

BANKA --- SLOVENIJE

URESNIČEVANJE KRATKOROČNIH USMERITEV DENARNE POLITIKE



MAJ 2003

KAZALO

| | |
|---|-----------|
| 1. UVOD IN POVZETEK | 5 |
| 2. INFLACIJSKA GIBANJA | 8 |
| 3. DELOVANJE BANKE SLOVENIJE V LETIH 2002 IN 2003 | 23 |
| 4. NAPOVEDI GOSPODARSKIH GIBANJ DO KONCA LETA 2004 | 34 |
| 5. VODENJE IN KRATKOROČNE USMERITVE DENARNE POLITIKE | 57 |

Priloga

1. UVOD IN POVZETEK

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. Skladno s svojo srednjeročno usmeritvijo se je Banka Slovenije zavezala, da se bo osredotočila na znižanje inflacije. 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.

* * *

Zniževanje inflacije v lanskem letu ni potekalo z željeno dinamiko. Da je verjetnost doseganja zelene stopnje inflacije ob koncu leta zelo majhna, je bilo videti že po nekaj začetnih mesecih lanskega leta, na to pa smo opozorili tudi v oktobrskem poročilu. Ker ocenjujemo, da so bili inflacijski pritiski v lanskem letu le začasne narave, pričakujemo, da se bo hitro zniževanje inflacije iz začetka letošnjega leta nadaljevalo vse do ravni okoli 5% ob koncu leta. Tudi gibanje osnovne inflacije kaže, da lahko v prihodnje pričakujemo nadaljnje zniževanje inflacije. Medletna rast osnovne inflacije je namreč v začetku letošnjega leta na ravni med 5% in 5,5%, potem, ko je bila še v začetku lanskega leta na ravni okrog 6,5%. V gospodarstvu ni prisotnih znakov inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja – še posebej, ker bo morala tudi v prihodnje zaradi neugodnih gospodarskih razmer svoje trošenje omejevati država.

Denarna politika je bila usmerjena v obvladovanje ponudbe denarja. V letu 2002 je bila pod vplivom visokih inflacijskih pričakovanj, ki so jih povzročile visoke podražitve v začetku leta, in visokih deviznih prilivov. Z višanjem nominalnih obrestnih mer je preprečevala padec realnih obrestnih mer, z vzdrževanjem visoke stopnje sterilizacije in ob ustrezni politiki obrestnih mer pa je Banka Slovenije nevtralizirala šoke ponudbe denarja zaradi velikih deviznih prilivov iz naslova privatizacije oziroma prevzemov podjetij s strani nerezidentov. V obeh primerih je morala spremenjeni ravni nominalnih obrestnih mer prilagajati tudi dinamiko deviznega tečaja. Tako je Banka Slovenije uspešno preprečevala kreditno ekspanzijo, ki bi lahko sicer preko težko obvladljivega povečanja domačega trošenja povzročila inflacijske pritiske s strani povpraševanja.

V letu 2003 bo gospodarska rast že tretje leto zapored nižja od dolgoročnega povprečja. Glavni razlog za upočasnjeno gospodarsko rast sta še vedno šibka mednarodna konjunktura in relativno počasno okrevanje domačega povpraševanja. Z okrevanjem svetovnega gospodarstva se bo gospodarska rast tudi v Sloveniji približala svojemu dolgoletnemu povprečju okoli 4%, kar bi se po naših ocenah lahko zgodilo do leta 2004. Po naših ocenah bo v prihodnjem obdobju glavni generator gospodarske rasti ponovno postalo domače trošenje, menjava s tujino pa bo na gospodarsko aktivnost ugodno vplivala predvsem preko pozitivnih pogojev menjave. Kljub postopnem okrevanju domačega končnega trošenja ne pričakujemo inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja.

Glede na tokratne napovedi, predpostavke o delovanju ekonomskih politik ter že udejanjena inflacijska gibanja v letošnjem letu, ugotavljamo, da so v naslednjem letu in pol izgledi za nadaljnje znižanje inflacije boljši, saj se je tudi Vlada RS identificirala s ciljem znižanja inflacije in ga postavila kot enega od svojih prednostnih nalog. Posledično se je povečala usklajenost ekonomskih politik v letošnjem letu:

- Denarno in tečajno politiko dopolnjuje politika nadzorovanih cen, ki omogoča doseganje 5% inflacije ob koncu leta. Sprejet je bil celovit načrt nadzora cen, ki se bo pričel izvajati po končani zamrznitvi cen maja letos.
- Vlada RS je z davčno politiko nevtralizirala inflacijske pritiske iz mednarodnega okolja zaradi velikih nihanj cene nafte na svetovnih trgih.
- Prilagoditev javnih bilanc v smeri manjše javne porabe in bolj restriktivne dohodkovne politike predstavlja nadaljnje korake v smeri koordinacije ekonomskih politik, ki omogočajo zniževanje inflacije na trajni in vzdržni osnovi.

Takšna kombinacija ekonomskih politik ne omogoča samo sproščanja prostora za nadaljnje znižanje obrestnih mer in upočasnjevanja rasti tečaja, temveč je tudi nujen predpogoj za uspešno sodelovanje v ERM2 in za čimprejšnji prevzem eura.

* * *

V nadaljevanju gradivo vsebuje še štiri poglavja, na koncu pa so zbrane priloge. V drugem poglavju prikazujemo podrobno analizo inflacijskih gibanj, strukture inflacije in dinamiko glavnih dejavnikov inflacije v lanskem letu in začetku letošnjega leta. Sledi opis delovanja Banke Slovenije v tem obdobju, z vidika uporabe instrumentov pri protiinflacijskem delovanju in pri absorpciji obsežnih kapitalskih pritokov. Napovedi gibanj glavnih makroekonomskih agregatov do leta 2004 so predmet četrtega poglavja. Na podlagi ugotovitev iz predhodnih

poglavij so v zadnjem delu povzete smernice za nadaljnje vodenje denarne politike, potrebne za doseganje cenovne stabilnosti.

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 v jeseni 2003.

2. INFLACIJSKA GIBANJA

Inflacija se je v začetku letošnjega leta znižala s 7,2% ob koncu lanskega leta na 5,3% v aprilu. Hitro zniževanje inflacije v letošnjem letu odraža predvsem izločanje učinkov šokov enkratne narave iz začetka lanskega leta. Trend upadanja inflacije, čeprav nekoliko počasnejši, pa lahko pričakujemo tudi v drugi polovici letošnjega leta.

Manj pritiskov s strani nadzorovanih cen in manj neposrednih davčnih učinkov na inflacijo sta ključni spremembi glede na gibanje dejavnikov v lanskem letu. K zniževanju inflacije v letošnjem letu veliko prispeva tudi bistveno izboljšana koordinacija ekonomskih politik. Pomemben napredek je bil dosežen, ko se je Vlada RS identificirala s ciljem zniževanja inflacije in ga postavila kot eno svojih prednostnih nalog, ter:

- sprejela celovit načrt o nadzoru cen, ki se bo pričel izvajati po končani začasni zamrznitvi cen maja letos. Ta načrt je zasnovan tako, da omogoča doseganje 5% inflacije ob koncu leta.
- z davčno politiko, ki temelji na spreminjanju trošarin na naftne derivate, nevtralizira inflacijske učinke velikih nihanj nafte na svetovnih trgih, ki so posledica ameriškega napada na Irak.
- pripravlja pogoje za uveljavitev restriktivnejših ukrepov fiskalne in dohodkovne politike, ki bodo omejevali možnost povečanja trošenja, ter tako sproščal prostor za nadaljnje nižanje obrestnih mer in upočasnjevanje rasti tečaja.

Inflacijski pritiski s strani povpraševanja se niso razvili, kljub presežni ponudbi virov financiranja iz tujine. K ohranjanju teh inflacijskih pritiskov na zmerni ravni je veliko prispevala tudi obsežna sterilizacija Banke Slovenije. S sterilizacijo in ustrezno politiko obrestnih mer so bili nevtralizirani veliki šoki na ponudbo denarja zaradi velikih deviznih pritokov iz naslova privatizacije NLB in prevzema Lek-a, ki se tako niso odrazili kot povečana kreditna ekspanzija. Tveganja povezana s kreditno ekspanzijo, ki bi lahko spodbudila neobvladljivo končno domačo potrošnjo in inflacijske pritiske s strani povpraševanja, se umirjajo.

Prvi znaki umirjanja inflacijskih pritiskov so že vidni na cenah proizvajalcev, ki so v marcu na letni ravni rasle po 2,5%. Cene proizvajalcev odražajo zaostrene pogoje poslovanja v tujini, zaradi velike izpostavljenosti zunanjim pogojem poslovanja pa predstavljajo približek za menjalne cene. Na te cene ima tečaj največji in najhitrejši učinek, medtem ko obstaja večja

negotovost povezana z vplivom tečaja na gibanje nemenjalnih cen. Menjalni sektorji pa niso samo bolj pod vplivom tečaja, temveč so tudi izpostavljeni bistveno večji konkurenci in so zato tudi bolj sposobni obvladovati svoje stroške. Manj učinkovito obvladovanje stroškov v nemenjalnih sektorjih je tudi glavni razlog za počasnejše zniževanje inflacije od željene dinamike.

V nadaljevanju je predstavljena analiza strukture inflacije ter glavnih dejavnikov, ki vplivajo na inflacijo v letošnjem letu.

2.1. Analiza inflacije in njene strukture

Skupna inflacija je aprila medletno znašala 5,3%. Od lanskega decembra do letošnjega marca so se življenjske potrebščine podražile za 2,7%. Ob koncu lanskega leta se je inflacija na letni ravni ohranjala na okoli 7,2%. V letošnjem letu se je inflacija po pričakovanjih znižala s 7,2% v decembru 2002 za 1,9 odstotne točke, na 5,3% v aprilu. Osnovna inflacija¹ se je z medletne stopnje rasti 5,5% v decembru 2002 znižala na 5,2% v marcu 2003.

Predvidoma se bo zniževanje inflacije v maju in juniju začasno prekinilo izključno zaradi statističnega učinka nizke inflacije v maju in juniju lanskega leta, nato pa se bo inflacija ponovno umirjala do konca leta.

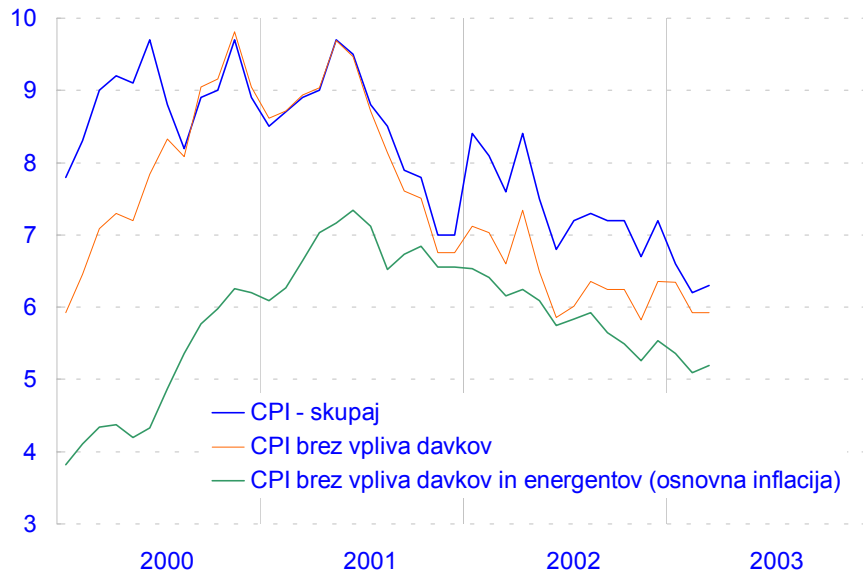
V nadaljevanju bomo prikazali gibanje osnovne inflacije in njene strukture. Sledi analiza inflacije po strukturi, ki jo uporablja Statistični urad RS in na koncu analiza inflacije glede na stopnjo tržnosti pri oblikovanju cen.

Osnovna inflacija zaostaja za inflacijo, merjeno z indeksom cen življenjskih potrebščin. Osnovna inflacija je tisti del inflacije, na katerega centralna banka praviloma lahko vpliva z denarno in tečajno politiko. Glede na celotno inflacijo so izločeni elementi, na katere centralna banka nima vpliva - davki in energenti. Osnovna inflacija je razčlenjena na cene menjalnega in cene nemenjalnega sektorja. Kot približek cen menjalnega sektorja so uporabljene cene industrijskih izdelkov (v indeksu cen življenjskih potrebščin), cene nemenjalnega sektorja pa so ponazorjene s cenami storitev. Cene hrane predstavljajo tretjo skupino cen osnovne inflacije in so obravnavane ločeno. Pogosto centralne banke pri merjenju osnovne inflacije izločajo tudi cene hrane, ki so zelo volatilne. Med zgoraj

¹ Osnovno ali "core" inflacijo definiramo kot objavljeno (skupno) inflacijo, zmanjšano za učinke sprememb stopenj DDV in trošarin za tobak ter cen goriv in energije (energentov).

navedenimi skupinami najhitreje rastejo cene v skupini storitev, ki predstavljajo okoli 28% indeksa osnovne inflacije. Medletna rast le-teh je v marcu znašala 7,5%. Cene v skupini industrijski izdelki (47% delež) so v marcu rastle s 6,2% medletno rastjo, cene hrane (25% delež) pa s 5,0% medletno rastjo.

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

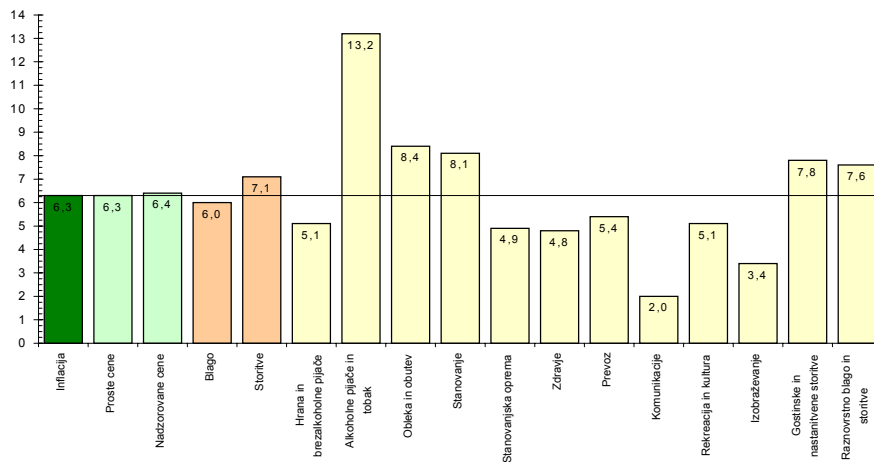


Med **glavnimi skupinami življenjskih potrebščin** v indeksu cen življenjskih potrebščin izstopata rast cen v skupini alkoholne pijače in tobak ter rast cen v skupini obleka in obutev. Rast cen v skupini alkoholne pijače in tobak na letni ravni je bila v marcu več kot dvakrat večja od rasti indeksa cen življenjskih potrebščin. Glavna vzroka za tako visoko rast sta:

- povišanje trošarin za cigarete v januarju in juliju 2002 ter januarju 2003. Zviševanje trošarin na tobak je posledica usklajevanja naše zakonodaje z zakoni Evropske Unije.
- povišanje stopenj DDV za vino. Vino je bilo razvrščeno iz nižje 8,5 odstotne obdavčitve na višjo 20 odstotno.

Sledijo podražitve v skupinah stanovanje, gostinske in nastanitvene storitve, ter raznovrstno blago in storitve. V skupini stanovanje so se najbolj podražile komunalne in druge storitve za stanovanja, tekoča goriva ter najemnina, medtem ko so se v skupini gostinske in nastanitvene storitve najbolj podražili izdatki za prenočevanje v hotelih in izdatki za dijaške domove. Za rastjo inflacije najbolj zaostajajo skupine komunikacije, izobraževanje, zdravje in stanovanjska oprema. V sliki 2.2 so predstavljene medletne rasti cen glavnih skupin življenjskih potrebščin, kot jih predstavlja Statistični urad RS, ter indeksa prostih in nadzorovanih cen.

Slika 2.2: Struktura rasti cen življenjskih potrebščin (medletne stopnje rasti v % za marec 2003)



Rast cen storitev je v letu 2002 bistveno prehitela rast cen blaga. Rast cen storitev je v 2002 znašala 9,4%, kar je za 3 odstotne točke več kot rast cen blaga, ki je znašala 6,4%. V marcu 2003 se je razkorak v rasti med cenami storitev in cenami blaga zmanjšal na 1,1 odstotno točko. V veliki meri je k temu prispevala predvsem zamrznitev nadzorovanih cen, deloma pa tudi začetek odzivanja storitvenih dejavnosti na upočasnjeno gospodarsko rast in skromnejše končno trošenje gospodinjstev.

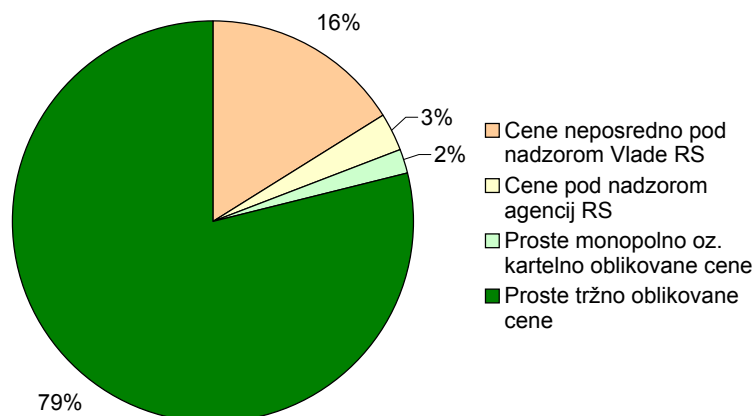
Poznavanje **načina oblikovanja cen** je ključno za centralno banko pri oblikovanju denarne politike. Zato smo že v oktobru 2002 klasično delitev cen na proste in nadzorovane cene dopolnili s podrobnejšo delitvijo na štiri skupine:

- cene neposredno pod nadzorom Vlade RS²
- cene pod nadzorom agencij RS
- proste monopolno oziroma kartelno oblikovane cene
- proste tržno oblikovane cene

Motiva za dodatno delitev cen sta prenos dela pristojnosti nadzora cen z Vlade RS na neodvisne državne agencije in opažanje, da pri posameznih storitvah in blagu, ki se praviloma oblikujejo prosto, obstaja verjetnost, da prihaja do koordiniranih in dogovorjenih sprememb cen.

² Cene v pristojnosti Vlade RS oziroma cene storitev javne uprave.

Slika 2.3: Sestava indeksa cen življenjskih potrebščin glede na način oblikovanja cen.



V letošnjem letu se je struktura indeksov, ki delijo produkte glede na način oblikovanja cen, nekoliko spremenila. Vzroki za te spremembe so:

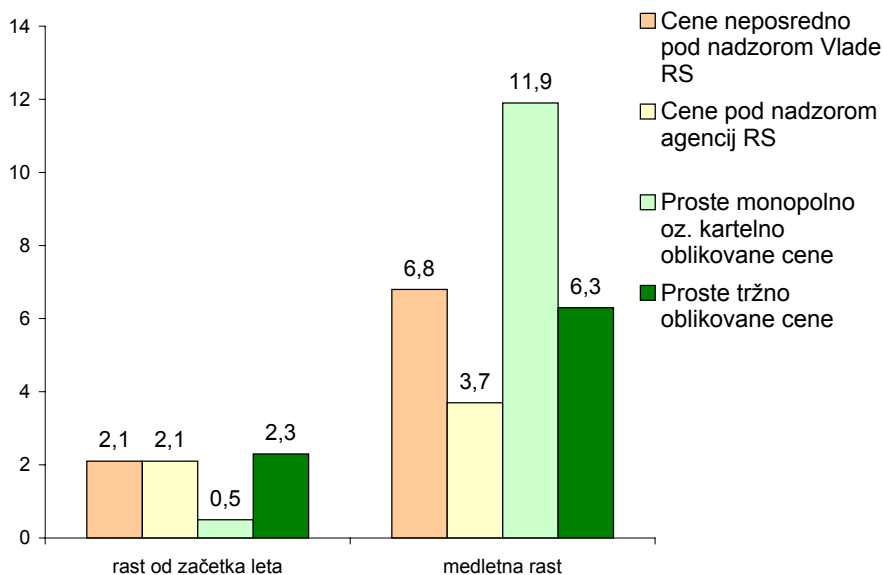
- (1) V letu 2003 Vlada RS neposredno ne nadzoruje več poštnih in telefonskih storitev. S 1. januarjem 2003 so poštna in telefonska storitva pod pristojnostjo neodvisnega regulatorja, Agencije za telekomunikacije, radiodifuzijo in pošto RS (ATRP).
- (2) Vlada je z uredbo o naftnih derivatih januarja 2003 med nadzorovane cene, poleg 95-oktanskega in 98-oktanskega neosvinčenega motornega bencina, do 31. maja 2003, uvrstila še cene za plinsko olje D2 in ekstra lahko kurilno olje.
- (3) Statistični urad RS (SURS) je nekoliko spremenil strukturo indeksa cen življenjskih potrebščin.

Tako se je delež proizvodov, katerih cene so pod neposrednim nadzorom Vlade RS, povečal s 14% na 16%. Delež proizvodov, katerih cene nadzirajo agencije RS, se je povečal z 1% na 3%, medtem ko se je delež proizvodov, pri katerih se cene oblikujejo monopolno in dogovorno, zmanjšal s 5% na 2%. Zmanjšal se je tudi delež proizvodov, pri katerih se cene prosto oblikujejo na trgu, in sicer z 80% na 79%.

Na letni ravni najhitreje rastejo proste cene blaga in storitev, kjer prevladujejo monopolne in oligopolne tržne strukture. V to skupino uvrščamo med drugim obvezno avtomobilsko zavarovanje, prostovoljno zdravstveno zavarovanje ter kabelsko naročnino za televizijo. Medletno so te cene porasle za 11,9%. Sledijo cene, ki so pod nadzorom Vlade RS. Cene, ki so pod nadzorom agencij RS, so na medletni ravni rasle od vseh skupin najpočasneje, medtem ko je njihova rast samo v letošnjem letu najvišja med vsemi. V tej skupini so poštna in telefonska storitva, ki so pod nadzorom ATRP. S soglasjem ATRP je Pošta Slovenije v

januarju zvišala cene nekaterih poštinih storitev, v februarju pa je Telekom podražil telefonsko naročnino za analogne telefonske priključke.

Slika 2.4: Rast cen življenjskih potrebščin glede na način oblikovanja cen (marec 2003)



2.2. Dejavniki inflacije v letu 2002 in v začetku leta 2003

Za ukrepanje denarne politike je pomembno vedeti, kaj povzroča inflacijo. Povzročitelji inflacije so lahko:

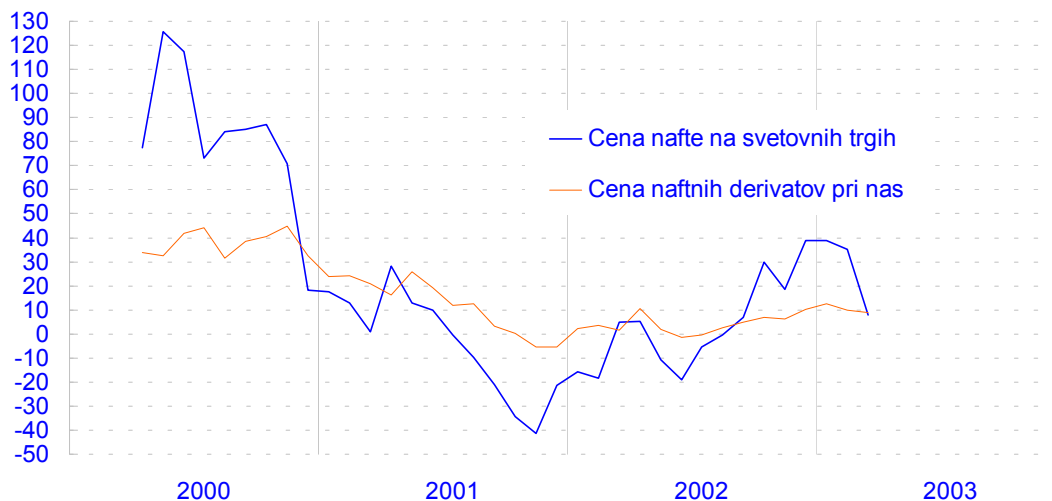
- Dejavniki, ki prihajajo iz mednarodnega okolja in se v domače cene prenašajo posredno ali neposredno ter so kot taki za centralno banko kot tudi za ostale ekonomske politike eksogeni.
- Dejavniki povpraševanja, ki delujejo predvsem preko povečane domače absorpcije in pregrevanja ekonomije ob hitri gospodarski rasti. V takem primeru inflacija raste, ker ponudba ne more slediti povečanemu povpraševanju po blagu in storitvah. Presežno povpraševanje lahko povzroča tudi ekspanzivna denarna in/ali dohodkovna politika, odraža pa se tudi v javni porabi.
- Dejavniki ponudbe, ki so pravzaprav dodatni stroškovni elementi, ki se upoštevajo pri oblikovanju cen, in se delno ali v celoti tudi vključujejo v cene.

Posamezen dejavnik je lahko obravnavan na več načinov. Od stanja celotne ekonomije in ekonomske aktivnosti je odvisno, ali posamezen dejavnik deluje v specifičnem trenutku preko strani povpraševanja ali ponudbe³.

Inflacijskih pritiskov iz mednarodnega okolja v letošnjem letu ni bilo, oziroma so bili nevtralizirani, saj je Vlada RS s svojim delovanjem preko trošarin kompenzirala skoke cen nafte na svetovnih trgih in preprečila močne negativne inflacijske učinke. S tem je Vlada RS zmanjševala negotovost in prispevala k stabilnejšim pogojem poslovanja. Tako mednarodni dejavniki zaenkrat niso pospeševali inflacije. Pomemben učinek na gibanje cen življenjskih potrebščin imata predvsem svetovna cena nafte in tečaj ameriškega dolarja.

Cena nafte na svetovnih trgih ostaja visoka in nepredvidljiva. Leto 2002 je zaznamovala visoka rast cen nafte na svetovnih trgih. V prvi polovici lanskega leta je bila vzrok višjih cen nafte kriza na Bližnjem Vzhodu, v zadnjem četrtletju 2002 in v prvih mesecih leta 2003 pa so ceno nafte krojili predvsem: nizke zaloge nafte v razvitih državah, splošna stavka v Venezueli ter pričakovani napad na Irak. Po začetku napada so cene nafte začele padati. Gibanje cen nafte na svetovnih trgih v prihodnjih tednih je nepredvidljivo, saj bo trgovanje odvisno od hitrosti razpleta vojne v Iraku.

Slika 2.5: Svetovna cena nafte in cene naftnih derivatov v Sloveniji (medletne stopnje rasti v %)



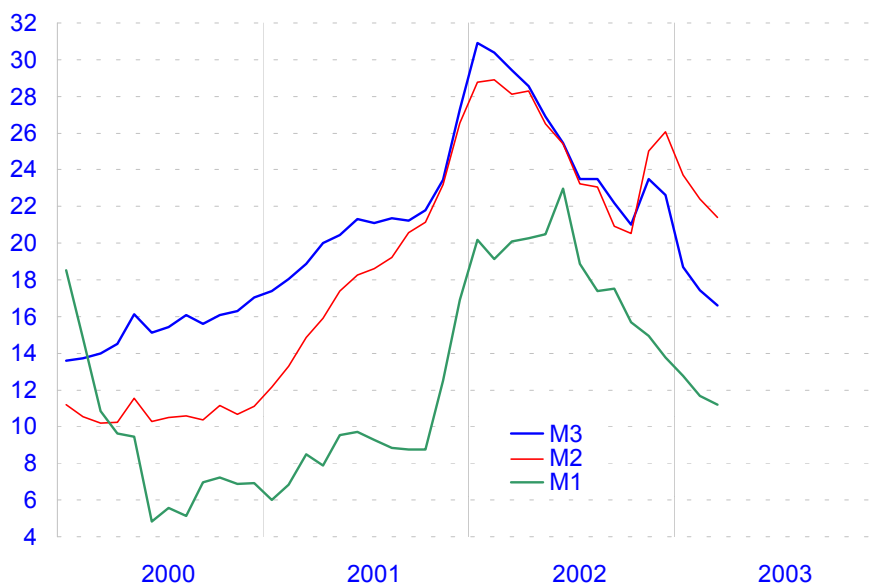
Vlada RS je z dvema novima uredbama o naftnih derivatih zmanjšala vpliv svetovnih cen nafte na domače cene naftnih derivatov in s tem na inflacijo. Vlada je z uredbo o naftnih

³ Na primer, rast plač je lahko dejavnik povpraševanja, ker generira dodatno kupno moč prebivalstva, ali pa predstavlja višji strošek za podjetja. Podobno velja tudi za obrestne mere in devizni tečaj ter

derivatih v januarju med nadzorovane cene, poleg cen 95-oktanskega in 98-oktanskega neosvinčenega motornega bencina, do 31. maja 2003 uvrstila še cene za plinsko olje D2 in ekstra lahko kurilno olje. Novi model omogoča Ministrstvu za finance, da lahko s prilagajanjem trošarin učinkovito zgladi visoka nihanja cen nafte na svetovnem trgu. V marcu je Vlada RS zaradi iraške krize sprejela novo uredbo o oblikovanju cen naftnih derivatov, ki je intervencijskega značaja in je veljala do vključno 30. aprila letos. Uredba predvideva podaljšanje obračunskega obdobja z dveh na štiri tedne, pri tem pa se pri štiritedenskem obračunskem obdobju izloča pet najvišjih in pet najnižjih dnevnih kotacij goriva na mednarodnih trgih.

Tudi nizek tečaj dolarja do eura je preko uvoznih cen ugodno vplival na gibanje inflacije. Omilil je vpliv dražje nafte na svetovnih trgih na ceno naftnih derivatov pri nas. Tečaj dolarja glede na euro je v letu 2002 padel, pa tudi v začetku letošnjega leta dolar še naprej izgublja vrednost proti euru. Občuten padec vrednosti dolarja je zaznamoval predvsem mesece maj, junij in julij. Nato je bil tečaj dolarja proti euru do oktobra dokaj stabilen. V oktobru je tečaj dolarja zopet začel izgubljati proti euru. Po napadu na Irak se je tečaj dolarja nekoliko okreпил, nato pa je nadaljeval trend padanja.

Slika 2.6: Denarni agregati (medletne stopnje rasti v %)



Inflacijski pritiski na strani povpraševanja se niso razvili kljub presežni ponudbi virov financiranja iz tujine in relativno nizkim obrestnim meram. Končno trošenje ostaja skromno, rast denarnih agregatov se umirja, presežna ponudba virov financiranja iz tujine pa se ni

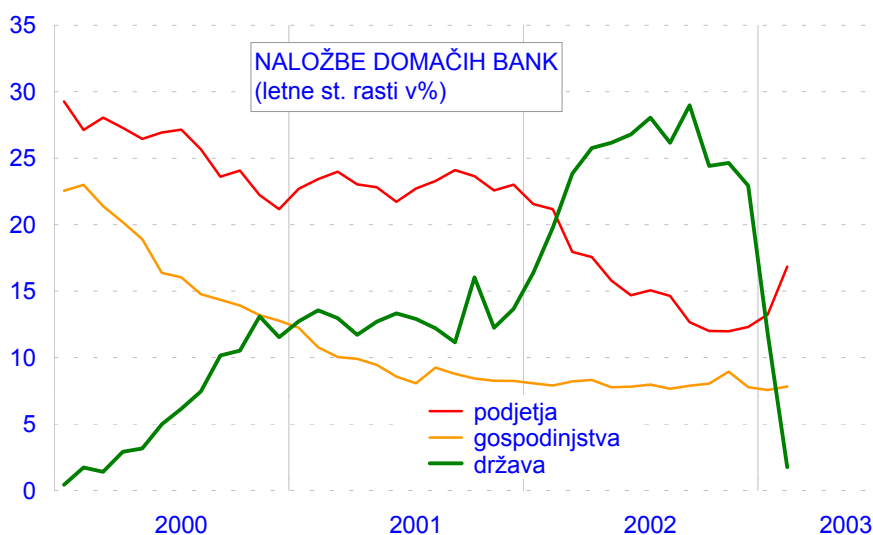
nekatero druge dejavnike.

razvila v kreditno ekspanzijo. Tveganja, da bi se razvili inflacijski pritiski s strani povpraševanja, se umirjajo. Tudi razmere na trgu dela se zaostrujejo in dohodkovna politika postaja restriktivnejša.

Gibanje denarnih agregatov se je v prvih dveh mesecih letošnjega leta umirilo. Ponudba širokega denarja M3 se je, po izrednem povečanju konec lanskega leta, v prvih dveh mesecih letos umirila. V zadnjem četrtletju se je M3 povečal zaradi neposrednih kapitalskih naložb ob privatizaciji NLB in prevzemu Lek-a. Visoki kapitalski pritoki so vplivali na velike neto pritoke deviz na deviznem trgu, Banka Slovenije pa je z aktivno politiko sterilizacije deviznih pritokov obvladovala ponudbo transakcijskega denarja M1.

Kreditna ekspanzija se ni razvila kljub velikim pritokom deviz iz tujine in pospešene rasti denarnih agregatov. Še naprej prevladuje varčevanje prebivalstva v dolgoročne namene. Povečano finančno varčevanje omejuje končno trošenje in ne omogoča, da se razvije pomembnejši pritisk na cene s strani povpraševanja. To potrjuje tudi skromno povpraševanje po kreditih s strani gospodinjstev. Zadolženost gospodinjstev pri domačih bankah se še naprej zmanjšuje. Indikatorji ne kažejo, da bi v kratkem lahko prišlo do bistvene spremembe v trendu.

Slika 2.7: Naložbe domačih bank

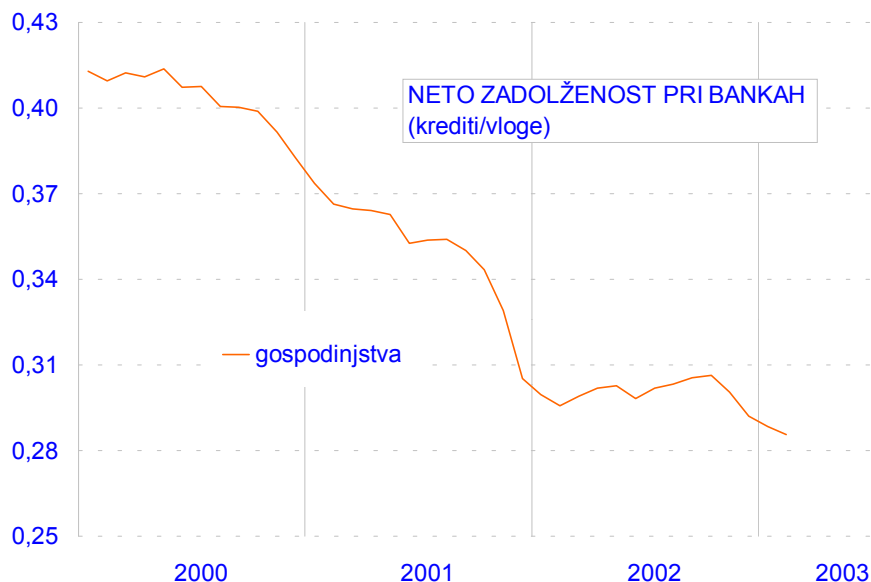


Opomba: V januarju 2003 je prišlo do spremembe v sektorizaciji podjetja Dars, ki je bilo prerazporejeno od države k podjetjem.

Razvoj inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja so preprečevale tudi zaostrene razmere na trgu dela, ki so posledica poslabšane konjunktore. Zaustavila se je rast zaposlovanja, rast plač pa je bila zmerna. Večjih razlik med rastjo plač v menjalnem in nemenjalnem sektorju ni

bilo. K umirjanju inflacije tako prispeva tudi dohodkovna politika. Povprečna medletna stopnja rasti povprečnih neto plač je lani znašala 9,7%, oziroma realno 2,0%. Precej umirjena rast plač se je nadaljevala tudi v januarju.

Slika 2.8: Neto zadolženost pri bankah



Ob šibkem domačem povpraševanju so inflacijo v zadnjih letih krojili predvsem ponudbeni oziroma stroškovni dejavniki. V zadnjem obdobju se inflacijski pritiski s strani ponudbe umirjajo.

Davčna politika in politika nadzorovanih cen sta v letošnjem letu izrazito prilagojeni inflacijskemu cilju. Tudi rast tečaja še naprej zaostaja za inflacijo in deluje v smeri njenega zniževanja. Usklajeno in učinkovito sodelovanje ekonomskih politik je glavna novost na področju zniževanja inflacije v letošnjem letu. Glavni izziv na področju zniževanja inflacije je zato doseganje boljšega obvladovanja stroškov tudi v sektorjih, ki so manj izpostavljeni konkurenci.

Nekateri davčni ukrepi, kot sta januarско povečanje trošarin za cigarete in sprememba stopnje DDV za vino, so sicer imeli tudi inflacijske učinke. Ti ukrepi so bili najavljeni že lani, z njimi pa je fiskalna politika v januarju prispevala okoli 0,3 odstotne točke k letošnji inflaciji. Najavljeni sta še dve povišanji trošarin za cigarete, in sicer v juliju 2003 in januarju 2004.

Davčna politika je aktivno prispevala k omejevanju inflacijskih pritiskov tudi z nadzorom cen energentov. Ob višjih cenah nafte na svetovnih trgih se je Vlada RS v skladu s svojimi

inflacijskimi cilji že v začetku januarja 2003 odločila za znižanje trošarin za mineralna olja. Z znižanjem trošarin je tako v januarju in februarju preprečila večji dvig cen naftnih derivatov pri nas. Zaradi prevelike podražitve nafte na svetovnih borzah pa Vlada RS z znižanjem trošarine v začetku marca ni mogla preprečiti podražitve plinskega olja D2 in kurilnega olja za ogrevanje v Sloveniji. Vlada RS lahko namreč trošarino za mineralna olja zniža le do minimalnega zneska, ki je določen z direktivo EU. Ta minimum je bil pri plinskem olju D2 in kurilnem olju že dosežen, medtem ko se lahko trošarine pri 95-oktanskem in 98-oktanskem bencinu še znižujejo. Da bi ob iraški krizi obšla to pomanjkljivost, je Vlada RS sredi marca 2003 sprejela novo uredbo o naftnih derivatih. Uredba je intervencijskega značaja in velja do vključno 30. aprila letos. Cene naftnih derivatov so bile po novi uredbi prvič določene v začetku aprila 2003, Vlada RS pa je zaradi ugodnih gibanj cen nafte in tečaja EUR/USD zvišala trošarine za mineralna olja. V letošnjem letu je s spreminjanjem trošarin na naftne derivate Vlada RS preprečila zvišanje inflacije za okoli 0,3 odstotne točke. Poudariti je treba, da je to le ocena neposrednega vpliva na rast cen življenjskih potrebščin. Gibanje cen naftnih derivatov ima namreč tudi močan posredni vpliv na gibanje ostalih cen.

Okvir 2.1

Nova dejstva, ki niso bila predvidena v načrtu Vlade za leto 2003

Med davčne in druge administrativne ukrepe, ki bi lahko vplivali na povečanje inflacije glede na naše napovedi, in jih pri tem nismo predvideli, lahko štejemo povišanje cen najemnin neprofitnih stanovanj in različne uvozne dajatve.

- Ustavno sodišče Republike Slovenije je 20. februarja 2003 soglasno sprejelo odločbo s katero je poenotilo sistem neprofitnih najemnin ne glede na sklenitev najemne pogodbe. Ustavno sodišče meni, da je razlikovanje višine najemnine glede na vrednost točke, ki je različna pred in po uveljavitvi metodologije za izračun neprofitnih najemnin, neustavno. Zato je določilo, da za vsa neprofitna najemna razmerja, torej tudi za tista v denacionaliziranih stanovanjih, velja enotna vrednost točke. To pomeni 37% podražitve nekaterih neprofitnih najemnin. Ocenjujemo, da bo ta uskladitev najemnin prispevala okoli 0,2 odstotni točki k inflaciji. Kdaj se bo to zgodilo, še ni povsem jasno. Najemnine neprofitnih stanovanj Mestne občine Ljubljana se bodo predvidoma povišale julija, druge pa najverjetneje v aprilu ali maju.
- V sredini aprila je Vlada RS Slovenije že drugič v mesecu dni zvišala carinsko zaščito za uvoz živih prašičev in svinjine iz Madžarske in Poljske. Vlada RS je 10.04.2003 že drugič v zadnjem mesecu ustregla slovenskim prašičerejcem in je z uredbami poskrbela za dodatno, višjo carinsko zaščito tudi za uvoz živih prašičev in prašičjega mesa iz Madžarske in Poljske. Obe državi imata velike presežke prašičev, zato izdatno subvencionirata izvoz, to pa zbija ceno prašičev v Sloveniji. Vlada RS je še sklenila, da se bo v primeru, da se bodo drobnoprodajne cene svinjine zvišale, zavzela za odpravo posebnih uvoznih dajatev. Dodatna zaščita slovenske prašičereje tako predvidoma ne bo generirala dodatne inflacije, pa tudi k njenemu zniževanju ne bo pripomogla.

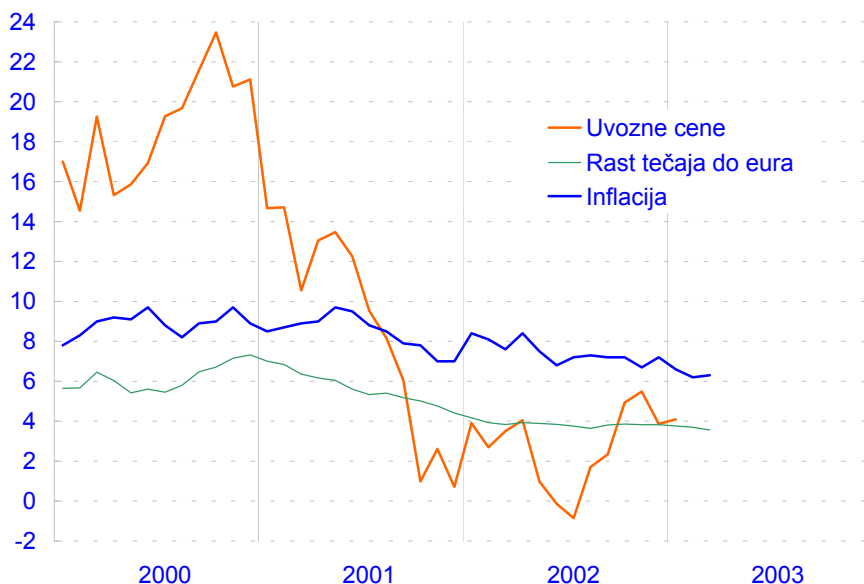
Vlada RS v začetku letošnjega leta vodi bistveno drugačno politiko nadzorovanih cen kot v lanskem letu. Sprejela je celovit načrt o nadzoru cen, ki se bo pričel izvajati po končani začasni zamrznitvi cen maja letos. Vlada RS je namreč do konca aprila začasno omejila rast cen, ki so pod njenim nadzorom. Načrt o nadzoru cen je zasnovan tako, da omogoča doseganje 5% inflacije ob koncu leta. Povišanja nadzorovanih cen bodo odvisna od tekočih

ekonomskih razmer, vsekakor pa njihovo morebitno povečanje ne bo presegalo ciljne stopnje inflacije, ki je za leto 2003 predvidena v višini okoli 5%.

Okvir prilagajanja nadzorovanih cen ne zajema telekomunikacijskih in poštних storitev. Te cene so prešle v pristojnost neodvisnega regulatorja, ATRP. S soglasjem ATRP je Pošta Slovenije v januarju zvišala cene prenosa nekaterih poštних pošilk v notranjem prometu ter cene telefaksnih storitev v notranjem in mednarodnem prometu. Poštna znamka se je podražila celo za več kot 22%. S 1. februarjem je Telekom podražil telefonsko naročnino za analogne telefonske priključke, saj je ATRP v februarju odobrila 9,7% povišanje cen telefonske naročnine. S 1. junijem 2003 je ATRP odobrila tudi uvedbo dveh diferenciranih, tržno naravnanih ponudb storitev. S postopnim uvajanjem stroškovno naravnanih cen in s tem uvedbo omenjenih svežnjev v dveh korakih, ATRP upošteva vladne smernice za omejevanje inflacije. Letošnji podražitvi poštних in telefonskih storitev sta prinesli okoli 0,07 odstotnih točk k inflaciji.

Depreciacija tečaja še nadalje zaostaja za inflacijo in tako prispeva k njenemu postopnemu zniževanju. Banka Slovenije je v marcu še dodatno upočasnila dinamiko depreciacije domače valute. Trenutna tekoča rast tečaja je nekaj pod 3,0% na letni ravni, medletno pa znaša okoli 3,5%. Devizni tečaj deluje na inflacijo predvsem preko uvoznih cen.

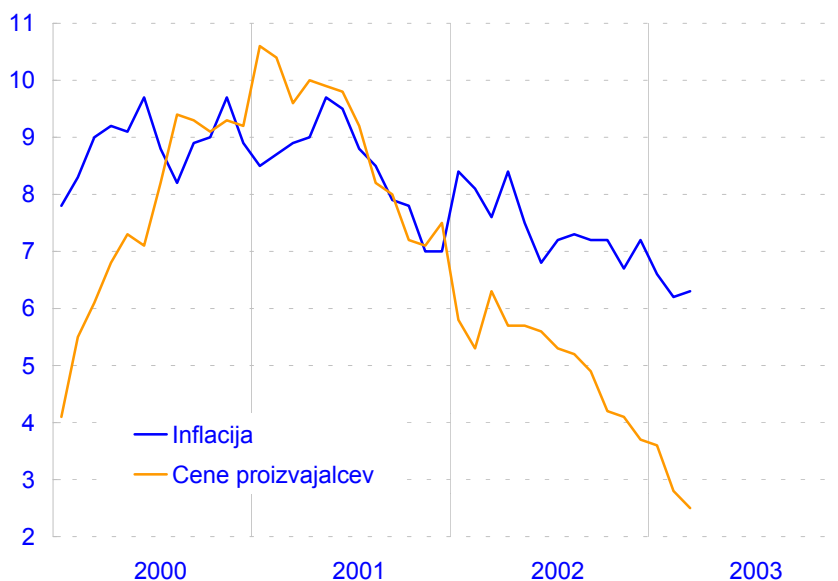
Slika 2.10: Inflacija, uvozne cene in tečaj (medletne stopnje rasti v %)



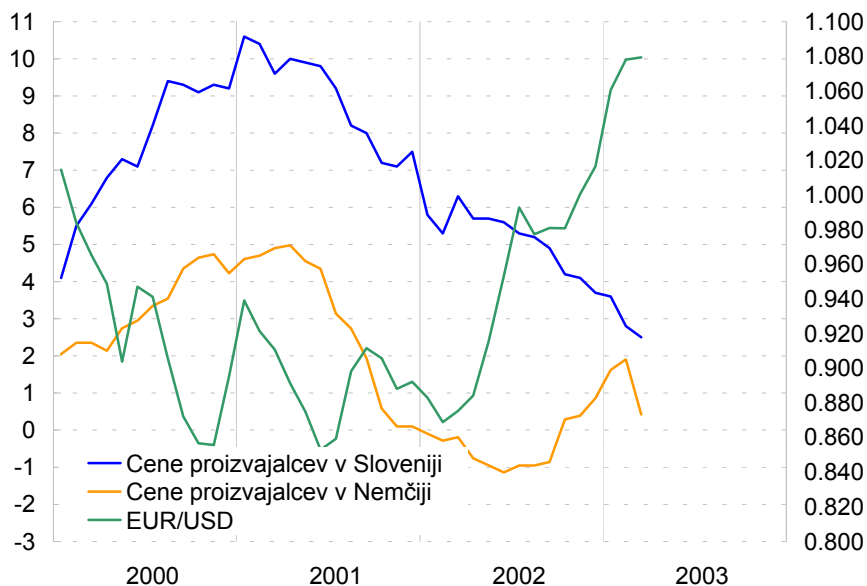
Prvi znaki umirjanja inflacijskih pritiskov so že vidni na cenah proizvajalcev, ki so v marcu medletno porasle za 2,5%. Tudi znotraj indeksa cen proizvajalcev pa se pojavljajo opazne

razlike. Tako so glede na dejavnost po namenu porabe proizvodov v marcu najhitreje rastle cene proizvodov za široko porabo in sicer 4,3% na letni ravni. Medletna rast cen proizvodov za vmesno porabo je znašala 1,5%, cen proizvodov za investicije pa skromnih 0,4% na letni ravni.

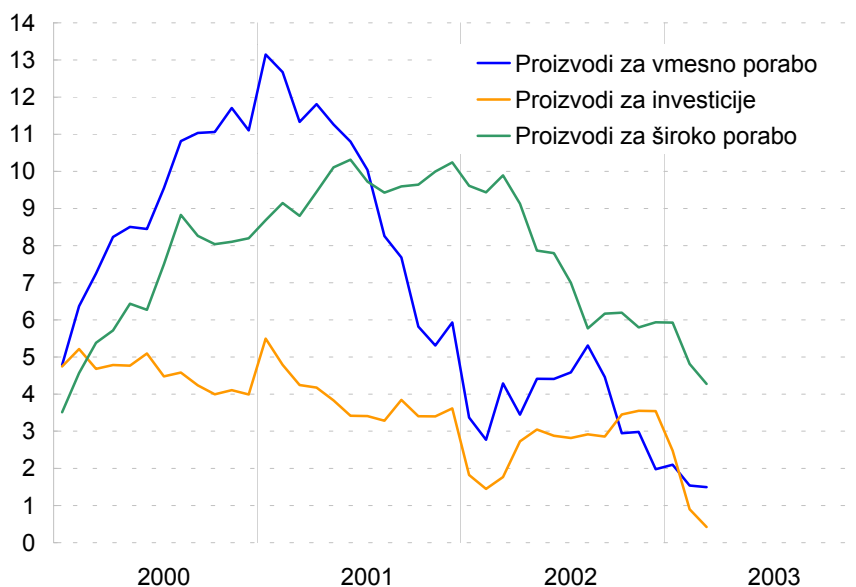
Slika 2.11: Rast cen življenjskih potrebščin in rast cen proizvajalcev (medletne stopnje rasti v %)



Slika 2.12: Rast cen proizvajalcev v Sloveniji in v Nemčiji (medletne stopnje rasti v %) in EUR/USD



Slika 2.13: Rast cen proizvajalcev glede na namen porabe proizvodov (medletne stopnje rasti v %)



Cene proizvajalcev odražajo zaostrene pogoje poslovanja v tujini, zaradi velike izpostavljenosti zunanjim pogojem poslovanja pa predstavljajo približek za menjalne cene. Na te cene ima tečaj največji in najhitrejši učinek, medtem ko obstaja večja negotovost povezana z vplivom tečaja na gibanje nemenjalnih cen. Menjalni sektorji pa niso samo bolj pod vplivom tečaja, temveč so tudi izpostavljeni bistveno večji konkurenci in so zato tudi bolj sposobni obvladovati svoje stroške. Manj učinkovito obvladovanje stroškov v nemenjalnih sektorjih je tudi glavni razlog za počasnejše zniževanje inflacije od željene.

Glavni izziv na področju zniževanja inflacije tako ni v počasnejši rasti tečaja, temveč v smeri doseganja boljšega obvladovanja stroškov tudi v sektorjih, ki so manj izpostavljeni konkurenci.

* * *

Inflacija se v letošnjem letu znižuje in pričakujemo, da se bo trend postopnega zniževanja inflacije nadaljeval tudi v drugi polovici letošnjega leta. Znižanje inflacije v letošnjem letu je posledica povečane usklajenosti ekonomskih politik pri protiinflacijskih prizadevanjih.

Vseskozi ostaja prisotna negotovost glede kratkoročnih inflacijskih vplivov iz mednarodnega okolja, ki je povezana predvsem z gibanjem svetovne cene nafte. Vlada RS je omejena pri omejevanju zunanjih šokov z zniževanjem trošarin.

Kljub temu so inflacijski izgledi optimistični, predvsem zaradi povečane usklajenosti ekonomskih politik pri zniževanju inflacije. Manjše pritiske na inflacijo lahko pričakujemo:

- zaradi zmernega načrta Vlade RS o nadzoru cen, ki se bo pričel izvajati po končani začasni zamrznitvi cen maja letos,
- zaradi nevtraliziranih povišanj cen naftnih derivatov s trošarinami ter
- zaradi vzdržnega zniževanja obrestnih mer in posledično upočasnjene deprecije tolarja.

Za trajnejše in vzdržno znižanje inflacije je ključno doseganje večjega obvladovanja stroškov in posledično nižje rasti cen tudi v sektorjih, ki so manj izpostavljeni konkurenci.

3. DELOVANJE BANKE SLOVENIJE V LETIH 2002 IN 2003

Denarna politika je bila v letu 2002 in v začetku leta 2003 usmerjena v obvladovanje ponudbe denarja. S sterilizacijo in ustrezno politiko obrestnih mer so bili nevtralizirani šoki ponudbe denarja zaradi velikih deviznih pritokov iz naslova privatizacije NLB, prevzema Lek-a in uvedbe gotovine v eurih, ki se zato niso odrazili kot povečana kreditna ekspanzija. Obvladovanje ponudbe denarja je bilo še dodatno oteženo zaradi inflacijskih pričakovanj, ki so nastala ob podražitvenih šokih iz začetka leta. Zaradi le-teh se je realna obrestna mera prekomerno znižala, Banka Slovenije pa je morala dvigniti nominalne obrestne mere ter ob tem upočasniti predvideno dinamiko zniževanja obrestnih mer in rasti tečaja.

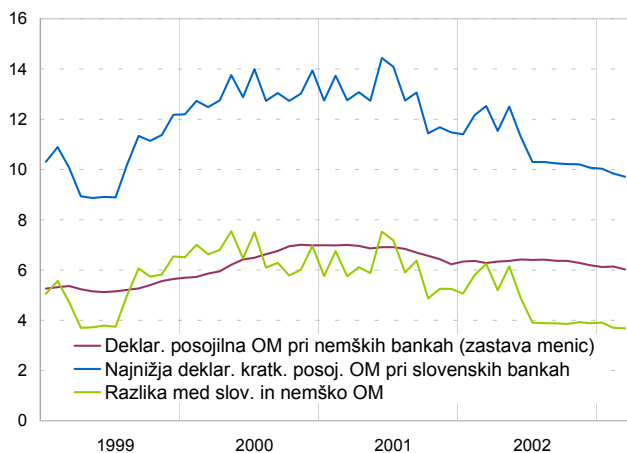
3.1 Izvajanje denarne politike

Banka Slovenije je vodila denarno politiko v okviru uravnava drsečega deviznega tečaja, kar ji zagotavlja določeno stopnjo prostosti pri vodenju denarne politike v pogojih sproščene pretoka kapitala s tujino. Prav sproščeni kapitalski tokovi so predstavljali eno od ključnih determinant vodenja denarne politike v zadnjem obdobju. Neto kapitalski prilivi so v preteklem letu dosegli 5,2% BDP in so skupaj s presežkom v tekočem delu plačilne bilance v višini 1,8% BDP vplivali na visoke neto prilive deviz na deviznem trgu. Pri vodenju denarne politike je Banka Slovenije, z namenom obvladovanja količine denarja v obtoku, delovala na dve instrumentalni spremenljivki: obrestno mero in devizni tečaj. Obrestno mero je spreminjala v skladu s potrebno stopnjo restriktivnosti ponudbe denarja glede na ocenjeno povpraševanje po denarju ter v odvisnosti od inflacijskih gibanj in inflacijskih pričakovanj. Spreminjanje dinamike interventnega deviznega tečaja je sledilo načelu nepokrite obrestne paritete. Tako je Banka Slovenije vplivala na gibanje pričakovane spremembe tržnega deviznega tečaja v skladu z razliko med domačo in tujo obrestno mero ter ob upoštevanju - v največji možni meri – premij za tveganje.

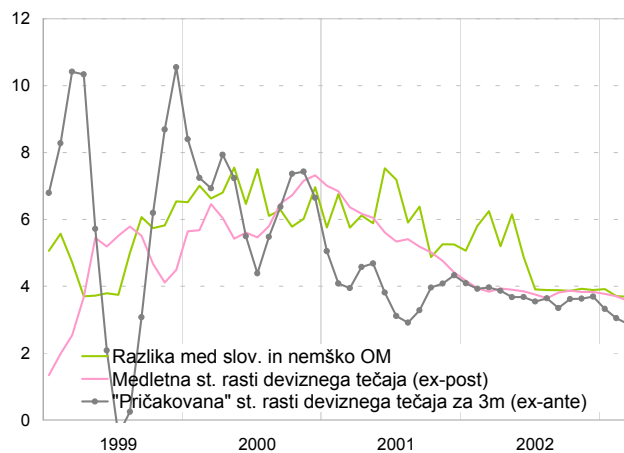
Na slikah 3.1. in 3.2. je prikazana primerjava stroškov financiranja podjetij doma in v tujini ter primerjava stroškov virov sredstev v tujini in donosnosti naložb v domače vrednostne papirje. Od sprostitve omejitev kapitalskih tokov leta 1999 so pogoji financiranja doma in v tujini primerljivi in tako omejujejo oziroma preprečujejo spekulativne pritoke kapitala.

Slika 3.1: Primerjava stroškov financiranja podjetij doma in v tujini oziroma v domači valuti in z devizni klavzulo

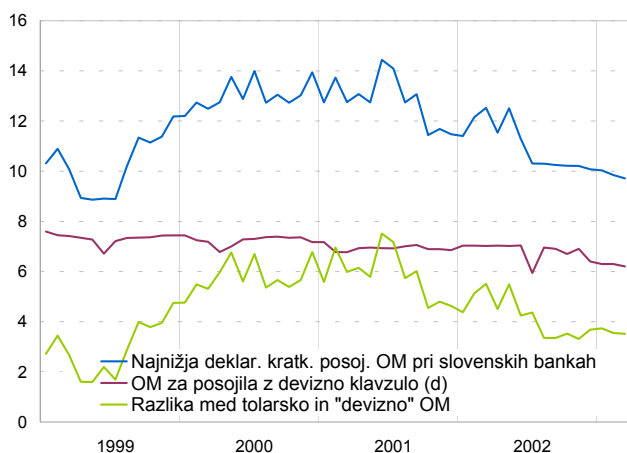
Gibanje povprečnih najnižjih deklariranih kratkoročnih posojilnih obrestnih mer za podjetja pri slovenskih in nemških bankah. Deklarirana obrestna mera pri nemških bankah se nanaša na posojila z diskontom menic v zneskih do 50.000 EUR.



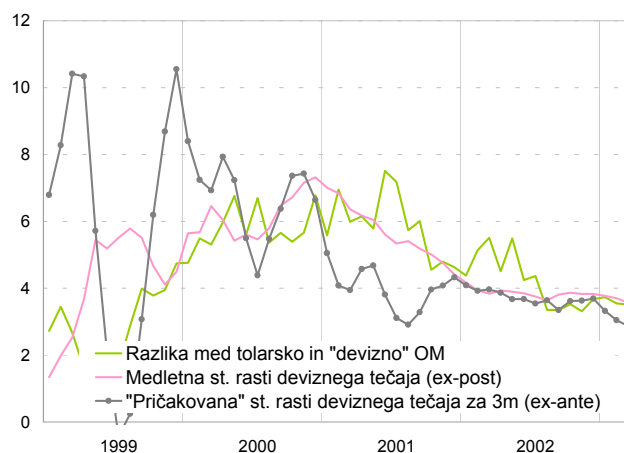
Gibanje razlike med slovensko in nemško kratkoročno posojilno obrestno mero, gibanje medletne stopnje rasti deviznega tečaja (ex post!) in pričakovane spremembe deviznega tečaja za prihodnje 3 mesece (ex ante).



Gibanje najnižje deklarirane kratkoročne posojilne obrestne mere in obrestne mere za bančna posojila z devizno klavzulo (d) pri slovenskih bankah.

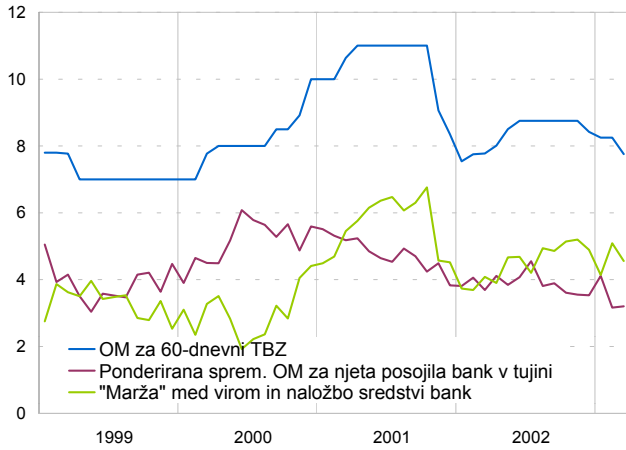


Razlika med kratkoročnimi obrestnimi merama ter gibanje medletne stopnje rasti deviznega tečaja (ex post!) in gibanje pričakovane spremembe deviznega tečaja za prihodnje 3 mesece (ex ante).

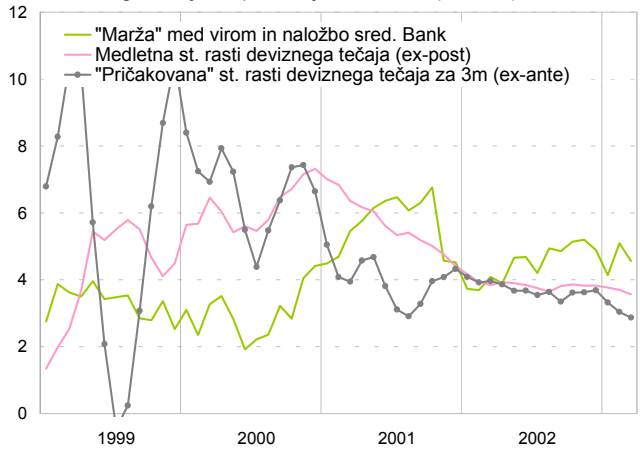


Slika 3.2: Primerjava stroškov virov sredstev v tujini in donosnost naložb v kratkoročne vrednostne papirje

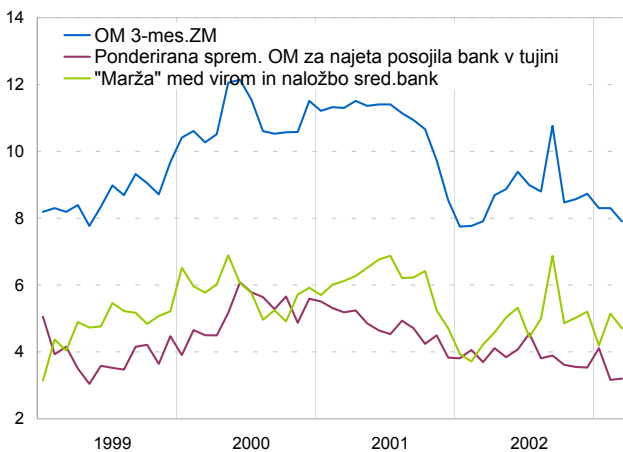
Gibanje obrestne mere 60-dnevnih TBZ in ponderirane obrestne mere črpanja bančnih posojil v tujini.



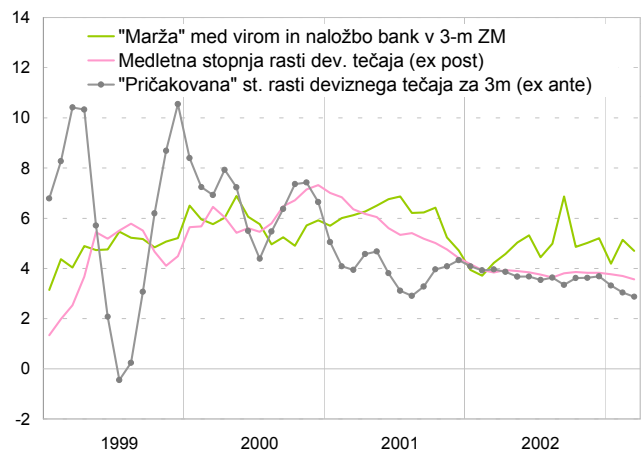
Razlika med OM 60-dnevnih TBZ in obrestno mero črpanja posojil bank v tujini («marža») ter gibanje medletne stopnje rasti deviznega tečaja (ex post!) in gibanje pričakovane stopnje rasti deviznega tečaja za prihodnje 3 mesece (ex ante).



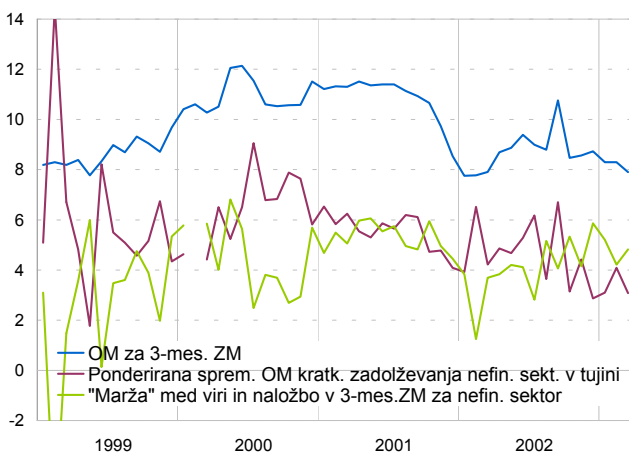
Gibanje obrestne mere 3 mesečne ZM MF in ponderirane obrestne mere črpanja bančnih posojil v tujini.



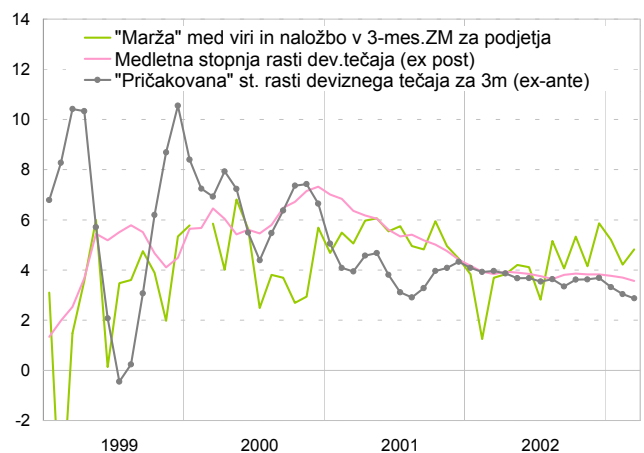
Razlika med OM 3-mesečne ZM MF in obrestno mero črpanja posojil bank v tujini («marža») ter gibanje medletne stopnje rasti deviznega tečaja (ex post!) in gibanje pričakovane stopnje rasti deviznega tečaja za prihodnje 3 mesece (ex ante).



Gibanje obrestne mere 3 mesečne ZM MF in ponderirane obrestne mere črpanja posojil v tujini za nefinančni sektor.

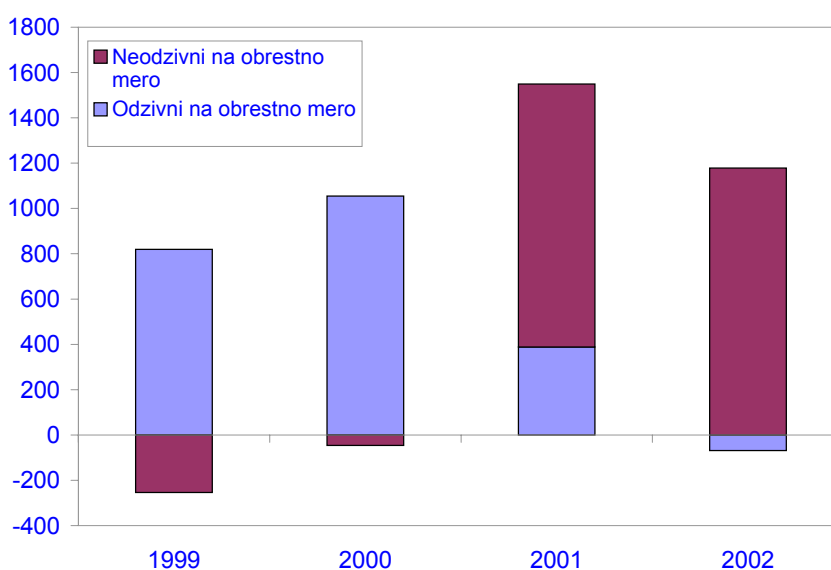


Razlika med OM 3-mesečne ZM MF in obrestno mero črpanja posojil nefinančnega sektorja v tujini («marža») ter gibanje medletne stopnje rasti deviznega tečaja (ex post!) in gibanje pričakovane stopnje rasti deviznega tečaja za prihodnje 3 mesece (ex ante).



Finančni tokovi s tujino, še zlasti finančni tokovi zasebnega sektorja, so bili pomembna kategorija pri obvladovanju količine denarja v obtoku, saj neposredno vplivajo na presežno strukturo pozicijo na denarnem trgu. Uspešnost vplivanja Banke Slovenije na obseg finančnih tokov s tujino je namreč močno odvisna od njihove večje ali manjše obrestne elastičnosti oziroma odzivnosti na pričakovane donose. Med finančne tokove, ki niso obrestno elastični, med drugim sodijo neposredne kapitalske naložbe. Te naložbe so v letu 2002 dosegle 8,7% BDP. Poleg neposrednih kapitalskih naložb sodijo v skupino obrestno-neelastičnih finančnih tokov še plačila za uvoženo blago in storitve, ki izvirajo iz tekočega dela plačilne bilance, saj je elastičnost izvoza na spremembo deviznega tečaja relativno nizka. Na drugi strani so finančni tokovi, ki izkazujejo relativno višjo obrestno elastičnost. Mednje sodijo poleg portfolio naložb, ki so v letu 2002 znašale 0,1% BDP, zlasti posojila najeta v tujini. Neto najeta posojila podjetij in bank v tujini so v preteklem letu predstavljala 2,3% BDP.

Slika 3.3: Struktura finančnih pritokov glede na njihovo odzivnost na obrestne mere (v mio USD)

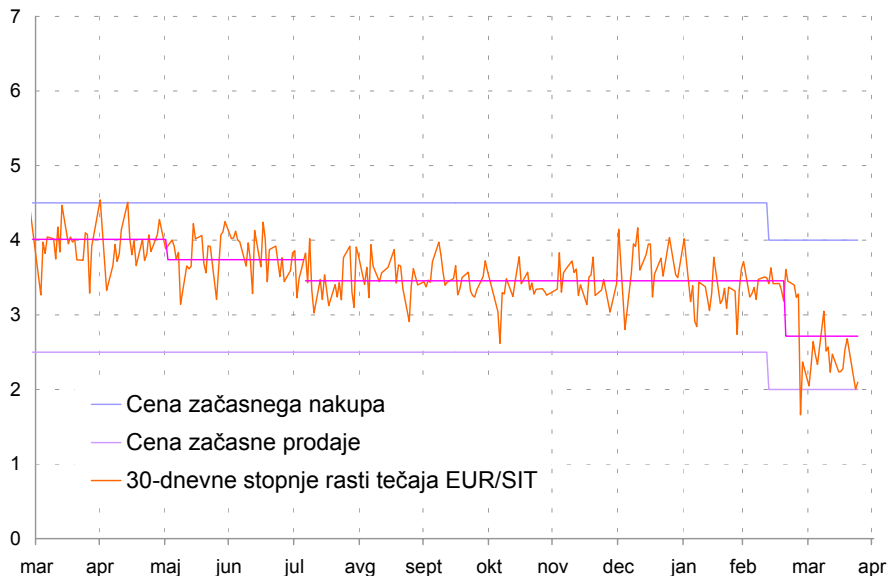


Vir: ARC

Ker so bile neposredne naložbe iz tujine v letu 2002 zelo izrazite, saj so se glede na leto 2001 več kot potrojile (3,7-kratnik) in so hkrati skozi celo leto naraščale, je bila Banka Slovenije prisiljena v nadaljevanje določanja dinamike gibanja interventnega deviznega tečaja. Tak način interveniranja na deviznem trgu je centralni banki zagotavljala podpisana pogodba med Banko Slovenije in bankami o poseganju na deviznem trgu. Od zadnjega četrletja 2001 do konca aprila 2002 je dinamika rasti interventnega deviznega tečaja znašala

4,0%. Julija 2002 je sledila dodatna korekcija dinamike rasti interventnega deviznega tečaja na 3,5%, zadnja sprememba pa je bila izvedena v marcu 2003.

Slika 3.4: Rast deviznega tečaja in cena začasnega odkupa deviz
DEVIZNI TEČAJ IN CENA SWAPA

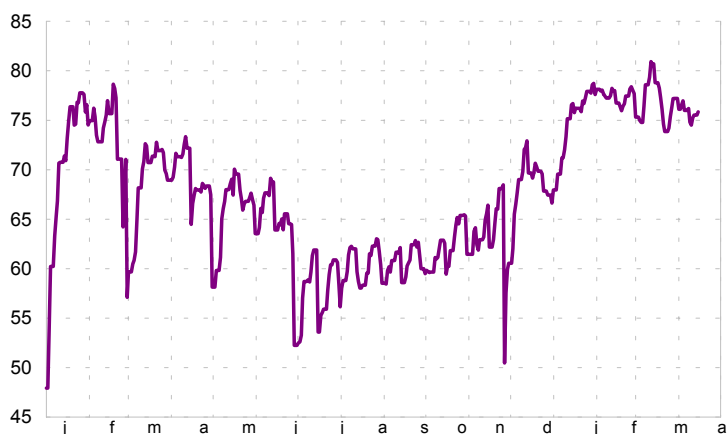


Vir: CBO

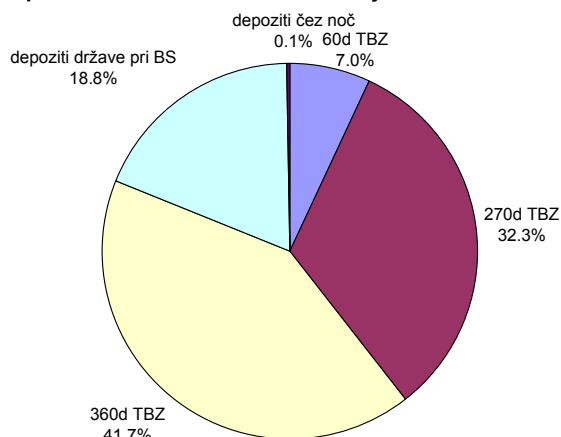
Prva polovica leta 2002 je bila v znaku inflacijskih šokov in povečanih inflacijskih pričakovanj, kar je od Banke Slovenije zahtevalo nadaljevanje vodenja restriktivne denarne politike. To se je odrazilo v zaporednem zvišanju obrestnih mer večine instrumentov denarne politike. Od začetka leta 2002 do sredine maja 2002 je Banka Slovenije štirikrat zvišala obrestno mero 60-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov in sicer od 7,50% na 8,75%. Za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise je bila v enakem obdobju zvišana izhodiščna obrestna mera na dražbah z 9,0% na 10,0%. Na ta način je bila zagotovljena relativno učinkovita politika sterilizacije deviznih prilivov, saj je vse leto z izjemo januarja in julija 2002 Banka Slovenije neto kupovala devize na trgu, skupaj za 281 mrd SIT. Večji del transakcij nakupa deviz je temeljil na sedemdnevem začasnem odkupu deviz od bank, pri čemer je obrestna mera začasnega refinanciranja bank znašala 4,5% in se v letu 2002 ni spreminjala. Stopnja sterilizacije deviznih prilivov⁴ se je v prvi polovici leta gibala med 64% in 73%.

Stopnja sterilizacije

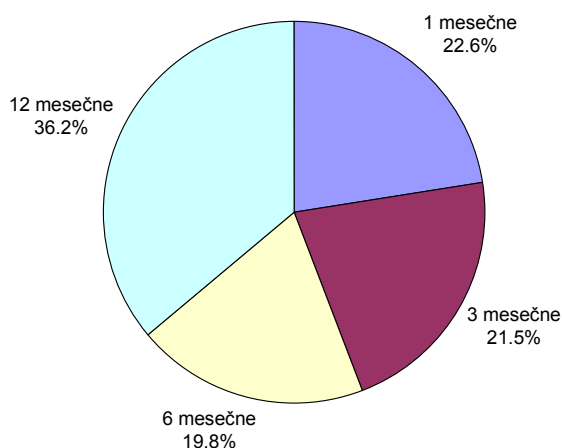
v %



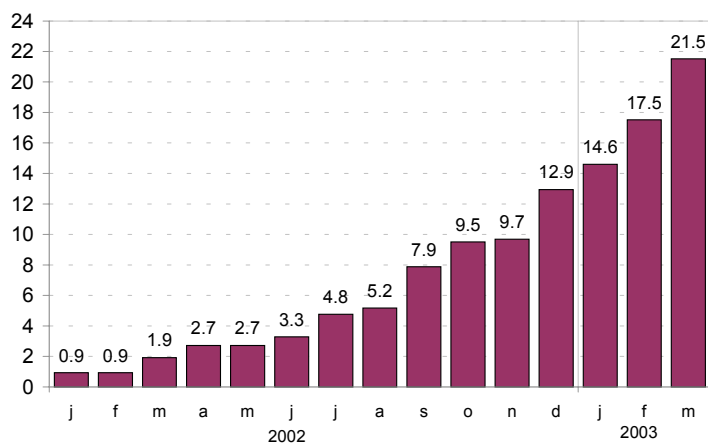
Uporaba instrumentov umika denarja na dan 31.03.2003



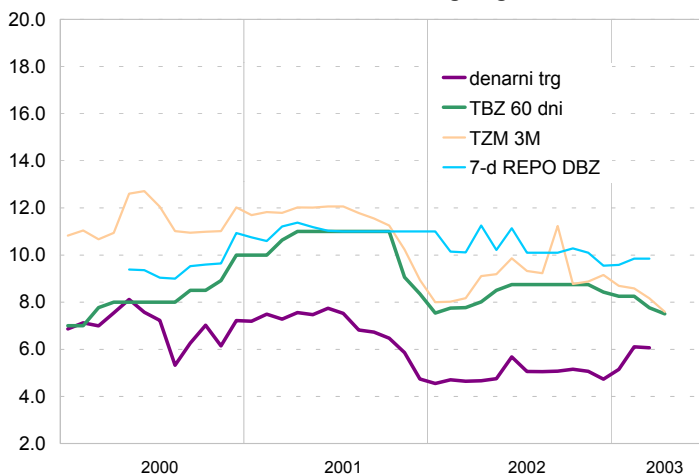
Strukturni delež zakladnih menic na dan 31.03.2003



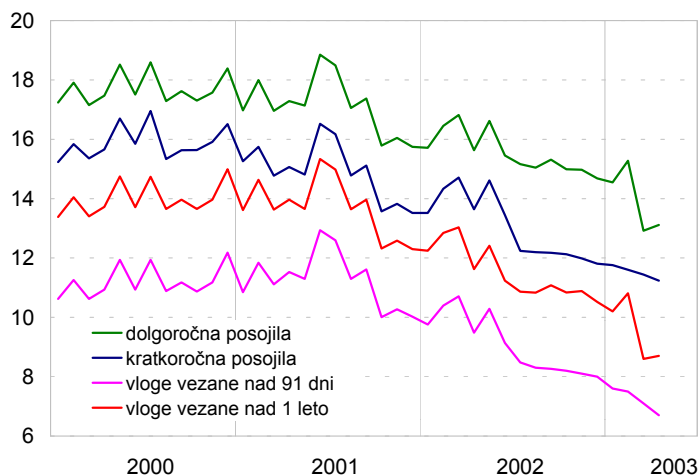
Naložbe nerezidentov v ZM (stanje v mrd SIT)



Obrestne mere denarnega trga in BS



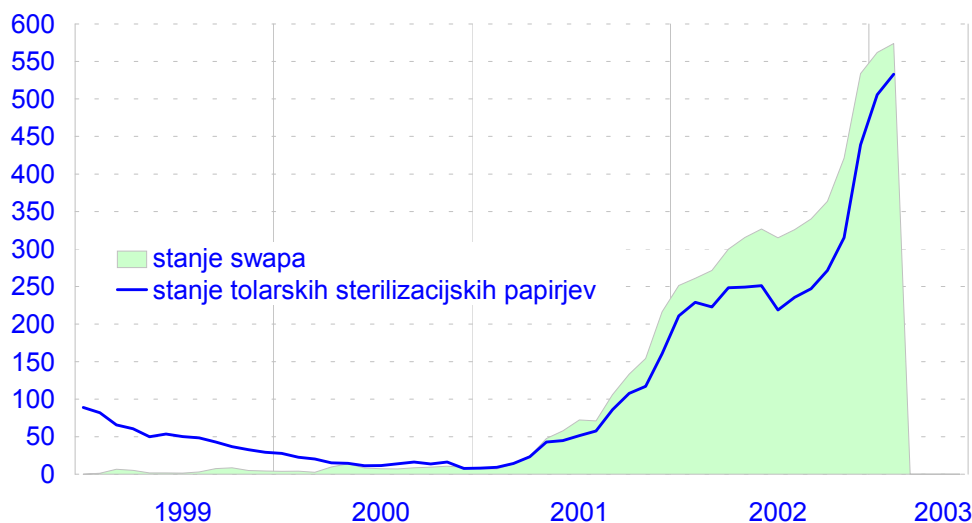
Obrestne mere poslovnih bank



⁴ Stopnja sterilizacije deviznih prilivov je opredeljena kot razmerje med stanjem vpisanih tolarskih blagajniških zapisov Banke Slovenije in stanjem začasno kupljenih deviz od bank.

Druga polovica leta 2002 je bila zaznamovana z naraščajočimi kapitalskimi prilivi. Povečanim neposrednim kapitalskim naložbam iz tujine (67% celoletnega toka neposrednih naložb) so se pridružili še tokovi posojil podjetij in bank, najetih v tujini (93% celoletnega toka posojil in podjetij iz tujine), kar je zahtevalo od Banke Slovenije dopolnitev instrumentov denarne politike z dodatno ponudbo 270-dnevnega začasnega nakupa deviz in ponudbo 360-dnevnega tolarskega blagajniškega zapisa. Obseg odzivanja bank na 270-dnevni začasni nakup deviz je bil omejen glede na odstotek stanja začasno prodanih deviz za sedem dni z možnostjo dokončne prodaje deviz ob zapadlosti instrumenta. S ponudbo relativno donosne naložbe v enoletne blagajniške zapise, je Banka Slovenije uspela, kljub izjemno obsežnim finančnim prilivom, ohranjati visoko stopnjo sterilizacije in s tem prek stabilnega multiplikatorja zmerno rast transakcijskega denarja v obtoku. Stanje vpisanih tolarskih blagajniških zapisov je v lanskem letu poraslo za 193%. Stopnja sterilizacije je tako konec leta 2002 znašala 68% in se je v prvih dveh mesecih letošnjega leta še zvišala nad 75%. V začetku letošnjega leta so se devizni prilivi iz naslova neposrednih kapitalskih naložb umirili (januarja 2003 so znašali le 14 mio USD).

Slika 3.5: Intervencija in sterilizacija Banke Slovenije



Vir: ARC

Banka Slovenije je z aktivno politiko sterilizacije omejevala tveganje, da se veliki kapitalski prilivi preobrazijo v povečano kreditno ekspanzijo. Izvajanje sterilizacije deviznih prilivov je Banki Slovenije zagotavljalo obvladovanje ponudbe primarnega denarja in transakcijskega denarja v obtoku. Primarni denar se je v preteklem letu povečal za skromnih 7,4%, medtem ko je rast denarnega agregata M1 znašala 13,8%. Zaradi narave visokih neposrednih finančnih prilivov, ki so posledica prevzema večjih slovenskih podjetij s strani nerezidentov, in s tem povezanega spreminjanja kapitalskih deležev slovenskih lastnikov v bančne vloge,

sta močnejše porasla širša denarna agregata M2 in M3. Prvi agregat je porasel za 26,1%, drugi pa za 22,6%. Prav zaradi izvajanja politike sterilizacije se »avtonomna« rast denarnih agregatov ni spremenila v povečano kreditno ekspanzivnost. Banka Slovenije je s tem prispevala k ohranjanju nizkega končnega trošenja.

Okvir 3.1

Operativni elementi delovanja tečajne politike Banke Slovenije

Veliki kapitalski pritoki in iz tega izhajajoča presežna likvidnost slovenskega bančnega sistema je ustvarila potrebo po instrumentariju denarne politike za interveniranje na trgih tujega denarja. Z aktivno tečajno politiko Banka Slovenije preprečuje nastanek denarnih šokov in povečanih inflacijskih pritiskov.

Tečajno politiko Banke Slovenije sestavljajo trije poglavitni elementi, ki so ključni za razumevanje njenega delovanja:

- dogovor Banke Slovenije z bankami v okviru "Kluba bank",
- začasni nakupi deviz s strani Banke Slovenije,
- sterilizacija s tolarskimi blagajniškimi zapisi Banke Slovenije.

Prvi element je "Klub bank", ki ga sestavljajo banke, ki so se odločile za podpis pogodbe z Banko Slovenije o posegih na trgih tujega denarja¹. Banke, ki sodelujejo v Klubu, so zavezane v času posegov Banke Slovenije na trgih tujega denarja opravljati posle po tečaju, ki je določen z razponom okrog interventnega tečaja. V zameno za izpolnjevanje te obveznosti imajo banke neomejen in ekskluziven dostop do tolarske likvidnosti, ki jo pridobivajo na osnovi začasno prodanih deviz.

Drugi element je začasna monetizacija deviznih pritokov. Banka Slovenije vodi tečajno politiko na podlagi začasnega odkupa deviz (in ne dokončnega odkupa deviz), ki se izvaja prek instrumenta 7-dnevni začasni odkup deviz in od novembra 2002 še 270-dnevni začasni odkup deviz (currency swap). Prav zaradičasne narave tega instrumenta se tečajna politika in njen učinek močno razlikujeta od dokončnega odkupa deviz, kar lahko zajamemo v treh točkah:

- Tolarska likvidnost, pridobljena z začasnim odkupom, je kratkoročna (7 dni in 270 dni), kar bankam omogoča učinkovito upravljanje likvidnosti. Kljub temu, da se sicer velik del začasnih odkupov deviz redno obnavlja, je kreditna ekspanzija na osnovi tolarske likvidnosti, pridobljene s tem instrumentom, omejena. Ohranjanje razumne stopnje ročnostne transformacije namreč banke omejuje pri odobravanju dolgoročnih kreditov na osnovi imetij krajših ročnosti.
- Uporaba začasnega odkupa deviz Banki Slovenije omogoča finančno vzdržne intervencije, saj je obrestna mera na ta instrument postavljena tako, da je celoten sklop operacij za Banko Slovenije in banke finančno nevtralen in ne povzroča dodatnih stroškov. Banka Slovenije praviloma določa ceno začasnega odkupa deviz po načelu nepokrite paritete obrestnih mer; cena je torej določena v odvisnosti od obrestne mere refinanciranja pri ECB, stopnje deprecijacije tolarja ter obrestne mere na blagajniške zapise Banke Slovenije v tolarjih.
- Kratkoročna narava tega instrumenta ter fleksibilno določanje njegove cene odvrta potencialne arbitraže in omejuje nastanek špekulativnih kapitalskih tokov. S tem, ko ima Banka Slovenije možnost neposrednega spreminjanja stroškov pridobivanja tolarske likvidnosti, so banke izpostavljene določeni stopnji negotovosti kljub temu, da imajo neomejen dostop do teh sredstev.

Tretji element tečajne politike Banke Slovenije je sterilizacija presežne tolarske likvidnosti, ki izhaja izčasne monetizacije deviz. Zgoraj navedene poglavitne lastnosti tega instrumenta Banki Slovenije omogočajo uspešno absorpcijo presežne likvidnosti bančnega sistema z izdajanjem tolarskih blagajniških zapisov z ročnostjo do enega leta (60-, 270- in 360-dnevni TBZ), saj te ročnosti ne povzročajo večjih nesorazmerij pri ročnostni transformaciji.

¹ Pogodba je bila podpisana 2000, v letu 2001 pa še aneks k tej pogodbi.

V prvih mesecih letošnjega leta se nadaljuje obdobje zmernih letnih stopenj rasti denarnih agregatov, kar je razvidno iz Slike 2.6. v prejšnjem poglavju. V februarju 2003 so medletne

stopnje rasti denarnih agregatov znašale za primarni denar 6,4%, za agregat M1 11,7%, za M2 22,4% in za M3 17,4%.

S konstruktivnim sodelovanjem med Banko Slovenije in Vlado RS pri koordiniranju protiinflacijskih politik so se vzpostavili pogoji za vzdržno zmanjševanje letne inflacijske stopnje. To nedvomno pozitivno vpliva na zmanjševanje inflacijskih pričakovanj, kljub nepredvidljivim ekonomskim vplivom iz mednarodnega okolja. V marcu se je Banka Slovenije, na podlagi spremljanja indikatorjev denarne politike in znižanja cen proizvajalcev pod 3% na medletni ravni, odločila za znižanje večine obrestnih mer svojih instrumentov in za začasno prenehanje določanja dinamike rasti interventnega deviznega tečaja.

3.2. Dosežki denarne politike v letu 2002 in 2003

Kljub neugodnim razmeram za vodenje denarne politike in relativno skromnemu znižanju inflacije v lanskem letu ter v začetku tega leta, je potrebno omeniti dva pomembna dosežka:

- Preprečitev kreditne ekspanzije, ki bi spodbudila težko obvladljivo domače končno trošenje in inflacijske pritiske s strani povpraševanja.
- Doseženo izboljšano stopnjo sodelovanja ekonomskih politik, ki omogoča Banki Slovenije učinkovitejše protiinflacijsko delovanje.

Oba omenjena elementa sta pomembna tudi za bodoče sodelovanje Slovenije v ERM2.

Okvir 3.2.

Kronološki pregled delovanja Banke Slovenije na monetarnem področju v letih 2002 in 2003

1. januar 2002

- Banka Slovenije prične uporabljati linearni izračun obresti pri svojih instrumentih denarne politike. Upošteva dejansko število dni trajanja posla in 360 dni v letu, s čimer obračunavanje obresti uskladi s prakso Evropske centralne banke.
- Banka Slovenije zniža eskontno obrestno mero z 11% na 9%, lombardno obrestno mero z 12% na 11% ter obrestno mero za 60-dnevne TBZ z 8% na 7,5%. Banka Slovenije pri znižanju obrestnih mer sledi predvsem načelu zapiranja nepokrite obrestne paritete, saj znižanje obrestnih mer odraža znižanje donosov na kratkoročne državne vrednostne papirje, delno pa tudi razliko v donosnosti zaradi spremembe v načinu obračunavanja obresti in znižanjem inflacije.
- Banka Slovenije pospeši liberalizacijo kapitalskih tokov s tujino: odpravi vse omejitve pri prenosu domače in tuje gotovine čez mejo, ter vse omejitve pri poslovanju z vrednostnimi papirji. Banka Slovenije s tem pospeši liberalizacijo kapitalskih pretokov glede na časovne roke sprejete junija 2000 in sprostí vse omejitve, ki so v njeni pristojnosti, razen odpiranja računov za fizične osebe v tujini.
- Banka Slovenije spremeni način obračunavanja obvezne rezerve. Z namenom spodbujanja denarnega trga se iz osnove za obračun obveznih rezerv izvzamejo repo posli, sklenjeni med bankami in komitenti na podlagi kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev. Banka Slovenije bankam omogoči poenostavljeno spremljanje obveznih rezerv za obročna varčevanja.

31. januar 2002

- Banka Slovenije zviša obrestno mero za 60-dnevni TBZ s 7,5% na 7,75% skladno z obrestnimi merami refinanciranja bank pri Banki Slovenije.

29. marec 2002

- Banka Slovenije poveča izhodiščno obrestno mero za 270-dnevne TBZ z 9% na 10% in za 60-dnevne TBZ s 7,75% na 8%. Hkrati poveča obseg ponudbe 270 dnevni TBZ. Namen teh ukrepov je krčenje likvidnosti zaradi naraščajočih inflacijskih pritiskov, kljub temu da je zvišanje inflacije posledica sezonskih dvigov cen pri posameznih vrstah hrane, prilagajanj cen v nemenjalnem sektorju in dviga trošarin ter stopenj DDV ob začetku leta.

1. april 2002

- Banka Slovenije zviša eskontno obrestno mero z 9% na 10%.

26. april 2002

- Banka Slovenija zniža stopnjo deprecijacije intervencijskega tečaja tolarja s 4% na 3,75% na letni ravni.

30. april 2002

- Banka Slovenije dvigne obrestno mero za 60-dnevne TBZ z 8% na 8,25%. S tem je vplivala na gibanje obrestnih mer pri instrumentih denarnega trga podobnih ročnosti in poskušala omejiti zniževanje depozitnih obrestnih mer bank ob prehodu na nominalne obrestne mere.

16. maj 2002

- Banka Slovenije dvigne obrestno mero za 60-dnevne TBZ z 8,25% na 8,75%.

28. maj 2002

- Banka Slovenije poveča število avkcij 270-dnevni TBZ (iz dveh na štiri avkcije na mesec) z namenom prilagoditve in olajšanja uravnavanja likvidnosti bank zaradi bolj volatilnih tokov na deviznem trgu ter s tem omogočila večji vpis TBZ.

1. julij 2002

- Banka Slovenije spremeni metodologijo pri izračunavanju likvidnostne lestvice in likvidnostnih količnikov.
- Zaključi se prenos plačilnega prometa iz APP v banke in Ministrstvo za Finance začne uporabljati enotni zakladniški račun pri Banki Slovenije, kar vpliva na velikost in strukturo denarnih agregatov.
- Ukinjena je bila indeksacija obrestnih mer za posle z ročnostjo krajšo od enega leta.

23. julij 2002

- Banka Slovenije zniža stopnjo deprecijacije interventnega tečaja tolarja s 3,75% na 3,5% na letni ravni.

22. avgust 2002

- Uporabljati se začne nova metodologija obveznih rezerv. Instrument se deloma prilagodi instrumentu obveznih rezerv ECB. Osnova za izračun obvezne rezerve se razširi po ročnosti in valuti, na sredstva NSVS se ne izloča več obveznih rezerv zato se tudi ukine možnost izpolnjevanja s 60-dnevnimi TBZ. Prilagoditev je pripravljena na način, da ne pride do povečanja obremenitve za bančni sistem.

1. oktober 2002

- Banka Slovenija prilagodi lombardno posojilo tako, da le-to hkrati opravlja tudi funkcijo likvidnostnega posojila čez noč in likvidnostnega posojila v skrajni sili. Pri lombardnem posojilu Banka Slovenije poveča možnost črpanja posojila glede na zastavljene vrednostne papirje (s 4,5% na 90%) ter ukine likvidnostno posojilo čez noč in likvidnostno posojilo v skrajni sili. To pomeni korak naprej pri racionalizaciji instrumentov Banke Slovenije.
- Banka Slovenije uvede posojilo čez dan kot instrument plačilnega prometa za premoščanje likvidnostnih potreb bank znotraj dneva.

Nadaljevanje kronološkega pregleda:

4. november 2002

- Uveden je začasni nakup deviz za 270 dni z obveznim povratnim odkupom in možnostjo dokončne prodaje deviz ob zapadlosti instrumenta. Cena je bila določena na enaki višini kot je bila določena za začasni nakup deviz za 7 dni t.j. 4,5%.
- Zaradi potrebe po obsežni sterilizacije deviznih prilivov iz naslova kupnine za Lek d.d. je izdana ponudba za 360-dnevne TBZ Obrestna mera je bila določena v višini 12%.

9. december 2002

- Znižani sta obrestni meri refinanciranja pri Banki Slovenije s 7,75% na 7,25% in obrestna mera naložb pri Banki Slovenije s 5,75% na 5,25%, kot posledica znižanja obrestne mere ECB.

12. december 2002

- Banka Slovenije zniža lombardno obrestno mero z 11,0% na 10,5%, izključno obrestno mero 7-dnevnega in 2-mesečnega repoja deviznih blagajniških zapisov z 9,5% na 9,0% in obrestno mero 60-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov z 8,75% na 8,25%. Hkrati sta bili znižani še izhodiščna obrestna mera za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise z 10,0% na 9,5% in posledično obrestna mera za 360-dnevne tolarske blagajniške zapise na 11,5%.

13. januar 2003

- Sprejet je sklep o prenehanju prodaje 360-dnevnih tolarskih 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 tolarske blagajniške zapise z 8,25% na 7,50%, obrestna mera za 270-dnevne tolarske 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.

4. NAPOVEDI GOSPODARSKIH GIBANJ DO KONCA LETA 2004

Napovedi so bile narejene na podlagi podatkov, dostopnih do 5. marca 2003.

V letu 2003 bo gospodarska rast v Sloveniji že tretje leto zapored zaostajala za dolgoročnim povprečjem. Z okrevanjem svetovnega gospodarstva in postopno krepitvijo domačega povpraševanja bo rast domačega BDP v letu 2004 spet nekoliko večja. Ob postopnem okrevanju domačega povpraševanja, ob danih predpostavkah politike nadzorovanih cen, pričakovanem gibanju tujih dejavnikov ter ob upoštevanju usmeritev denarne in tečajne politike, pričakujemo nadaljnje postopno umirjanje inflacijskih pritiskov.

Napovedi endogenih makroekonomskih dejavnikov, tudi inflacije, predstavljene v tem poglavju, slonijo na predpostavkah o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja in na nekaterih domačih dejavnikih, ki so pogojeni z odločitvami ekonomskih politik. Dejavniki, ki so predmet domačih makroekonomskih politik, se oblikujejo izven opravljenega napovedovalnega procesa, in se lahko glede na realizirana ali pričakovana gospodarska gibanja še spreminjajo. Zato je potrebno napovedi obravnavati kot scenarij, ki se lahko spremeni ob zasukih eksogeno določenih predpostavk iz mednarodnega okolja ali zaradi sprememb domačih ekonomskih politik.⁵ Domači dejavniki, ki so pod vplivom ekonomskih politik, in so eksogeno vključeni v proces izdelave napovedi, so gibanje tečaja tolarja, trošenje in investiranje javnega sektorja, plače v javnem sektorju, gibanje nadzorovanih cen ter druge spremenljivke fiskalne narave. Napovedi so torej narejene tudi pod predpostavko o nespremenjeni denarni politiki glede na tisto, načrtano v dosedanjih dokumentih o Usmeritvah denarne politike⁶, ki med drugim govorijo o postopnem zmanjševanju stopnje deprecije domače valute.

V prvem delu napovedi so predstavljena predvidena gibanja izbranih dejavnikov iz mednarodnega okolja. Sledi opis napovedi gospodarske aktivnosti, zaposlenosti in plač. Tretji del prikazuje gibanje domačega povpraševanja po komponentah trošenja. Zunanje ravnovesje analiziramo v četrtem delu. Pogoji financiranja in gibanja denarnih agregatov so obravnavani v petem oziroma v šestem delu. V zadnjem delu predstavljamo napovedi gibanja cen. Povzetek napovedi in primerjavo z oktobrskimi ocenami najdemo v tabeli 4.8 na koncu poglavja.

⁵ Predpostavke o eksogenih dejavnikih je Svet Banke Slovenije potrdil na 265. seji, dne 10.3.2003

⁶ Usmeritve denarne politike, november 2001; Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije, maj 2002; Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije, oktober 2002.

4.1 Mednarodno okolje

V mednarodnem okolju vlada precejšnja mera negotovosti, ki ni le posledica trenutnih geopolitičnih napetosti na srednjem Vzhodu. Svetovno gospodarstvo je bilo namreč šibko in njegovo okrevanje negotovo že tudi pred začetkom vojaških spopadov v Iraku. Tako bo okrevanje svetovnega gospodarstva, do začetka katerega naj bi prišlo v drugi polovici leta 2003, precej bolj počasno kot smo predpostavljali oktobra lani. Poleg tega se ocene o gospodarski aktivnosti še naprej slabšajo, kar predstavlja pomemben dejavnik tveganja v pričujočih napovedih. Zaradi počasnega okrevanja svetovnega gospodarstva tudi v prihodnje ne pričakujemo pomembnejših cenovnih pritiskov v tujini s strani povpraševanja. Večina dejavnikov, ki bi lahko povzročili inflacijske pritiske, je namreč koncentrirana na ponudbeni strani in povezana s cenami nafte in primarnih surovin.

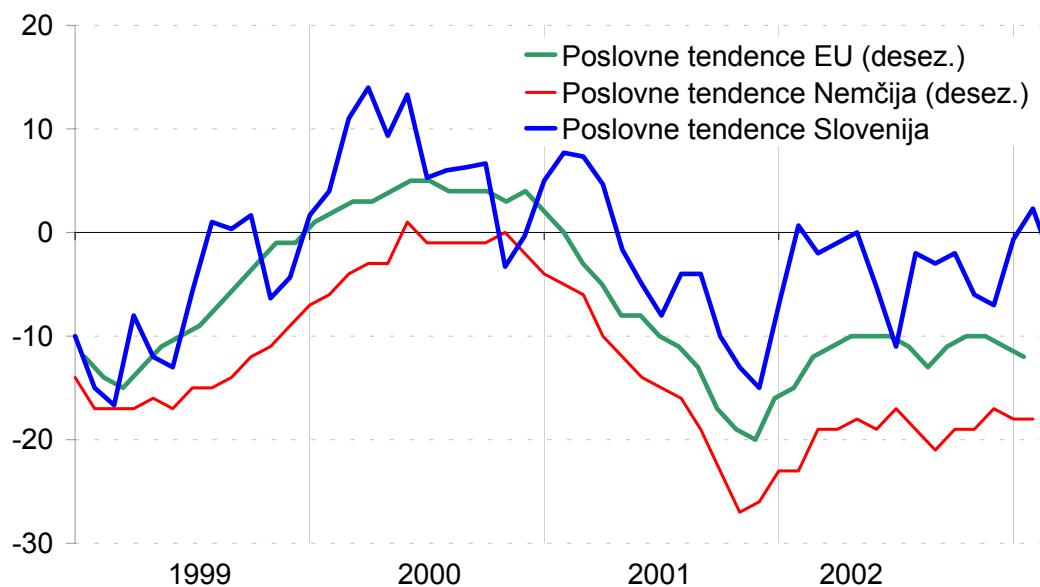
Tabela 4.1: Eksogene spremenljivke iz mednarodnega okolja

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | | | 2004 | | |
|----------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| | | | | Nov 02 | Apr 03 | razlika | Nov 02 | Apr 03 | razlika |
| Tuje povpraševanje USD/EUR | 9.8 | 4.0 | 1.7 | 7.7 | 6.1 | -1.6 | 7.7 | 7.6 | -0.1 |
| Nafta USD/sodček | 0.924 | 0.895 | 0.944 | 1.010 | 1.050 | 0.040 | 1.020 | 1.060 | 0.040 |
| Primarne surovine | 28.5 | 24.4 | 25.0 | 25.0 | 29.0 | 4.0 | 23.3 | 25.0 | 1.7 |
| Inflacija v EMU | 3.2 | -6.5 | 4.6 | 2.8 | 4.5 | 1.7 | 2.8 | 3.0 | 0.2 |
| PPI Nemčija | 2.3 | 2.6 | 2.2 | 1.8 | 1.7 | -0.1 | 1.8 | 1.6 | -0.2 |
| EURIBOR 3m | 3.3 | 1.3 | -0.3 | 1.3 | 0.8 | -0.5 | 1.3 | 1.2 | -0.1 |
| | 4.4 | 4.3 | 3.3 | 4.1 | 2.4 | -1.7 | 4.1 | 2.7 | -1.4 |

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

Do okrevanja povpraševanja v glavnih trgovinskih partnericah naj bi prišlo šele v drugi polovici leta 2003, stabilna rast pa naj bi se nadaljevala tudi v letu 2004. Nižja ocena ravni tujega povpraševanja v 2003 je predvsem posledica le postopnega okrevanja povpraševanja zasebnega sektorja v EU, kljub ohranjanju predpostavke o še vedno visoki ravni povpraševanja iz držav srednje in vzhodne Evrope. Glavna vzroka majhnega povpraševanja v EU v letu 2002 sta bila predvsem nizko trošenje gospodinjstev in omejena poraba države. Šibka zasebna poraba v EU in še posebej v Nemčiji je v glavnem posledica slabih izgledov na trgu dela, oviro za bolj ekspanzivno naravnano porabo države pa predstavlja izvajanje Pakta o stabilnosti in rasti, ki določa dovoljeni obseg proračunskih primanjkljajev v državah EMU. Rezultati anket kažejo, da so pričakovanja v začetku letošnjega leta na višji ravni kot lani v enakem času, kljub temu pa je razpoloženje še vedno precej pesimistično. Tudi zadnje napovedi kažejo, da so predvsem glede EU še možni popravki o gibanju gospodarske aktivnosti navzdol, čeprav se je naraščanje pesimizma v zadnjih mesecih nekoliko umirilo.

Slika 4.1: Poslovne tendence v tujini in v Sloveniji

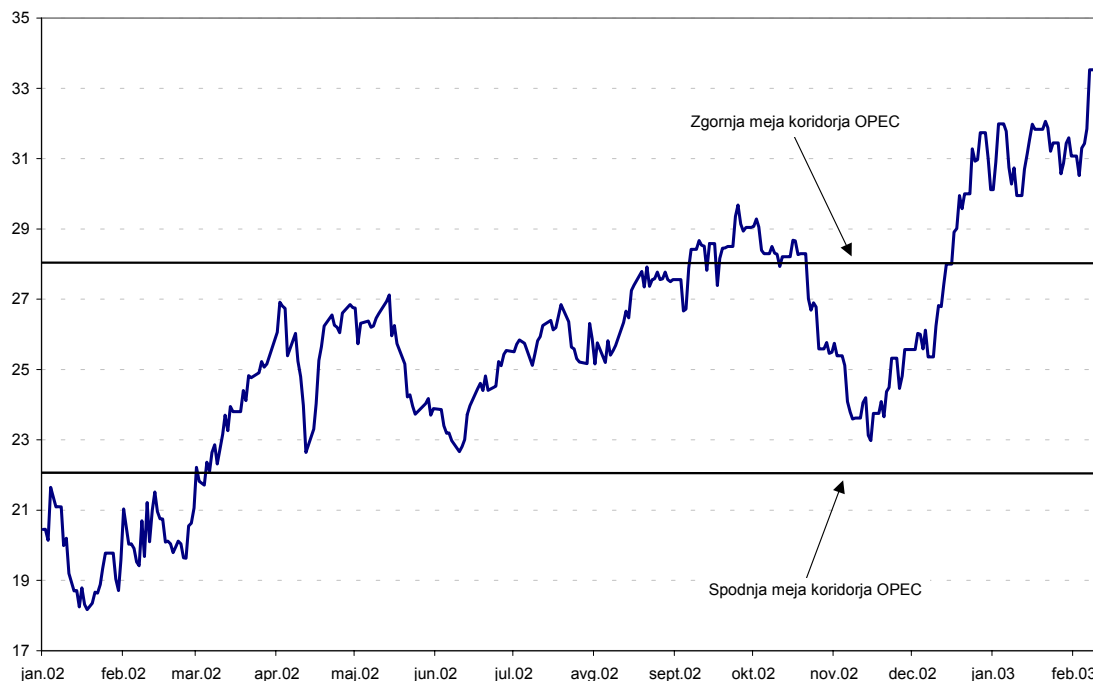


Vir: SURS

Posledica izredno hitre apreciacije EUR v drugi polovici leta 2002 in začetku leta 2003 je zvišanje predpostavke o ravni tečaja EUR/USD v letih 2003 in 2004. Zaradi dosežene visoke ravni eura v začetku leta 2003 (povprečje januarja=1,061 EUR/USD, povprečje februarja=1,078 EUR/USD), smo v novih napovedih upoštevali vrednost iz zgornjega dela pasu različnih napovedi mednarodnih institucij. Tudi sicer večina tujih institucij napoveduje, da obstaja večja verjetnost apreciacije eura kot povečevanja vrednosti dolarja.

Na napovedi o gibanju cen nafte vplivajo predvsem negotovost glede razvoja dogodkov in političnih razmer v Iraku, Venezueli in nekaterih drugih velikih izvoznih državah nafte, ter izredno nizke zaloge nafte v razvitih državah. Našo predpostavko o ceni nafte v letu 2003 smo popravili tako, da smo upoštevali zgornjo raven pasu napovedi tujih institucij o gibanju cen nafte. Cena nafte naj bi se kratkoročno gibala v skladu z dolžino vojaškega konflikta v Iraku, v naših napovedih pa smo upoštevali predpostavko, da se bo povprečna cena nafte pričela nižati že v drugem četrtletju 2003. V letu 2004 se bo po napovedih cena nafte gibala v bližini srednje vrednosti koridorja OPEC na ravni 25 USD/sod.

Slika 4.2: Gibanje cen nafte v obdobju januar 2002 – februar 2003 (nafta Brent; USD/sod)



Vir: Reuters

Zaradi neugodnih vremenskih in političnih razmer v nekaterih velikih izvoznicah primarnih surovin so se v drugi polovici leta 2002 močno zvišale cene hrane in ostalih kmetijskih proizvodov (hrana predstavlja približno 60% delež v košarici indeksa primarnih surovin, ki ne vključuje energentov). Tudi če bi cene primarnih surovin ostale na ravni iz konca leta 2002, bi se v letu 2003 v povprečju povišale za več kot 7%, kar je več kot smo predvideli v oktobrskih napovedih. Zato so predpostavke o gibanju cen primarnih surovin glede na naše ocene iz oktobra popravljene navzgor. Pričakovana krepitev povpraševanja zaradi okrevanja gospodarstva v 2004 bo pomenila vnovičen pritisk na višanje cen, ki naj bi ga omejevale predvsem neizkoriščene kapacitete pridobivanja primarnih surovin. V skladu s tem je pričakovana rast cen primarnih surovin precej počasnejša kot ob koncu leta 2002, ko je na zviševanje cen hkrati delovalo več neugodnih dejavnikov na ponudbeni strani.

Na znižanje ocene inflacije v EMU glede na predpostavko iz oktobra sta vplivali predvsem napoved o nižji gospodarski rasti ter višja vrednost eura. Ta dva dejavnika naj bi več kot izničila inflacijske pritiske zaradi višjih cen energentov ob koncu leta 2002 in v začetku leta 2003. Ker bo prenašanje višjih cen primarnih surovin v cene končnih proizvodov omejeno zaradi šibkega povpraševanja, se pričakujejo manjši dobički podjetij. ECB je svojo zadnjo oceno o gibanju cen objavila decembra (1,3%-2,3% v letu 2003 oziroma 1,0%-2,2% v letu 2004). Popravek navzdol glede na napovedi iz junija 2002 je ECB opravila v največji meri

zaradi predpostavke o nižjih domačih stroških v letu 2003 in predpostavke o nižjih uvoznih cenah v letu 2004. Tudi napovedi tujih institucij o rasti cen proizvajalcev v Nemčiji so se zaradi relativno počasnega okrevanja gospodarske aktivnosti znižale kljub višjim cenam energentov in ostalih primarnih surovin. Zato smo predpostavki o gibanju cen proizvajalcev v Nemčiji za leti 2003 in 2004 glede na oktobrske napovedi popravili navzdol.

Skladno z znižanjem ocen inflacije so se znižale tudi napovedi o ravni obrestnih mer. Centralne banke bodo tako lahko ob odsotnosti inflacijskih pritiskov bolj aktivno vplivale na potek okrevanja gospodarstva. Obrestne mere v tujini, merjene s trimesečnim Euribor-jem, so se od oktobrskih napovedi znižale za okrog 0,5 odstotne točke. Tudi naše predpostavke o gibanju obrestnih mer so zato glede na napovedi iz oktobra 2002 precej popravljene navzdol. Dodatno zniževanje obrestnih mer se pričakuje že v prvi polovici leta 2003. Ob obnovitvi rasti gospodarske aktivnosti v drugi polovici 2003 naj bi do ponovnega zaostrovanja denarne politike oziroma zviševanja obrestnih mer v tujini prišlo že v začetku leta 2004.

4.2 Aktivnost, zaposlenost in plače

Zaradi poslabšanih razmer v mednarodnem okolju in povečane negotovosti, v kateri bo posledično delovalo domače gospodarstvo, smo znižali napovedi gospodarske rasti za letošnje in prihodnje leto. Domača gospodarska aktivnost bo tako v letu 2003 rasla zelo podobno kot v lanskem letu, stopnja rasti pa se bo že tretje leto zapored gibala okrog 3%. V letu 2004 se bo gospodarska aktivnost zaradi boljših pogojev poslovanja v tujini in doma nekoliko okrepila in se bo približala 4% rasti. Tako se bo nadaljevalo vzdrževanje približno dva- do trikrat hitrejša gospodarske rasti v Sloveniji glede na rast BDP v EU.

Napovedi o rasti dodane vrednosti po dejavnostih kažejo, da bo, zaradi še vedno precej omejenega tujega povpraševanja in postopnega oživljanja domačega povpraševanja, dodana vrednost v storitvenih dejavnostih rasla hitreje kot dodana vrednost v industrijskih dejavnostih. Storitvene dejavnosti, ki bodo v prihodnjih dveh letih po naših napovedih rastle nadpovprečno, so gostinstvo, promet in finančno posredništvo. Med posameznimi dejavnostmi bo zaradi predvidene nadaljnje rasti investicij, hitreje od povprečne rasti dodane vrednosti, naraščala tudi dodana vrednost v gradbeništvu. Pri tem obstaja zaradi potrebe po dodatni omejevalni naravnosti fiskalne politike precejšnja negotovost glede investicijske dejavnosti javnega sektorja.

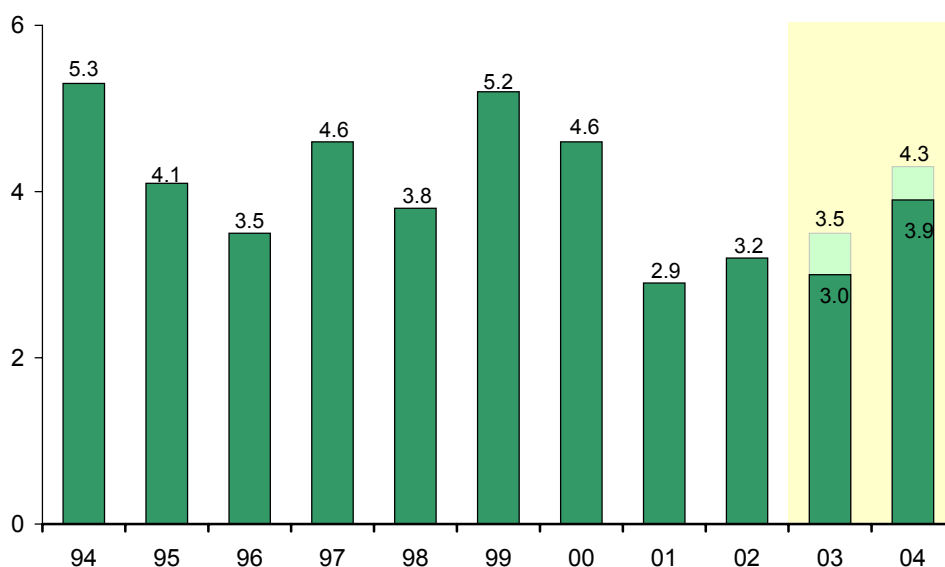
Tabela 4.2: Gospodarska aktivnost, zaposlenost in plače

| | 2000 | 2001 | 2002 | Napoved | | 2003 | | | 2004 | | |
|-------------------------|--------------------------------|-------|--------|---------|--------|--------------------|---------------|-----------|--------------------|---------------|-----------|
| | | | | 2003 | 2004 | predhodne napovedi | nové napovedi | sprememba | predhodne napovedi | nové napovedi | sprememba |
| | realne letne stopnje rasti v % | | | | | | | | | | |
| Realni BDP | 4.6 | 2.9 | 3.2 | 3.0 | 3.9 | 3.5 | 3.0 | -0.5 | 4.3 | 3.9 | -0.4 |
| BDP/prebivalca (v USD) | 9,017 | 9,366 | 10,598 | 12,348 | 13,365 | 11,859 | 12,348 | 489 | 12,722 | 13,365 | 643.0 |
| Zaposlenost | 1.1 | 1.0 | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.3 | -0.2 | 0.8 | 0.5 | -0.3 |
| Neto plače | 1.4 | 3.1 | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.2 | 2.2 | 0.0 | 2.2 | 2.4 | 0.2 |
| Produktivnost | 3.5 | 2.0 | 2.8 | 2.7 | 3.4 | 3.0 | 2.7 | -0.3 | 3.5 | 3.4 | -0.1 |

* Nacionalni računi so ocenjeni po stari metodologiji izračunavanja BDP in niso neposredno primerljivi z uradnimi podatki SURS.

Vir: ARC

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



Vir: ARC

Rast zaposlenosti je bila v letu 2002 med najnižjimi v zadnjih nekaj letih. Razmere na trgu dela so bile ob koncu leta še posebej slabe in so se v začetku leta 2003 le malce izboljšale. Zaradi negotovih obetov glede obrata v povpraševanju iz tujine, so tudi glede na ankete pričakovanja o bodočih možnostih zaposlovanja precej pesimistične. Zato smo v napovedih za letos predpostavili počasnejšo rast zaposlenosti kot v lanskem letu in zelo počasno okrevanje v letu 2004. Takšna gibanja so tudi v skladu z načrtovanimi restriktivnimi ukrepi o zaposlovanju v javnem sektorju.

Rast plač se bo gibala v skladu s predvidenimi dogajanjem na trgu dela in glede na napovedana gospodarska gibanja. V napovedih predpostavljena rast realnih neto plač za leto 2003 v višini 2,2% je enaka tisti iz leta 2002. V letu 2004 predvidevamo nekoliko hitrejšo rast aktivnosti in rast plač v višini 2,4% ter zaostajanje za rastjo produktivnosti za eno

odstotno točko. V letu 2003 kljub izraženi potrebi po varčevanju pri javnofinančnih izdatkih – ob že vnaprej dogovorjenemu načinu indeksacije plač – ne pričakujemo bistvenih sprememb v gibanju plač v javnem sektorju. Za kakršnekoli spremembe na področju usklajevanja plač bi bilo namreč potrebno spreminjati zakonske okvire, kar je zelo malo verjetno.

Način usklajevanja plač v letu 2004 za gospodarstvo in negospodarstvo še ni dogovorjen. Obstoječa določila o usklajevanju plač veljajo le do konca leta 2003, z zadnjim predvidenim usklajevanjem plač z inflacijo decembra 2003 oziroma januarja 2004. Pričakujemo, da ne bo prišlo do velikega popuščanja pri omejevalni dohodkovni politiki, oziroma predpostavljamo pripravljenost socialnih partnerjev na razumen dogovor glede oblikovanja politike plač v prihodnje. Tudi socialni sporazum, podpisan v aprilu, postavlja temelje za takšno plačno politiko, ki bo z zagotavljanjem konkurenčnosti in omejevanjem inflacijskih pritiskov prispevala k stabilnosti gospodarstva. V začetku leta 2004 prične veljati Zakon o sistemu plač v javnem sektorju, ki naj bi zagotovil večjo preglednost plač, na bolj centraliziran način urejal določanje plač v javnem sektorju ter zmanjševal pritiske po parcialnem poviševanju plač v posameznih dejavnostih javnega sektorja.

4.3 Komponente trošenja BDP

Dogajanje v gospodarstvu v drugi polovici leta 2002 je zaznamovalo počasno okrevanje domačega povpraševanja. Prispevek trošenja gospodinjstev in investicij h gospodarski rasti je bil približno enak. V lanskem letu je bil pozitiven tudi prispevek menjave s tujino. Tudi v letu 2003 pričakujemo postopno rast komponent domačega povpraševanja in le manjše spremembe v strukturi trošenja v prid zasebne porabe in investicijskega trošenja. Prispevek trošenja države h gospodarski rasti bo po naših ocenah podoben kot lani, medtem ko bosta prispevka zasebne potrošnje in investicijske porabe višja za okoli 0,5 odstotne točke. Rast obeh komponent bo nekoliko višja od rasti BDP. Ocenjujemo, da bo prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti v letih 2003 in 2004 negativen.

Kljub popravkom navzdol glede na oktobrske napovedi, bo domače povpraševanje v prihodnjih dveh letih osnovno gonilo gospodarske rasti. Do tega bo prišlo kljub dejstvu, da pričakujemo okrevanje tujega povpraševanja, saj bo zaradi postopne krepitve domačega povpraševanja prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti v naslednjih dveh letih negativen. Ocenjujemo, da bo dinamika trošenja države, zaradi nizke realizacije prihodkov v letu 2002 in pričakovanih nadaljnjih izpadov na prihodkovni strani, podobna tisti v letu 2002.

Zato bo prispevek trošenja države h gospodarski rasti za 0,3-0,5 odstotne točke nižji od prispevkov v povprečju zadnjih nekaj let.

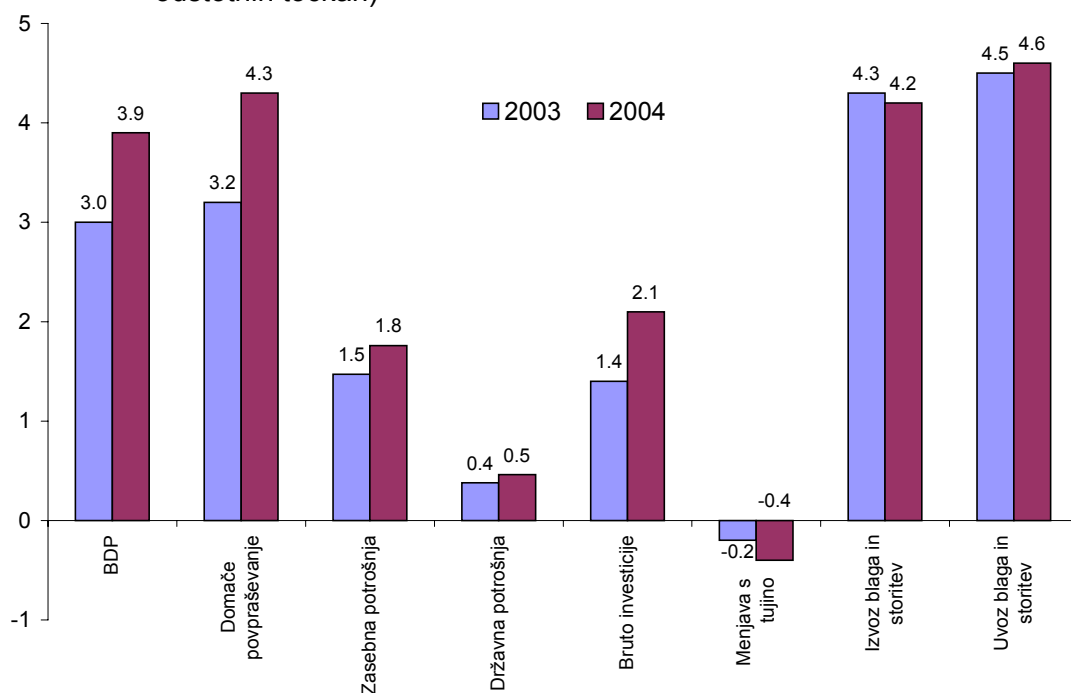
Tabela 4.3: Komponente povpraševanja

| | 2000 | 2001 | 2002 | Napoved | | 2003 | | | 2004 | | |
|-------------------------|------|------|------|---------|------|--------------------|---------------|-----------|--------------------|---------------|-----------|
| | | | | 2003 | 2004 | predhodne napovedi | nove napovedi | sprememba | predhodne napovedi | nove napovedi | sprememba |
| | | | | | | | | | | | |
| Bruto domači proizvod | 4.6 | 2.9 | 3.2 | 3.0 | 3.9 | 3.5 | 3.0 | -0.5 | 4.3 | 3.9 | -0.4 |
| Domače povpraševanje | 1.1 | 0.5 | 2.3 | 3.2 | 4.2 | 3.8 | 3.2 | -0.6 | 4.7 | 4.2 | -0.5 |
| Potrošnja gospodinjstev | 0.8 | 2.6 | 1.9 | 2.8 | 3.3 | 3.1 | 2.8 | -0.3 | 3.6 | 3.3 | -0.3 |
| Potrošnja države | 3.1 | 4.0 | 2.7 | 1.9 | 2.3 | 3.3 | 1.9 | -1.4 | 3.1 | 2.3 | -0.8 |
| Bruto investicije | 0.5 | -4.6 | 3.7 | 5.2 | 7.4 | 5.4 | 5.2 | -0.2 | 8.0 | 7.4 | -0.6 |
| Izvoz blaga in storitev | 12.7 | 6.4 | 6.1 | 6.4 | 6.0 | 5.7 | 6.4 | 0.7 | 6.4 | 6.0 | -0.4 |
| Uvoz blaga in storitev | 6.1 | 3.0 | 4.8 | 6.6 | 6.5 | 6.1 | 6.6 | 0.5 | 7.0 | 6.5 | -0.5 |

* Nacionalni računi so ocenjeni po stari metodologiji izračunavanja BDP in niso neposredno primerljivi z uradnimi podatki SURS.

Vir: ARC

Slika 4.4: Prispevek posameznih komponent k rasti BDP v letih 2003 in 2004 (v odstotnih točkah)



Vir: ARC

Zaradi možnega omejevanja proračunskih izdatkov, je vprašljivo nadaljnje okrevanje investicijskega trošenja, začeto v letu 2002. V letu 2003 naj bi investicijski izdatki države po podatkih iz proračunskega memoranduma in navkljub verjetnemu krčenju izdatkov za gradnjo cestne infrastrukture prispevali precejšen delež k rasti celotnih investicij. V tem letu naj bi po naših ocenah investicije zasebnega in državnega sektorja rasle s približno enako

Okvir 4.1

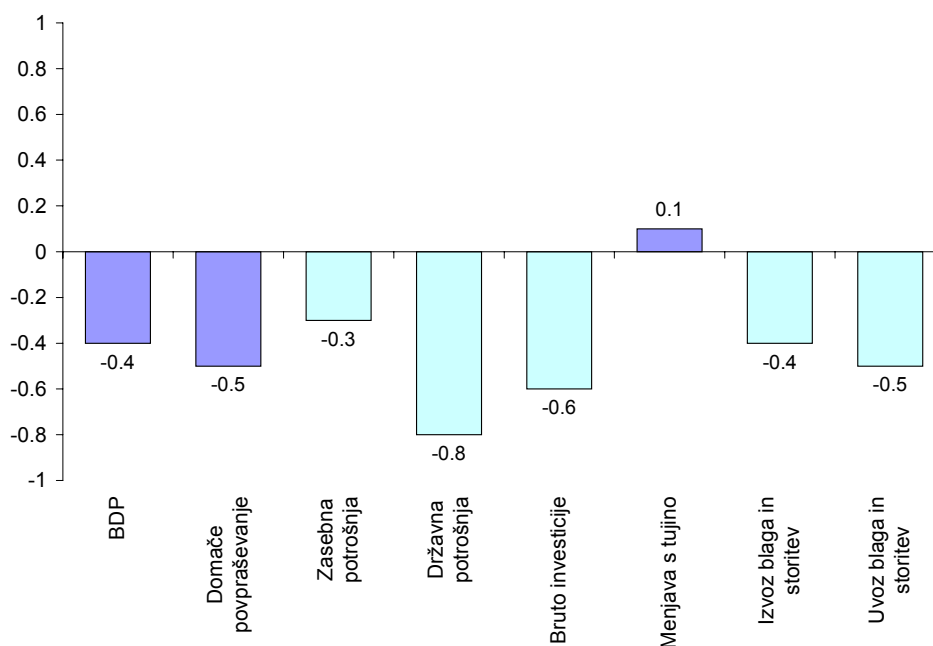
Verjetnost močnejše obnovitve trošenja gospodinjstev je zelo majhna

Napovedi kažejo, da v naslednjih dveh letih ni moč pričakovati nadpovprečnega povečevanja trošenja gospodinjstev. Ocenjujemo, da do trošenja velikega obsega ne bo prišlo kljub njegovemu postopnemu okrevanju, kljub dejstvu, da na to možnost kaže časovna razporeditev dosedanjih potrošniških ciklov ter navzlic približevanju Slovenije evropskim integracijam. Posledica zadnjega večjega porasta trošenja iz leta 1999 je bila namreč tudi visoka stopnja zadolženosti gospodinjstev. Poleg tega pa je v zadnjih nekaj letih prišlo do nekaterih strukturnih sprememb, za katere menimo, da bodo trošenje gospodinjstev omejevale tudi v naslednjih letih.

Časovna razporeditev dosedanjih treh potrošniških ciklov sicer kaže, da bi lahko v naslednjih letih prišlo do novega skoka porabe gospodinjstev. Kljub temu je malo verjetno, da bi nov porast trošenja spodbudili isti dejavniki, ki so povzročili dosedanje tri cikle. Vzrok prvih dveh ciklov so bile predvsem visoke plače, do zadnjega občutnejšega povečanja porabe gospodinjstev pa je prišlo zaradi davčne reforme. Prvo povečanje porabe gospodinjstev se je zgodilo leta 1993, ko je le-ta realno porasla za 14,4%. V istem letu so se realne neto plače povečale za 17,2%. Naslednji potrošniški cikel se je odvil že v letu 1995, ko je trošenje gospodinjstev realno poraslo za 9,7%. Rast realnih neto plač je bila v letih 1994 in 1995 s 6,0% oziroma 4,7% še naprej dokaj visoka, a ne več tako hitra kot leta 1993. Zadnji poskok trošenja iz leta 1999 s 6,1% realno rastjo je bil predvsem posledica spremembe v davčnem sistemu, saj so v letih pred tem plače rasle dokaj umirjeno, povprečno po 3% letno. Posledica velikega porasta trošenja gospodinjstev je bila visoka zadolženost prebivalstva.

Poleg visoke stopnje zadolženosti po koncu zadnjega cikla trošenja so se v zadnjih letih zgodile nekatere strukturne spremembe, ki bodo trošenje gospodinjstev omejevale tudi v prihodnosti. Strukturne spremembe, ki so spremenile navade varčevalcev v prid bolj dolgoročnega varčevanja, so bile institucionalna reforma zakonodaje na področju pokojninskega zavarovanja ter uvedba nekaterih dolgoročnejših oblik varčevanja, vključno z Nacionalno stanovanjsko varčevalno shemo. Spreminjala se je tudi porazdelitev plač po plačilnih razredih v prid skupinam prebivalstva z višjimi dohodki in nižjo mejno nagnjenostjo k trošenju. Prav tako se je povečalo zavedanje socialnih partnerjev, da mora tudi dohodkovna politika prispevati svoj delež k stabiliziranju gospodarstva in k zmanjševanju stroškovnih pritiskov tako v menjalnem kot v nemenjalnem sektorju. To so socialni partnerji dokazali s sprejemanjem dolgoročnejših sporazumov o usklajevanju plač. Tudi zato je bilo trošenje gospodinjstev v zadnjih treh letih zelo umirjeno in je v povprečju 2000-2002 raslo le po 1,5% letno.

Slika 4.6: Spremembe v napovedih posameznih komponent BDP za leto 2004 glede na oktobrske napovedi



Vir: ARC

4.4 Plačilna bilanca

Naše ocene kažejo, da se bo presežek tekočega računa plačilne bilance Slovenije še povečeval, kljub pričakovanjem o zelo počasnem izboljševanju povpraševanja iz tujine in okrevanju domačega povpraševanja. Do povečanja presežka v letih 2003 in 2004 bo prišlo tako v primerjavi z realizacijo v letu 2002 kot v primerjavi z našimi zadnjimi napovedmi iz konca lanskega leta. Poglavitni razlog za dodatno izboljševanje rezultata tekočih transakcij v obeh letih izvira iz izboljšanih pogojev menjave, v letu 2004 pa tudi zaradi povečanja neto transferov, kot posledice vstopa Slovenije v EU. Eno od pomembnih tveganj pri tem ostaja predpostavka o precejšnjem izboljšanju povpraševanja iz tujine glede na realizacijo v letu 2002.

Tabela 4.4: Tekoči račun plačilne bilance

| | 2000 | 2001 | 2002 | Napoved | | 2003 | | | 2004 | | |
|-------------------------|------|------|------|---------|------|--------------------|---------------|-----------|--------------------|---------------|-----------|
| | | | | 2003 | 2004 | predhodne napovedi | nove napovedi | sprememba | predhodne napovedi | nove napovedi | sprememba |
| Izvoz blaga in storitev | 11.5 | 5.4 | 6.4 | 6.4 | 6.0 | 5.7 | 6.4 | 0.7 | 6.4 | 6.0 | -0.4 |
| Uvoz blaga in storitev | 3.6 | 0.9 | 5.4 | 6.6 | 6.5 | 6.1 | 6.6 | 0.5 | 7.0 | 6.5 | -0.5 |
| Tekoči račun: v mio USD | -548 | 31 | 375 | 595 | 760 | 492 | 595 | 103 | 512 | 760 | 247 |
| v % BDP | -3.0 | 0.2 | 1.8 | 2.4 | 2.8 | 2.1 | 2.4 | 0.3 | 2.0 | 2.8 | 0.8 |
| Pogoji menjave | -5.2 | 0.9 | 1.9 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.5 | 0.3 | 0.4 | 1.3 | 1.0 |

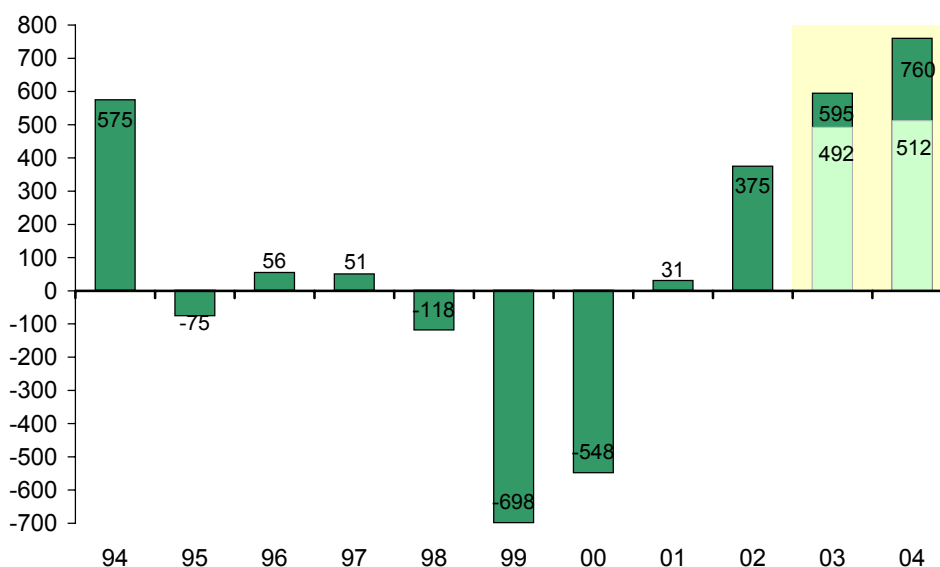
Vir: ARC

Ocenjujemo, da se bo presežek v tekočih transakcijah iz 375 mio USD v letu 2002 povečal na okoli 600 mio USD v letošnjem letu. Delež presežka tekočih transakcij se bo tako iz 1,8% BDP v letu 2002 povečal na 2,4% BDP v letošnjem letu. V letu 2004 se bo presežek še nekoliko okreпил na nekaj čez 700 mio USD in bo znašal 2,8% BDP. S tem bo, merjeno v USD, približno vzpostavljena raven presežkov v tekočem računu iz leta 1994.

Realni (količinski) izvoz blaga se bo v primerjavi s prejšnjimi napovedmi povečal za dobro odstotno točko na 6,4% v letošnjem letu in na 6,3% v letu 2004. Na rast količinskega izvoza blaga bo v letu 2003 in 2004 pozitivno vplivalo predvideno okrevanje svetovnega gospodarstva. Uvozno povpraševanje po slovenskem blagu (merjeno s tehtanim količinskim uvozom devetih držav, največjih partneric Slovenije v blagovni menjavi s tujino) naj bi se letos po naših ocenah povečalo za 6,1% in v naslednjem letu za 7,6%. V okviru uvoznega povpraševanja predpostavljamo ob postopnem okrevanju partneric iz EU v naslednjih letih nadaljevanje nadpovprečne krepitve blagovne menjave z državami CEFTA, nekdanje Jugoslavije in SZ. Pri teh predpostavkah obstaja precejšnja mera negotovosti tako zaradi nadaljnjega zniževanja ocen o gospodarski rasti v državah EU, predvsem v Nemčiji, kot zaradi vprašanja vzdržnosti povpraševanja v državah CEFTA in plačilne sposobnosti v državah nekdanje Jugoslavije.

Na strani uvoza blaga predvidevamo v skladu s postopnim okrevanjem domačega povpraševanja količinsko okrepitev uvoza za dobre 3 odstotne točke v primerjavi z realizacijo v letu 2002. V letih 2003 in 2004 bo realna rast uvoza blaga enaka in bo znašala nekaj nad 6%. Glede na naše zadnje napovedi se bo v letu 2003 rast količinskega uvoza povečala za 0,4 odstotne točke, v letu 2004 pa se bo zmanjšala za 0,6 odstotne točke glede na napovedi iz oktobra. Dinamika količinske rasti uvoza repromateriala bo sledila rasti količinskega izvoza blaga. Ocenjujemo, da se bo nekoliko hitreje kot v zadnjih dveh letih, krepil uvoz investicijskega blaga. Ta bo imel v letošnjem letu za 0,3 odstotne točke večjo rast in v letu 2004 za dobri 2 odstotni točki skromnejšo rast glede na zadnje napovedi. Glede na naše prejšnje napovedi se je za dobro odstotno točko, predvsem zaradi upada vrednosti USD do EUR, povečala realna apreciacija efektivnega tečaja domače valute, merjena s cenami življenjskih potrebščin. Povečanje realne kupne moči prejemkov prebivalstva zaradi realne apreciacije domače valute bo vplivalo na nekoliko hitrejšo rast realnega uvoza blaga za široko potrošnjo. Po teh predvidevanjih bi realni uvoz blaga za široko potrošnjo po 2,1% rasti v letu 2002, ob hkratni krepitvi trošenja gospodinjstev, v naslednjih dveh letih porasel za 3,5% oziroma za 4%.

Slika 4.7: Tekoči račun plačilne bilance



Vir: ARC

Ocenjujemo, da se bodo v letu 2003 dolarske cene izvoza povečale za dobrih 11%, uvozne dolarske cene pa za 9,5%. Do tega bo prišlo kljub hitrejši rasti cen naftnih derivatov in primarnih surovin v letošnjem letu od predvidenih v prejšnjih napovedih. Glavni razlog za takšno razliko v gibanju izvoznih in uvoznih cen je padanje vrednosti dolarja ter valutna struktura menjave s tujino, kjer je delež dolarja na izvozni strani manjši kot na uvozni strani.

Ob padanju vrednosti dolarja in povečevanju vrednosti eura se izvoz, v čigar strukturi predstavlja euro relativno večji delež, podraži bolj, kot se povečajo uvozne cene. Rezultat takšnih gibanj bo izboljšanje pogojev menjave v letošnjem letu za dobrih 1,5%. To je nekoliko manj kot realizirano 1,9% izboljšanje v letu 2002, a za 0,3 odstotne točke več kot smo predpostavljali v naših zadnjih napovedih. Razlika v presežku salda tekočega računa plačilne bilance zaradi spremenjenih pogojev menjave znaša po naših ocenah v letu 2003 okoli 0,1 odstotne točke BDP. Za leto 2004 predvidevamo vrnitev cen naftnih derivatov v okvir ciljne vrednosti OPEC, kar bo ob predpostavki skoraj nespremenjenih medvalutnih razmerjih, prispevalo k nekoliko manjšemu izboljšanju pogojev menjave v letu 2004 – ti naj bi se izboljšali za 1,3%. To izboljšanje pomeni v primerjavi z našimi zadnjimi napovedmi popravek za približno eno odstotno točko, oziroma povečanje presežka v tekočem računu plačilne bilance za okoli 0,4 odstotne točke BDP.

Saldo storitvene menjave s tujino se bo v letošnjem letu povečal na nekaj več kot 600 mio USD in bo v letu 2004 stagniral na tej ravni. S tem bo ostal na enaki ravni, kot smo jo pričakovali v zadnjih napovedih, relativno nespremenjena pa bo ostala tudi njegovala struktura.

Izvoz transportnih storitev bo rasel nekoliko hitreje od uvoza. Na predpostavko o takšni dinamiki bodo tudi v prihodnjih letih vplivale predvsem spremembe v regionalni strukturi slovenskega izvoza blaga. Nadaljevanju visokega izvoza blaga v države CEFTA, države nekdanje Jugoslavije in SZ naj bi sledilo tudi povečanje izvoza transportnih storitev. Pričakujemo, da se bo v postavki turizma letos in v nekaj naslednjih letih nadaljeval trend hitrejše rasti uvoza od izvoza potovanj. K temu naj bi prispevala tudi ocena, da se bo zaradi realne apreciacije domače valute povečala kupna moč prebivalstva. Pri saldu ostalih storitev pričakujemo v naslednjih dveh letih povečevanje primanjkljaja. Ta naj bi bil posledica hitrejše rasti uvoza računalniških in drugih poslovno tehničnih storitev, povezanih s krepitvijo tujih in domačih investicij v slovenskem gospodarstvu.

Pri dohodkih od dela v naslednjih letih ne pričakujemo opaznejših sprememb, razen tistih, do katerih prihaja zaradi sprememb v medvalutnih razmerjih. Pri dohodkih od kapitala ocenjujemo, da se bodo v naslednjih letih postopno povečevali neto odhodki. Po eni strani pričakujemo, da bodo obrestni prihodki, zaradi hitrejše rasti deviznih rezerv od deviznih obveznosti, pozitivno prispevali k saldu dohodkov od kapitala. Glede na ocenjena plačilno-bilančna gibanja namreč pričakujemo, da bo raven deviznih rezerv že ob koncu leta 2003 presegla raven deviznih obveznosti (zunanjega dolga). Po drugi strani pa porast neposrednih naložb tujcev v slovensko gospodarstvo povečuje tudi odhodke od kapitala preko izplačanih

in reinvestiranih dobičkov. Ocenjujemo, da bodo le-ti v naslednjih letih rasli relativno hitro, kar bo vplivalo na povečanje primanjkljaja v postavki dohodkov od kapitala.

Pri transferih predvidevamo do vstopa Slovenije v EU relativno hitrejšo rast izdatkov kot prejemkov. Od drugega trimesečja 2004 naprej pa smo v napovedih zaradi neto presežnega proračunskega položaja Slovenije v odnosih z EU upoštevali hitrejšo rast na strani prejemkov iz naslova uradnih transferjev iz EU. Letno naj bi ti transferi v povprečju znašali med 80 in 90 mio USD, kar npr. samo v letu 2004 predstavlja izboljšanje salda tekočega računa plačilne bilance za okoli 0,3% BDP.

4.5 Pogoji financiranja

Predvidena gibanja v realnem sektorju in tekočem računu plačilne bilance bodo vplivala tudi na način in pogoje financiranja narodnogospodarskih sektorjev. Neto finančni pritoki iz tujine bodo v letih 2003 in 2004 bistveno manjši kot v predhodnih letih in bodo znašal okoli 2% BDP. Glede na naše zadnje napovedi bodo neto finančni pritoki nekaj manjši v letu 2003 in v letu 2004 ostali na podobni ravni, kot smo jo napovedovali že oktobra. Glavni razlog za zmanjšanje neto finančnih pritokov v letu 2003 je predpostavka o večjem odtoku tuje gotovine prebivalstva ter nekoliko večji obseg kreditiranja tujine s strani rezidentov.

Tabela 4.5: Finančni tokovi s tujino

| | 2000 | 2001 | 2002 | Napoved | | 2003 | | | 2004 | | |
|---------------------------|--------------------------|-------|-------|---------|--------|--------------------|---------------|-----------|--------------------|---------------|-----------|
| | | | | 2003 | 2004 | predhodne napovedi | nove napovedi | sprememba | predhodne napovedi | nove napovedi | sprememba |
| | <i>delež v BDP (v %)</i> | | | | | | | | | | |
| Neto finančni tok | 5.6 | 8.2 | 4.8 | 2.1 | 1.8 | 3.9 | 2.1 | -1.8 | 1.6 | 1.8 | 0.2 |
| neposredne tuje naložbe | 0.8 | 2.7 | 8.6 | 3.4 | 3.0 | 3.1 | 3.4 | 0.3 | 1.9 | 3.0 | 1.1 |
| | <i>stanje konec leta</i> | | | | | | | | | | |
| Devizne rezerve (mio USD) | 4,376 | 5,747 | 8,152 | 9,330 | 10,871 | 9,304 | 9,330 | 26 | 10,231 | 10,871 | 640 |
| - delež v BDP | 24.1 | 30.6 | 38.4 | 37.8 | 40.7 | 39.2 | 37.8 | -1.4 | 40.2 | 40.7 | 0.5 |
| Zunanji dolg (mio USD) | 6,217 | 6,717 | 8,799 | 9,229 | 9,992 | 8,852 | 9,229 | 377 | 9,508 | 9,992 | 484 |
| - delež v BDP | 34.2 | 35.7 | 41.5 | 37.4 | 37.4 | 37.3 | 37.4 | 0.1 | 37.4 | 37.4 | 0.0 |

Vir: ARC

Kljub drugačnim pričakovanjem iz oktobra, ko smo ocenjevali, da se bo obnavljanje zalog tuje gotovine oziroma odliv gotovine preko sektorja prebivalstva končal v drugi polovici leta 2002, se ta proces še ni zaključil. V letu 2002 je odliv gotovine preko prebivalstva znašal 554 mio USD in je predstavljal 80% prilivov gotovine v letu 2001. K velikemu obsegu prilivov tuje gotovine v letu 2001 je največ prispevala menjava valut euro področja v euro. Glede na

visoko realizacijo odlivov v letu 2002 smo tudi za leto 2003 predvideli povečanje odlivov gotovine iz 0 na 200 mio USD.

Druga pomembnejša komponenta, s katero pojasnjujemo manjše neto finančne pritoke iz tujine v letu 2003 je kreditiranje tujine s strani rezidentov. Glede na visoke odlive preko danih posojil bank in podjetij v letu 2002 v višini 215 mio USD smo v tolratnih napovedih glede na oktobrske napovedi povečali odlive prek obeh sektorjev za 120 mio USD v letih 2003 in 2004 ter na ta način povečali tovrstne odlive na raven iz leta 2002.

Med odtoki na kapitalskem računu bodo še naprej najpomembnejši dani komercialni krediti, ki so bili v letu 2002 za 1,5 krat večji kot v letu 2001. To je po eni strani posledica prestrukturiranja izvoza na trge z manjšo kupno močjo, predvsem v nekdanjo Jugoslavijo in države bivše Sovjetske Zveze, in potrebe po financiranju tovrstnega izvoza. Po drugi strani pa lahko k temu prištejemo še podaljševanje plačilnih rokov kot posledico poslabšanega gospodarskega stanja v glavnih državah partnericah iz EU. Ocenjujemo, da se bo obseg tovrstnega financiranja tujine v naslednjih dveh letih še povečeval tako zaradi nadaljevanja dinamike izvoza v države bivše SZ in nekdanje Jugoslavije, kot zaradi okrevanja v državah EU, ki bo počasnejše od pričakovanega. Glede na naše zadnje napovedi smo obseg neto komercialnih kreditov le malenkostno spremenili.

Med ostalimi komponentami kapitalskega dela plačilne bilance imajo največji obseg neposredne naložbe. Pri neposrednih naložbah iz tujine je naša ocena podobna kot jeseni tako za naložbe tujcev v Sloveniji kot za naložbe rezidentov v tujini. Na strani neposrednih naložb iz tujine lahko glede večjih enkratnih pritokov kapitala upoštevamo le napovedi Vlade, da v letu 2003 ne bo prišlo do večjih prodaj premoženja, medtem ko je za leto 2004 napovedan pričetek privatizacije Telekom, česar pa v tokratnih napovedih še ne upoštevamo. Zaradi pričakovanj o nadaljevanju visoke ravni aktivnosti slovenskih podjetij na tržiščih nekdanje Jugoslavije in ostalih tranzicijskih držav, smo glede na realizacijo iz leta 2002 povečali predpostavko o obsegu neposrednih investicij rezidentov v tujino.

Devizne rezerve bodo v letu 2003 ostale domala nespremenjene glede na oktobrske napovedi, saj bo povečan presežek tekočega računa v celoti kompenziran z nižjimi finančnimi pritoki. Nasprotno bo v letu 2004 presežek tekočega računa presegel nižje finančne pritoke, zato se bodo po naših ocenah devizne rezerve povečale za okoli 0,7 mrd USD. Tudi zunanji dolg se bo povečeval, a s počasnejšo dinamiko kot devizne rezerve. Stanje deviznih rezerv naj bi tako ob koncu leta 2003 preseglo stanje zunanjega dolga.

Ocenjujemo, da se bo skupno domače in tuje financiranje podjetij v letih 2003 in 2004 povečevalo v skladu s pričakovano okrepljeno rastjo gospodarske aktivnosti na podlagi postopnega okrevanja domačega povpraševanja ob padajočem trendu inflacije. Pričakujemo, da bodo podjetja dobršen del potreb po financiranju investicij zadostila z najemanjem posojil v tujini, rast domačega kreditiranja pa je predvsem posledica povečanega zadolževanja države.

Domače kreditiranje države bo ostalo na visoki ravni tudi v naslednjih dveh letih, stopnja rasti kreditiranja države pa bo namesto pričakovanih okoli 9% iz oktobra znašalo okoli 18%. To je posledica financiranja povečanega primanjkljaja, prestrukturiranja s tujega na domače zadolževanje ter vračila večjega obsega zapadlih obveznosti iz naslova evroobveznic. Vlada RS je v letu 2002 nadaljevala s prestrukturiranjem dolga v prid domačega zadolževanja. Delež domačega dolga v celotnem dolgu RS je konec leta 2001 znašal 51,7%, ob koncu tretjega trimesečja leta 2002 pa že 57,4%. Pričakujemo, da bo Vlada s prestrukturiranjem valutne strukture dolga nadaljevala tudi letos. Sredi leta 2004 zapade v plačilo obveznost iz naslova evroobveznic v višini približno 200 mio EUR. To se bo deloma odrazilo v vzdrževanju še vedno visoke ravni kreditiranja države, deloma pa v povečevanju naložb v vrednostne papirje. Za te smo v oktobrskih napovedih predvideli rast okoli 7% ob koncu 2003 in 2004, naše nove ocene pa kažejo na rast te postavke v višini okoli 18%. Potrebe države po domačem financiranju se bodo zato v naslednjih dveh letih sicer nekoliko znižale - ob koncu leta 2002 je medletna rast domačega zadolževanja države znašala 27,4% - vendar bo medletna rast kreditiranja države ob koncu leta 2004 še vedno znašala visokih 18,5%.

Ob postopnem naraščanju zasebnega trošenja pričakujemo v naslednjih dveh letih tudi nekoliko povečano zadolževanje gospodinjstev, kljub stagnaciji rasti kreditiranja prebivalstva v letu 2002. Po naših ocenah trend upadanja neto zadolženosti prebivalstva v letu 2003 ne bo več tako močan kot vse od leta 1999, stanje neto zadolženosti pa bo v letu 2004 ostalo nespremenjeno glede na leto 2003.

V naslednjih dveh letih pričakujemo v skladu z oblikovanjem ročnostne strukture vlog v smeri dolgoročnega varčevanja nadaljevanje trendov povečanega dolgoročnega zadolževanja na račun kratkoročnega zadolževanja. Na strani povpraševanja po kreditih bo k temu pripomoglo predvsem pričakovano nadaljevanje postopnega okrevanja investicijskega trošenja. Glede na predvideno dokaj veliko zadolževanje bank v tujini bo devizno kreditiranje, ob upočasneni ter predvidljivi depreciaciji tolarja, še naprej raslo hitreje od tolarškega kreditiranja.

Ocenjujemo, da bodo imeli plačilno bilančni tokovi še vedno velik vpliv na izdajanje širokega denarja. Kljub temu njihov vpliv ne bo tako prevladujoč, kot se je dogajalo v predhodnih letih, ko je povečanje neto tuje aktive pomenilo več kot 50% kreiranja širokega denarja. Struktura prispevka tokov s tujino k oblikovanju širokega denarja je v letih 2003 in 2004 bolj enakomerna kot smo predpostavljali v jesenskih napovedih. Po takratnih ocenah naj bi neto tuja aktiva hitro rasla v letu 2003 in imela bistveno počasnejšo rast v letu 2004. Po naših novih ocenah bo ob koncu leta 2004 prispevek domačega kreditiranja k rasti M3 večji od prispevka tokov s tujino. Oblikovanje pasive denarnega sistema opisujemo v naslednjem poglavju.

4.6 Pričakovana gibanja denarnih agregatov

Ocenjujemo, da se bo rast denarnih agregatov v naslednjih dveh letih umirjala. Zmanjševanje stopenj rasti bo še posebej izrazito pri širših denarnih agregatih M3 in M2, ki naj bi se v primerjavi z letom 2002 prepолоvili. Umirjanje rasti ožjega denarja M1 bo nekoliko počasnejše, kar je v skladu s predvidenim postopnim okrevanjem domače gospodarske aktivnosti.

Tabela 4.6: Denarni sistem

| | 2000 | 2001 | 2002 | Napoved | | 2003 | | | 2004 | | |
|-----------------|------|------|------|---------|------|--------------------|---------------|-----------|--------------------|---------------|-----------|
| | | | | 2003 | 2004 | predhodne napovedi | nove napovedi | sprememba | predhodne napovedi | nove napovedi | sprememba |
| M1 | 7.0 | 12.8 | 14.8 | 13.6 | 10.9 | 11.5 | 13.6 | 2.1 | 11.3 | 10.9 | -0.4 |
| M3 | 16.5 | 23.9 | 22.4 | 11.6 | 9.8 | 11.4 | 11.6 | 0.2 | 10.9 | 9.8 | -1.1 |
| Kreditni skupaj | 17.8 | 19.3 | 17.0 | 12.2 | 11.6 | 9.8 | 12.2 | 2.4 | 9.0 | 11.6 | 2.6 |

Vir: ARC

Na našo oceno o rasti M3 bo v letošnjem in v prihodnjem letu najbolj vplivala rast tolarskih vlog. V valutni strukturi širšega denarnega agregata bodo namreč devizne vloge naraščale počasneje od tolarskih vlog. Donosnost deviznih vlog se bo v primerjavi s tolarskimi vlogami zmanjševala tako zaradi nižjih nominalnih obrestnih mer kot tudi zaradi pričakovanega zniževanja stopnje razvrednotenja domače valute v primerjavi z gibanjem inflacije. Skupne devizne vloge (prebivalstva in podjetij) bodo ob koncu leta 2003 ostale na ravni lanskega leta, ob koncu leta 2004 pa bo rast skupnih deviznih vlog znašala le nekaj pod 2% medletno. Ob predvideni stagnaciji skupnih deviznih vlog bo zato dinamika M2 zelo podobna gibanju M3, raven stopenj rasti M3 pa bo nekoliko višja od stopenj rasti M2.

Nekoliko počasnejše upadanje rasti M1 v naslednjih dveh letih bo predvsem pod vplivom povečanega povpraševanja po transakcijskem denarju M1 zaradi pričakovanega okrevanja

gospodarske aktivnosti ob koncu leta 2003 in v letu 2004. Na hitrejšo rast M1 pomembno vpliva tudi gibanje oportunitetnih stroškov držanja denarnih imetij. Ker pričakujemo, da se bo dinamika upadanja inflacije in s tem povezanega zniževanja obrestnih mer nadaljevala, bo zmanjševanje oportunitetnih stroškov pomenilo večjo pripravljenost ekonomskih subjektov na držanje transakcijskega denarja.

Ocenjujemo, da se bo ročnostna struktura tolarskih vlog še naprej spreminjala v prid dolgoročnih vlog nad enim letom. Zaradi sprememb relativnih donosnosti se bo tudi razlika med rastjo dolgoročnih vlog in vlog krajših ročnostih po naših ocenah v prihodnjih dveh letih še povečevala tako, da bo rast dolgoročnih vlog ob koncu leta 2004 približno trikrat hitrejša od rasti kratkoročnih vlog.

4.7 Inflacija

Na podlagi do sedaj znanih podatkov o gibanju inflacije v začetku leta 2003 in ob upoštevanju predpostavk o gibanju eksogenih spremenljivk v naslednjih dveh letih ne pričakujemo bistvenih odstopanj v stopnjah rasti cen glede na naše napovedi iz oktobra. To še posebej velja za povprečne letne stopnje rasti. Ob tem pa se razlike zaradi drugačnih predpostavk o dinamiki gibanja eksogenih spremenljivk iz mednarodnega okolja in drugačne razporeditve povišanj nadzorovanih cen znotraj leta pojavljajo pri medletnih stopnjah rasti v zadnjih četrletjih. Inflacija bo ob koncu leta 2003 predvidoma znašala 5,0%, ob koncu leta 2004 pa 3,7%.

Ob predpostavki o nadaljevanju izvajanja vladnega programa o omejevanju rasti nadzorovanih cen, ki je bil sprejet sredi januarja 2003, ter ob predpostavki o enakomerni razporeditvi že dogovorjenih zvišanj nadzorovanih cen, ostaja največja negotovost povezana z gibanjem cen nafte na svetovnih trgih in naftnih derivatov na domačem trgu.

V začetku leta so se udejanila naša pesimistična pričakovanja glede gibanja cen nafte na svetovnih trgih iz oktobra. Povprečna cena nafte v letu 2003, ki smo jo kot predpostavko upoštevali v oktobrskih napovedih je znašala 25 USD/sod. Glede na razmere na trgu smo v osnovnem scenariju tokratnih napovedi kot povprečje cen nafte za letos upoštevali ceno nafte v višini 29 USD/sod. Cene nafte na svetovnih trgih so namreč v začetku leta dosegale ravni le nekaj pod 35 USD/sod, potem pa so se umirile na ravni pod 30 USD/sod. Njihovo nadaljnje gibanje je odvisno predvsem od razvoja dogodkov v Iraku in dogajanja na srednjem Vzhodu, pa tudi od političnih razmer v nekaterih drugih velikih izvoznicah nafte.

Tabela 4.7: Stopnje rasti cen

| | | | | Napoved | | predhodne napovedi | 2003 nove napovedi | sprememba | predhodne napovedi | 2004 nove napovedi | sprememba |
|------------------------------|---|------|------|---------|------|--------------------|--------------------|-----------|--------------------|--------------------|-----------|
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | | | | | | |
| | <i>povprečne letne stopnje rasti v %</i> | | | | | | | | | | |
| Cene življenjskih potrebščin | 8.9 | 8.5 | 7.5 | 5.5 | 4.1 | 5.6 | 5.5 | -0.1 | 4.1 | 4.1 | 0.0 |
| Proste cene | 7.0 | 7.7 | 7.6 | 5.4 | 3.9 | 5.4 | 5.4 | 0.0 | 3.8 | 3.9 | 0.1 |
| Nadzorovane cene | 18.9 | 12.2 | 7.5 | 6.2 | 4.9 | 6.7 | 6.2 | -0.5 | 5.1 | 4.9 | -0.2 |
| | <i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i> | | | | | | | | | | |
| Cene življenjskih potrebščin | 9.2 | 7.3 | 7.1 | 5.0 | 3.7 | 5.3 | 5.0 | -0.3 | 3.4 | 3.7 | 0.3 |
| Proste cene | 6.9 | 7.9 | 6.9 | 4.9 | 3.4 | 5.1 | 4.9 | -0.2 | 3.0 | 3.4 | 0.4 |
| Nadzorovane cene | 21.7 | 5.0 | 8.8 | 5.5 | 5.0 | 5.7 | 5.5 | -0.2 | 5.0 | 5.0 | 0.0 |

Vir: ARC

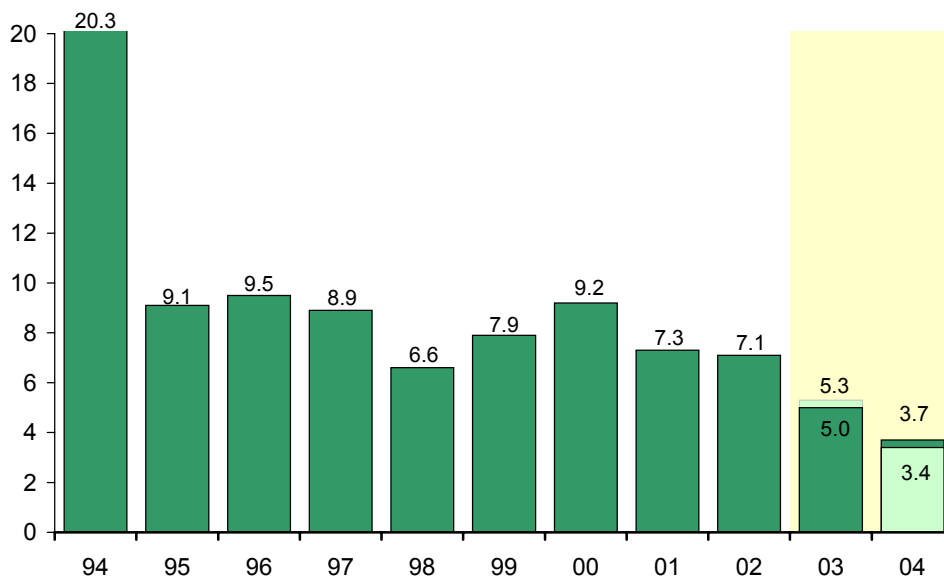
Inflacijski pritiski iz naslova višjih cen nafte se zaenkrat še niso uresničili, saj je Vlada RS s prilagajanjem trošarin navzdol poskrbela, da se hitra rast cen nafte na svetovnih trgih ni prenesla v gibanja cen naftnih derivatov na domačem trgu. Najpomembnejša dejavnika negotovosti glede prenosa cen nafte na svetovnih trgih na domače cene ostajata dva medsebojno povezana učinka: negotovost o gibanju cen nafte na svetovnem trgu in spodobnost Vlade RS, da morebitna višanja cen nadomesti z zniževanjem trošarin. Manevrski prostor Vlade bo v letu 2004 pri nadaljnjem zniževanju trošarin na naftne derivate skrčen zaradi omejitev ob prilagajanju EU glede absolutne višine trošarin in nenazadnje z vzdržnostjo javnofinančnega primanjkljaja, ki nastaja kot posledica nižanja davčnih obremenitev. Tako so se trošarine na dizelsko gorivo in kurilno olje že spustile na raven, ki je ni mogoče več zniževati, medtem ko je pri trošarinah na bencine še nekaj prostora za njihovo nadaljnje zniževanje.

Pričakujemo, da bodo poleg delovanja Vlade RS na področju nadzorovanih cen, ki je pomembno prispevalo k nižanju medletnih stopenj rasti cen v začetku tega leta, v nadaljevanju tega leta in v letu 2004 na nižanje inflacije in inflacijskih pričakovanj še naprej prispevala povečana koordinacija med ekonomskimi politikami, nadaljevanje izvajanja restriktivne denarne politike ter nekateri eksogeni dejavniki.

Ocenjujemo, da se bo v prihodnjih letih nadaljeval trend upadajoče dinamike prostih cen. Na pričakovanja o upadanju dinamike prostih cen v naslednjih dveh letih pomembno vplivata predpostavljeno zmanjševanje dinamike deprecijacije tečaja tolarja, ki že sedaj zaostaja za inflacijo ter predpostavka o občutni krepitvi eura glede na dolar v letu 2003. Obe predpostavki preko zmanjševanja rasti uvoznih cen ugodno prispevata k umirjanju inflacije.

Rast uvoznih cen bo namreč kljub predpostavki o višjih cenah surovin v letu 2003 za 0,6 in v letu 2004 za 0,9 odstotne točke nižja od ocen iz oktobra.

Slika 4.8: Stopnje rasti cen (zadnje četrtletje na isto obdobje predhodnega leta)



Vir: ARC

Proste cene bodo po naših ocenah ob koncu leta 2003 medletno porasle za 4,9%, ob koncu leta 2004 pa bodo višje za 3,4% glede na isto obdobje predhodnega leta. Ocena o rasti prostih cen za konec leta 2004 je tako višja od naših prejšnjih napovedi iz oktobra za 0,4 odstotne točke in je predvsem posledica novih informacij glede inflacijskih pritiskov iz mednarodnega okolja ter omejitev pri ukrepih fiskalne politike:

- zvišali smo predpostavko o ceni nafte v letu 2004 od 23,3 USD/sod na 25 USD/sod,
- zvišali smo predpostavko o rasti cen primarnih surovin v letu 2004 z 2,8% na 3,0%,
- v letu 2004 povečevanje vrednosti eura ne bo tako močno kompenziralo povišanja cen nafte in primarnih surovin kot v letu 2003. Pričakujemo namreč, da se bo vrednost eura v primerjavi z dolarjem v letu 2004 povišala le za 1% (enako kot v predhodnih napovedih), medtem ko naj bi v letu 2003 euro do dolarja po naših predpostavkah appreciiral kar za okoli 11% (v napovedih iz oktobra 6,7%).

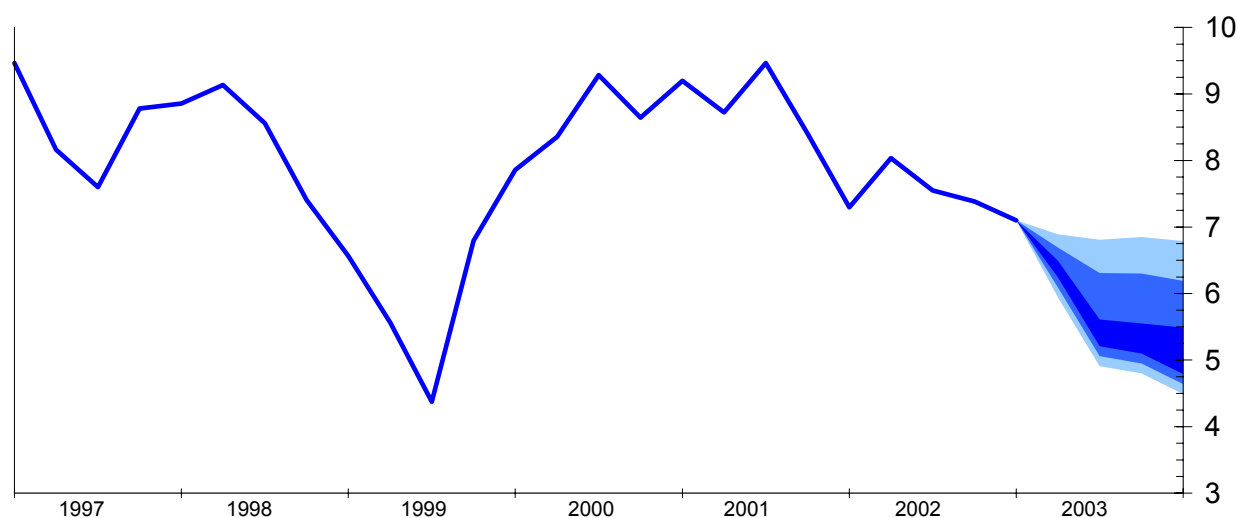
V prihodnjih dveh letih pričakujemo bolj izenačeno rast prostih in nadzorovanih cen kot je bila v preteklih letih. Takšen trend se je začel že ob koncu lanskega leta. Če je v letu 2000 stopnja rasti nadzorovanih cen prehitela rast prostih cen za več kot 10 in v letu 2001 za nekaj manj kot 5 odstotnih točk, je bilo njuno gibanje v povprečju leta 2002 že povsem izenačeno. Tako za leti 2003 in 2004 pričakujemo, da rast nadzorovanih cen v povprečju ne bo prehitela rasti prostih cen za več kot eno odstotno točko.

Zaradi nepredvidljivih razmer v mednarodnem okolju in možnih sprememb dejavnikov, na katere deluje domača ekonomska politika, je potrebno napovedi cen, ki so predstavljene v tabeli 4.7 in sliki 4.8, obravnavati le kot osnovni najverjetnejši scenarij.

V sliki 4.9 ovrednotimo tveganja točkovne napovedi gibanja inflacije. Med dejavnike, ki bi lahko vplivali na povečevanje inflacije glede na naše napovedi, in jih pri tem nismo zajeli, lahko štejemo:

- različne davčne in druge administrativne ukrepe (npr. povišanje cen najemnin neprofitnih stanovanj, različne uvozne dajatve),
- neugoden razvoj dogodkov glede inflacijskih pritiskov iz mednarodnega okolja, kjer največje tveganje predstavljajo cene nafte in cene primarnih surovin,
- neustrezno prilagajanje razmeram nižje inflacije s strani monopolnih in oligopolnih sektorjev ter nekaterih interesnih skupin.

Slika 4.9: Projekcija inflacije (medletne stopnje rasti; četrtletni podatki)



Vir: ARC

Med dejavniki, ki bi lahko prispevali k temu, da bi bila inflacija nižja od naših napovedi, vendar jih pri tem zaradi pomanjkanja informacij in s tem povezane negotovosti nismo mogli upoštevati v osnovnem scenariju, velja izpostaviti predvsem:

- pričakovano postopno zniževanje carin ob približevanju EU, kjer je neznanka predvsem predvidena dinamika zniževanja carin,
- omejevanje povečevanja trošarin, s katerim bo Ministrstvo za finance nadomeščalo izpad prihodkov iz obdobja, ko je moralo trošarine nižati, da je lahko nevtraliziralo učinke visokih cen nafte na svetovnih trgih. Takšen odziv fiskalne politike je poleg

negotovosti glede nižjih cen nafte odvisen predvsem od stanja in izgledov gibanja javnih financ v danem trenutku,

- prilagajanje dohodkovne politike v smeri zmanjševanja stopnje indeksacije.

Po naši oceni je najbolj verjetno, da bo stopnja rasti cen življenjskih potrebščin ob koncu leta 2003 znašala okoli 5% na medletni ravni. Takšna ocena je v skladu z ocenjenimi dejavniki tveganja, predvsem pa odraža povečano usklajenost vseh ekonomskih politik v smeri protiinflacijskega delovanja. V letu 2004 pričakujemo nadaljnje zniževanje inflacije, ki bo ustrezalo kriterijem nominalne konvergence slovenskega gospodarstva ob vstopanju v evropske denarne integracije.

Tabela 4.8: Izbor glavnih kazalcev

| | | | | Napoved | | 2003 | | | 2004 | | |
|--------------------------------------|---|-------|--------|---------|--------|--------------------|---------------|-----------|--------------------|---------------|-----------|
| | 2000 | 2001* | 2002* | 2003 | 2004 | predhodne napovedi | nove napovedi | sprememba | predhodne napovedi | nove napovedi | sprememba |
| Aktivnost, zaposlenost, plače | <i>realne stopnje rasti v %</i> | | | | | | | | | | |
| Realni BDP | 4.6 | 2.9 | 3.2 | 3.0 | 3.9 | 3.5 | 3.0 | -0.5 | 4.3 | 3.9 | -0.4 |
| BDP/prebivalca (v USD) | 9,017 | 9,366 | 10,598 | 12,348 | 13,365 | 11,859 | 12,348 | 489 | 12,722 | 13,365 | 643.0 |
| Zaposlenost | 1.1 | 1.0 | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.3 | -0.2 | 0.8 | 0.5 | -0.3 |
| Neto plače | 1.4 | 3.1 | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.2 | 2.2 | 0.0 | 2.2 | 2.4 | 0.2 |
| Produktivnost | 3.5 | 2.0 | 2.6 | 2.7 | 3.4 | 3.0 | 2.7 | -0.3 | 3.5 | 3.4 | -0.1 |
| Domače povpraševanje | <i>realne stopnje rasti v %</i> | | | | | | | | | | |
| Domače povpraševanje | 1.1 | 0.5 | 2.3 | 3.2 | 4.2 | 3.8 | 3.2 | -0.6 | 4.7 | 4.2 | -0.5 |
| Zasebna potrošnja | 0.8 | 2.6 | 1.9 | 2.8 | 3.3 | 3.1 | 2.8 | -0.3 | 3.6 | 3.3 | -0.3 |
| Potrošnja države | 3.1 | 4.0 | 2.7 | 1.9 | 2.3 | 3.3 | 1.9 | -1.4 | 3.1 | 2.3 | -0.8 |
| Bruto investicije | 0.5 | -4.6 | 3.7 | 5.2 | 7.4 | 5.4 | 5.2 | -0.2 | 8.0 | 7.4 | -0.6 |
| Plačilna bilanca | <i>realne stopnje rasti v %</i> | | | | | | | | | | |
| Izvoz blaga in storitev | 11.5 | 5.4 | 6.4 | 6.4 | 6.0 | 5.7 | 6.4 | 0.7 | 6.4 | 6.0 | -0.4 |
| Uvoz blaga in storitev | 3.6 | 0.9 | 5.4 | 6.6 | 6.5 | 6.1 | 6.6 | 0.5 | 7.0 | 6.5 | -0.5 |
| Tekoči račun: v mio USD | -548 | 31 | 375 | 595 | 760 | 492 | 595 | 103 | 512 | 760 | 247 |
| v % BDP | -3.0 | 0.2 | 1.8 | 2.4 | 2.8 | 2.1 | 2.4 | 0.3 | 2.0 | 2.8 | 0.8 |
| Pog. menjave | -5.2 | 0.9 | 1.9 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.5 | 0.3 | 0.4 | 1.3 | 1.0 |
| Neto finančni tok (v % BDP) | 5.6 | 8.2 | 4.8 | 2.1 | 1.8 | 3.9 | 2.1 | -1.8 | 1.6 | 1.8 | 0.2 |
| v tem: neposredne tuje naložbe | 0.8 | 2.7 | 8.6 | 3.4 | 3.0 | 3.1 | 3.4 | 0.3 | 1.9 | 3.0 | 1.1 |
| Devizne rezerve (stanje v mio USD) | 4,376 | 5,738 | 8,152 | 9,330 | 10,871 | 9,304 | 9,330 | 26.0 | 10,231 | 10,871 | 640 |
| - delež v % BDP | 24.1 | 30.6 | 38.4 | 37.8 | 40.7 | 39.2 | 37.8 | -1.4 | 40.2 | 40.7 | 0.5 |
| Zunanji dolg (stanje v mio USD) | 6,217 | 6,717 | 8,799 | 9,229 | 9,992 | 8,852 | 9,229 | 377 | 9,508 | 9,992 | 484 |
| - delež v % BDP | 34.2 | 35.7 | 41.5 | 37.4 | 37.4 | 37.3 | 37.4 | 0.1 | 37.4 | 37.4 | 0.0 |
| Denarni sistem | <i>letne stopnje rasti v % (Q4/Q4)</i> | | | | | | | | | | |
| M1 | 7.0 | 12.8 | 14.8 | 13.6 | 10.9 | 11.5 | 13.6 | 2.1 | 11.3 | 10.9 | -0.4 |
| M3 | 16.5 | 23.9 | 22.4 | 11.6 | 9.8 | 11.4 | 11.6 | 0.2 | 10.9 | 9.8 | -1.1 |
| Kreditni skupaj | 17.8 | 19.3 | 17.0 | 12.2 | 11.6 | 9.8 | 12.2 | 2.4 | 9.0 | 11.6 | 2.6 |
| Cene | <i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i> | | | | | | | | | | |
| Cene življenjskih potrebščin | 9.2 | 7.3 | 7.1 | 5.0 | 3.7 | 5.3 | 5.0 | -0.3 | 3.4 | 3.7 | 0.3 |
| Proste cene | 6.9 | 7.9 | 6.9 | 4.9 | 3.4 | 5.1 | 4.9 | -0.2 | 3.0 | 3.4 | 0.4 |
| Nadzorovane cene | 21.7 | 5.0 | 8.8 | 5.5 | 5.0 | 5.7 | 5.5 | -0.2 | 5.0 | 5.0 | 0.0 |
| Dejavniki mednarodnega okolja | <i>letne stopnje rasti v %</i> | | | | | | | | | | |
| Tuje povpraševanje** | 9.8 | 4.0 | 1.7 | 6.1 | 7.6 | 7.7 | 6.1 | -1.6 | 7.7 | 7.6 | -0.1 |
| EUR/USD | 0.924 | 0.895 | 0.944 | 1.050 | 1.060 | 1.010 | 1.050 | 0.040 | 1.020 | 1.060 | 0.040 |
| Nafta (USD/sodček) | 28.5 | 24.4 | 25.0 | 29.0 | 25.0 | 25.0 | 29.0 | 4.0 | 23.3 | 25.0 | 1.7 |
| Primarne surovine | 3.2 | -6.5 | 4.6 | 4.5 | 3.0 | 2.8 | 4.5 | 1.7 | 2.8 | 3.0 | 0.2 |
| Inflacija v EMU | 2.3 | 2.6 | 2.2 | 1.7 | 1.6 | 1.8 | 1.7 | -0.1 | 1.8 | 1.6 | -0.2 |
| PPI Nemčija | 3.3 | 1.3 | -0.3 | 0.8 | 1.2 | 1.3 | 0.8 | -0.5 | 1.3 | 1.2 | -0.1 |
| EURIBOR 3m (%) | 4.4 | 4.3 | 3.3 | 2.4 | 2.7 | 4.1 | 2.4 | -1.7 | 4.1 | 2.7 | -1.4 |

* Tuje povpraševanje v 2002 je ocena ARC. Podatki nacionalnih računov za leti 2001 in 2002 so uradni podatki. Napovedi so ocenjene po stari metodologiji izračunavanja BDP in niso neposredno primerljive z uradnimi podatki SURS.

** Količinski uvoz košarice tujih partnerjev; podatki zaradi spremenjenega vzorca držav niso neposredno primerljivi s predhodnimi napovedmi.

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

5. VODENJE IN KRATKOROČNE USMERITVE DENARNE POLITIKE

V nadaljevanju povzemamo glavne usmeritve denarne politike Banke Slovenije v naslednjem kratkoročnem obdobju. Pri tem prikažemo najvplivnejše dejavnike, ki bodo krojili izvajanje denarne politike v prihodnjem obdobju. V luči trenutnih makroekonomskih trendov povzemamo načela delovanja denarne politike, ter opozorimo na omejitve povezane s prostim pretokom kapitala. Kljub neugodnim makroekonomskim okoliščinam pričakujemo, da bo začrtana protiinflacijska politika Banke Slovenije, ob sodelovanju ekonomskih politik pod nadzorom Vlade RS, uspela postopno, trajno in vzdržno znižati inflacijo na stopnje, ki bodo omogočile vstop v ERM2 in prevzem eura.

5.1. Uvod

V letošnjem letu se je ključno povečala usklajenost med denarno politiko Banke Slovenije in fiskalno politiko Vlade RS, ki je ključnega pomena za vzdržno znižanje inflacije. Inflacija je v lanskem letu občutno odstopala od napovedi in pričakovanj, ki so bila predstavljena s strani Banke Slovenije ob koncu leta 2001. V predhodnih "Kratkoročnih usmeritvah denarne politike" je prikazano, da so bili poglobitni razlogi za odstopanje močna povišanja cen pod nadzorom Vlade RS in učinki na cene zaradi fiskalnih učinkov povišanja trošarin. S temi ukrepi si je Vlada RS prizadevala predvsem zapolniti vrzeli, ki so nastale zaradi naraščajoče neuravnoveženosti proračuna. Čimprejšnji prevzem eura je skupni cilj tako Banke Slovenije kot Vlade RS, eden od pogojev za uspešno vključevanje je vzdržno nizka inflacija. Brez podpore makroekonomskih politik pod nadzorom Vlade RS, bi bila za znižanje inflacije potrebna še dodatno restriktivna denarna politika. Le-ta bi, kot bomo prikazali v tem poglavju, lahko povzročila gospodarsko škodo, kateri se je v danih okoliščinah še mogoče izogniti. Banka Slovenije zato pričakuje od Vlade še nadaljnje sodelovanje pri protiinflacijskem delovanju in ocenjuje za spodbudne prve ukrepe Vlade RS v tej smeri.⁷ Vzdržnost javnih financ in njegovega financiranja je eden od ključnih predpogojev za vzdržno nizko inflacijo.⁸ Prav tako je sodelovanje ekonomskih politik pod nadzorom Vlade RS neobhodno, glede na identificirane dejavnike inflacije, pri samem učinkovitem zniževanju inflacije na nizko ravnotežno raven.

⁷ Glej drugo in četrto poglavje v tem gradivu.

⁸ Za teoretično obrazložitev glej, na primer, Woodford (1995), Price-level determinacy without control of a monetary aggregate, *Carnegie-Rochester Series on Public Policy* 43. V praksi je ilustrativen (sicer ekstremen) primer Argentine: Mussa (2003), Argentina and the Fund: from triumph to tragedy, *Policy Analyses in International Economy* No. 67, *Institute for International Economics*.

Denarna politika Banke Slovenije bo še naprej usmerjena v zniževanje inflacije, ob upoštevanju, da so trenutno glavni viri inflacije stroškovne narave. Banka Slovenije bo pri vzporednem določanju dinamike nominalnih obrestnih mer in tečaja upoštevala trenutne makroekonomske dejavnike. Ekonomske okoliščine, ki spremljajo visoko inflacijo, običajno ne nakazujejo enoznačno, kakšno politiko izbrati. Zato mora centralna banka pri določanju intenzivnosti svoje politike tehtati med včasih nasprotujočimi si učinki različnih makroekonomskih dejavnikov. Na odločitev o višini obrestnih mer in rasti tečaja pomembno vpliva dejstvo, da v prihodnjem kratkoročnem obdobju ne pričakujemo inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja ali prekomerne kreditne ekspanzije. Te postavke ostajajo zelo umirjene, pod dolgoročnim trendom, kakor tudi splošna gospodarska aktivnost. Dodatno zaviranje teh dejavnikov verjetno ni priporočljivo. Naštete elemente je potrebno tehtati s potrebo po še vedno relativno visokih realnih obrestnih merah, saj je centralna banka primorana v zadrževanje visokih realnih obrestnih mer zaradi zagotavljanja zelene stopnje restriktivnosti. Ustrezno visoke obrestne mere preprečujejo preobrate v trošenju ter omogočajo izvajanja sterilizacije obrestno neelastičnih kapitalskih pritokov iz tujine in obvladovanje ponudbe denarja v obtoku (ob predpostavljene tendenci krepitve tečaja tolarja).

5.2. Načela delovanja denarne politike Banke Slovenije

Denarna politika Banke Slovenije bo še naprej zmerno restriktivna, s poudarkom na nadzoru (ožjih) denarnih agregatov in z omejevanjem trošenja. Z uravnavanjem obrestnih mer centralna banka vpliva na denarne agregate, preko ustreznega odzivanja finančnih posrednikov pa na domače trošenje. Na ta način želi doseči želeno restriktivnost ali ekspanzivnost denarne politike. Gibanja širših denarnih agregatov so v zadnjem obdobju v veliki meri za denarno politiko eksogena, in so pod močnim vplivom obrestno neelastičnih elementov, predvsem kapitalskih pritokov iz tujine. Ti učinki imajo zelo dolgi rok prilagajanja, saj gre predvsem za prilagajanje premoženjskega portfelja in povečano globino finančnega posredovanja. Ker ti učinki ne izvirajo s strani ponudbe denarja ampak iz povpraševanja po denarju, je akomodiranje le-teh brez vpliva na inflacijo.⁹ Ker je v pogojih polne kapitalске prostosti težko postaviti operativni cilj v smislu denarnega agregata,¹⁰ je centralna banka uporabo obrestne mere, kot instrumenta za uravnavanje restriktivnosti na denarnem trgu oziroma agregatnega povpraševanja vezala na indikatorje realne in denarne aktivnosti. Izbiro

⁹ Za teoretično podlago v primeru gospodarstev, ki se lotevajo stabilizacije cen ob močnih kapitalskih pritokih glej Calvo (1991), *The Perils of Sterilization, IMF Staff Papers, Vol 38, No. 4 (December)*.

¹⁰ Zaradi visokofrekvenčnih fluktuacij in sezonske komponente, variabilnosti ob obrestno neelastičnih kapitalskih pritokih in ravnotežne rasti realnega povpraševanja po denarju (finančnega poglobljanja) zaradi trendnega

uravnavanja gospodarske aktivnosti in vplivanja na inflacijo z uravnavanjem realnih obrestnih mer (ali denarja v obtoku) podpirajo tudi rezultati moderne makroekonomske teorije odprtega gospodarstva¹¹. Ta zagovarja kot optimalno denarno politiko tisto, usmerjeno v uravnavanje domačih gospodarskih gibanj in inflacijskih pritiskov s pomočjo obrestnih mer, enako kot v zaprtem gospodarstvu¹². Z ustreznimi visokimi obrestnimi merami Banka Slovenije zagotavlja ustrezen umik denarja (sterilizira presežno likvidnost iz naslova obrestno neelastičnih kapitalskih pritokov iz tujine) in zadrževanje trošenja in kreditiranja in s tem agregatnega povpraševanja, na ravni, ki znižuje inflacijske pritiske.

Tečajni režim uravnavanega drsečega tečaja je še naprej najboljša izbira pri vodenju tečajne politike. Po eni strani je uravnavanje dinamike tečaja z namenom glajenja majhnemu odprtemu gospodarstvu škodljivih visokofrekvenčnih nihanj priznana vrednota tečajne politike. Glajenje tečaja omogoča predvsem stabilne in predvidljive pogoje financiranja in varčevanja, ter tako učinkovitejšo izrabo resursov. Po drugi strani pa fiksiranje nominalnega tečaja ni najboljša izbira (v normalnih ekonomijah, kjer ni hiperinflacijskih pritiskov), ker je lahko optimalno (delno) akomodirati spremembe v pogojih menjave ali reagirati na ciklična gibanja gospodarstva¹³. Fiksni tečajni režimi pa so tudi potencialne tarče spekulativnih napadov na valuto, ti pa neposredno ogrožajo stabilnost finančnega sistema, posledično pa lahko tudi raven cen.

Sredi leta 1999 so bile dokončno sproščene vse glavne omejitve za finančne tokove s tujino. Prostost kapitalskih tokov postavlja domače obrestne mere v odvisnost od zunanje okolje. Izbira tečajnega režima določa, ali lahko centralna banka tudi ob prostem pretoku kapitala ohrani nadzor nad obrestnimi merami in vodi avtonomno denarno politiko ali pa nadzor nad trošenjem prepusti učinkom fiskalne politike. Med tremi tipičnimi izbirami (režim trdne vezave, drseči režim, režim mehke vezave), samo režim drsečega tečaja (vključno z uravnavanim

padanja inflacije je težko opredeliti (smotrno, verodostojno in stabilno) dolgoročno relacijo med inflacijo in denarnimi agregati.

¹¹ Za povzetek rezultatov glej, na primer Clarida, Gali in Gertler (2001), Optimal monetary policy in open versus closed economies: an integrated approach, *AEA Papers and proceedings*, Vol. 91, No. 2.

¹² Bole (2003), Managed floating as a second best option; lessons from Slovenia, mimeo, empirično prikazuje, da je odziv cen na denarno restriktivnost enak v menjalnem in nemenjalnem sektorju, medtem ko je odziv cen na tečajno restriktivnost občutno močnejši v menjalnem sektorju kot v nemenjalnem. Uporaba tečaja kot instrumenta restriktivnosti bi na podlagi te analize (kratkorочно) v gospodarstvo vnesla dodatno distorzijo relativnih cen, in se odrazila kot dodatni ponudbeni šok. Ta analiza podkrepi uporabo denarne politike, v primerjavi z tečajno, pri stabilizaciji agregatnega povpraševanja.

¹³ Na primer Corsetti in Presenti (2001), International dimensions of optimal monetary policy, *NBER Working Paper No. 8320 (April)*.

drsenjem¹⁴) zagotavlja možnost vodenja avtonomne denarne politike¹⁵. Režim trdne vezave denarni politiki takšno vlogo odvzema in uvaja prevlado fiskalne politike.

Na tej osnovi je režim uravnavanega drsečega tečaja v primeru majhne odprte ekonomije najboljša izbira do vstopa v evropske denarne integracije. Izbira režima uravnavanega drsečega tečaja pa tudi predvideva, da se centralna banka javno ne obvezuje z določeno (kratkoročno) dinamiko tečaja, torej preostane še utemeljitev te odločitve.

Denarna politika Banka Slovenije bo z instrumenti, ki jih ima na voljo, še naprej prispevala k stabilnim pogojem financiranja. In sicer bo z uravnavanjem nepokrite obrestne paritete omogočala postopno nominalno konvergenco obrestnih mer na raven Maastrichtskih kriterijev in hkrati preprečevala možnosti hitrih zaslužkov in z njimi povezanih nihanj v tokovih kratkoročnega špekulativnega kapitala. Uravnavanje nepokrite obrestne paritete izenačuje pogoje zadolževanja doma in v tujini in omogoča prilagoditev ravni domačih posojilnih obrestnih mer pogojem posojilne ponudbe iz tujine. Tak pristop je usmerjen v vzdrževanje dolgoročno stabilnega zunanjšega ravnovesja, brez nevarnosti za inflacijo na daljši rok. Na naložbeni strani uravnavanje nepokrite obrestne paritete vpliva na izenačevanje pričakovane stopnje donosov pri naložbah v enakovredne tolarske in devizne instrumente. Tako deluje zaviralno na motive, ki sprožajo pritoke špekulativnega kapitala. Ti bi utegnili kratkoročno destabilizirati finančni trg in posledično cenovno stabilnost.¹⁶

Avtonomnost denarne politike je tudi ključni argument za izbiro tečajnega režima uravnavanega drsečega tečaja. Ker se centralna banka ne obvezuje z določeno (kratkoročno) dinamiko tečaja, lahko ta instrument prilagaja skladno s potrebami politike obrestnih mer. Izvajanje tovrstne politike v praksi je podrobneje opisano v tretjem poglavju. Vzdrževanje dolgoročno stabilnega zunanjšega ravnovesja in preprečevanje spekulativnih

¹⁴ O uravnavanem drsečem tečaju govorimo, ko centralna banka z aktivno intervencijo na deviznem trgu uravnava tečaj domače valute, pri tem pa ne razkrije želene (kratkoročne) dinamike (povzetek definicije iz Mednarodne finančne statistike MDS).

¹⁵ Več o izbiri tečajnih režimov glej članek Exchange rate regimes for emerging market economies, *Bilten ECB februar 2003*.

¹⁶ Obrestno pariteto je moč zapirati tudi s prilagajanjem ne samo pričakovane dinamike ampak istočasno dodatno tudi ravni tečaja, v nasprotno smer. Prednost take strategije je pričakovanje v povprečju manjše depreciacije in tako večje tečajne restriktivnosti centralne banke. Taka strategija uporabe tečaja bi posnemala dinamiko "overshooting" kot je opisana v Dornbusch (1976), Expectations and exchange rate dynamics, *Journal of Political Economy* 84 (December). V kontekstu režima uravnavanega drsečega tečaja taka strategija ni uporabna iz treh razlogov. Prvič, večja variabilnost nominalnega tečaja ni zaželena, saj v poslovanju povzroča dodatno tveganje, ker se ob vsaki spremembi obrestnih mer ne spremeni samo dinamika ampak tudi raven tečaja. Drugič, zaradi pričakovanih ekonomskih subjektov, da se raven tečaja spremeni (in povzroča stroške ali dobičke vsem, ki imajo odprte pozicije, odvisno od smeri spremembe) ob vsaki spremembi obrestnih mer (torej relativno pogosto), bi ob vsaki pričakovani spremembi obrestnih mer Centralna banka doživela špekulativni napad, saj z uravnavanjem tečaja preko svojih instrumentov omogoča (načelno neomejen) nakup ali prodajo deviz. Taka politika zato ne bi pripomogla k stabilnosti finančnega sistema. Tretjič, da bi Centralna banka operativno lahko izvajala tako politiko

pritiskov je ključnega pomena za stabilnost v finančnem sistemu, ta pa je nujno potrebna za vzdrževanje učinkovitega vzvoda denarne politike na gospodarsko aktivnost in cene.¹⁷

Pri uporabi nominalnega tečaja tolarja kot instrumenta podpore politiki obrestnih mer je ključnega pomena ovrednotenje razlogov za inflacijo in za inflacijska pričakovanja. Pri izvajanju restriktivnosti je ključnega pomena, da je elastičnost inflacije na nominalne obrestne mere večja od elastičnosti inflacije na nominalni tečaj. Drugače rečeno, negativna odzivnost inflacije v nemenjalnem sektorju zaradi manjših pritiskov povpraševanja in denarja v obtoku kot posledica višjih obrestnih mer, mora več kot odtehtati pozitivno odzivnost inflacije na večje stroške ponudbene strani v menjalnem sektorju, ki jih povzroča padec vrednosti tolarja. Ko sta ekonomska aktivnost in inflacija pod vplivom ponudbene dinamike, se sama politika visokih obrestnih mer lahko izkaže za nezadostno.¹⁸ To je posebno verjetno ko je povpraševanje pod dolgoročnim trendom in je dodatna restriktivnost denarne politike čedalje manj učinkovita. Visoke obresti v takem primeru ne morejo bistveno vplivati na inflacijo, lahko pa na inflacijo močnejše vplivajo stroškovni elementi povezani z dinamiko tečaja (in same višine obrestnih mer), tako da bi se inflacija lahko trajno stabilizirala na višji ravni. Banka Slovenije mora znižati obrestne mere in rast tečaja, če ocenjuje, da so inflacijska pričakovanja nizka in da obstaja majhna verjetnost povečanja trošenja.

Diferencirano odzivanje denarne politike glede na naravo prevladujočega ekonomskega šoka, je znan in priznan rezultat makroekonomske politike in prakse.¹⁹ Logika denarne politike, ki je omejena z vzporednim gibanjem tečajne dinamike in obrestnih mer je vedno uporaba najučinkovitejše poti za znižanje inflacije. Povzetek diferenciranega odzivanja in vplivanja na inflacijo je opisan tudi v gradivu Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije iz maja 2002.

in pravilno spremenila raven tečaja, bi morala točno poznati časovno obdobje v katerem bo obrestna mera v prihodnosti odstopala od tuje. Centralna banka ni perfekten poznavalec prihodnosti.

¹⁷ Glej Lipschitz, Lane, Mommouras (2002), Capital Flows to Transition Economies: Master or Servant? *IMF Working Paper No. 02/11*

¹⁸ Za podrobnejšo analizo omejitev upravljanja denarne politike z obrestnimi merami glej Kerr in King (1996), Limits on interest rate rules in the IS-LM model, *Federal Reserve Bank of Richmond Quarterly, Volume 82/2 (Spring)*, in reference, ki jih avtorja navajata.

¹⁹ Za sodoben prikaz glej vpliven članek Clarida, Gali, Gertler (1999), The science of monetary policy: a New Keynesian perspective, *Journal of Economic Literature, Vol XXXVII (December)*. Avtorji prikažejo, da je za denarno politiko optimalno delovati restriktivno ob povpraševalnih šokih in akomodirati šoke s ponudbene strani. V ekonomiji z nizko ravnotežno stopnjo inflacije to pomeni nespremenjene obrestne mere v primeru ponudbenega šoka.

Da bi dosegla dezinflacijo brez občutnih stroškov²⁰ za gospodarstvo in trajno vzdržno nizko inflacijo, mora Banka Slovenije še posebej paziti na svoj vpliv na inflacijska pričakovanja. Inflacijska pričakovanja so pomemben element pri vodenju denarne politike, saj jih mora upoštevati pri določanju nominalne obrestne mere, da zagotovi želeno realno obrestno mero in s tem želeno stopnjo restriktivnosti. Restriktivna politika brez upoštevanja vzporednega prilagajanja pričakovanj, vodi v izpad proizvodnje in brezposelnost, saj politika cen proizvajalcev ni optimalno prilagojena dejanskemu stanju realnega povpraševanja in ponudbe v ekonomiji. Ker centralna banka s svojo politiko pomembno vpliva na prihodnjo inflacijo, so tudi inflacijska pričakovanja odvisna od denarne politike. Centralna banka jih mora znati oceniti. Ker so pričakovanja o gibanju inflacije racionalna, je ključnega pomena, da je protiinflacijsko delovanje centralne banke kredibilno. To pomeni, da mora centralna banka, ki si prizadeva usmerjati pričakovanja v smeri znižanja inflacije, imeti možnost izvajanja take politike. V primeru Banke Slovenije smo prikazali, da je ta pogoj zagotovljen z možnostjo prilagajanja tečajne in denarne politike tako, da je vedno protiinflacijska glede na naravo šokov iz katerih inflacija izvira.

5.3. Intenzivnost delovanja denarne politike

Opisani pristop k vodenju denarne politike poteka v Sloveniji v okolju, ki ga opredeljujejo naslednje značilnosti:

- menjalni sektor, katerega cene se oblikujejo v konkurenčnem zunanjem okolju, ima približno dvakrat nižjo dinamiko rasti cen od nemenjalnega sektorja. Izpostavljenost mednarodni konkurenci in poslabšanim pogojem poslovanja v svetu je prisiljen k iskanju notranjih rezerv in večji produktivnosti saj rast menjalnih cen ne omogoča pokrivanja rasti stroškov. Gibanje cen proizvajalcev, ki močno zaostaja za dinamiko cen življenjskih cen, rastjo stroškov dela in rasti tečaja, najbolje odraža tovrstno situacijo.
- nemenjalni sektor (gre predvsem za sektor javnih storitev) je manj izpostavljen zunanji konkurenci in je zato pri oblikovanju cen manj občutljiv na zunanje pogoje poslovanja in samo gibanje tečaja in je odvisen predvsem od domačega povpraševanja. Zmerno restriktivna denarna politika vzdržno omejuje prostor za tako povpraševanje. Umirjanje rasti plač v letu 2003 te možnosti dodatno zmanjšuje in vpliva na manjše stroške. Čeprav ta sektor še vedno vzdržuje relativno visoko rast cen, slednja v zadnjem obdobju upada.

²⁰ Realni stroški za gospodarstvo, ob samostojnem in agresivnejšem restriktivnem delovanju Banke Slovenije, bi se lahko odrazili v izpadu proizvodnje (kumulativno tudi za več odstotkov letnega BDP) in v nastajanju dodatnih ali poglobljanju makroekonomskih neravnovesij (tekoči račun, proračunski primanjkljaj...). V takem primeru je vzdržnost nižje inflacije vprašljiva in ne opravičuje visokih stroškov dezinflacije.

- ob izraženih željah, da Slovenija v letu 2005 stopi v ERM2, denarna politika zaradi potrebe po nominalni konvergenci obrestnih mer izgublja del svoje fleksibilnosti.

Prav zmanjševanje fleksibilnosti navaja Banko Slovenije na zmerno restriktivnost denarne politike in na vzdržno spuščanje obrestnih mer. Taka politika povečuje možnost prilagajanja cenovnih politik podjetij, učinkovito usmerja dolgoročna pričakovanja in maksimira verjetnost vzdržnosti znižane inflacije na dolgi rok. Zaradi tega kredibilno in postopno protiinflacijsko delovanje zmanjšuje realne stroške povezane z dezinflacijo.²¹ Denarna politika Banke Slovenije je naravnana tako, da se v odsotnosti novih šokov lahko inflacija zniža tudi do dve odstotni točki na leto. Inflacijski šoki so bili v zadnjem obdobju izrazito asimetrični in neodvisni od denarne politike. Zato je previdnost denarne politike pri oblikovanju inflacijskih pričakovanj na kratek rok dodatno na mestu.

Banka Slovenije zato ni naklonjena protiinflacijskemu delovanju, ki bi temeljilo izključno na agresivnemu zniževanju dinamike tečaja oziroma fiksiranju tečaja. Za to obstaja več razlogov:

- prvič, posledice take spremembe v vodenju denarne politike so težko predvidljive kar se tiče inflacije, lahko pa povzročijo visoke, po mnenju Banke Slovenije izogibne, stroške proizvodnje in dodatna makroekonomska neravnovesja;
- drugič, taka politika je primerna za države, kjer je inflacija (hiperinflacija) poglobitni problem, njen izvor pa je v veliki meri denarna politika centralne banke, kateri se želi "zvezati roke". Tako stanje ne ustreza slovenskim razmeram;
- tretjič, tečajno stabiliziranje cen je sicer lahko (kratkoročno ali, kot smo omenili, tudi v nekaterih makroekonomskih konfiguracijah) učinkovit instrument za boj proti inflaciji, a sam po sebi ni učinkovit instrument za optimalno makroekonomsko politiko (optimalno odzivanje na makroekonomske šoke različne narave, itd.), kakor je prikazano v tem poglavju.

Izključno podrejanje tečajni stabilizaciji je zato slabša opcija kot diferencirano odzivanje. Še več, če se politika centralne banke omeji samo na stabilizacijo tečaja, si lahko onemogoči glavni, normalni, vzvod denarne politike, to je transmisija denarne politike preko obrestnih mer. Ko se inflacija stabilizira, je lahko centralna banka nezmožna preiti na politiko obrestnih mer, kot optimalno denarno politiko, in finančni sistem je neprilagojen ali nepripravljen za transmisijo take denarne politike. Iz navedenih razlogov taka sprememba v delovanju denarne politike ni primerna za dokončanje dezinflacije v primeru Slovenije.

²¹ Glej Ball (1995), Disinflation with imperfect credibility, *Journal of Monetary Economics* Vol. 35. Kredibilna dezinflacija, če je postopna, lahko povzroči celo povečanje proizvodnje.

Banka Slovenije bo torej še naprej postopoma prilagajala dolgoročno dinamiko tečaja v skladu s pogoji vključevanja v program ERM2 za prevzem eura. Svet Banke Slovenije ocenjuje, da je čimprejšnji prevzem eura kot domače valute v interesu slovenskega gospodarstva. Zato je prednostni cilj Banke Slovenije ustvariti pogoje za vstop v program ERM2 in uspešno dvoletno prehodno obdobje do prevzema eura. Čeprav za vstop v ERM2 ni potrebno izpolniti posebnih pogojev (razen kompatibilnosti tečajnega režima) je jasno, da bo za hiter prevzem eura potrebno Maastrichtske kriterije izpolnjevati že ob vstopu v ERM2. Z vidika trenutnega makroekonomskega stanja je za vstop v ERM2 potrebno predvsem vzdržno znižanje inflacije, ki omogoča nominalno konvergenco obrestnih mer in prilagajanje tečajne dinamike.²² Glede na načrtane usmeritve in izvajanje denarne politike, ki smo jih ponovno povzeli v tem poglavju, naj bi bila nominalna konvergenca obrestnih mer in tečajna dinamika, ki bosta skladni z zahtevami mehanizma ERM2 izpolnjena pravočasno. Intenzivnost prilagajanja obrestnih mer in dinamike tečaja, ki izpolnjuje te zahteve, je v skladu z zgoraj opisano željeno intenzivnostjo dezinflacije.

5.4. Kratkoročna usmeritev denarne politike

Banka Slovenije bo nadaljevala z načrtano restriktivno denarno politiko, saj so srednjeročne napovedi gibanja inflacije v skladu z jesenskimi. Napovedano gibanje inflacije je celo malo popravljen v smeri znižanja. Spodbudno učinkujejo predvsem dodatna prizadevanja Vlade RS pri omejevanju pritiskov na inflacijo s strani fiskalnih dejavnikov in nadzorovanih cen. To sodelovanje povečuje učinkovitost izvajanja denarne politike v oteženih makroekonomskih okoliščinah. V zadnjem obdobju pa so se informacije o poslabšanju mednarodnega gospodarskega okolja še dodatno poslabšale, vendar zaradi relativno visoke inflacije ne moremo pričakovati močnejšega spodbujanja rasti s strani domače denarne politike. Delovanje denarne politike bo zaznamovala predvsem še naprej zmerna restriktivnost, s ciljem učinkovitega in vzdržnega stabiliziranja cen ter ustvarjanja pogojev za vstopanje v evropske monetarne integracije.

Nadaljevanje načrtane politike postopnega, a vseskozi prisotnega delovanja zoper inflacijo predpostavlja ohranjanje relativno visokih realnih obrestnih mer, kar preprečuje, da bi nenaden pojav prekomernega trošenja ali kreditnega ekspanzije povzročil dodatne inflacijske pritiske. Hkrati je s tem omogočena visoka stopnja sterilizacije obrestno neelastičnih

²² Za tečajno dinamiko vstop v ERM2 pomeni gibanje okoli skupno z Evropsko Centralno Banko, ECOFIN in nacionalnimi centralnimi bankami določeno pariteto tečaja tolara do eura. To razmerje se sicer lahko (sporazumno) spremeni, če je to utemeljeno glede na gospodarske okoliščine.

kapitalskih pritokov iz tujine, oziroma umik presežne likvidnosti iz finančnega sistema. Z ustreznim uravnavanjem obrestnih mer in tečajne dinamike bo Banka Slovenije vzdrževala skladnost domačih in tujih obrestnih mer in še naprej preprečevala obrestno elastične finančne pritoke in s tem prispevala k stabilnim pogojem financiranja. Ob restriktivni denarni politiki pa bo Banka Slovenije še naprej postopoma in usklajeno prilagajala nominalne obrestne mere in dinamiko nominalnega tečaja tolarja, v skladu s pogoji za uspešno delovanje v programu ERM2, kar je predpogoj za prevzem eura kot domače valute.

Banka Slovenije tudi v prihodnje ne bo zniževala inflacije sama, temveč pričakuje še nadaljnje sodelovanje Vlade RS. Usklajena akcija Banke Slovenije in Vlade RS se je letos izkazala kot uspešna. Nadaljevanje takšnega sodelovanja lahko Sloveniji prinese ustrezno konkurenčno prednost pred ostalimi državami, ki so v procesu prevzemanja eura. V nasprotnem primeru, primeru nekoordiniranih ekonomskih politik, pa se proces prevzemanja eura lahko močno zavre, saj je predpogoj za uspešno sodelovanje v ERM2 predvsem sposobnost koordiniranega vodenja ekonomskih politik. Banka Slovenije pričakuje, da se usklajena akcija ekonomskih politik ne bo omejila samo na Banko Slovenije in Vlado RS temveč bodo k temu pristopili tudi socialni partnerji – predvsem na področju dezindeksacije plač in ostalih stroškov dela. Slednje je namreč že del priprav gospodarstva na sodelovanje v ERM2 in prevzem eura.

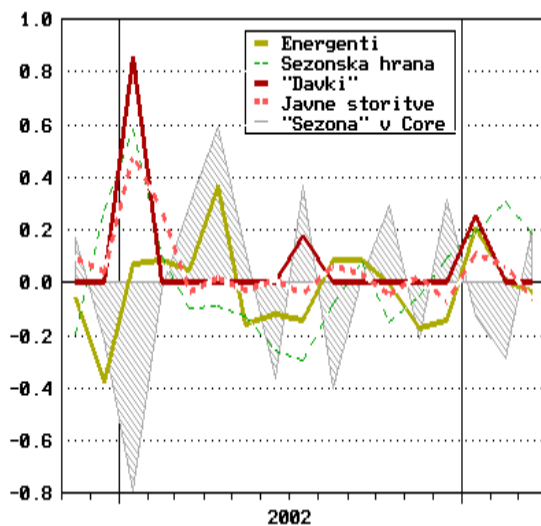
Denarna politika bo s svojimi kratkoročnimi ukrepi vplivala, da bi se kompenzirali negativni ocenjeni učinki na gibanje inflacije v letu 2004 glede na oktobrske napovedi, in da bi dosegli napovedano gibanje inflacije okoli 3,5% na medletni ravni ob koncu leta 2004.

Hkrati s procesom zniževanja inflacije je v pripravi tudi proces priprave ekonomskih politik na sodelovanje v ERM2 in prevzem eura. Čeprav so pogoji sodelovanja Slovenije v ERM2 v veliki meri še vedno nedefinirani, pa je že sedaj jasno, da bo v času po vstopu v ERM2 in vse do prevzema eura denarna politika rahlo ekspanzivna, saj se bodo obrestne mere v tem obdobju spustile na relativno nizko raven in se približale obrestnim meram za euro. Ostale ekonomske politike, fiskalna in dohodkovna, se bodo morale zato aktivno vključiti v proces omejevanja inflacijskih pritiskov in končnega domačega trošenja.

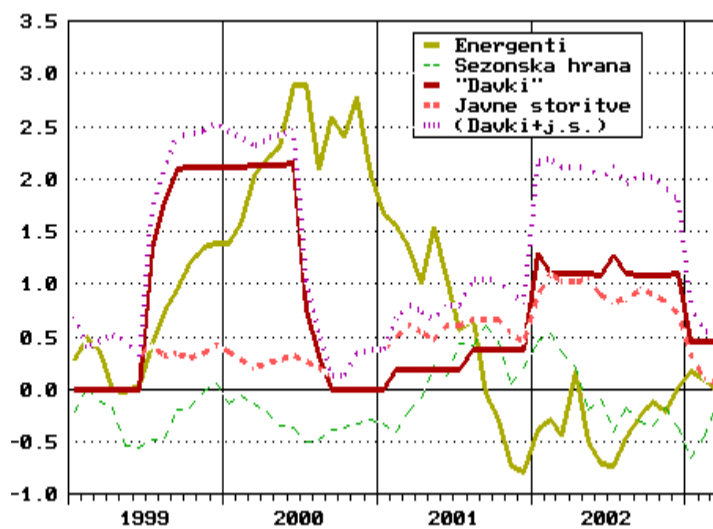
Priloga: Kazalci denarne politike

Eksogene komponente inflacije

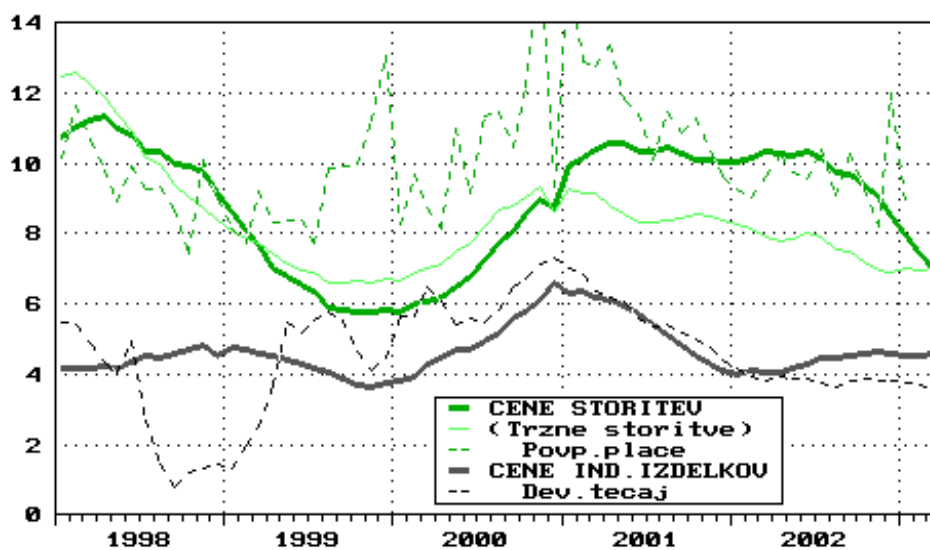
(a) odstotne točke v mesečnih stopnjah skupne inflacije



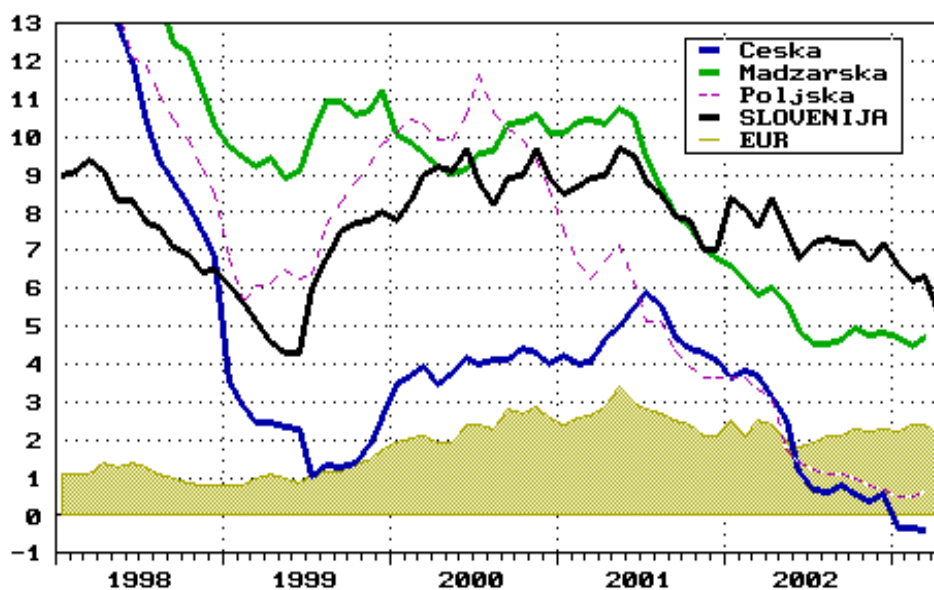
(b) v medletnih stopnjah



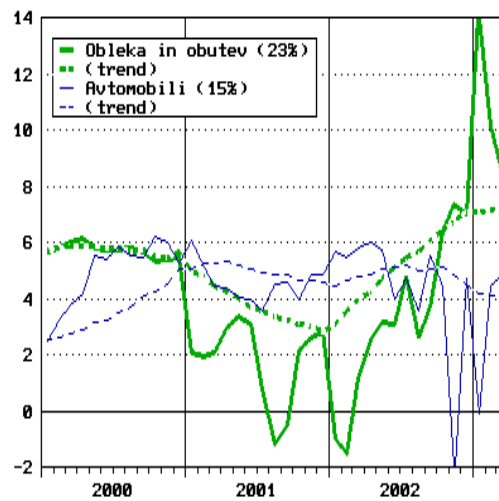
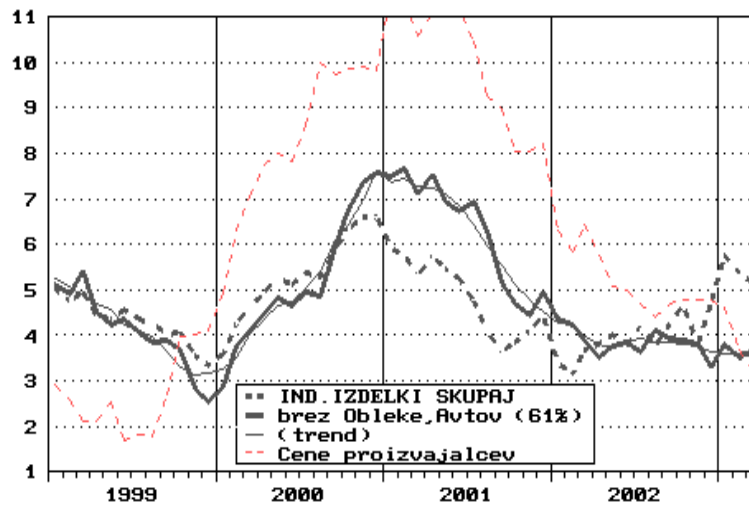
Menjalni in nemenjalni sektor (medletne stopnje)

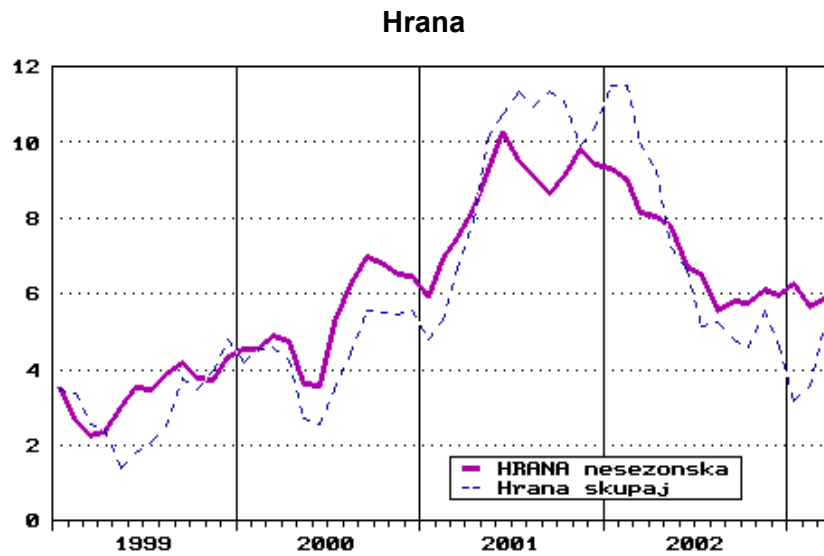


Mednarodna primerjava (medletne stopnje)

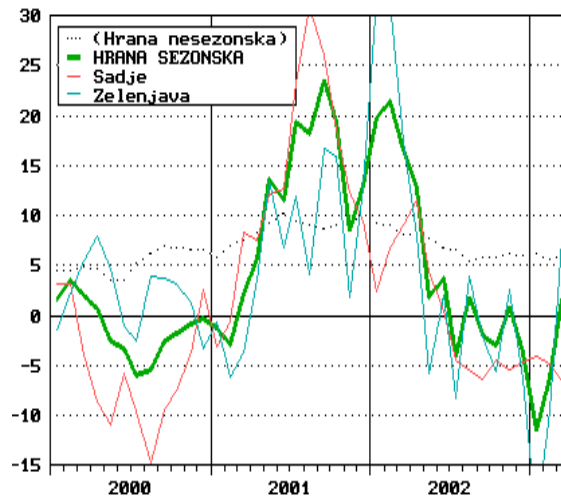


Industrijski izdelki

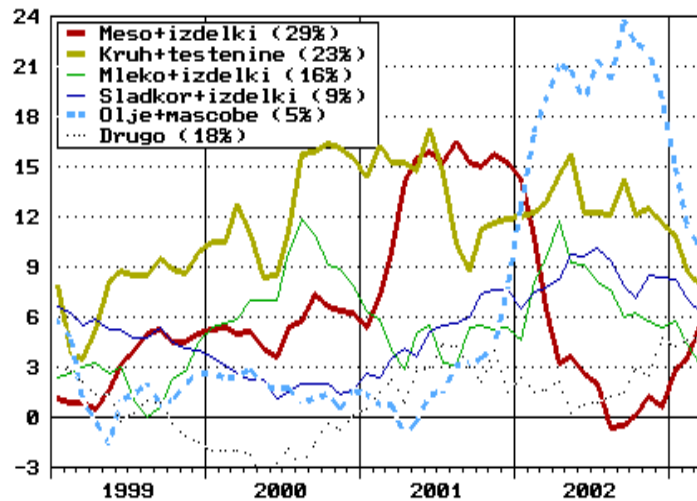




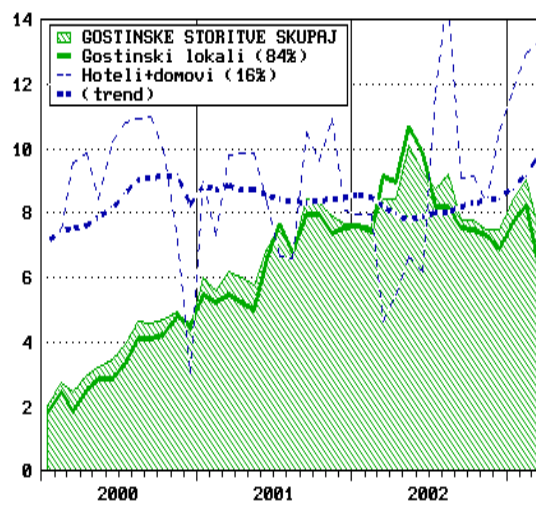
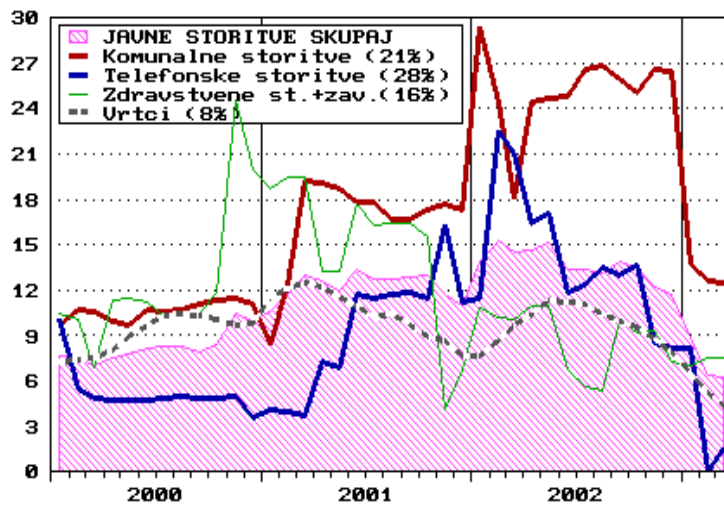
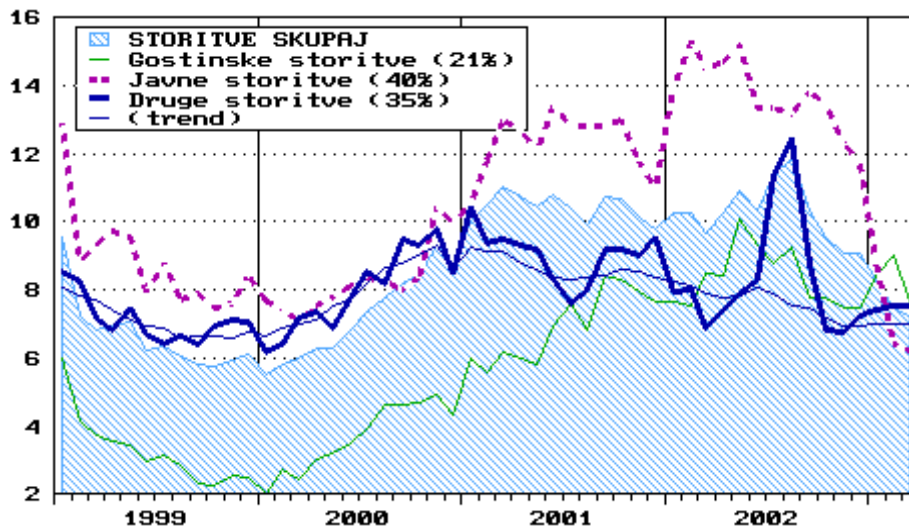
(a) Sezonski artikli (3,2% v skupni inflaciji)



(b) Nesezonski artikli (17,5% v skupni inflaciji)

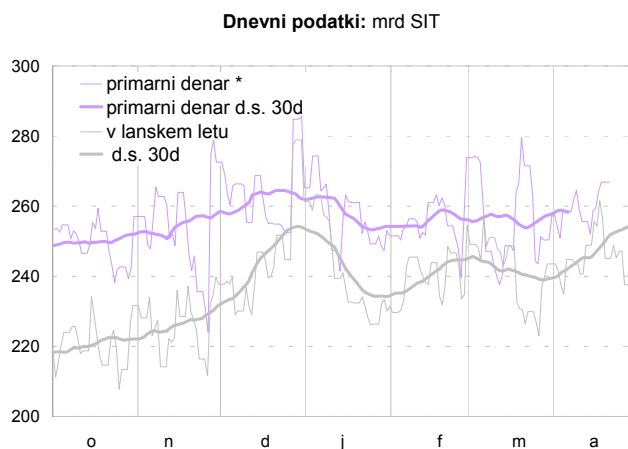
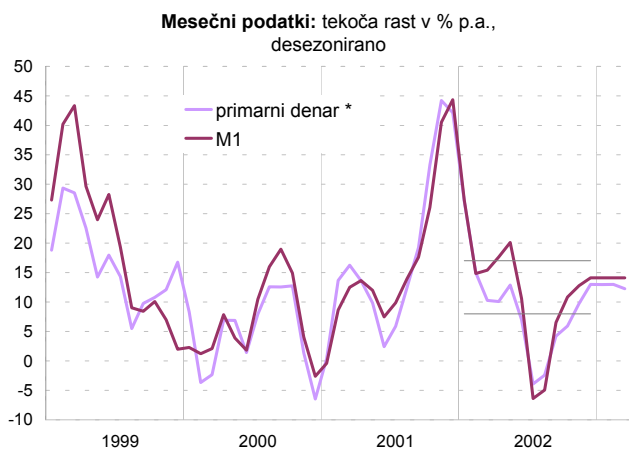


Storitve

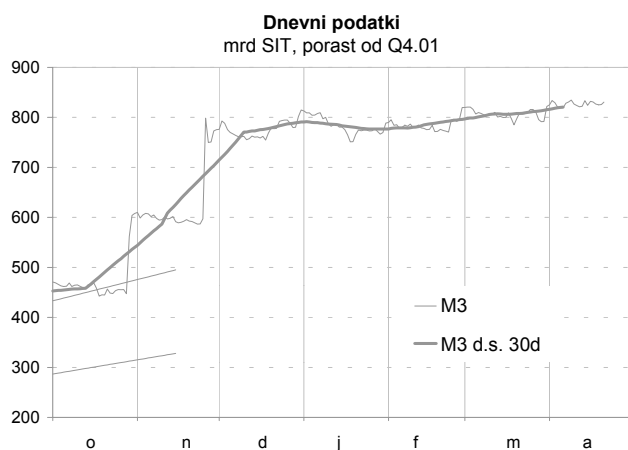
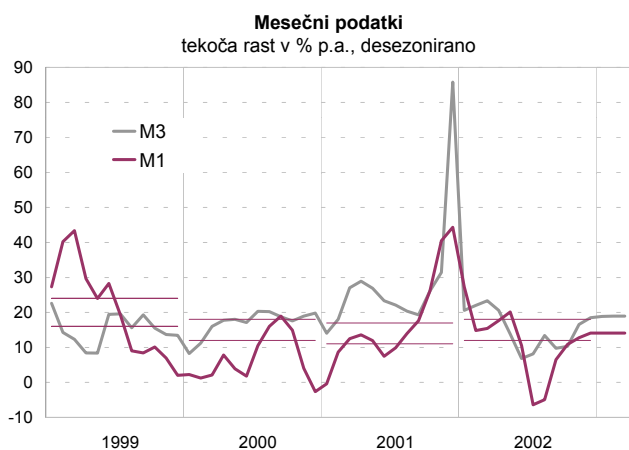


Denar in krediti

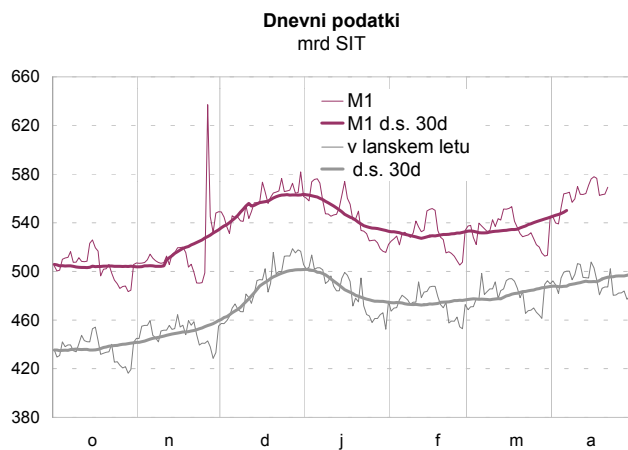
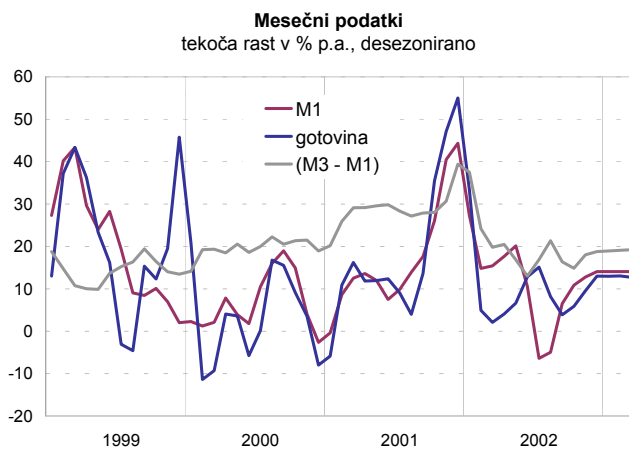
Primarni denar



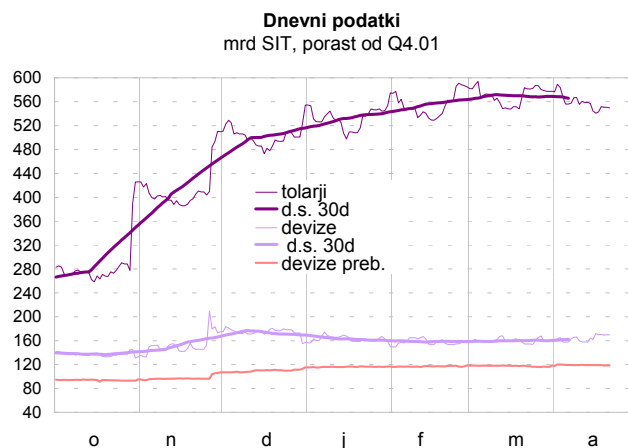
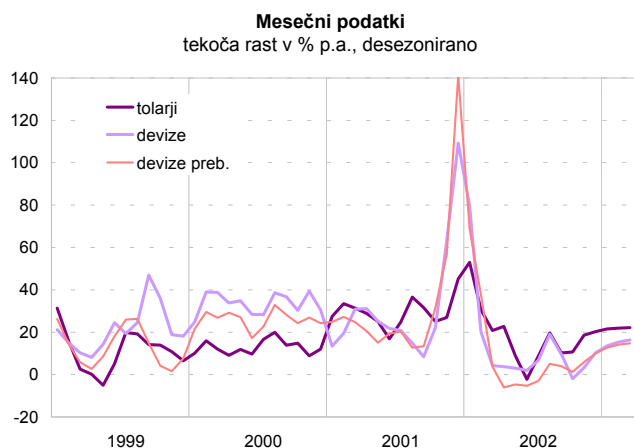
M3



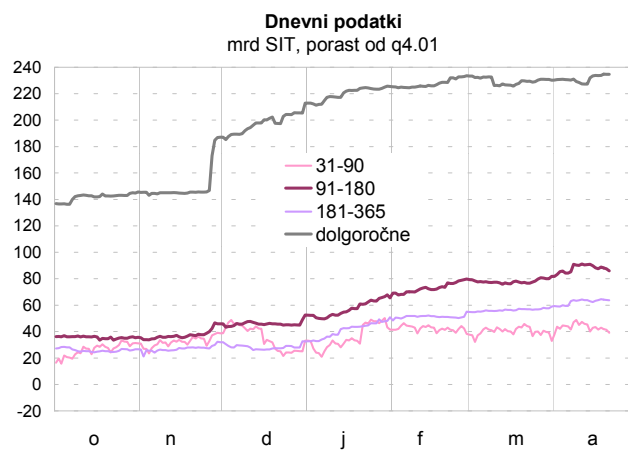
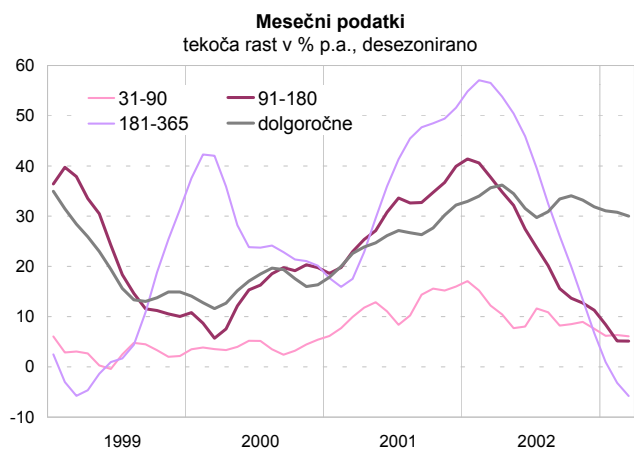
M1



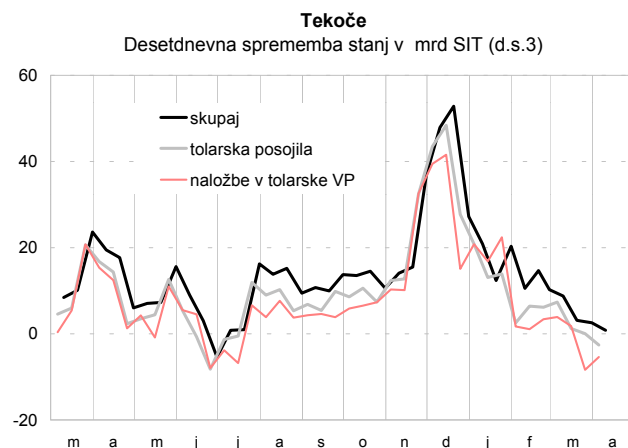
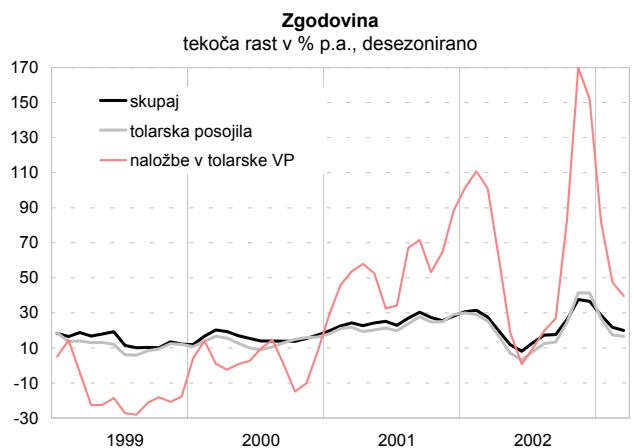
Kvazi-denar (M3-M1, »varčevanje«)

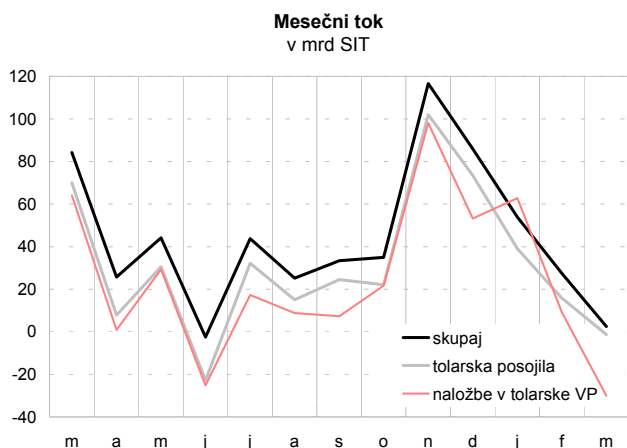


Tolarske vloge in varčevanje

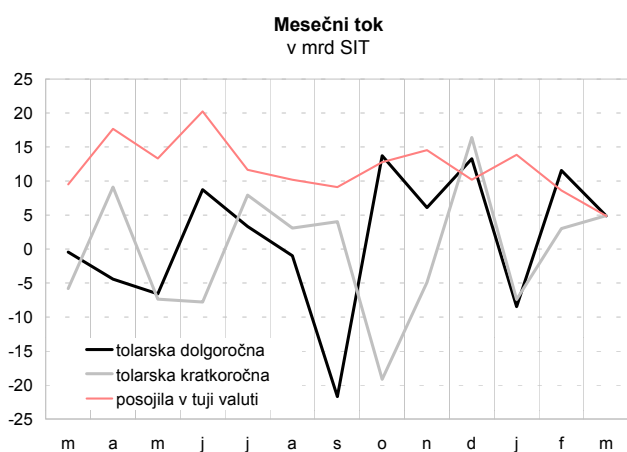
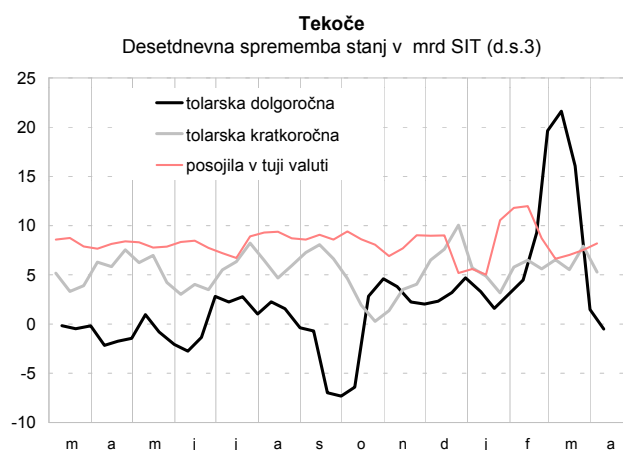
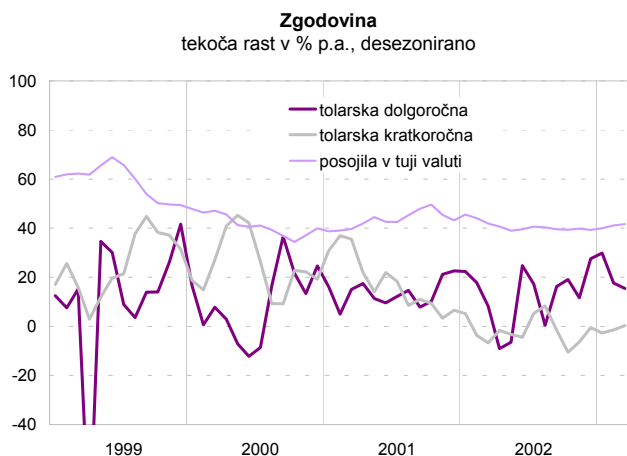


Posojila skupaj in naložbe bank v VP





Posojila gospodarstvu

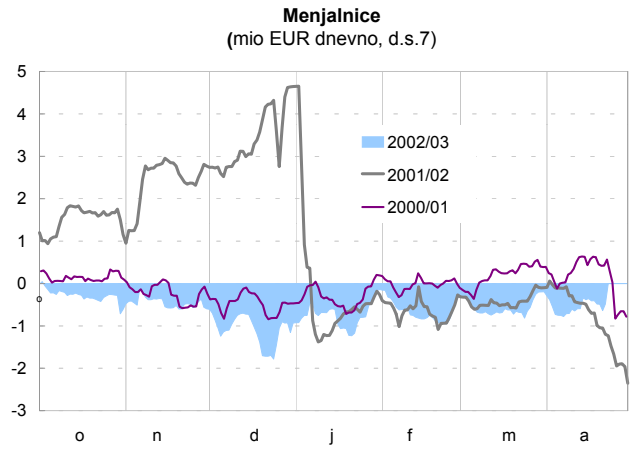
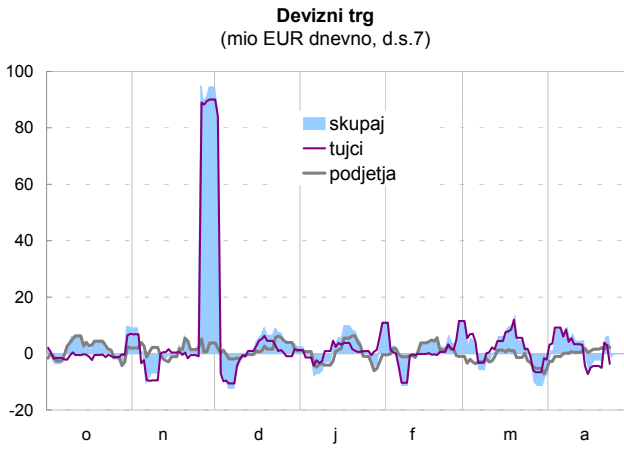


Metodološke opombe:

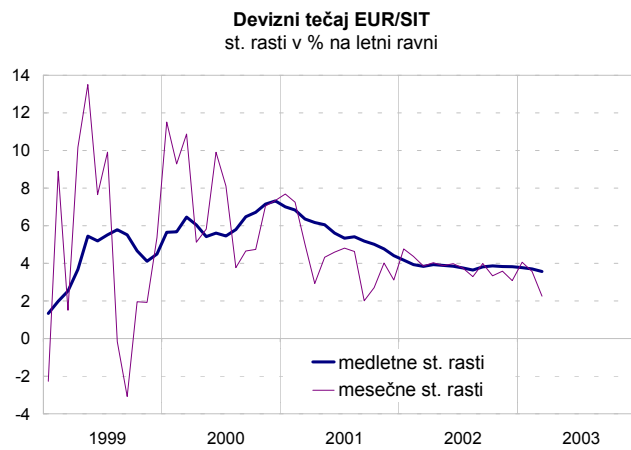
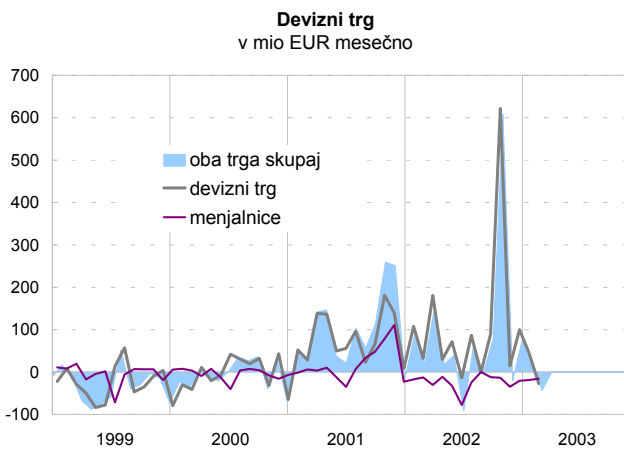
V slikah posojil je statistični vir za slike »Zgodovina« in »Tekoče« Desetdnevno zbirno posojilo bank, za sliko »Mesečni tok« pa Tabela finančnih tokov Slovenije (KNB), zato podatki niso popolnoma primerljivi. Tok je pri slikah »Mesečni tok« pri tolarskih instrumentih definiran kot sprememba stanja z izjemo pri okvirnih posojilih, kjer so izločeni pripisi revalorizacijskih obresti. Pri instrumentih v tuji valuti je tok izračunan kot sprememba stanja ob izločitvi tečajnih razlik.

Devizni trg in devizni tečaj

Devizni trg

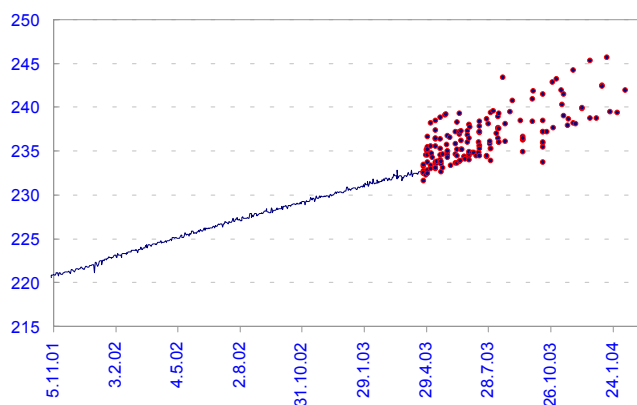


Zgodovina

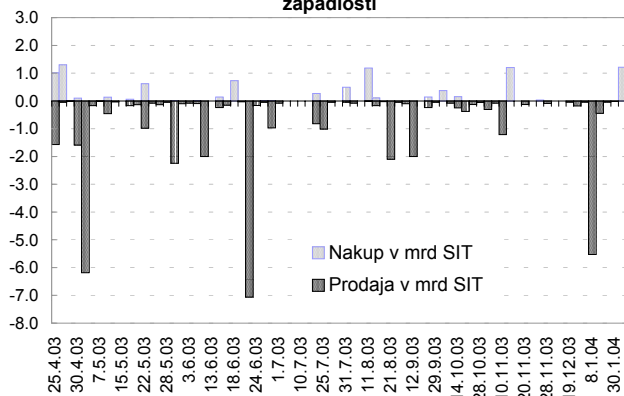


Terminski trgi

Spot in terminski tečaji po datumu zapadlosti

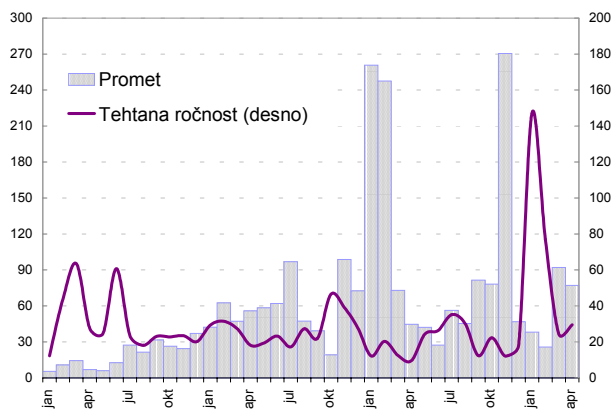


Bruto tokovi nedospelih terminskih poslov po datumu zapadlosti

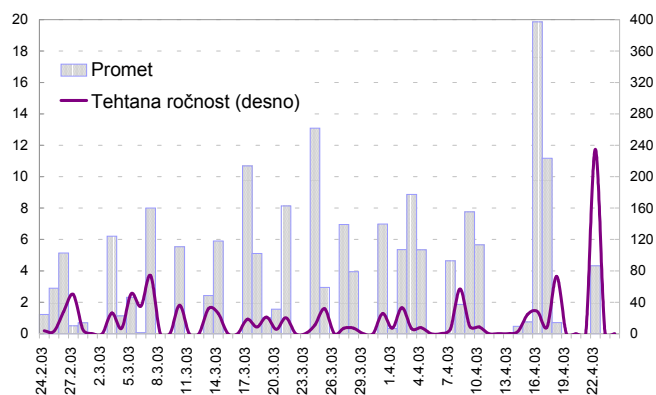


Promet in povprečna tehtana ročnost po datumu sklenitve posla v mrd SIT, v dnevih

Mesečni podatki

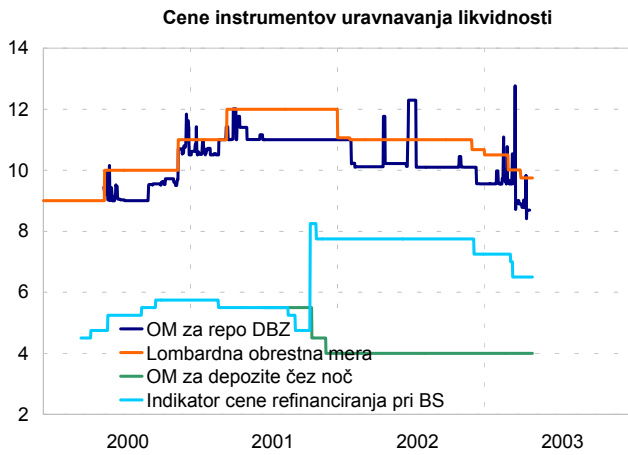


Dnevni podatki

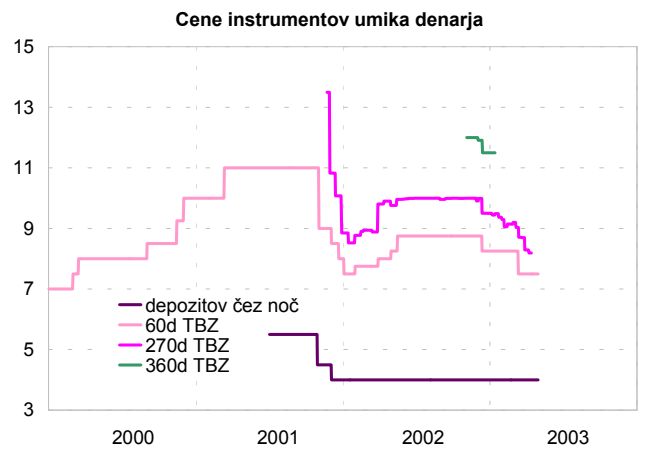


Denarni trg in obrestne mere

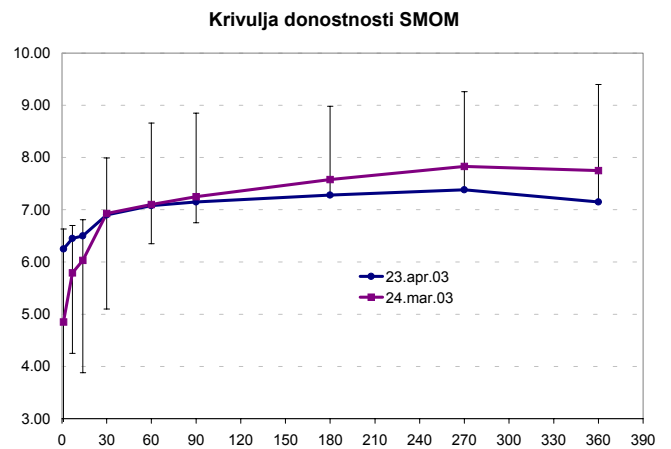
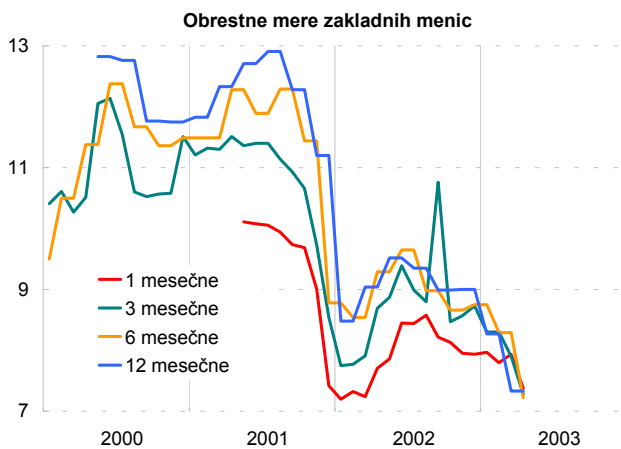
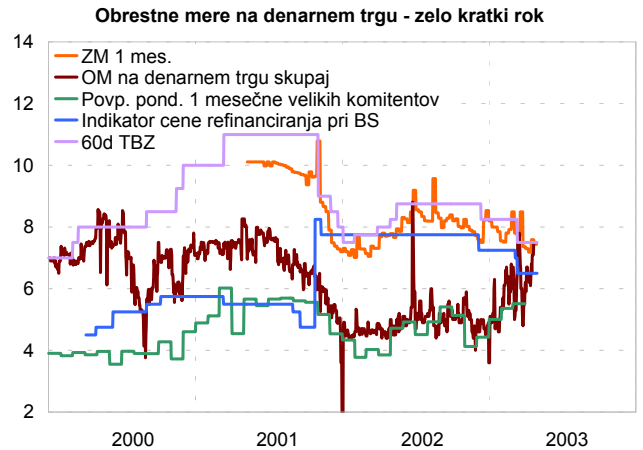
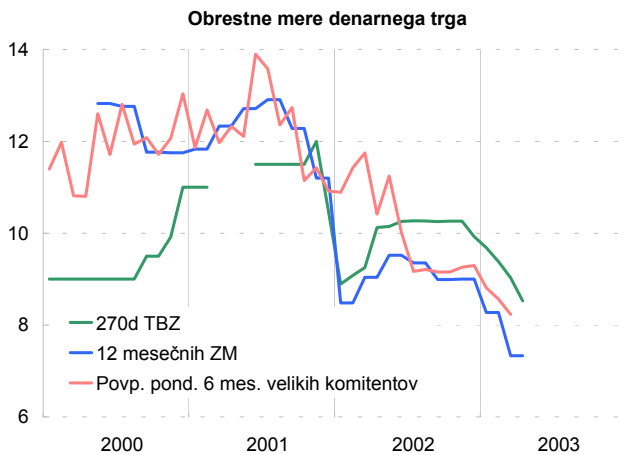
Banka Slovenije



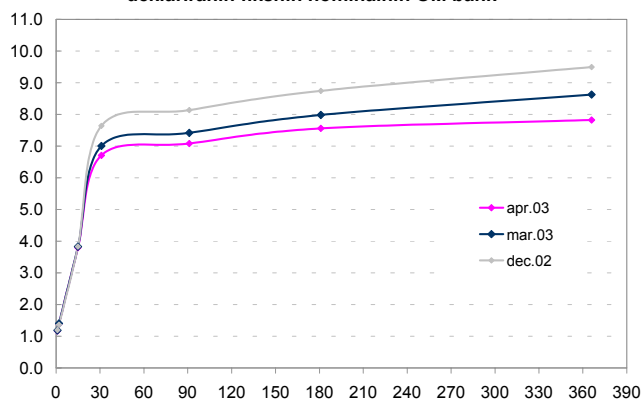
Denarni trg do enega meseca



Denarni trg do 1 leta

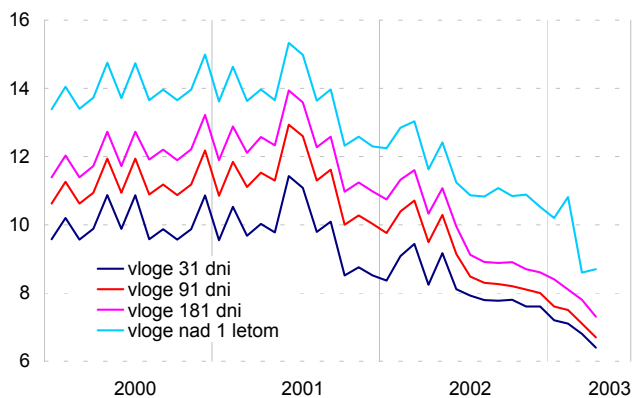


Ročnostna struktura povprečnih deklariranih fiksnih nominalnih OM bank

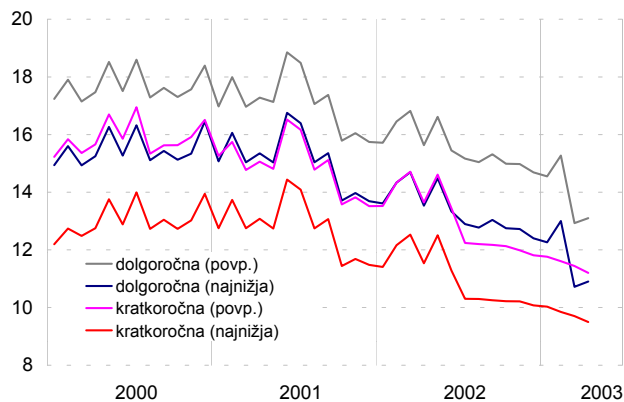


Banke

Deklarirane nominalne obrestne mere na vloge

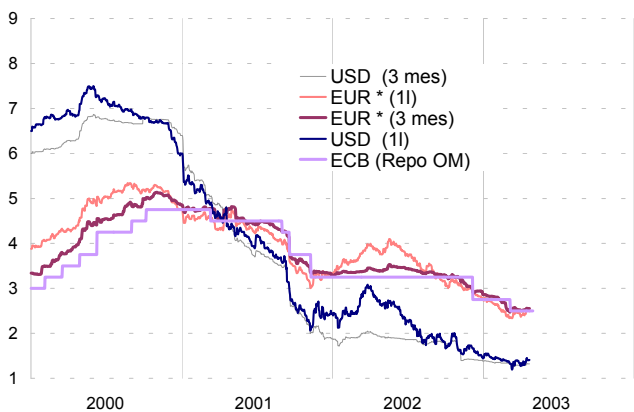


Deklarirane nominalne obrestne mere na posojila

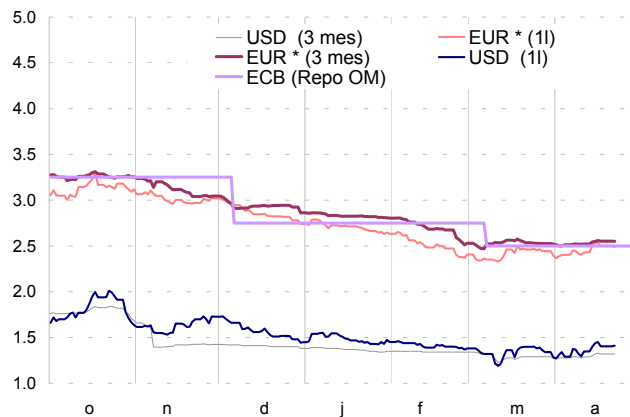


Libor

Zgodovina



Tekoče



PONUDBA M3

| Tokovi v mrd SIT | 2001 | 2002 | 2002 | | 2003 | | | Stanje 31.03.2003 | |
|------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------|----------------|
| | | | Q3 | Q4 | Q1 | jan. | feb. | | mar. |
| 1. Neto tuja aktiva | 335.2 | 228.2 | 113.5 | 127.4 | -46.4 | -22.1 | 2.6 | -27.0 | 1,373.9 |
| Banka Slovenije | 313.6 | 429.8 | 130.4 | 171.4 | 35.7 | 27.4 | 42.0 | -33.7 | 1,575.1 |
| Banke | 21.6 | -201.6 | -16.9 | -44.0 | -82.1 | -49.6 | -39.4 | 6.8 | -201.2 |
| 2. Neto domača aktiva | 349.3 | 336.2 | -33.6 | 177.5 | 35.0 | -16.6 | 29.3 | 22.2 | 2,762.7 |
| Domače naložbe | 343.5 | 335.9 | 80.2 | 67.3 | 33.9 | -17.0 | 27.8 | 23.1 | 2,791.9 |
| Država* | 85.0 | 121.9 | 34.9 | -24.7 | -67.4 | -37.4 | -30.5 | 0.5 | 639.0 |
| Podjetja in DFO* | 223.5 | 177.4 | 28.1 | 87.5 | 95.4 | 23.1 | 59.1 | 13.2 | 1,568.4 |
| Gospodinjstva | 35.0 | 36.5 | 17.3 | 4.5 | 5.9 | -2.7 | -0.8 | 9.3 | 584.5 |
| Devizne vloge države pri BS | 5.8 | 0.3 | -113.8 | 110.2 | 1.1 | 0.4 | 1.6 | -0.8 | -29.2 |
| 3. Ostalo | -151.2 | -199.7 | -43.4 | -62.5 | -61.1 | -22.4 | -26.6 | -12.2 | -806.1 |
| 4. M3 (1+2+3) | 533.1 | 365.0 | 36.5 | 242.3 | -72.6 | -61.1 | 5.4 | -17.0 | 3,330.5 |

* preknjižba DARS iz sektorja države v sektor podjetij in DFO v januarju in februarju 2003
vir: Tabela finančnih tokov Slovenije (KNB)

PONUDBA M2

| Tokovi v mrd SIT | 2001 | 2002 | 2002 | | 2003 | | | Stanje 31.03.2003 | |
|--|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|----------------------|----------------|
| | | | Q3 | Q4 | Q1 | jan. | feb. | | mar. |
| 1. Neto devizna aktiva | 203.2 | 178.9 | 28.0 | 238.5 | -56.4 | -21.0 | -2.3 | -33.1 | 980.8 |
| - delitev po bilančnih skupinah | | | | | | | | | |
| Neto tuja aktiva (devizni del) | 364.4 | 96.3 | 125.5 | 114.2 | -74.8 | -39.4 | -4.7 | -30.7 | 1,475.1 |
| Devizne naložbe rezidentom | 51.7 | 123.7 | 18.1 | 35.5 | 16.3 | 12.0 | 8.1 | -3.8 | 521.6 |
| Devizne vloge rezidentov | -213.0 | -41.1 | -115.6 | 88.8 | 2.1 | 6.4 | -5.6 | 1.4 | -1,015.9 |
| - delitev po trgih kreiranja | | | | | | | | | |
| Promptni devizni trg | 405.5 | -38.5 | -17.7 | -47.3 | 68.0 | 24.0 | 9.1 | 34.9 | |
| Terminski devizni trg | -207.7 | 318.4 | 34.3 | 213.9 | -41.1 | -0.9 | 1.1 | -41.3 | |
| Menjalnice | 53.7 | -65.6 | -23.2 | -13.8 | -13.0 | -4.8 | -4.4 | -3.7 | |
| Konverzija MF pri BS | -10.7 | 51.2 | -10.3 | 101.3 | -20.5 | -2.3 | -2.0 | -16.2 | |
| Ostalo (napaka) | -37.7 | -86.6 | 44.9 | -15.6 | -49.9 | -37.0 | -6.1 | -6.8 | |
| 2. Neto tolarska aktiva | 111.4 | 144.4 | 6.8 | -17.5 | -15.1 | -34.0 | 0.5 | 18.4 | 1,363.0 |
| 3. M2 (1+2) | 314.4 | 323.6 | 34.7 | 220.9 | -71.6 | -55.1 | -1.8 | -14.8 | 2,343.8 |

Vir: Tabela finančnih tokov Slovenije (KNB)

PONUDBA M1

| Tokovi v mrd SIT | 2001 | 2002 | 2002 | | 2003 | | | Stanje 31.03.2003 | |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|----------------------|--------------|
| | | | Q3 | Q4 | Q1 | jan. | feb. | | mar. |
| 1. Neto devizna aktiva | 203.2 | 178.9 | 28.0 | 238.5 | -56.4 | -21.0 | -2.3 | -33.1 | 980.8 |
| 2. Neto tolarska aktiva | 111.4 | 144.4 | 6.8 | -17.5 | -15.1 | -34.0 | 0.5 | 18.4 | 1,363.0 |
| 3. Vezane tolarske vloge | -239.1 | -266.4 | -35.3 | -183.2 | 54.0 | 16.5 | 13.1 | 24.4 | -1,797.4 |
| 4. M1 (1+2+3) | 75.3 | 57.2 | -0.6 | 37.6 | -17.6 | -38.6 | 11.4 | 9.6 | 546.4 |

Vir: Tabela finančnih tokov Slovenije (KNB)

STRUKTURA M3

| Tokovi v mrd SIT | 2002 | | 2003 | | | 2003 | | | Stanje 31.03.2003 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|----------------------|
| | 2001 | 2002 | Q3 | Q4 | Q1 | jan. | feb. | mar. | |
| M3 | 622.8 | 657.7 | 65.7 | 331.6 | 31.3 | 8.1 | 0.2 | 23.0 | 3,595.5 |
| Devizne vloge | 196.6 | 127.6 | 24.5 | 33.6 | -14.5 | -11.7 | -4.8 | 1.9 | 986.6 |
| - gospodinjstva | 175.0 | 66.3 | 2.5 | 16.8 | 7.9 | 6.5 | 0.8 | 0.7 | 818.1 |
| - podjetja | 21.6 | 61.3 | 22.0 | 16.9 | -22.5 | -18.2 | -5.5 | 1.2 | 168.6 |
| M2 | 426.2 | 530.1 | 41.2 | 298.0 | 45.8 | 19.8 | 4.9 | 21.1 | 2,608.8 |
| Tolarske HV in VV | 355.4 | 462.6 | 55.7 | 246.9 | 68.7 | 31.1 | 21.9 | 15.7 | 2,074.6 |
| - HV in VV do 30 dni | 35.2 | 60.7 | -7.1 | 36.7 | -4.3 | -5.0 | -10.8 | 11.4 | 326.4 |
| - VV od 30 do 90 dni | 34.1 | 39.3 | 9.0 | 25.5 | 5.0 | 0.7 | 6.5 | -2.2 | 295.6 |
| - VV od 91 do 180 dni | 94.0 | 37.6 | 3.5 | 8.9 | 32.1 | 11.4 | 15.8 | 5.0 | 397.7 |
| - VV od 181 dni do 1 leta | 66.8 | 18.3 | -9.7 | 0.5 | 27.9 | 12.8 | 10.0 | 5.1 | 243.2 |
| - VV nad 1 letom | 120.3 | 181.2 | 49.1 | 64.5 | 32.2 | 22.4 | 7.7 | 2.2 | 705.3 |
| - VV države pri BS | 5.1 | 125.5 | 10.9 | 110.7 | -24.2 | -11.2 | -7.2 | -5.8 | 106.4 |
| M1 | 70.8 | 67.4 | -14.5 | 51.1 | -22.8 | -11.3 | -17.0 | 5.4 | 534.2 |
| Vpogledene vloge | 51.0 | 59.5 | -16.2 | 46.9 | -20.3 | -7.7 | -15.6 | 3.0 | 395.5 |
| Gotovina | 19.9 | 7.9 | 1.6 | 4.2 | -2.5 | -3.5 | -1.4 | 2.4 | 138.7 |
| Primarni denar | 37.1 | 18.1 | -6.6 | 14.5 | -7.1 | -6.5 | -1.9 | 1.3 | 256.8 |

Vir: TIS (povprečje dnevni stani)

PONUDBA PRIMARNEGA DENARJA

| Tokovi v mrd SIT | 2002 | | 2003 | | | 2003 | | | Stanje 31.03.2003 |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------|
| | 2001 | 2002 | Q3 | Q4 | Q1 | jan. | feb. | mar. | |
| 1. Neto tuja aktiva | 313.6 | 429.8 | 130.4 | 171.4 | 35.7 | 27.4 | 42.0 | -33.7 | 1,575.1 |
| 2. Domača devizna pasiva | -90.5 | -104.9 | -132.5 | 116.6 | 9.2 | 13.8 | 4.1 | -8.7 | -570.2 |
| Devizne vloge MF | 5.8 | 0.3 | -113.8 | 110.2 | 1.1 | 0.4 | 1.6 | -0.8 | -29.2 |
| DBZ | -78.4 | -79.9 | -12.4 | 13.6 | 13.0 | 17.3 | 4.0 | -8.4 | -541.0 |
| Drugo 1) | -17.9 | -25.3 | -6.3 | -7.2 | -4.8 | -3.9 | -1.5 | 0.6 | |
| 3. Neto devizna aktiva (1+2) | 223.1 | 324.9 | -2.1 | 288.0 | 44.9 | 41.2 | 46.1 | -42.4 | 1,004.9 |
| Odkup od bank: končni | -15.8 | 4.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| začasni | 245.7 | 281.3 | 5.9 | 192.8 | 19.9 | 22.7 | 23.4 | -26.2 | |
| Konverzija za MF | -10.7 | 51.2 | -10.3 | 101.3 | -20.5 | -2.3 | -2.0 | -16.2 | |
| Ostalo | 3.9 | -11.6 | 2.3 | -6.1 | 45.5 | 20.9 | 24.6 | 0.0 | |
| 4. Neto tolarška aktiva | -178.4 | -318.6 | -24.6 | -280.4 | -54.4 | -55.7 | -24.0 | 25.3 | -745.8 |
| Posojila bankam | -6.3 | 1.1 | 1.1 | -2.3 | 0.3 | 1.6 | 2.5 | -3.9 | 1.5 |
| Tolarski BZ 2) | -154.3 | -232.7 | -14.4 | -177.6 | -42.4 | -55.5 | -2.6 | 15.7 | -436.3 |
| Vloge MF | -19.9 | -110.4 | -14.9 | -110.4 | 31.1 | 18.1 | 0.0 | 13.1 | -99.1 |
| Druge vloge | -0.1 | 0.3 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -4.3 |
| Drugo, rezerve | 2.3 | 23.1 | 3.4 | 9.9 | -43.4 | -19.9 | -24.0 | 0.4 | -207.6 |
| 5. Primarni denar (3+4) | 44.7 | 6.3 | -26.7 | 7.6 | -9.4 | -14.5 | 22.2 | -17.1 | 259.1 |

Primarni denar vključuje gotovino v obtoku, rezerve bank in druge vpogledne vloge pri BS.

1) Devizni del "dvoička", transakcije s tujino in domače ter tuje devizne obresti.

2) Vključen depozit čez noč

Vir: Tabela finančnih tokov Slovenije (Računovodstvo BS)

Predznaki:

+ pri tokovih pomeni povečanje terjatev oziroma zmanjšanje obveznosti bančnega sistema, pri stanjih pa terjatve bančnega sistema

- pri tokovih pomeni zmanjšanje terjatev oziroma povečanje obveznosti bančnega sistema, pri stanjih pa obveznosti bančnega sistema

Pri vseh denarnih agregatih in njihovi strukturi + pomeni povečanje, - pa zmanjšanje

DESETDNEVNI DENARNI AGREGATI (statistične definicije)

| | Gotovina v obtoku | Rezerve bank | Vpog. vloge pri BS | Vezane vloge države pri BS | Vpogledne vloge pri bankah | Tolarske nevpogledne vloge pri bankah | Devizne vloge pri bankah | PRIMARN DENAR | M1 | M2 | M3 |
|--|----------------------|-----------------|--------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|--|--------------------------------|------------------|---------|-----------|-----------|
| Stanja (po predhodnih podatkih) ob koncu obdobja v mio SIT | | | | | | | | | | | |
| April | | | | | | | | | | | |
| 20. | 132,340 | 96,700 | 16,085 | 9,000 | 338,887 | 1,693,281 | 933,114 | 245,125 | 487,312 | 2,189,593 | 3,122,707 |
| 30. | 134,190 | 121,850 | 14,913 | 19,909 | 342,748 | 1,716,884 | 927,482 | 270,953 | 491,851 | 2,228,644 | 3,156,126 |
| Maj | | | | | | | | | | | |
| 20. | 131,532 | 92,762 | 16,396 | 16,451 | 360,202 | 1,694,013 | 937,249 | 240,689 | 508,129 | 2,218,593 | 3,155,843 |
| 31. | 135,081 | 105,685 | 14,066 | 17,897 | 355,606 | 1,724,086 | 935,417 | 254,833 | 504,754 | 2,246,737 | 3,182,154 |
| Junij | | | | | | | | | | | |
| 10. | 133,674 | 104,320 | 14,435 | 2,405 | 382,497 | 1,689,122 | 942,777 | 252,428 | 530,606 | 2,222,133 | 3,164,910 |
| 20. | 133,198 | 93,769 | 16,715 | 18,008 | 376,414 | 1,678,089 | 945,802 | 243,683 | 526,328 | 2,222,425 | 3,168,227 |
| 30. | 145,876 | 122,471 | 18,447 | 5,000 | 359,236 | 1,716,778 | 934,893 | 286,794 | 523,559 | 2,245,338 | 3,180,231 |
| Julij | | | | | | | | | | | |
| 10. | 140,726 | 102,938 | 17,674 | 5,000 | 368,581 | 1,686,330 | 940,134 | 261,337 | 526,981 | 2,218,310 | 3,158,445 |
| 20. | 140,202 | 94,874 | 11,897 | 17,990 | 364,527 | 1,690,417 | 938,384 | 246,972 | 516,625 | 2,225,032 | 3,163,416 |
| 31. | 137,153 | 114,563 | 11,743 | 19,879 | 360,264 | 1,745,006 | 955,920 | 263,458 | 509,159 | 2,274,044 | 3,229,965 |
| Avgust | | | | | | | | | | | |
| 10. | 137,569 | 94,043 | 8,229 | 19,882 | 359,531 | 1,729,341 | 963,148 | 239,842 | 505,330 | 2,254,552 | 3,217,700 |
| 20. | 132,967 | 101,855 | 11,328 | 19,879 | 357,667 | 1,736,000 | 965,893 | 246,150 | 501,962 | 2,257,841 | 3,223,734 |
| 31. | 139,891 | 110,083 | 9,708 | 19,878 | 356,600 | 1,753,331 | 960,589 | 259,683 | 506,199 | 2,279,408 | 3,239,997 |
| September | | | | | | | | | | | |
| 10. | 136,766 | 102,860 | 8,594 | 19,879 | 370,443 | 1,733,309 | 972,514 | 248,221 | 515,804 | 2,268,991 | 3,241,505 |
| 20. | 137,063 | 100,428 | 7,723 | 19,883 | 356,086 | 1,733,114 | 967,229 | 245,215 | 500,873 | 2,253,870 | 3,221,100 |
| 30. | 138,679 | 111,191 | 8,116 | 19,873 | 373,439 | 1,757,891 | 960,636 | 257,986 | 520,234 | 2,297,998 | 3,258,634 |
| Oktober | | | | | | | | | | | |
| 10. | 137,591 | 105,241 | 7,262 | 19,867 | 366,437 | 1,759,129 | 963,513 | 250,095 | 511,290 | 2,290,287 | 3,253,800 |
| 20. | 140,001 | 105,583 | 7,265 | 19,869 | 354,969 | 1,751,491 | 959,931 | 252,849 | 502,235 | 2,273,595 | 3,233,526 |
| 31. | 141,315 | 106,667 | 9,073 | 133,461 | 356,605 | 1,796,057 | 960,066 | 257,054 | 506,993 | 2,436,510 | 3,396,576 |
| November | | | | | | | | | | | |
| 10. | 139,676 | 114,783 | 8,291 | 133,471 | 359,255 | 1,771,541 | 972,410 | 262,750 | 507,221 | 2,412,233 | 3,384,643 |
| 20. | 133,383 | 98,849 | 9,347 | 130,573 | 363,164 | 1,770,548 | 974,459 | 241,578 | 505,894 | 2,407,016 | 3,381,474 |
| 30. | 140,364 | 119,957 | 12,213 | 130,600 | 396,468 | 1,882,866 | 1,001,620 | 272,535 | 549,046 | 2,562,512 | 3,564,132 |
| December | | | | | | | | | | | |
| 10. | 137,874 | 108,222 | 9,319 | 130,611 | 406,782 | 1,868,581 | 997,747 | 255,415 | 553,975 | 2,553,167 | 3,550,914 |
| 20. | 143,517 | 101,437 | 9,919 | 130,601 | 411,061 | 1,868,992 | 1,003,831 | 254,873 | 564,497 | 2,564,090 | 3,567,921 |
| 31. | 143,096 | 112,772 | 9,405 | 130,276 | 409,320 | 1,928,106 | 983,594 | 265,274 | 561,821 | 2,620,203 | 3,603,797 |
| Januar | | | | | | | | | | | |
| 10. | 138,456 | 100,428 | 8,489 | 130,568 | 398,363 | 1,907,428 | 993,023 | 247,373 | 545,309 | 2,583,305 | 3,576,328 |
| 20. | 136,497 | 115,080 | 9,485 | 111,425 | 403,605 | 1,908,378 | 985,380 | 261,062 | 549,587 | 2,569,390 | 3,554,770 |
| 31. | 137,673 | 105,623 | 8,236 | 112,224 | 376,392 | 1,966,546 | 976,610 | 251,532 | 522,301 | 2,601,070 | 3,577,681 |
| Februar | | | | | | | | | | | |
| 10. | 137,486 | 109,548 | 8,590 | 112,215 | 395,352 | 1,925,178 | 989,994 | 255,623 | 541,428 | 2,578,821 | 3,568,815 |
| 20. | 133,881 | 119,344 | 7,419 | 112,186 | 384,855 | 1,944,392 | 982,367 | 260,644 | 526,155 | 2,582,733 | 3,565,100 |
| 28. | 138,937 | 126,093 | 8,803 | 112,192 | 386,159 | 1,976,849 | 985,719 | 273,833 | 533,899 | 2,622,941 | 3,608,659 |
| Marec | | | | | | | | | | | |
| 10. | 138,507 | 96,128 | 8,185 | 112,201 | 395,848 | 1,953,703 | 987,048 | 242,820 | 542,540 | 2,608,444 | 3,595,492 |
| 20. | 138,001 | 132,995 | 8,530 | 99,130 | 384,549 | 1,971,309 | 984,750 | 279,526 | 531,080 | 2,601,520 | 3,586,270 |
| 31. | 141,895 | 108,388 | 6,896 | 99,135 | 395,307 | 1,982,075 | 985,565 | 257,179 | 544,098 | 2,625,307 | 3,610,872 |
| April | | | | | | | | | | | |
| 10. | 142,045 | 110,866 | 6,102 | 99,155 | 421,714 | 1,960,112 | 986,439 | 259,012 | 569,860 | 2,629,127 | 3,615,566 |
| 20. | 146,825 | 114,373 | 5,647 | 100,718 | 411,151 | 1,953,882 | 996,560 | 266,845 | 563,624 | 2,618,223 | 3,614,784 |
| Mesečna povprečja (iz vseh dni v mesecu) v mio SIT | | | | | | | | | | | |
| Marec | 130,538 | 97,147 | 14,029 | 13,903 | 335,901 | 1,654,808 | 934,400 | 241,714 | 480,468 | 2,149,180 | 3,083,580 |
| April | 131,061 | 99,990 | 15,424 | 8,373 | 345,191 | 1,689,342 | 936,866 | 246,475 | 491,676 | 2,189,391 | 3,126,258 |
| Maj | 132,003 | 101,425 | 15,361 | 13,365 | 354,188 | 1,698,419 | 938,139 | 248,788 | 501,551 | 2,213,336 | 3,151,475 |
| Junij | 135,352 | 105,770 | 14,786 | 8,942 | 370,330 | 1,694,436 | 943,005 | 255,908 | 520,468 | 2,223,847 | 3,166,852 |
| Julij | 139,069 | 100,785 | 14,491 | 13,809 | 362,078 | 1,702,076 | 941,244 | 254,345 | 515,638 | 2,231,523 | 3,172,767 |
| Avgust | 135,544 | 102,268 | 9,324 | 19,677 | 356,134 | 1,737,657 | 962,715 | 247,136 | 501,002 | 2,258,335 | 3,221,050 |
| September | 136,996 | 104,024 | 8,323 | 19,880 | 360,613 | 1,739,225 | 967,550 | 249,342 | 505,932 | 2,265,037 | 3,232,587 |
| Oktober | 137,532 | 104,022 | 8,091 | 30,861 | 358,298 | 1,761,435 | 964,184 | 249,645 | 503,921 | 2,296,217 | 3,260,400 |
| November | 136,156 | 108,800 | 9,448 | 131,692 | 371,033 | 1,786,632 | 979,656 | 254,404 | 516,637 | 2,434,961 | 3,414,617 |
| December | 141,172 | 112,662 | 9,998 | 130,592 | 405,843 | 1,875,383 | 1,001,193 | 263,832 | 557,014 | 2,562,990 | 3,564,183 |
| Januar 03 | 137,638 | 109,787 | 9,874 | 119,439 | 398,246 | 1,917,624 | 989,483 | 257,298 | 545,758 | 2,582,821 | 3,572,303 |
| Februar | 136,283 | 111,816 | 7,343 | 112,206 | 385,151 | 1,946,758 | 984,731 | 255,441 | 528,777 | 2,587,740 | 3,572,471 |
| Marec | 138,692 | 110,065 | 8,007 | 106,398 | 387,500 | 1,968,141 | 986,647 | 256,764 | 534,199 | 2,608,737 | 3,595,384 |

Vir: dnevni podatki bank in Banke Slovenije, predhodni podatki

Primarni denar: Gotovina v obtoku+Rezerve bank+Vpogledne vloge pri BS. Rezerve bank vključujejo blagajno ter žiro račune in račune obvezne rezerve.

Vpogledne vloge pri BS vključujejo toolarske račune republiškega proračuna ter hranilnic in HKS.

M1: Gotovina v obtoku+Vpogledne vloge pri BS+Vpogledne vloge pri bankah.

M2: M1+Tolarske hranilnice in vezane vloge pri bankah+Vezane vloge države pri BS.

M3: M2+Devizne vloge pri bankah.

INDIKATORJI LIKVIDNOSTI BANK

| | Obveznost OR | Izločanje OR | Izpolnjevanje OR | | Povprečna stopnja OR | Zapadanie BZ v SIT | Odperta devizna pozicija | |
|--|--------------|--------------|------------------|-------|----------------------|--------------------|-----------------------------|-----------------|
| | | | v mio SIT | v % | | | v mio SIT | v % od kapitala |
| Stanja (po predhodnih podatkih) ob koncu obdobja v mio SIT | | | | | | | | |
| Februar | | | | | | | | |
| 10. | 109,795 | 108,381 | -1,415 | -1.29 | 4.73 | 3,290 | | |
| 20. | 109,608 | 111,250 | 1,641 | 1.50 | 4.71 | -1,933 | | |
| 28. | 109,697 | 121,130 | 11,433 | 10.42 | 4.64 | 1,021 | | |
| Marec | | | | | | | | |
| 10. | 110,001 | 114,600 | 4,598 | 4.18 | 4.68 | -4,453 | | |
| 20. | 109,901 | 110,354 | 453 | 0.41 | 4.66 | 7,363 | | |
| 31. | 110,586 | 108,029 | -2,557 | -2.31 | 4.65 | 15,500 | | |
| April | | | | | | | | |
| 10. | 110,732 | 108,282 | -2,449 | -2.21 | 4.65 | 3,302 | | |
| 20. | 110,586 | 109,166 | -1,421 | -1.28 | 4.68 | 1,632 | | |
| 30. | | | | | | 3,462 | | |
| Maj | | | | | | | | |
| 10. | | | | | | 16,615 | | |
| 20. | | | | | | 4,080 | | |
| Stanja na dan v mesecu** v mio SIT | | | | | | | Mesečna povprečja v mio SIT | |
| Marec | 99,226 | 100,758 | 1,531 | 1.54 | 5.00 | 3,915 | 7,492 | 2.50 |
| April | 100,277 | 101,533 | 1,256 | 1.25 | 4.94 | -5,393 | 7,154 | 2.38 |
| Maj | 103,246 | 104,685 | 1,439 | 1.39 | 5.02 | 7,523 | 3,712 | 1.22 |
| Junij | 104,513 | 105,616 | 1,103 | 1.06 | 5.09 | 21,044 | 2,957 | 0.97 |
| Julij | 105,034 | 107,267 | 2,233 | 2.13 | 5.11 | 43,626 | | |
| Avgust | 103,619 | 104,206 | 586 | 0.57 | 4.97 | -11,637 | | |
| September | 102,243 | 104,579 | 2,336 | 2.29 | 4.90 | 5,908 | | |
| Oktober | 102,981 | 104,787 | 1,806 | 1.75 | 4.86 | -17,672 | | |
| November | 103,932 | 105,582 | 1,650 | 1.59 | 4.87 | 1,428 | | |
| December | 109,926 | 111,967 | 2,041 | 1.86 | 4.83 | 14,764 | | |
| Januar | 111,016 | 112,569 | 1,552 | 1.40 | 4.79 | -6,414 | | |
| Februar | 109,585 | 110,965 | 1,380 | 1.26 | 4.71 | 4,606 | | |
| Marec | 109,938 | 111,219 | 1,281 | 1.17 | 4.64 | 14,061 | | |

*neto zapadanie blagajniških zapisov BZ (BZ) v SIT: izdajanje (+) / umik (-) primarnega denarja; pri zapadanju BZ obresti niso vključene. Dekadni podatki vsebujejo neto zapadanie BZ v SIT v obdobju dekadne do vključno zadnjega dne. Mesečni podatki vključujejo podatke od zl. predhodnega do zb. v mesecu.

**Obvezne rezerve (OR): obveznost in povprečna stanja na zl. v mesecu; izločanje na zb. v mesecu.

PROMET NA DEVIZNEM TRGU

| | DEVIZNI TRG | | | | | | | MENJALNICE | | |
|----------------|------------------|------------------|------------------|-------------|-------------------|-------------|--------------|------------|---------|-------|
| | Promet | Saldo | Promet | Saldo | Promet | Saldo | Saldo skupaj | Nakup | Prodaja | Saldo |
| | promptni, po Va. | sklenitve po Va. | promptni, po Va. | real. posla | terminski, po Va. | real. posla | | | | |
| Mio EUR | | | | | | | | | | |
| Marec | | | | | | | | | | |
| 27. | 160.7 | 30.6 | 166.7 | 16.8 | 62.0 | -30.1 | -13.3 | 4.8 | 4.9 | -0.2 |
| 28. | 131.5 | 15.7 | 134.3 | 19.1 | 46.5 | -46.5 | -27.4 | 5.8 | 6.1 | -0.4 |
| 31. | 150.9 | 22.4 | 168.3 | 18.2 | 4.9 | -1.7 | 16.5 | 6.3 | 6.7 | -0.5 |
| April | | | | | | | | | | |
| 1. | 78.4 | -3.2 | 83.6 | -3.1 | 0.0 | 0.0 | -3.1 | 4.6 | 5.5 | -0.9 |
| 2. | 97.2 | 25.4 | 108.3 | 33.9 | 0.0 | 0.0 | 33.9 | 4.6 | 5.7 | -1.1 |
| 3. | 101.3 | 14.9 | 92.5 | 9.9 | 39.7 | -22.3 | -12.4 | 4.4 | 5.7 | -1.3 |
| 4. | 78.5 | 29.3 | 101.8 | 42.6 | 18.6 | -17.9 | 24.7 | 5.4 | 7.0 | -1.7 |
| 7. | 113.3 | 8.7 | 95.2 | 10.8 | 10.0 | -10.0 | 0.8 | 6.0 | 6.6 | -0.7 |
| 8. | 83.4 | -1.7 | 78.7 | 6.7 | 14.8 | 11.4 | 18.1 | 4.7 | 5.0 | -0.4 |
| 9. | 89.8 | 26.2 | 91.0 | 15.8 | 28.7 | -13.0 | 2.8 | 4.5 | 5.6 | -1.1 |
| 10. | 125.6 | 9.5 | 133.5 | 11.8 | 42.8 | -9.6 | 2.1 | 4.8 | 5.3 | -0.5 |
| 11. | 116.9 | 9.6 | 105.7 | 22.4 | 18.4 | -15.4 | 7.0 | 4.8 | 6.8 | -2.0 |
| 14. | 144.5 | 0.1 | 127.2 | 15.9 | 17.8 | -13.8 | 2.1 | 6.9 | 5.7 | 1.2 |
| 15. | 127.5 | 11.3 | 142.5 | -5.0 | 24.4 | -24.0 | -29.0 | 5.6 | 6.3 | -0.7 |
| 16. | 92.4 | 8.5 | 119.0 | -7.2 | 20.0 | -20.0 | -27.2 | 5.5 | 6.4 | -0.9 |
| 17. | 120.5 | 47.0 | 121.1 | 42.2 | 25.6 | -19.7 | 22.5 | 6.0 | 6.9 | -0.9 |
| 18. | 60.9 | 16.0 | 60.9 | 16.0 | 0.3 | -0.3 | 15.7 | 7.3 | 9.3 | -1.9 |
| 22. | 100.2 | 3.0 | 84.8 | 12.2 | 49.3 | 17.2 | 29.4 | 7.8 | 7.5 | 0.4 |
| Mesečni promet | | | | | | | | | | |
| Marec | 1483.3 | -67.5 | 1499.4 | -63.1 | 364.8 | 95.3 | 32.3 | 120.2 | 132.7 | -12.6 |
| April | 1978.6 | 101.2 | 1950.1 | 121.6 | 320.6 | 59.0 | 180.6 | 126.9 | 157.3 | -30.4 |
| Maj | 2239.3 | 89.2 | 2259.4 | 69.8 | 205.8 | -40.0 | 29.8 | 130.2 | 141.7 | -11.5 |
| Junij | 1945.4 | 42.4 | 1865.3 | 125.2 | 140.0 | -53.6 | 71.6 | 129.0 | 161.5 | -32.5 |
| Julij | 2559.7 | 65.1 | 2591.0 | 6.8 | 219.2 | -20.2 | -13.4 | 168.4 | 245.9 | -77.5 |
| Avgust | 1880.2 | 97.0 | 1931.0 | 72.4 | 228.0 | 14.2 | 86.7 | 148.4 | 173.2 | -24.8 |
| September | 1782.2 | -175.4 | 1759.1 | -156.6 | 330.1 | 156.0 | -0.6 | 133.6 | 133.5 | 0.1 |
| Oktober | 2131.3 | -148.2 | 2052.6 | -102.9 | 417.4 | 192.6 | 89.7 | 131.4 | 143.5 | -12.1 |
| November | 2120.4 | -129.8 | 2119.6 | -121.8 | 1231.3 | 743.4 | 621.6 | 116.1 | 129.6 | -13.5 |
| December | 2133.8 | 65.1 | 2213.4 | 18.3 | 246.1 | -3.5 | 14.8 | 121.5 | 156.1 | -34.6 |
| Januar | 2133.2 | 65.9 | 2072.1 | 104.0 | 121.4 | -4.0 | 100.0 | 104.7 | 125.6 | -20.9 |
| Februar | 1955.6 | 45.6 | 1953.0 | 39.2 | 98.2 | 4.9 | 44.1 | 99.7 | 118.7 | -19.0 |
| Marec | 2091.9 | 230.1 | 2147.2 | 150.6 | 301.2 | -178.1 | -27.6 | 116.9 | 132.9 | -16.0 |

* Seštevek salda na promptnem trgu po Va. realizacije posla.

DEVIZNI TEČAJI

| | Uradni srednji tečaji Banke Slovenije | | | | | | DEVIZNI TRG | | | MENJALNICE |
|-----------|---------------------------------------|----------|----------|----------|--------|---------|-------------------|-------------------|----------|---------------|
| | EUR | CHF | GBP | USD | HUF | HRK | Podjetja -> Banke | Banke -> Podjetja | Skupaj | Srednji tečaj |
| | Tolarjev za 1 enoto tuje valute | | | | | | Tolarjev za 1 EUR | | | |
| Februar | | | | | | | | | | |
| 26. | 231.5113 | 158.1253 | 338.3184 | 214.4616 | 0.9478 | 30.3821 | 231.6293 | 231.9483 | 231.7935 | 232.0137 |
| 27. | 231.5479 | 158.4859 | 339.3140 | 215.3734 | 0.9490 | 30.3988 | 231.5223 | 231.7776 | 231.6370 | 231.9919 |
| 28. | 231.5699 | 158.2735 | 338.8497 | 214.0005 | 0.9530 | 30.3340 | 231.7655 | 232.1057 | 231.9101 | 232.1021 |
| Marec | | | | | | | | | | |
| 3. | 231.6012 | 158.2732 | 339.5414 | 214.5250 | 0.9519 | 30.2668 | 231.6573 | 231.8898 | 231.7627 | 232.0673 |
| 4. | 231.6423 | 158.5071 | 338.0652 | 214.6227 | 0.9478 | 30.2090 | 231.6927 | 231.2316 | 231.6267 | 232.1298 |
| 5. | 231.6749 | 158.7467 | 335.9555 | 212.3510 | 0.9454 | 30.1621 | 231.6888 | 231.8794 | 231.7676 | 232.1611 |
| 6. | 231.7110 | 158.9130 | 336.4958 | 211.1647 | 0.9453 | 30.2022 | 231.7923 | 232.1321 | 231.9318 | 232.1732 |
| 7. | 231.7431 | 158.8043 | 339.6499 | 211.7536 | 0.9463 | 30.2063 | 231.6492 | 232.0939 | 231.7270 | 232.2268 |
| 10. | 231.7779 | 158.1238 | 337.6718 | 210.2294 | 0.9464 | 30.2069 | 231.7812 | 231.9321 | 231.8878 | 232.2353 |
| 11. | 231.8090 | 157.8328 | 335.6146 | 210.0290 | 0.9458 | 30.3423 | 231.8484 | 232.1031 | 231.9861 | 232.3220 |
| 12. | 231.8392 | 158.1333 | 335.7555 | 209.6764 | 0.9455 | 30.2781 | 231.9083 | 232.0987 | 232.0180 | 232.2914 |
| 13. | 231.8658 | 158.0544 | 338.9355 | 210.1566 | 0.9458 | 30.2815 | 232.1701 | 232.7866 | 232.4039 | 232.3058 |
| 14. | 231.8981 | 157.8827 | 342.1840 | 213.0046 | 0.9470 | 30.2937 | 232.1197 | 232.4455 | 232.1471 | 232.3813 |
| 17. | 231.9239 | 157.9971 | 343.2350 | 215.3425 | 0.9486 | 30.3010 | 231.8015 | 231.7412 | 231.8473 | 232.3774 |
| 18. | 231.9422 | 158.0957 | 339.4442 | 214.8807 | 0.9479 | 30.3597 | 232.4110 | 233.2551 | 232.7841 | 232.4390 |
| 19. | 231.9655 | 157.7353 | 343.4491 | 219.5396 | 0.9478 | 30.3540 | 231.7749 | 231.9981 | 231.9140 | 232.4006 |
| 20. | 231.9931 | 157.7326 | 340.0661 | 218.5933 | 0.9456 | 30.2784 | 232.0000 | 232.2746 | 232.0934 | 232.3752 |
| 21. | 232.0209 | 157.7515 | 342.4663 | 218.5166 | 0.9439 | 30.1639 | 232.1514 | 232.2889 | 232.1926 | 232.5115 |
| 24. | 232.0459 | 157.2873 | 343.4664 | 219.4910 | 0.9419 | 30.2064 | 231.9263 | 232.2138 | 231.9993 | 232.4332 |
| 25. | 232.0688 | 157.3561 | 343.1955 | 218.2328 | 0.9437 | 30.1898 | 231.8190 | 231.7824 | 231.6722 | 232.4575 |
| 26. | 232.0880 | 157.7113 | 342.0100 | 217.0467 | 0.9429 | 30.1139 | 232.1882 | 232.2816 | 232.0390 | 232.4599 |
| 27. | 232.1055 | 157.4130 | 342.6923 | 218.1238 | 0.9428 | 30.2024 | 231.9218 | 232.2628 | 231.8950 | 232.4582 |
| 28. | 232.1230 | 156.8823 | 340.6060 | 216.4519 | 0.9428 | 30.2362 | 232.0867 | 232.3680 | 232.1561 | 232.4678 |
| 31. | 232.1401 | 157.1381 | 338.4460 | 216.3266 | 0.9400 | 30.2936 | 231.8977 | 232.2779 | 232.1299 | 232.4959 |
| April | | | | | | | | | | |
| 1. | 232.1556 | 157.2976 | 336.5062 | 212.9868 | 0.9423 | 30.2917 | 232.1685 | 232.4063 | 232.2790 | 232.5847 |
| 2. | 232.1722 | 157.2556 | 336.1891 | 213.3151 | 0.9369 | 30.5409 | 232.2474 | 232.4429 | 232.3488 | 232.5689 |
| 3. | 232.1888 | 156.6198 | 337.3856 | 214.2754 | 0.9387 | 30.6399 | 232.5511 | 232.5767 | 232.5881 | 232.6684 |
| 4. | 232.1994 | 156.4054 | 339.1257 | 217.0494 | 0.9437 | 30.7671 | 232.2125 | 232.5000 | 232.3159 | 232.6473 |
| 7. | 232.2252 | 156.3174 | 339.3617 | 216.7898 | 0.9461 | 30.9551 | 233.0003 | 232.8648 | 232.7946 | 232.7275 |
| 8. | 232.2468 | 156.1638 | 340.2385 | 219.4734 | 0.9491 | 30.9766 | 231.9532 | 232.4132 | 232.0662 | 232.7533 |
| 9. | 232.2723 | 156.4018 | 337.6542 | 217.6873 | 0.9496 | 30.9408 | 231.9396 | 232.4903 | 232.1304 | 232.6894 |
| 10. | 232.2917 | 156.2465 | 336.1188 | 216.1456 | 0.9522 | 30.9433 | 232.3473 | 232.5393 | 232.3795 | 232.7550 |
| 11. | 232.3202 | 155.5750 | 336.6959 | 215.2907 | 0.9523 | 30.8240 | 232.3941 | 232.6449 | 232.4829 | 232.8150 |
| 14. | 232.3504 | 155.0139 | 339.7432 | 216.4016 | 0.9511 | 30.8239 | 232.4135 | 232.5298 | 232.4401 | 232.8464 |
| 15. | 232.3774 | 155.3533 | 340.4298 | 216.3260 | 0.9484 | 30.8520 | 232.3822 | 232.5352 | 232.4480 | 232.8504 |
| 16. | 232.4008 | 154.8616 | 339.2712 | 215.8455 | 0.9479 | 30.9785 | 232.3083 | 232.4292 | 232.3353 | 232.8551 |
| 17. | 232.4276 | 155.0137 | 338.1257 | 214.7336 | 0.9466 | 30.8977 | 232.3203 | 232.4947 | 232.3474 | 232.8537 |
| 18. | 232.4570 | 154.9300 | 335.9205 | 213.0483 | 0.9464 | 30.9242 | 232.5159 | 232.8154 | 232.6037 | 232.9184 |
| 22. | 232.4772 | 154.9435 | 335.9497 | 213.0668 | 0.9465 | 30.9269 | 232.5051 | 232.7847 | 232.5367 | 232.9242 |
| 23. | 232.5053 | 154.5502 | 334.0593 | 211.8885 | 0.9460 | 30.9388 | | | | |
| 24. | 232.5285 | 154.3092 | 335.1521 | 212.5489 | 0.9473 | 30.9090 | | | | |
| | Povprečni mesečni tečaji | | | | | | | | | |
| Marec | 223.8126 | 152.4773 | 363.6806 | 255.6975 | 0.9155 | 30.3445 | 223.9327 | 224.0994 | 224.0071 | 224.1921 |
| April | 224.5620 | 153.1699 | 365.8837 | 253.9750 | 0.9279 | 30.4400 | 224.6767 | 224.8244 | 224.7468 | 224.9171 |
| Maj | 225.3053 | 154.6487 | 359.1179 | 246.1370 | 0.9250 | 30.5983 | 225.4102 | 225.5783 | 225.4594 | 225.6222 |
| Junij | 225.9745 | 153.5540 | 350.9855 | 237.0903 | 0.9319 | 30.8348 | 226.0301 | 226.3185 | 226.1933 | 226.3243 |
| Julij | 226.6962 | 154.9766 | 354.5039 | 228.3385 | 0.9200 | 30.8331 | 226.8070 | 226.9894 | 226.8867 | 227.0095 |
| Avgust | 227.3710 | 155.4272 | 357.6643 | 232.6333 | 0.9346 | 30.8757 | 227.4477 | 227.7077 | 227.5006 | 227.6863 |
| September | 228.0310 | 155.6284 | 361.4872 | 232.4664 | 0.9361 | 31.0871 | 228.1133 | 228.4178 | 228.2447 | 228.3376 |
| Oktober | 228.6678 | 156.0785 | 363.1139 | 233.1563 | 0.9392 | 30.7818 | 228.7552 | 228.9899 | 228.8690 | 229.0210 |
| November | 229.3464 | 156.2916 | 360.3644 | 229.2173 | 0.9641 | 30.7724 | 229.4203 | 229.6268 | 229.5423 | 229.7418 |
| December | 229.9663 | 156.6234 | 358.2494 | 226.2178 | 0.9750 | 31.0100 | 230.0238 | 230.2714 | 230.1232 | 230.4315 |
| Januar | 230.7019 | 157.8315 | 351.1390 | 217.5326 | 0.9616 | 30.7075 | 230.7074 | 231.0403 | 230.8881 | 231.1023 |
| Februar | 231.2969 | 157.5873 | 346.2344 | 214.5393 | 0.9442 | 30.4581 | 231.4117 | 231.6836 | 231.5626 | 231.7182 |
| Marec | 231.9026 | 157.8920 | 340.0503 | 214.8451 | 0.9455 | 30.2470 | 231.9409 | 232.1370 | 231.9927 | 232.2813 |

