevanje uvoza pa bo povezano s krepitvijo domačega trošenja. Rast izvoza blaga je višja glede na predhodne napovedi, kljub nižji predpostavki o rasti tujega povpraševanja. K temu sta največ prispevala pospešena dinamika količinskega izvoza blaga ob koncu lanskega leta ter nekoliko

negotova pričakovanja glede izvoza oziroma izvoznih naročil. Poleg te negotovosti so najpomembnejša tveganja glede gibanja količinskega izvoza povezana z:

- dinamiko okrevanja v najpomembnejših trgovinskih partnericah,
- obsegom poslabšanja konkurenčnosti slovenskih izvoznikov zaradi uvedbe carin ter ukinitve dosedanjih ugodnih brezcarinskih sporazumov za menjavo z državami nekdanje Jugoslavije,
- realno apreciacijo tolarja, ki bo imela neugoden učinek na konkurenčnost izvoznikov.

Na povečanje primanjkljaja v blagovni menjavi bo vplival predvsem povečan uvoz investicijskega blaga ter blaga za široko potrošnjo. Rast količinskega uvoza bo predvsem zaradi predvidevanja o odsotnosti nekaterih enkratnih šokov iz leta 2003, nekoliko manjša od tiste v lanskem letu. Kljub temu se bodo glede na predhodne napovedi okrepile vse komponente uvoza blaga. Porast uvoza reprodukcijskih materialov je povezan s povečanim izvozom. Medtem se bosta uvoz investicijskega blaga in uvoz blaga za široko potrošnjo povečevala v skladu s predpostavko o povečevanju domačega trošenja. K temu bo poleg nižanja obrestnih mer in predvidenih sprememb v okviru davčne reforme, vplivala tudi realna apreciacija tolarja, ki bo povečevala kupno moč slovenskih potrošnikov v tujini. Osnovna negotovost glede napovedi gibanja količinskega uvoza se nanaša na obseg povečanja domačega trošenja, ki je zaradi pričakovanih sprememb cenovnih dejavnikov (obrestne mere in tečaj) povezan z odločitvijo ekonomskih subjektov glede substitucije varčevanja s trošenjem oziroma z odločitvijo za spremenjeno strukturo finančnega portfelja.

Pogoji menjave bodo na saldo tekočega računa vplivali pozitivno, njihovo gibanje pa je povezano z obilico negotovosti. V letu 2004 bo rast izvoznih cen prehitela uvozne cene za 0,6%, v letu 2005 pa za 1%. S tem bodo ugodni pogoji menjave k saldu tekočega

računa v letu 2004 prispevali okoli 0,2% BDP, v letu 2005 pa približno 0,4% BDP. Počasnejša rast uvoznih cen glede na rast izvoznih cen je predvsem posledica krepitve eura ter predpostavke o postopnem umirjanju cen primarnih surovin in cen nafte. Prav slednje predstavlja 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 pozitiven prispevek pogojev menjave k saldu tekočega računa.

Na področju ostale menjave s tujino ne pričakujemo bistvenih sprememb. Saldo storitvene menjave se bo gibal v skladu s povečanim domačim povpraševanjem in z okrepljeno gospodarsko aktivnostjo v tujini ter se tako v letu 2004 nekoliko poslabšal in nato spet pričel povečevati. Saldo dohodkov od dela bo ostal nespremenjen. Saldo dohodkov od kapitala se bo slabšal zaradi nizkih obrestnih mer in neugodnih gibanj deviznih rezerv oziroma zunanjega dolga na eni strani ter zaradi izplačanih in reinvestiranih dobičkov iz naslova neposrednih naložb tujcev v Sloveniji na drugi strani. Z vstopom 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 so naše projekcije transferov vprašljive.

4.5 Pogoji financiranja in varčevanja

Pogoji in način financiranja narodnega gospodarstva bodo odvisni od gibanj v realnem sektorju ter v tekočem računu plačilne bilance. Finančni tokovi s tujino bodo v prihodnjih dveh letih neto odlivni, neto odliv pa po naših ocenah ne bo presegel 0,5% BDP. Glavni razlog za zmanjšanje neto finančnih pritokov v primerjavi s prejšnjimi projekcijami je manjši neto pritok iz naslova neposrednih naložb. Neto odliv bo v veliki meri izhajal tudi iz predvidenega zapadanja evroobveznic države v letih 2004 in 2005. Pri tem se bo obseg finančnih transakcij s tujino povečeval v obeh smereh. Na to bistveno vplivata vse večja vpetost Slovenije v skupni evropski trg, kar posledično prinaša manjše tveganje za tuje investitorje, ter majhnost domačega trga in popolna prostost kapitalskih tokov, ki spodbujata rezidente k iskanju dodatnih virov financiranja oziroma naložb v tujini.

Tabela 4.5: Finančni tokovi s tujino

	Napoved						2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napoved			Napoved			Napoved		
							predhodna	nova	razlika	predhodna	nova	razlika	predhodna	nova	razlika
	<i>delež v BDP (v %)</i>														
Neto finančni tok	7.9	4.9	0.4	-0.1	-0.5	1.4	-0.2	-0.1	0.1	0.1	-0.5	-0.6	...	1.4	...
neposredne tuje naložbe	1.3	7.4	-0.4	0.2	0.3	0.4	0.9	0.2	-0.7	1.5	0.3	-1.2	...	0.4	...
	<i>stanje konec leta</i>														
Devizne rezerve (mio EUR)	6,514	7,842	7,881	7,678	6,994	6,877	7,909	7,678	-231	7,871	6,994	-877	...	6,877	...
- delež v BDP	30.2	34.1	32.7	30.7	26.3	24.2	30.9	30.7	-0.2	28.8	26.3	-2.5	...	24.2	...
Zunanji dolg (mio EUR)	10,403	11,483	13,051	14,349	15,283	16,621	10,097	14,349	4,252	10,759	15,283	4,524	...	16,621	...
- delež v BDP	48.2	49.9	54.1	57.4	57.4	58.5	39.4	57.4	18.0	39.4	57.4	18.0	...	58.5	...

* Zunanji dolg je izračunan po novi metodologiji, zato napovedi niso neposredno primerljive (glej Okvir 4.2).

Vir: ARC

Ocenjujemo, da bodo pogoji financiranja ostali relativno ugodni. Trenutna nizka raven tujih obrestnih mer, ki naj bi se pričele zviševati šele v začetku naslednjega leta, ter nizka rizična premija, ki se bo še dodatno znižala ob vstopu v EU, omogočata cenovno ugoden dostop do virov financiranja.

Komercialni krediti bodo ostali pomembna odlivna postavka v kapitalnem računu plačilne bilance. Čeprav se bo saldo tekočega računa slabšal, bodo komercialni krediti letos na podobni ravni kot lani, nato pa se bodo postopno povečevali. Zaradi plačilno bilančnih in javno finančnih težav v državah partnericah iz območij nekdanje Jugoslavije in Srednje Evrope bo namreč še naprej potrebno financiranje uvoznikov iz teh območij. To bodo med drugim omogočale tako 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.

Neto neposredne naložbe in neto portfolio naložbe se bodo v naslednjih letih zmanjševale. Tako obseg tujih neposrednih naložb v Slovenijo kot obseg neposrednih naložb slovenskih rezidentov v tujino se bosta povečevala. Zaradi vstopa v EU bodo neposredne investicije v Slovenijo postale manj tvegane in s tem bolj privlačne, čeprav ne pričakujemo večjih nakupov slovenskih podjetij s strani tujih investorjev. Tudi država za nekaj naslednjih let ne načrtuje večjih prodaj premoženja. Na drugi strani bodo slovenska podjetja investirala na področje bivše Jugoslavije in se s tem skušala izogniti poslabšanim trgovskim pogojem zaradi višjih carin ter ukinitve preferencialnih trgovskih sporazumov ob vstopu v EU. Po vstopu v EU se bodo neto odtoki preko portfolio naložb zasebnega sektorja še nekoliko povečali. Ob povečanem zanimanju rezidentov za alternativne vire naložb in hkratnemu pomanjkanju ustreznih instrumentov na domačem finančnem trgu pričakujemo, da bo odtok preko portfolio naložb v tujino dokaj močan.

Zaradi poslabšanega salda tekočega računa in neto odlivnih finančnih transakcij s tujino, se bodo **devizne rezerve** v naslednjih letih nekoliko zmanjšale. Predvsem zaradi pospešenega zadolževanja zasebnega sektorja se bo **zunanji dolg** povečeval, vendar bo njegov delež tako v primerjavi z BDP kot v primerjavi z izvozom blaga in storitev ostal domala nespremenjen.

Okvir 4.2: Spremenjena metodologija izračuna zunanjega dolga

Metodologija izračuna zunanjega dolga je bila spremenjena septembra 2003. Nova metodologija temelji na standardih, ki jih je predpisal Mednarodni denarni sklad v okviru Navodil za sestavjalce in uporabnike statistike zunanjega dolga (External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users, IMF, 2003; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/eds/Eng/Guide/index.htm>.)

Novi priročnik IMF za statistiko zunanjega dolga tako v primerjavi s starim uvaja širšo kategorijo »Gross External Debt«. Definicija bruto zunanjega dolga temelji na splošnem obligacijskem oziroma dolžniško – upniškem razmerju med rezidentom in nerezidentom in zahteva bolj natančno spremljanje privatnega sektorja. Dejansko standard predstavlja sektorsko-instrumentalno širitev zajema podatkov v okviru zunanjega dolga, zlasti pri privatnem sektorju ter pri instrumentih nasploh. V zunanji dolg se za razliko od izračuna pred omenjeno spremembo vključuje še nekatere druge obveznosti (kratkoročni komercialni krediti, gotovina in vloge...). Zato je dolg (t.i. bruto zunanji dolg) po novi metodologiji večji kot po stari metodologiji.

Bruto zunanji dolg je znesek obveznosti na določen dan, ki jih imajo rezidenti do nerezidentov in vključuje obveznost plačila glavnice in/ali obresti, ki jih bodo morali dolžniki plačati v prihodnosti. Finančni instrumenti bruto zunanjega dolga so: dolžniški vrednostni papirji (instrumenti denarnega trga, obveznice in zadolžnice), komercialni krediti (kratkoročni, dolgoročni), posojila (kratkoročna, dolgoročna), gotovina in vloge ter ostale dolžniške obveznosti. Zapadlost dolga je določena po načelu prvotne zapadlosti, ko je dolg nastal. Zaradi konsistentnosti z drugimi makroekonomskimi statistikami se izkazuje dolg v nominalni vrednosti brez natečenih obresti. Stanje bruto zunanjega dolga ob koncu obdobja je preračunano v EUR po tečajih na koncu obdobja.

Obseg prejetih tujih posojil in danih posojil tujini se bo povečal, njihov saldo pa bo ostal nespremenjen. Zaradi večjega trošenja in s tem povečane potrebe po financiranju se bo povečal obseg posojil iz tujine. Zaradi visoke realizacije v letu 2003 smo kljub pričakovanim slabšim gospodarskim razmeram v državah nekdanje Jugoslavije za okoli 100 mio EUR letno navzgor popravili postavko danih posojil tujini.

Skupni obseg domačega in tujega financiranja se bo v naslednjih letih povečeval.

Takšna gibanja so v skladu s pričakovanim povečanjem gospodarske aktivnosti oziroma domačega trošenja. Tuja posojila bodo pri financiranju podjetij še naprej predstavljala približno eno tretjino skupnega kreditiranja. V skladu z nadaljnjim prestrukturiranjem dolga in večjim primanjkljajem bo hitro raslo tudi zadolževanje države na domačem trgu. Med domačimi krediti bodo ob visokem kreditiranju iz tujine najhitrejšo rast tudi v prihodnje beležili devizni krediti.

Država se v tujini ne bo financirala z izdajanjem vrednostnih papirjev. V sredini leta 2004 zapade v plačilo obveznost iz naslova evroobveznic v višini 200 mio EUR, sredi leta 2005 pa še 500 mio EUR. Imetniki zapadlih evroobveznic so v veliki večini nerezidenti, saj delež domačih bank in zavarovalnic v celotnem znesku obeh zapadlih izdaj predstavlja le približno 5%. Glede na razpoložljive informacije smo predpostavili, da se država za odplačila teh obveznosti ne bo zadolževala v tujini. V zvezi s tem obstaja negotovost glede možne nove izdaje domačih državnih vrednostnih papirjev ter negotovost glede obsega sproščenih sredstev, ki ga bodo tuji investitorji pripravljene reinvestirati v te papirje. To bi nevtraliziralo odliv zaradi zapadlosti prejšnjih izdaj evroobveznic.

Ob relativno visokem trošenju se bo v naslednjih letih povečevala zadolženost gospodinjstev in podjetij. Tako se bo nadaljeval trend iz zadnjega leta, ko so posojila podjetjem in v tem predvsem devizno kreditiranje, naraščala s precej visokimi stopnjami rasti. Zato se bo neto zadolženost podjetij, merjena kot razmerje med krediti in vlogami, spet pričela nekoliko občutneje povečevati, in bo po naših ocenah v letu 2006 dosegla raven iz leta 1999. S povečanim najemanjem posojil ter nižjo rastjo vlog se bo zaustavil tudi trend zmanjševanja zadolženosti prebivalstva.

V naslednjih letih pričakujemo izenačevanje rasti dolgoročnih in kratkoročnih vlog, ki bo povezano z zniževanjem obrestnih mer ter povečanim povpraševanjem po denarju v okviru večjega trošenja. Ob tem se bo nadaljeval trend povečanega dolgoročnega zadolževanja na račun kratkoročnega zadolževanja.

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

Rast denarnih agregatov se bo umirjala, a z različno dinamiko glede na strukturo. Umirjanje bo tako kot v letu 2003 nekoliko bolj očitno pri širših denarnih agregatih, vendar predvsem zaradi uravnovešenih oziroma celo neto odlivnih tokov s tujino ne bo potekalo tako hitro kot lani. Stopnje rasti ožje definiranih denarnih agregatov se bodo v skladu s povečano gospodarsko aktivnostjo umirjale z nekoliko manjšo intenzivnostjo.

Na oceno rasti **M3** bo precej bolj kot v preteklih letih vplivala rast deviznih vlog, sicer pa bo v prihodnje prispevek tolarskih in deviznih vlog bolj izenačen. Devizne vloge bodo po naših ocenah naraščale hitreje od tolarskih, saj se bo njihova donosnost izenačevala v primerjavi s

tolarskimi vlogami. Obenem se bo v povečevanju deviznih vlog odražala tudi negotovost rezidentov glede višine centralne paritete do eura ob vstopu v ERM II oziroma glede dokončne nepreklicne paritete do EUR pred konverzijo tolarjev v eure ob vstopu v EMU.

Tabela 4.6: Denarni sistem

				Napoved			2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napoved		razlika	Napoved		razlika	Napoved		razlika
	letno povprečje						predhodna	nova		predhodna	nova		predhodna	nova	
M1	9.7	16.9	12.3	12.9	11.9	10.9	11.4	12.9	1.5	8.8	11.9	3.1	...	10.9	...
M3	22.7	23.5	14.1	11.3	10.4	9.2	10.7	11.3	0.6	9.5	10.4	0.9	...	9.2	...
Krediti skupaj	18.7	17.3	11.8	17.0	16.2	15.4	13.1	17.0	3.9	13.2	16.2	3.0	...	15.4	...

* Zaradi novih definicij denarnih agregatov napovedi niso neposredno primerljive

Vir: ARC

Rast denarnega agregata **M1** na ravni nad 10% v naslednjih letih bo v skladu z okrevanjem domače gospodarske aktivnosti in nižjo inflacijo. Takšna rast bo odražala prelivanje dolgoročnih in kratkoročnih vlog v vpogledne vloge zaradi povečanega povpraševanja po transakcijskem denarju. Na hitrejšo rast M1 bo pomembno vplival tudi začetek črpanj posojil iz Nacionalne varčevalne sheme, pomembno tveganje pri določitvi njegove rasti pa predstavljajo predvidene davčne reforme. Mednje sodi predvsem vključitev prihodkov iz naslova obresti v obračun dohodnine. To bo še dodatno zmanjšalo donosnost tolarških vezanih vlog, ki se bo krčila že zaradi nadaljnjega nižanja tolarških obrestnih mer.

Ročnostna struktura tolarških vlog bo glede razmerja med dolgoročnimi in kratkoročnimi vlogami ostala relativno nespremenjena. Hitrejša upadanje relativne donosnosti dolgoročnih vlog ter povečana gospodarska aktivnost in povpraševanje po transakcijskem denarju, torej denarju krajših ročnosti, bo razliko v rasti med kratkoročnimi in dolgoročnimi vlogami v celotnem obdobju tokratnih projekcij spremenilo v prid kratkoročnih vlog. Pomembno vlogo pri spreminjanju ročnosti tolarških vlog bo imela tudi diverzifikacija portfelja rezidentov v povezavi z iskanjem alternativnih naložb ob umikanju iz bančnih vlog.

4.7 Inflacija

Ocenjujemo, da se bo v prihodnjih letih nadaljeval proces vzdržnega zniževanja inflacije, ki se bo stabilizirala na ravni nekaj pod 3%. Ob upoštevanju eksogenih spremenljivk in elementov ekonomske politike ocenjujemo, da bo inflacija v zadnjem četrtletju leta 2004 znašala 3,2%, v predvidenem obdobju izračuna maastrichtskih kriterijev – druga polovica 2005 in prva polovica 2006 – pa 2,8%.

Tabela 4.7: Stopnje rasti cen

				Napoved			2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napoved			Napoved			Napoved		
							predhodna	nova	razlika	predhodna	nova	razlika	predhodna	nova	razlika
	<i>povprečne letne stopnje rasti v %</i>														
Cene življenjskih potrebščin	8.5	7.6	5.6	3.4	3.0	2.8	4.0	3.4	-0.6	3.0	3.0	0.0	...	2.8	...
Proste cene	7.7	7.6	5.9	3.4	3.0	2.8	3.9	3.4	-0.5	3.0	3.0	0.0	...	2.8	...
Nadzorovane cene	12.5	7.5	4.8	3.0	3.2	2.9	4.1	3.0	-1.1	3.2	3.2	0.0	...	2.9	...
	<i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>														
Cene življenjskih potrebščin	7.3	7.2	4.8	3.2	2.8	2.8	3.5	3.2	-0.3	2.9	2.8	-0.1	...	2.8	...
Proste cene	7.9	6.9	5.1	3.2	2.8	2.8	3.5	3.2	-0.3	2.9	2.8	-0.1	...	2.8	...
Nadzorovane cene	5.0	8.8	3.7	3.2	2.9	2.9	3.5	3.2	-0.3	3.0	2.9	-0.1	...	2.9	...

Vir: ARC

K nižanju skupne inflacije bosta prispevali nizka rast prostih in nadzorovanih cen.

Nadzorovane cene pri tem ne bodo bistveno prehitvale rasti prostih cen in se bodo gibale v skladu z načrtom Ministrstva za gospodarstvo. Tako bodo v povprečju leta 2004 porasle za 3,0%, v letu 2005 pa bodo višje za 3,2%. Na proste cene bo poleg šibkih inflacijskih pritiskov iz tujine ter ugodnega vpliva ekonomskih politik v precejšnji meri vplivala povečana konkurenca po vstopu v EU. Ocenjujemo, da bodo proste cene v zadnjem kvartalu 2004 medletno porasle za 3,2%, ob koncu leta 2005 pa za 2,8%.

Pomembnejših cenovnih pritiskov iz tujine ne pričakujemo.

Rast cen življenjskih potrebščin v tujini zaradi šibke gospodarske aktivnosti vztraja na nizki ravni, takšna pa so tudi pričakovanja za nekaj naslednjih let. Visoko raven cen nafte oziroma visoko rast cen primarnih surovin bo še naprej kompenzirala visoka vrednost EUR v primerjavi z USD in tako preprečevala pomembnejši prenos uvoznih cen na gibanje domačih cen. Ob tem možnost pomembnejšega zvišanja cen nafte oziroma primarnih surovin predstavlja pomemben dejavnik tveganja pri napovedi inflacije.

Predvideli smo, da bodo ekonomske politike ustvarjale pogoje, ki bodo podpirali proces zniževanja inflacije oziroma preprečevale šoke, ki bi lahko bistveno ogrozili ta proces. Trenutna gospodarska aktivnost še precej zaostaja za ocenjeno potencialno ravnijo, zato šoki povpraševanja v kratkem obdobju na gibanje cen ne morejo pomembneje vplivati. Tudi denarna politika bo do vstopa v ERM II z zagotavljanjem ustrezno visokih realnih obrestnih mer deloma še lahko preprečevala nastanek povpraševalnih pritiskov. Na umirjanje cen bo vplivala tudi postopna stabilizacija deviznega tečaja do vstopa in ob vstopu v ERM II, s čemer bodo zmanjšana inflacijska pričakovanja ekonomskih subjektov. Napovedana davčna reforma z zmanjševanjem davčne obremenitve v nižjih dohodkovnih razredih in

obdavčevanje kapitala pa bi na drugi strani lahko sprožila povečevanje trošenja in s tem pritiske na gibanje cen.

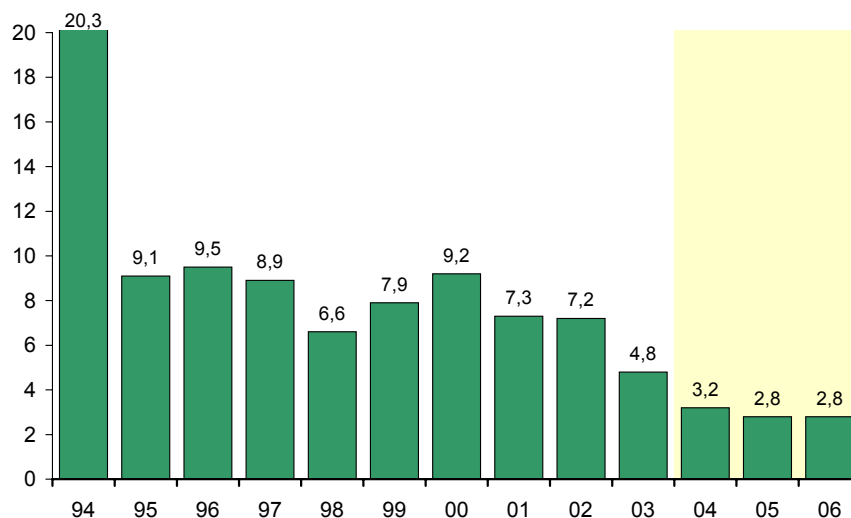
Predpostavili smo nadaljevanje dosedanje politike Vlade RS, ki s prilagajanjem trošarin na naftne derivate preprečuje prenos volatilnosti cen nafte v domače cene.

Vlada je ob visoki ravni cen nafte v začetku tega leta zniževala trošarine, a vpliva na višanje cen naftnih derivatov kljub temu ni mogla povsem preprečiti. V projekcijah smo upoštevali podmeno, da Vlada RS z diskrecijskim spreminjanjem posrednega obdavčevanja, poleg že napovedane uskladitve trošarin na tobak, ne bo bistveno prispevala k višanju cen. Ocenjujemo, da bodo povišanja posrednih davkov k skupni inflaciji prispevala le med 0,3 odstotne točke v letu 2004 in 0,1 odstotne točke v letu 2006. Na sposobnost Vlade za delovanje na naštetih področjih bo tudi v prihodnje pomembno vplivala višina doseženega proračunskega primanjkljaja.

Prejemki prebivalstva ne bodo povzročali pritiskov na gibanje cen niti na strani povpraševanja niti strani ponudbe.

Le postopno obnavljanje konjunktore bo zaradi potrebe po ohranjanju konkurenčnosti preprečevalo previsoko rast plač v zasebnem sektorju. Rast teh pa bo po predvidevanjih zaostajala za rastjo produktivnosti. Bistveno vlogo pri preprečevanju pomembnejših inflacijskih pritiskov bo predstavljal vzdržen dogovor med delodajalci in sindikati glede mehanizma o usklajevanju izhodiščnih plač v zasebnem sektorju, ki še ni sklenjen. Ta bi moral imeti podlago v že doseženem sporazumu v javnem sektorju, zaradi katerega rast realnih plač v javnem sektorju ne bo bistveno presegala 1%.

Slika 4.7: Inflacija – zadnje četrletje na isto obdobje predhodnega leta



Vir: ARC

Tabela 4.8: Izbor glavnih kazalcev

				Napoved			2004			2005			2006		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Napoved		razlika	Napoved		razlika	Napoved		razlika
							predhodna	nova		predhodna	nova		predhodna	nova	
Aktivnost, zaposlenost, plače	<i>realne stopnje rasti v %</i>														
Realni BDP	2.8	2.9	2.3	3.1	3.6	3.9	3.2	3.1	-0.1	3.6	3.6	0.0	...	3.9	...
BDP/preivalca (v EUR)	10,801	11,508	12,052	12,491	13,304	14,215	12,765	12,491	-274	13,595	13,304	-291	...	14,215	...
Zaposlenost	1.0	0.4	-0.4	0.4	0.5	0.8	0.1	0.4	0.3	0.1	0.5	0.4	...	0.8	...
Neto plače	3.1	2.1	2.2	1.8	2.3	2.1	2.3	1.8	-0.5	2.3	2.3	0.0	...	2.1	...
Produktivnost	1.8	2.5	2.7	2.7	3.1	3.1	3.1	2.7	-0.4	3.4	3.1	-0.3	...	3.1	...
Domače povpraševanje	<i>realne stopnje rasti v %</i>														
Domače povpraševanje	0.9	2.1	3.9	4.4	4.4	3.9	3.8	4.4	0.6	3.6	4.4	0.8	...	3.9	...
Zasebna potrošnja	2.3	1.2	3.0	3.7	3.8	3.6	3.1	3.7	0.6	2.9	3.8	0.9	...	3.6	...
Potrošnja države	4.0	2.5	2.8	3.4	2.4	2.2	2.8	3.4	0.6	2.7	2.4	-0.3	...	2.2	...
Bruto investicije	-4.6	4.1	7.0	6.3	7.3	5.5	6.1	6.3	0.2	5.7	7.3	1.6	...	5.5	...
Plačilna bilanca	<i>realne stopnje rasti v %</i>														
Izvoz blaga in storitev	6.5	6.5	3.4	4.9	6.0	6.7	4.1	4.9	0.8	4.2	6.0	1.8	...	6.7	...
Uvoz blaga in storitev	3.0	4.9	6.3	6.7	7.2	6.5	5.1	6.7	1.6	4.2	7.2	3.0	...	6.5	...
Tekoči račun: v mio EUR	38	330	17	-238	-534	-522	-185	-238	-53	-267	-534	-267	...	-522	...
v % BDP	0.2	1.5	0.1	-1.0	-2.0	-1.8	-0.7	-1.0	-0.3	-1.0	-2.0	-1.0	...	-1.8	...
Pog. menjave	2.7	2.4	0.2	0.6	1.0	0.0	0.3	0.6	0.3	0.1	1.0	0.9	...	0.0	...
Neto finančni tok (v % BDP)	7.9	4.9	0.4	-0.1	-0.5	1.4	-0.2	-0.1	0.1	0.1	-0.5	-0.6	...	1.4	...
v tem: neposredne tuje naložbe	1.3	7.4	-0.4	0.2	0.3	0.4	0.9	0.2	-0.7	1.5	0.3	-1.2	...	0.4	...
Devizne rezerve (stanje v mio EUR)	6,514	7,842	7,881	7,678	6,994	6,877	7,909	7,678	-231.0	7,871	6,994	-877	...	6,877	...
- delež v % BDP	30.2	34.1	32.7	30.7	26.3	24.2	30.9	30.7	-0.2	28.8	26.3	-2.5	...	24.2	...
Zunanji dolg (stanje v mio EUR)*	10,403	11,483	13,051	14,349	15,283	16,621	10,097	14,349	4,252	10,759	15,283	4,524	...	16,621	...
- delež v % BDP	48.2	49.9	54.1	57.4	57.4	58.5	39.4	57.4	18.0	39.4	57.4	18.0	...	58.5	...
Denarni sistem**	<i>povprečne letne stopnje rasti v %</i>														
M1	9.7	16.9	12.3	12.9	11.9	10.9	11.4	12.9	1.5	8.8	11.9	3.1	...	10.9	...
M3	22.7	23.5	14.1	11.3	10.4	9.2	10.7	11.3	0.6	9.5	10.4	0.9	...	9.2	...
Kreditni skupaj	18.7	17.3	11.8	17.0	16.2	15.4	13.1	17.0	3.9	13.2	16.2	3.0	...	15.4	...
Cene	<i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>														
Cene življenjskih potrebščin	7.3	7.2	4.8	3.2	2.8	2.8	3.5	3.2	-0.3	2.9	2.8	-0.1	...	2.8	...
Proste cene	7.9	6.9	5.1	3.2	2.8	2.8	3.5	3.2	-0.3	2.9	2.8	-0.1	...	2.8	...
Nadzorovane cene	5.0	8.8	3.7	3.2	2.9	2.9	3.5	3.2	-0.3	3.0	2.9	-0.1	...	2.9	...
	<i>povprečne letne stopnje rasti v %</i>														
Cene življenjskih potrebščin	8.5	7.6	5.6	3.4	3.0	2.8	4.0	3.4	-0.6	3.0	3.0	0.0	...	2.8	...
Proste cene	7.7	7.6	5.9	3.4	3.0	2.8	3.9	3.4	-0.5	3.0	3.0	0.0	...	2.8	...
Nadzorovane cene	12.5	7.5	4.8	3.0	3.2	2.9	4.1	3.0	-1.1	3.2	3.2	0.0	...	2.9	...
Dejavniki mednarodnega okolja	<i>letne stopnje rasti v %</i>														
Tuje povpraševanje***	4.5	2.7	2.6	4.7	5.6	5.6	6.0	4.7	-1.3	6.0	5.6	-0.4	...	5.6	...
USD/EUR	0.895	0.944	1.130	1.260	1.260	1.260	1.100	1.260	0.160	1.100	1.260	0.160	...	1.260	...
Nafta (USD/sodček)	24.4	25.0	28.8	29.0	27.0	26.0	27.0	29.0	2.0	27.0	27.0	0.0	...	26.0	...
Primarne surovine	-6.5	4.6	11.3	10.0	3.0	3.0	3.0	10.0	7.0	3.0	3.0	0.0	...	3.0	...
Inflacija v EMU	2.6	2.2	2.1	1.8	1.7	1.7	2.0	1.8	-0.2	2.0	1.7	-0.3	...	1.7	...
PPI Nemčija	3.0	-0.6	1.7	0.6	1.2	1.2	0.6	0.6	0.0	0.6	1.2	0.6	...	1.2	...
EURIBOR 3m (%)	4.3	3.3	2.3	2.4	2.6	2.9	2.4	2.4	0.0	3.0	2.6	-0.4	...	2.9	...

* Zunanji dolg je izračunan po novi metodologiji, zato napovedi niso neposredno primerljive (glej Okvir 4.2).

** Zaradi spremenjene metodologije izračunavanja denarnih agregatov, napovedi niso neposredno primerljive.

*** Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.

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

Okvir 4.3: Napovedi drugih institucij

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

Kljub naštetim razlikam obstaja soglasje, da se bo pričela gospodarska aktivnost v Sloveniji v letu 2004 krepiti, rast naj bi znašala med 3,1% in 3,6%, povečevanje gospodarske rasti pa se bo nadaljevalo tudi v letu 2005, ko naj bi BDP porasel med 3,6% in 4,1%. Napovedi Banke Slovenije glede gospodarske rasti so v obeh letih najnižje. Med institucijami torej obstajajo razlike predvsem glede hitrosti in virov okrevanja, ki se zrcalijo predvsem v oblikovanju primanjkljaja tekočega računa. Saldo tekočega računa naj bi v letu 2004 izkazoval primanjkljaj med 0,2% in 1% BDP, vse institucije pa napovedujejo poglobljanje primanjkljaja v letu 2005 na raven med 0,4% in 2% BDP.

Odstopanja se pojavljajo tudi pri napovedih inflacije. Te znašajo za leto 2004 med 3,3% in 4,5%, za leto 2005 pa med 3,0% in 3,8%. Očitna je visoka raven izenačenosti napovedi domačih institucij in precejšnje odstopanje tujih institucij, ki so precej bolj pesimistične glede zniževanja cen. Možna razlaga za tolikšna odstopanja leži v nezadostnem upoštevanju usmeritev ekonomske politike in celo v neupoštevanju tekočih inflacijskih gibanj.

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	Δ	nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ
Banka Slovenije	apr 04 / okt 03	3.1	-0.1	3.6	0.0	3.4	-0.6	3.0	0.0	-1.0	-0.3	-2.0	-1.0
EIPF*	mar 04	3.3	...	3.8	...	3.5	...	3.7	...	-1.1	...	-1.3	...
UMAR	apr 04 / okt 03	3.6	0.0	3.7	0.0	3.3	-1.6	3.0	-1.0	-0.2	-0.7	-0.4	-0.6
Evropska komisija	apr 04 / nov 03	3.2	-0.1	3.6	-0.1	3.6	-1.6	3.2	-1.1	-0.5	-0.8	-0.6	-0.7
Consensus Forecasts	feb 04 / sep 03	3.6	-0.3	3.8	...	4.4	-0.1	3.8	...	-0.3	-0.8	-0.6	...

* V saldu tekočega računa niso upoštevani faktorski dohodki in transferi.

Viri: EIPF; UMAR; European Commission Economic Forecasts; Consensus Economic Forecasts

5. VODENJE IN KRATKOROČNE USMERITVE DENARNE POLITIKE

Do vstopa v ERM II se bo denarna politika oblikovala glede na potrebe vzdrževanja protiinflacijskega trenda in prilagajanja pogojem delovanja v ERM II. Po vstopu v ERM II bo denarna politika podrejena uravnavanju nominalnega tečaja tolarja v okolici centralne paritete do eura. Uravnavanje makroekonomske aktivnosti in inflacije bo postalo breme fiskalne in dohodkovne politike. Najnevarnejša, oziroma najtežje obvladljiva šoka, ki lahko prizadeneta domačo ekonomijo med bivanjem v ERM II, sta pretirano trošenje in pospešena rast stroškov dela. Tovrstni šok utegne ponovno pospešiti dinamiko inflacije, podaljšati tvegano bivanje v ERM II ter preko uvoza in poslabšanja konkurenčnosti občutno poslabšati zunanje ravnotežje. Preventivno delovanje in aktivno posredovanje v primeru takih šokov s strani razpoložljivih makroekonomskih politik bo ključnega pomena za uspešno bivanje v ERM II in prevzem eura.

5. 1. Ustvarjanje pogojev za vstop v ERM II

Zmanjševanje inflacije je rezultat ustreznega protiinflacijskega delovanja. Inflacija se je v zadnjem obdobju občutno znižala, celo nekoliko hitreje kot smo predvideli v jesenskih "Napovedih". Normalen dezinflacijski trend, rezultat zmerno restriktivne denarne politike, je še dodatno pospešila nizka gospodarska aktivnost. Posredno se je nizka gospodarska aktivnost odrazila tudi na trgu dela, kjer je zmanjševanje zaposlenosti zadrževalo rast plač, manjša rast stroškov dela pa je dodatno pripomogla k nižji inflaciji. Končno je pospešeno dezinflacijo omogočila tudi inflacijsko nevtralna fiskalna politika z omejevanjem davčnih pritiskov na cene, zmerna pa je bila tudi rast kontroliranih cen.

Občutno znižanje inflacije je vzdržno. Pospešeno znižanje inflacije bi bilo lahko nevzdržno, če bi v ekonomiji povzročilo nastajanje makroekonomskih neravnovesij. Nevzdržno zniževanje inflacije bi se lahko odrazilo predvsem v tekočem računu plačilne bilance, če bi temeljilo na pretirani realni apreciaciji tolarja, ali v neustreznem fiskalnem saldu, če bi bil rezultat odlaganja ustreznih davčnih ukrepov. Navsezadnje bi taka neravnovesja prisilila k ukrepanju makroekonomskih politik, depreciaciji tolarja oziroma povečevanju davčnih pritiskov, ti pa bi ponovno pospešili inflacijo. Tak učinek bi lahko imelo zniževanje inflacije na podlagi zamrznitve kontroliranih cen, ker bi kratkoročnemu znižanju inflacije sledil popravek kontroliranih cen in ponoven pritisk na inflacijo. Zato skupen protiinflacijski program denarnih in fiskalnih oblasti predvideva usklajevanje porasta

nadzorovanih cen s pričakovanim porastom prostih cen. S tem se zagotovi inflacijska nevtralnost nadzorovanih cen, saj relativne cene ostanejo nespremenjene. Inflacijsko nevtralnost fiskalne politike torej razumemo kot odsotnost pritiskov na inflacijo, tako na njeno poviševanje kot na njeno zniževanje.

Denarna politika še vedno opravlja svoj delež pri ohranjanju trendnega zniževanja inflacije. Banka Slovenije ohranja zadostno raven realnih obrestnih mer za potrebno restriktivno delovanje in stabilizacijo inflacije pod ravnijsko maastrichtskega inflacijskega kriterija. Hkrati je izvedena in pričakovana intenzivnost dezinflacije zadostna, da sta zniževanje nominalnih obrestnih mer in postopna stabilizacija tečajne dinamike skladni z mehkim prestopom v pogoje delovanja v ERM II. Zato dosedanjo orientacijo denarne politike lahko opredelimo kot uspešno in bo do vstopa v ERM II ostala nespremenjena.

5. 2. Koordinacija makroekonomskih politik v ERM II

V skupnem Programu vstopa v ERM II in prevzema eura Banka Slovenije in Vlada RS opredeljujeta naloge makroekonomskih politik po vstopu v ERM II. Novo porazdelitev nalog narekuje predvsem določitev centralne paritete tolarja do eura. V ospredju delovanja Banke Slovenije bo stabiliziranje tečaja okoli centralne paritete. Ker denarna politika ne more dosegati več ciljev hkrati, bo njeno dosedanjo vlogo pri zagotavljanju cenovne stabilnosti in uravnavanju gospodarske aktivnosti prevzela fiskalna politika.

Denarna politika bo skrbela za stabiliziranje nominalnega tečaja tolarja okoli centralne paritete, kar je predpogoj za prevzem eura. Centralna pariteta med tolarjem in eurom bo določena ob vstopu v ERM II. Določena bo na podlagi skupnih pogledov o dolgoročno ravnotežni realni vrednosti tolarja s strani Banke Slovenije, Vlade RS, Evropske centralne banke in centralnih bank euro sistema ter Evropske Komisije. Ravnotežna vrednost paritete pomeni, da bo pri njeni določitvi ustrezno obravnavan njen potencialen učinek na inflacijo po eni strani in njen učinek na konkurenčnost gospodarstva po drugi strani. Upoštevanje dolgoročne ravnotežne vrednosti tolarja bi moralo preprečiti pojavljanje potreb po spremembi centralne paritete v prihodnosti. Za uspešno izvajanje svoje naloge v ERM II ima Banka Slovenije že primerne instrumente in izkušnje pri uravnavanju tečaja tolarja. Že sedaj je dosežena ustrezna tečajna stabilnost, če upoštevamo gibanja okoli trendne deprecijacije tolarja potrebne za neodvisno izvajanje denarne politike. Ob vstopu v ERM II zato ni pričakovati odstopanj od uporabe instrumentov tečajne oziroma denarne politike. Spremenila pa se bo orientacija denarne politike, saj bo ob doseženih makroekonomskih ravnovesjih skrbela za stabilen tečaj tolarja.

Denarna politika, prednostno orientirana k stabilizaciji tečaja, se ne bo več mogla ustrezno odzivati na makroekonomske šoke, ki bi nastali ob bivanju v ERM II. Denarno politiko je moč uporabljati kot instrument odzivanja na makroekonomske šoke in instrument stabilizacije inflacije preko uravnavanja agregatnega povpraševanja, ali pa kot instrument za stabiliziranje tečaja na želeni ravni. Uporaba denarne politike za stabiliziranje nominalnega tečaja bo torej onemogočila 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. Ker se v primeru šoka prekomernega trošenja centralna banka ne more odzvati z restriktivnejšo obrestno mero, in se realna obrestna mera ob (pričakovanem) povečanju inflacije lahko celo zmanjša, denarna politika *de facto* postane pro-ciklična. Ob vsakem povečanju povpraševanja se šok še okrepi zaradi dodatno nizkih realnih obrestnih mer, obratno pa se ob nezadostnem povpraševanju višja realna obrestna mera odrazi v še močnejšem gospodarskem zastoju kot sicer. To pomeni večje nihanje gospodarskih ciklov, skladno s tem pa tudi bolj variabilno inflacijo. Le-ta praviloma prekomerno naraste ko se ekonomija pregreva, povzroči močno realno apreciacijo in upad konkurenčnosti. Končno nizka konkurenčnost povzroči podaljšano upočasnitev gospodarske rasti, dokler se cene ne upočasnijo in se konkurenčnost popravi.⁵ Za preprečitev tovrstnih inflacijskih ciklov na strani povpraševanja bo ključnega pomena proti-ciklično delovanje makroekonomskih politik pod nadzorom Vlade.

Nalogo uravnavanja makroekonomske aktivnosti, in s tem posredno tudi inflacije, bo zato po vstopu v ERM II prevzela fiskalna politika. Fiskalna politika ima za svoje delovanje na razpolago vrsto instrumentov. Eden glavnih instrumentov fiskalne politike bo načrtovanje ne-investicijske javne porabe tako, da bo le-ta uporabljena kot proti-ciklični stabilizator ekonomije. S takim delovanjem lahko zajezi šok domačega trošenja in prepreči nastanke inflacijskih ciklov. Za potrebno proti-ciklično delovanje bo potrebno predvideti zadostne proračunske rezerve, da maastrihtski fiskalni kriteriji (oziroma Pakt o Rasti in Stabilnosti po prevzemu eura) ne bodo ogroženi. Druga kategorija instrumentov pod nadzorom Vlade bo morala preprečevati nastanek fiskalnih šokov stroškovne narave v ekonomiji in s tem neposredne pritiske na povečevanje inflacije. To zadeva predvsem

⁵ Takšna ciklična gibanja včasih imenujemo "euro poslovni cikel". Države euro območja, ki se ne odzovejo zadosti restriktivno ob inflacijskem ciklu imajo, ko se cikel obrne, daljše obdobje upočasnjene gospodarske aktivnosti. Taki stroški v rasti in zaposlenosti so pogosti pri politiki stabilizacije cen, ki bi temeljila na podlagi fiksiranja nominalnega tečaja. Banka Slovenije je zato dajala prednost aktivni denarni politiki pred alternativo fiksiranja tečaja, dokler se inflacija ne stabilizira na nizki ravni.

omejevanje poviševanj davčnih stopenj in trošarin nad raven, ki jo zahteva usklajevanje z uredbami v Evropski Uniji. Prav tako je potrebno omejiti poraste nadzorovanih cen (kot agregata) nad stopnjo inflacije, skladno z izpolnjevanjem maastrichtskega kriterija inflacije. To pomeni vsaj inflacijsko nevtralnost nadzorovanih cen, ob ohranjanju nespremenjenih ustreznih relativnih cen. Hkrati pa takšno omejevanje spodbuja k strukturnim reformam in boljšemu obvladovanju stroškov v podjetjih, ki zaradi monopolne strukture trga niso prisiljena v izboljševanje konkurenčnosti. Na področju dohodkovne politike pa bo 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.

5. 3. Tveganja povezana s sodelovanjem v ERM II

Največje tveganje za uspešen prehod iz ERM II v euro sistem predstavljata asimetrična šoka domačega trošenja in pospešene dinamike nominalnih plač kot stroškov dela.

Taka ocena temelji na trenutnih in pričakovanih makroekonomskih gibanjih, ter obvladljivosti različnih šokov s strani ekonomskih politik. Okrevanje gospodarstva, kot ga predvidevajo napovedi, sicer zmanjšuje hitrost zniževanja inflacije, kljub temu pa napovedano zmanjševanje inflacije ostaja skladno z izpolnjevanjem inflacijskega kriterija med bivanjem ERM II. V okviru 5.1 prikazujemo, da bi brez takojšnjega in ustreznega odziva razpoložljivih makroekonomskih politik, že majhen šok z inflacijskimi učinki ogrozil izpolnjevanje tega kriterija. Da je največje tveganje povezano prav z zasebnim povpraševanjem oziroma s pritiski na stroške dela izhaja iz dejstva, da je večino ostalih šokov možno zajeziti, oziroma so ti šoki (bili) povzročani s strani ekonomske politike. Tako pričakujemo, da bo ustrezno ravnanje fiskalne politike preprečevalo šoke kontroliranih cen, dvigovanja davčnih stopenj in absorbiralo ponudbene šoke, kot je na primer naftni šok, na enak način kot v zadnjem obdobju. Asimetričnost šoka povpraševanja, oziroma neuskklajenost s povpraševanjem v evro območju, vsebuje dodatno tveganje ker v takem primeru restriktivna drža ECB, ki bo določala držo domače denarne politike, ne bo taka kot bi jo potrebovali glede na domače razmere. Z drugimi besedami, če bo do močnejšega povpraševanja hkrati prišlo tudi v evro območju, bo ECB dvignila obrestne mere enako pa bo morala storiti tudi Banka Slovenije. V primeru simetričnega šoka bi torej denarna politika postala restriktivnejša, v primeru asimetričnega šoka pa reakcija denarne politike ne bo mogoča in ključno vlogo bodo morale odigrati ostale makroekonomske politike.

Okvir 5.1: Tveganje za izpolnjevanje maastrichtskega inflacijskega kriterija: prekomerna rast plač in domačega trošenja

Po vstopu v ERM II bodo največja tveganja za izpolnjevanje maastrichtskega inflacijskega kriterija in za stabilnost gospodarstva nasploh predstavljali pritiski s strani agregatnega povpraševanja in s strani dinamike plač oziroma stroškov dela. To tveganje izpostavljamo predvsem zaradi tega, ker bo denarna politika po vstopu v ERM II zavezana vzdrževanju stabilnega tečaja v standardnem pasu okrog dogovorjene centralne paritete. To bo posledično omejilo njeno sposobnost odzivanja na šoke s strani povpraševanja. Z obvladovanjem tveganj, povezanih s prekomernim povpraševanjem oziroma s previsoko rastjo plač, se bosta morali soočiti fiskalna in dohodkovna politika.

V tabeli vrednosti izbranih makroekonomskih indikatorjev iz napovedi (osnovni scenarij) primerjamo s scenarijema povečanega trošenja gospodinjstev ter pospešene rasti nominalnih plač. Zaradi preglednosti smo se omejili na prikaz rasti BDP, medletne stopnje inflacije, tekočega računa plačilne bilance v odstotkih BDP ter rasti zaposlenosti. Predstavljene ocene obeh scenarijev so modelske, torej podrejene posebnostim ekonometričnih modelov nasploh (in tudi uporabljenega), pa vendar kvalitativno in kvantitativno precej ilustrativne.

Tabela: Odzivnost makroekonomskih spremenljivk na šoke

	BDP			Inflacija			Tekoči račun			Zaposlenost		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Osnovni scenarij	3.1	3.6	3.9	3.5	3.0	2.8	-1.0	-2.0	-1.8	0.4	0.5	0.8
Šok potrošnja¹	0.6	0.7	-0.4	0.0	0.3	0.6	0.0	-0.2	-0.6	0.0	0.4	0.1
Šok plače²	0.1	0.0	-0.3	0.0	0.4	0.3	0.0	-0.2	-0.2	0.0	-0.4	-0.6

Odstopanja so izražena v odstotnih točkah glede na osnovni scenarij.

1 Večja rast potrošnje za dve odstotni točki letno po drugem četrtletju 2004.

2 Večja rast plač za dve odstotni točki letno po drugem četrtletju 2004.

V primeru večjega domačega trošenja se gospodarska rast prehodno poveča, prav tako rast zaposlenosti, povečanje pa gre na račun višje inflacije in poslabšanja tekočega računa. Prikazani šok ponazarja povečanje rasti zasebne potrošnje s tretjim četrtletjem 2004 za dve odstotni točki v enem letu v primerjavi z osnovnim scenarijem. Del povečanega trošenja spodbudi gospodarsko rast, del pa se preko povečanega uvoza pokaže v povečanem primanjkljaju v tekočem računu. Inflacija naraste, in deloma zaradi interne dinamike ostane nad osnovnim scenarijem tudi ko se pritiski agregatnega povpraševanja umirijo. Z odlogom pa povečanje proizvodnje poveča tudi zaposlenost. V grobem ocene pomenijo, da dodatna odstotna točka rasti realnega BDP, spodbujena s strani domačega povpraševanja, pomeni v roku enega leta za 0,4 o.t. večjo inflacijo, za 0,6 o.t. večjo rast zaposlenosti ter za 0,3 o.t. BDP večji primanjkljaj v tekočem računu.

Pospešena rast plač se poleg spodbujanja domačega trošenja odrazi še kot stroškovni dejavnik in še dodatno pospeši inflacijo. V tem scenariju smo rast nominalnih plač od tretjega četrtletja 2004 povečali za dve odstotni točki v enem letu glede na njihovo rast v osnovnem scenariju. Pospešek rasti nominalnih plač se le postopoma prenese v inflacijo. Najprej se prehodno poveča realni razpoložljivi dohodek, ki preko agregatnega povpraševanja nekoliko pospeši dinamiko proizvodnje, in hkrati inflacije. Poleg že prej opisanega učinka s strani povpraševanja plačni šok dodatno prispeva k inflaciji zaradi povečanih stroškov dela. Poleg občutnega vpliva na inflacijo scenarij prekomerne rasti nominalnih plač povzroči upad rasti zaposlenosti oziroma celo zmanjšanje zaposlenosti. Zaradi povečanih stroškov dela namreč upade izvozna konkurenčnost gospodarstva, zato se zmanjša povpraševanje po delovni sili. Ocene kažejo, da pospešek rasti nominalnih plač za eno odstotno točko po enem letu prispeva k inflaciji 0,2 o.t., prehodno nevtravno deluje na gospodarsko rast, a zniža rast zaposlenosti za 0,2 o.t. ter poveča primanjkljaj tekočega računa za 0,1 o.t. BDP. Še močnejši učinek na slabšanje salda tekočega računa in na gibanje zaposlenosti se pojavi v drugem letu po šoku, torej v letu 2006.

Prekomerno trošenje oziroma previsoke plače predstavljajo tveganje v povezavi z izpolnjevanjem inflacijskega kriterija. Rezultati simulacij kažejo, da je doseganje maastrichtskega inflacijskega kriterija lahko ogroženo že zaradi relativno majhnih šokov, ki jih ekonomske politike ne bi uspele preprečiti oziroma pravočasno omejiti. Za uspešno sodelovanje v ERM II in prevzem eura bo zato potrebno skrajno previdno delovanje ter usklajenost vseh ekonomskih politik, kot je predstavljeno v skupnem Programu vstopa v ERM II in prevzem eura.

Brez ustreznega odziva ekonomske politike bi neugodni šoki pomenili podaljšanje bivanja v ERM II hkrati pa, in predvsem, možnost zastoja gospodarske aktivnosti.

Očitno je, da bi bil ob neustreznem odzivanju ekonomske politike maastrichtski inflacijski kriterij presežen v primeru prekomernega porasta domačega trošenja, še posebno pa pospešitve rasti stroškov dela. Neizpolnjevanje katerega od maastrichtskih kriterijev bi podaljšalo bivanje v ERM II dokler vsi kriteriji ne bi bili izpolnjeni hkrati. Samo po sebi daljše bivanje v ERM II ni nujno povezano z večjimi stroški. Kot že rečeno pa bi inflacijski šok povzročil pretirano realno apreciacijo in padec konkurenčnosti gospodarstva. Tak učinek bi neposredno poslabšal tekoči račun, oziroma zunanje ravnovesje, in upočasnil gospodarsko aktivnost. Posredno pa 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 še bolj oddaljilo možnosti za izpolnjevanje kriterijev za prevzem eura in bivanje v ERM II bi se zavleklo. Poslabšanje makroekonomskih ravnovesij bi lahko celo omajalo vzdržnost centralne paritete in povzročilo 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 centralne paritete, to pa je predpogoj za uspešno bivanje v ERM II.

5.4. Stališča Sveta Banke Slovenije

Svet Banke Slovenije je mnenja, da je zaradi tveganj povezanih z ERM II čim prejnji prevzem eura v interesu slovenske ekonomije. ERM II je pogosto predstavljen kot okvir za pripravljane makroekonomskih politik na okolje denarne unije in preizkus vzdržnosti centralne paritete.⁶ Zaradi opisanega tveganja, ki ga predstavlja neustrezno odzivanje razpoložljivih makroekonomskih politik na šoke, je ERM II pravzaprav prisila za strogo delovanje fiskalne politike. Toda ERM II predstavlja z ekonomskega vidika mnogo večje tveganje kot pa denarna unija. V ERM II je namreč še vedno prisotno tečajno tveganje, oziroma tveganje špekulativnega napada na valuto. Napad na valuto je lahko rezultat neustreznega vodenja ekonomskih politik in poslabševanja makroekonomskih ravnovesij, lahko pa nastopi tudi če so ekonomske politike primerne. Tak primer je selitev finančne krize

⁶ Tako imenovani "training room".

iz drugih držav ali pa je povezan z nepravilnimi pričakovanji o ukrepih ekonomskih politik ali o prihodnjih gospodarskih gibanjih. Verjetnost takih primerov zaenkrat ocenjujemo kot majhno, upoštevati pa je potrebno zelo slabe posledice za realno ekonomijo če do njih dejansko pride. Zato ocenjujemo, da morajo vse makroekonomske politike delovati v prid čim hitrejšega prehoda skozi ERM II in prevzema eura.