

# BANKA --- SLOVENIJE

## URESNIČEVANJE KRATKOROČNIH USMERITEV DENARNE POLITIKE



OKTOBER 2003



## KAZALO

<b>1. UVOD IN POVZETEK</b>	<b>5</b>
<b>2. INFLACIJSKA GIBANJA</b>	<b>8</b>
<b>3. DENARNA POLITIKA V LETU 2003</b>	<b>16</b>
<b>4. PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ DO KONCA LETA 2005</b>	<b>24</b>
<b>5. USMERITVE DENARNE IN TEČAJNE POLITIKE</b>	<b>44</b>



## 1. UVOD IN POVZETEK<sup>1</sup>

Strategija denarne politike ostaja tudi v letu 2003 nespremenjena. Usmerjena je v zniževanje inflacije in temelji na ustrezni ravni realnih obrestnih mer in obvladovanju ponudbe denarja ter postopni stabilizaciji deviznega tečaja ob upoštevanju nepokrite obrestne paritete. V letu 2003 so bili pogoji za delovanje denarne politike bistveno boljši kot v letu 2002. Zaradi vzdržnega padanja inflacijskih pričakovanj, je ob usklajenem delovanju ostalih ekonomskih politik Banka Slovenije večkrat znižala nominalne obrestne mere in temu prilagajala dinamiko deviznega tečaja. Postopno zniževanje realnih obrestnih mer so Banki Slovenije omogočili zmerno domače trošenje in kreditiranje ter pojemajoča inflacijska pričakovanja.

Inflacija se je v letošnjem letu pomembno znižala. V povprečju zadnjega četrletja bo medletna stopnja rasti cen dosegla okoli 5%. Rast cen v skladu s pričakovanji je predvsem rezultat usklajenega delovanja ekonomskih politik Banke Slovenije in Vlade RS. Napovedi kažejo, da se bo trend postopnega in vzdržnega zniževanja inflacije nadaljeval tudi v prihodnjih letih, stopnja rasti ob koncu leta 2004 naj bi tako znašala 3,5% ter se stabilizirala na ravni pod 3% ob koncu leta 2005.

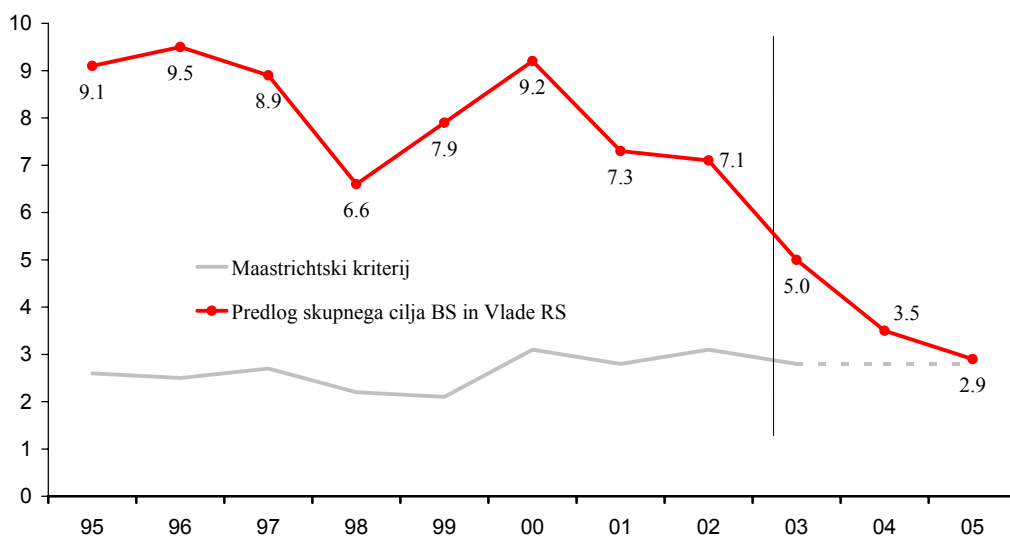
Gospodarska rast bo v naslednjih letih ostala nižja od dolgoročnega povprečja. Glavni razlog za upočasnjeno gospodarsko rast je še vedno šibka mednarodna konjunktura, medtem ko se bo domače povpraševanje postopoma krepilo. S povečano rastjo svetovnega gospodarstva bodo vzpostavljeni pogoji za bolj stabilno gospodarsko rast, ki pa je za Slovenijo močno povezana s povečanim tveganjem glede vzdržnosti povpraševanja iz trgov bivše Jugoslavije. Kljub temu bo po naših ocenah v prihodnjem obdobju glavni nosilec sicer šibke gospodarske rasti ponovno postalo domače trošenje, medtem ko bo menjava s tujino na gospodarsko aktivnost vplivala negativno tako zaradi nizkega povpraševanja iz tujine kot zaradi neugodnih pogojev menjave. Čeprav bi določeni dejavniki tveganja lahko občutno pospešili predvideno postopno večanje domačega končnega trošenja, v prihodnje ne pričakujemo bistvenih inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja.

---

<sup>1</sup> Svet Banke Slovenije je novembra 2001 sprejel in predstavil jasno začrtano srednjeročno usmeritev – pripraviti pogoje za čimprejšnjo vključitev v Ekonomsko in monetarno unijo (EMU). Z delovanjem v tej smeri bo lahko Banka Slovenije najučinkoviteje izpolnila svojo nalogo, opredeljeno v Zakonu o Banki Slovenije, to je doseganje cenovne stabilnosti. Banka Slovenije se je tudi zavezala, da bo redno pripravljala poročila, v katerih bo obveščala javnost o uresničevanju kratkoročnih usmeritev denarne politike. S tem bo prispevala k večji transparentnosti izvajanja denarne politike.

Priprava pogojev za čimprejšnji prevzem eura ostaja osnovna usmeritev Banke Slovenije. Banka Slovenije ocenjuje, da je možno izpeljati priprave za hiter vstop v ERM2, kar je predpogoj za čimprejšnji prevzem eura, in ugotavlja, da je v ta mehanizem primerno vstopiti do konca leta 2004. Ob vstopu v EU maja 2004 se bo zmanjšala avtonomnost denarne politike, zato po mnenju Banke Slovenije odlašanje z vstopom v ERM2 ne prinaša nobenih prednosti ne denarni, ne fiskalni politiki. Do vstopa v ERM2 je potrebno pripraviti pogoje za stabilizacijo tečaja tolarja.

Slika 1.1: Potrebni inflacijski cilj za uresničevanje usmeritve hitrega vstopa v EMR2 in hitrega prevzema eura (medletne stopnje rasti v % ob koncu leta)



Vir: ARC

Za hiter prevzem eura, v letu 2007, bo morala inflacija dosegati raven, določeno z maastrichtskimi kriteriji, najpozneje v sredini leta 2005. Ustrezen inflacijski cilj, ki bi omogočal izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev, je po oceni Banke Slovenije:

- doseganje medletne stopnje rasti cen v višini 3,5,% ob koncu leta 2004, kot je bilo načrtano že v predhodnih dokumentih Banke Slovenije<sup>2</sup> ter
- doseganje in ohranjanje medletne stopnje rasti cen od sredine leta 2005 dalje v višini maastrichtskega kriterija, ki trenutno znaša 2,8%,

če želi Slovenija prevzeti euro v začetku 2007.

Banka Slovenije in Vlada RS se morata uskladiti v prizadevanjih za doseganje maastrichtskih kriterijev. Banka Slovenije ocenjuje, da je te cilje možno doseči ob koordiniranem delovanju

---

Banka Slovenije bo tudi v prihodnje predstavljala tovrstna poročila o inflaciji, hkrati z napovedmi makroekonomskih gibanj in z utemeljitvijo kratkoročnih usmeritev denarne politike. Naslednje inflacijsko poročilo bo pripravljeno pomladi 2004.

Banke Slovenije in Vlade RS. Tak pristop Banki Slovenije omogoča postopno zniževanje obrestnih mer v smeri nominalne konvergence, ki bo še zagotavljalo ohranjanje primernih realnih obrestnih mer ter omogočilo postopno stabilizacijo tolarja do konca leta 2004. Avtonomno delovanje denarne politike in doseganje skladnosti s politikami, za katere je odgovorna Vlada RS, je možno do vstopa v EU in v relativno kratkem obdobju po vstopu. V nadaljevanju samostojnost delovanja denarne politike ugasne in težišče doseganja pogojev za prevzem eura se v celoti prenese na politike, za katere je odgovorna Vlada RS. Tveganja, da v mehanizmu ERM2 ostanemo več kot dve leti, se z odmikom vstopa v ERM2 povečujejo.

Vodenje ekonomskih politik mora upoštevati naslednje elemente, ki so pomembni ob vstopu v ERM2 in za izpolnitev pogojev za prevzem eura:

- postopno zniževanje obrestnih mer Banke Slovenije in s tem ustvarjanje pogojev za postopno stabilizacijo tečaja tolarja do konca leta 2004.
- doslednost pri izvajanju politike nadzorovanih cen in politike cen, ki so pod posrednim vplivom Vlade RS.
- usklajeno vodenje politike trošarin in taks.
- aktivna uporaba rešitev, predvidenih za prilagodljivost proračunskih izdatkov v Zakonu o izvrševanju proračuna.
- popolna odprava indeksacije plač.
- usklajeno delovanje Ministrstva za finance in Banke Slovenije pri postopkih prodaje premoženja nerezidentom in pri upravljanju z javnim dolgom.

Navedeni elementi zahtevajo poleg usklajenega delovanja Banke Slovenije in Vlade RS tudi sodelovanje socialnih partnerjev.

---

<sup>2</sup> Glej »Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike«, maj 2003; stran 65

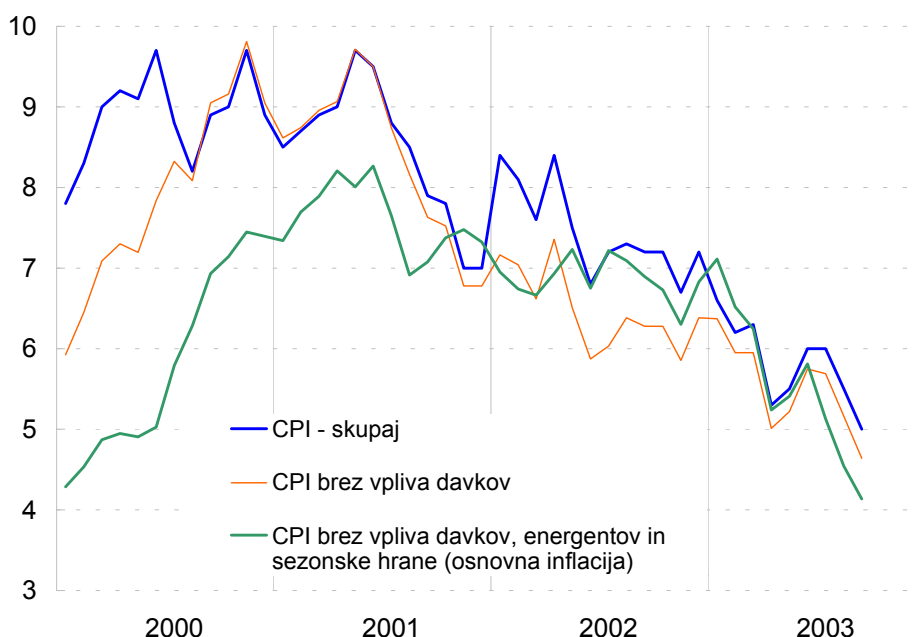
## 2. INFLACIJSKA GIBANJA

Inflacija se je letos pomembno znižala, dinamika zniževanja pa je povsem v skladu z našimi pričakovanji. Dezinflacija je bila dosežena na vzdržen način, saj so bila v precejšnji meri ohranjena vsa osnovna ravnovesja v ekonomiji. Znižanje stopnje rasti cen je predvsem posledica ustreznih vladnih politik in usklajenega delovanja Vlade z Banko Slovenije. Na ugodne dezinflacijske trende je poleg tega vplivala tudi odsotnost pritiskov s strani povpraševanja, prav tako pa niso bili prisotni pomembnejši censki pritiski iz tujine. Več indikatorjev kaže, da obstajajo pozitivni izgledi za znižanje inflacije tudi v prihodnjem obdobju.

### 2.1 Vzdržnost zniževanja inflacije

**Inflacija se je letos pomembno znižala, medletne stopnje rasti cen pa so dosegle najnižjo raven v zadnjih nekaj letih.** Medletna stopnja rasti cen življenjskih potrebščin v septembru je znašala 5,0% in se je od konca lanskega leta znižala za več kot 2 odstotni točki. Ob tem se je medletna osnovna inflacija znižala še bolj, s 7,1% v januarju na 4,1% v septembru.

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



Vir: SURS, preračun ARC

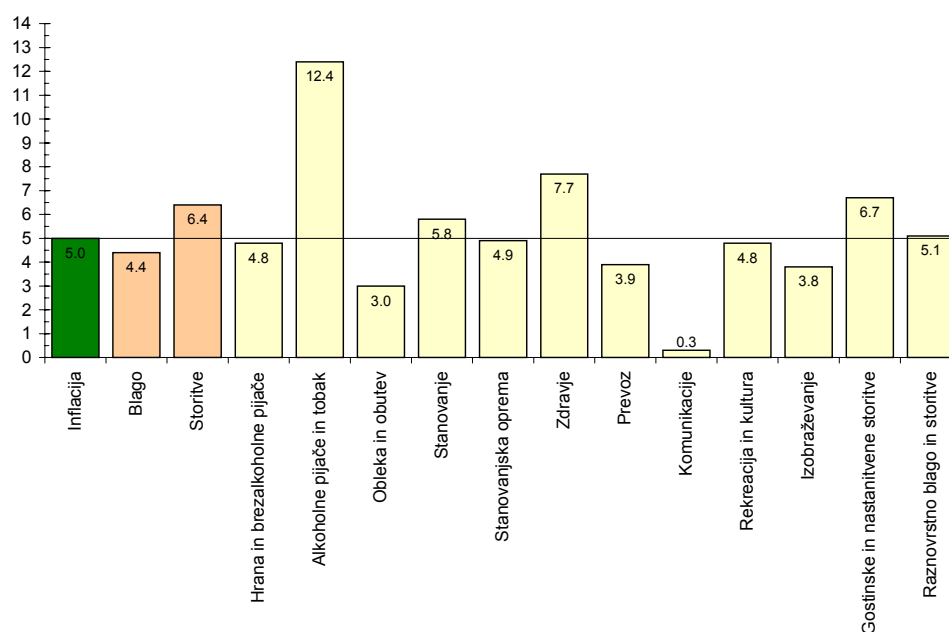


**Dinamika zniževanja inflacije je potekala skoraj povsem v skladu z našimi pričakovanji.** Hitremu padcu iz začetka leta na medletno raven 5,3% v aprilu je zaradi sezonskih dejavnikov in statističnega prikazovanja medletnih stopenj rasti oziroma nizke osnove iz lanskega leta sledil porast na 6,0% v juniju. Dinamika upočasnjevanja rasti cen se je tako v drugem četrtletju nekoliko umirila. Nato se je stopnja rasti cen po pričakovanjih spet zmanjšala, saj je medletna stopnja rasti v septembru znašala 5,0%.

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

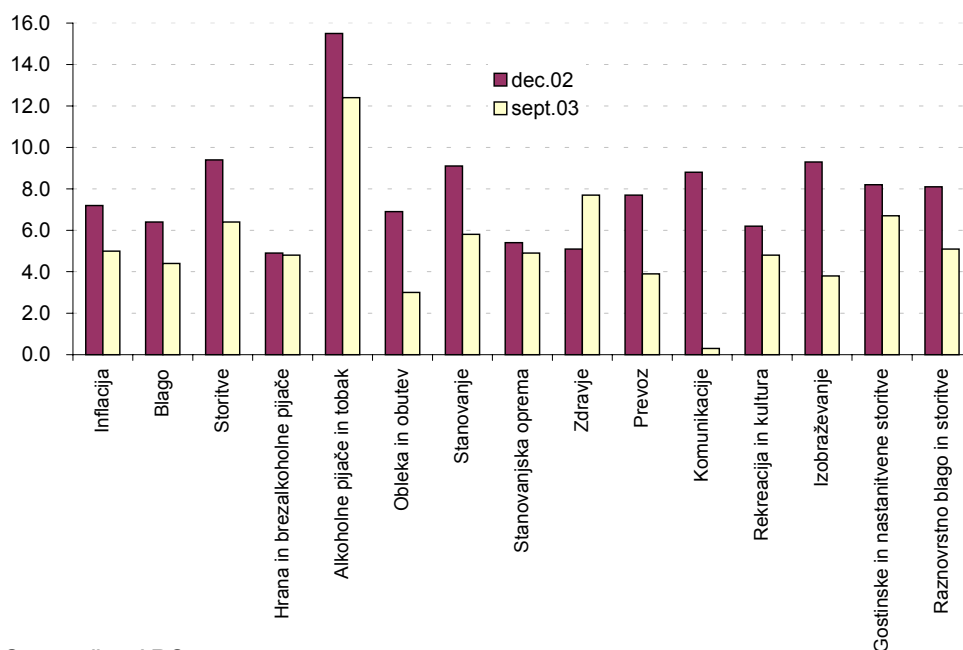
- Stopnje rasti cen so se zniževale enakomerno v večini skupin, ki sestavljajo indeks cen življenjskih potrebščin. Izjeme pri tem so skupine, v katerih so se cene zvišale zaradi davčnih in administrativnih ukrepov, oziroma neugodnih vremenskih razmer. Tako so cene v skupini alkoholne pijače in tobak predvsem zaradi zahtev EU po usklajevanju trošarin septembra medletno porasle za 12,4% in v skupini zdravje za 7,7%. Na cene sezonskih prehrambenih izdelkov so letos izrazito neugodno vplivali vremenski dejavniki. Medletna rast cen sezonskih izdelkov je septembra znašala 14,7%, medtem ko so se lani v enakem obdobju ti izdelki pocenili za 2,8%. Neugodni vremenski pogoji so povzročili pomemben pritisk na cene sadja in zelenjave ter vplivali tako na cene domačih kot tujih pridelovalcev.

Slika 2.3: Struktura rasti cen življenjskih potrebščin (medletne stopnje rasti v % za september 2003)



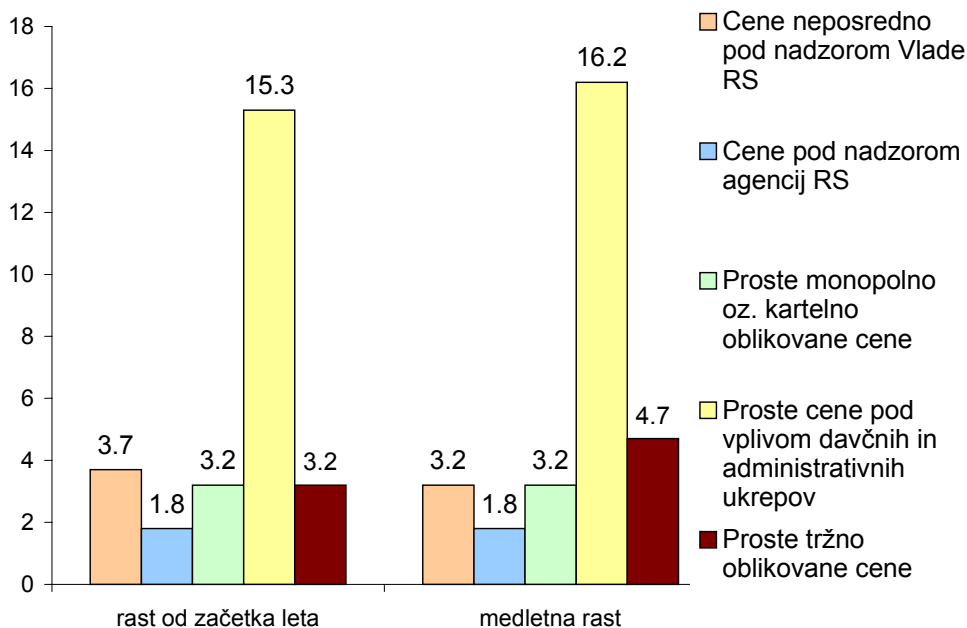
Vir: SURS, preračun ARC

Slika 2.4: Primerjava medletne inflacije po glavnih skupinah (v %)



Vir: SURS, preračun ARC

Slika 2.5: Rast cen življenjskih potrebščin glede na način oblikovanja cen (september 2003)



Opomba: Iz skupine prosto tržno oblikovane cene smo izločili cene, ki so bile v letošnjem letu pod neposrednim vplivom davčnih in administrativnih ukrepov. V to skupino smo vključili naslednje proizvode: cigarete, vino, neprofitne najemnine in zdravila ki predstavljajo 6% vseh proizvodov v indeksu cen življenjskih potrebščin. Zaradi te spremembe se je ustrezno zmanjšal delež proizvodov, pri katerih se cene prosto oblikujejo in sicer z 79% na 73%. Struktura in deleži preostalih indeksov so ostali nespremenjeni.

Vir: SURS, preračun ARC

- Precej bolj enakomerno kot v preteklosti so se gibale **proste in nadzorovane cene**. Proste cene so v prvih devetih mesecih kumulativno porasle za 4,0% (medletno 5,5%),

nadzorovane cene pa za 4,0% (3,5%). Pri tem so med proste cene zajeti tako učinki višjih trošarin na tobak ter višje stopnje DDV na vino, kot tudi administrativni ukrepi zviševanja najemnin in cen zdravil.

- Prav tako se je zmanjšala razlika v rasti **cen blaga in storitev**, ki predstavljajo približek za cene menjalnega in nemenjalnega sektorja. Razlika se je v devetih mesecih glede na enako lansko obdobje zmanjšala za tri odstotne točke. Medletna rast cen storitev je septembra namreč znašala 6,4%, medtem ko so cene blaga medletno porasle za 4,4%. Kaže, da se storitvene dejavnosti odzivajo na upočasnjeno gospodarsko aktivnost in zmerno trošenje gospodinjstev, precej pa je k umirjeni rasti cen storitev prispevalo tudi dosledno izvajanje načrta Vlade RS na področju politike nadzorovanih cen.

## **2.2 Dejavniki inflacije v letu 2003**

Med dejavniki, ki so v letošnjem letu najpomembneje vplivali na nižjo inflacijo, velja izpostaviti usklajeno akcijo Banke Slovenije in Vlade RS. Vladne politike so bile letos bolj usklajene pri proti-inflacijskem delovanju kot v preteklih letih in niso bistveno odstopale od načrtanih ukrepov v začetku leta. Poleg tega so k manjšanju inflacijskih pritiskov pomemben delež prispevali tudi šibko domače trošenje ter odsotnost inflacijskih signalov iz mednarodnega okolja.

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

**Aktivnejše delovanje denarne politike v letu 2003 ni bilo možno, kljub dejstvu, da so bili pogoji za njeno delovanje letos bistveno boljši kot v letu 2002.** Banko Slovenije je v njenem delovanju omejevalo zniževanje tujih obrestnih mer in zmanjšanje rizične premije za Slovenijo ter potreba po ohranjanju visoke stopnje sterilizacije kapitalskih tokov iz lanskega leta.

**Znižanje stopnje rasti cen je tudi posledica bolj ustreznih vladnih politik.** Vlada RS je izvajala celovit načrt o nadzoru cen, ki je zasnovan tako, da povprečna rast nadzorovanih

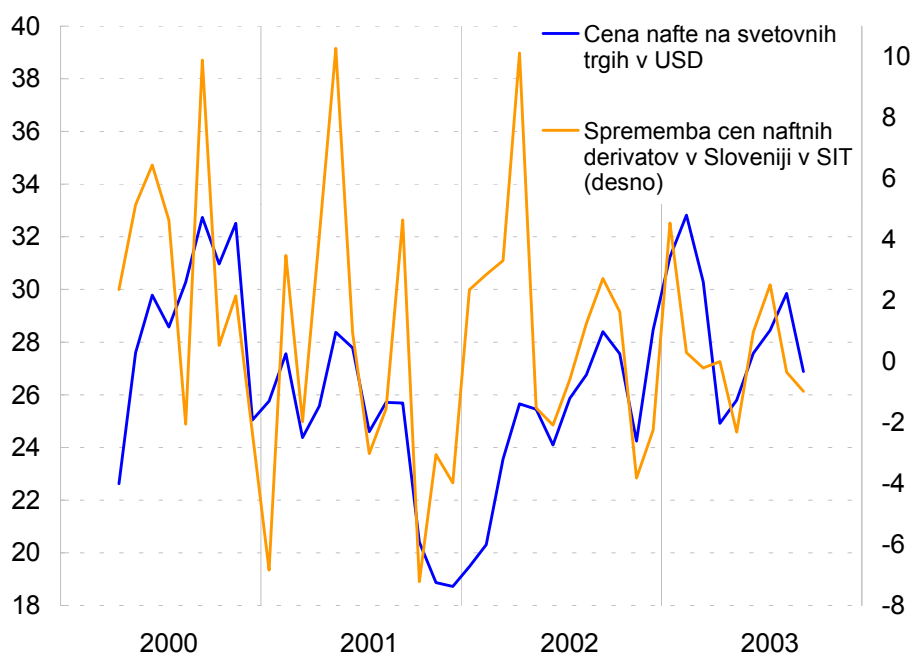
cen v letu 2003 ne presega splošne ravni inflacije, ki je za leto 2003 predvidena v višini 5%. Vsi ukrepi na davčnem področju so bili najavljeni že lani in smo jih upoštevali v predhodnih projekcijah, kljub temu pa je letos prišlo tudi do nekaterih povišanj administrativne narave.

- Diskrecijski ukrepi Vlade RS davčne narave so v letošnjem letu k inflaciji prispevali 0,5 odstotne točke, kar je manj kot v lanskem letu. Med letošnje pomembnejše **davčne ukrepe** sodita predvsem povišanje trošarin za cigarete in zvišana stopnja DDV za vino. Dvig trošarin za cigarete je posledica usklajevanja trošarin v Sloveniji z zahtevami EU, stopnja DDV za vino pa je bila zvišana z 8,5% na 20%.
- Ob tem je vlada na področju **trošarin za naftne derivate** učinkovito delovala v smeri preprečevanja velikih nihajev cen naftnih derivatov zaradi nihanja cen nafte na svetovnih trgih. Tako je v začetku leta ob višanju cen nafte na svetovnih trgih zniževala trošarine in jih nato v drugi polovici leta zviševala, da je nadomestila izpad proračunskih sredstev, ki je nastal zaradi nižanja trošarin v preteklih mesecih.
- **Administrativni ukrepi**, ki niso v pristojnosti Vlade RS, so k letošnji inflaciji prispevali 0,3 odstotne točke. Med pomembnejše administrativne ukrepe, ki so prispevali k rasti cen v letošnjem letu, prištevamo predvsem podražitev zdravil, ki je k inflaciji prispevala približno 0,1 odstotno točko ter uskladitev neprofitnih najemnin ne glede na sklenitev najemne pogodbe, ki je k letošnji inflaciji prispevala okrog 0,2 odstotne točke.

**Inflacijski pritiski iz mednarodnega okolja so bili prisotni predvsem v prvi polovici leta, v drugem polletju pa se umirjajo.** Med dejavniki, ki vplivajo na gibanje domačih cen, sta najpomembnejša cena nafte na svetovnih trgih ter medvalutna razmerja oziroma tečaj EUR/USD.

V zadnjem letu so **cene nafte** na svetovnih trgih zelo nihale in kljub drugačnim pričakovanjem vztrajale na relativno visokih ravneh. V prvi polovici leta je cena nafte po napadu na Irak sicer padla, a je predvsem zaradi obnavljanja zalog nafte v ZDA ostala na visoki ravni. Cene nafte v drugi polovici leta so sicer nekoliko nižje, a tudi zaradi odločitve OPEC o znižanju dogovorjenih kvot črpanja nafte ostajajo v zgornjem delu OPEC-ovega koridorja ciljne vrednosti za cene nafte med 22 in 28 USD/sod. **Medvalutna razmerja** so zaradi padanja vrednosti ameriškega dolarja preko nižjih cen surovin ugodno vplivala na uvozne cene in s tem na gibanje uvožene inflacije.

Slika 2.6: Svetovna cena nafte v USD in sprememba cen naftnih derivatov v Sloveniji v SIT

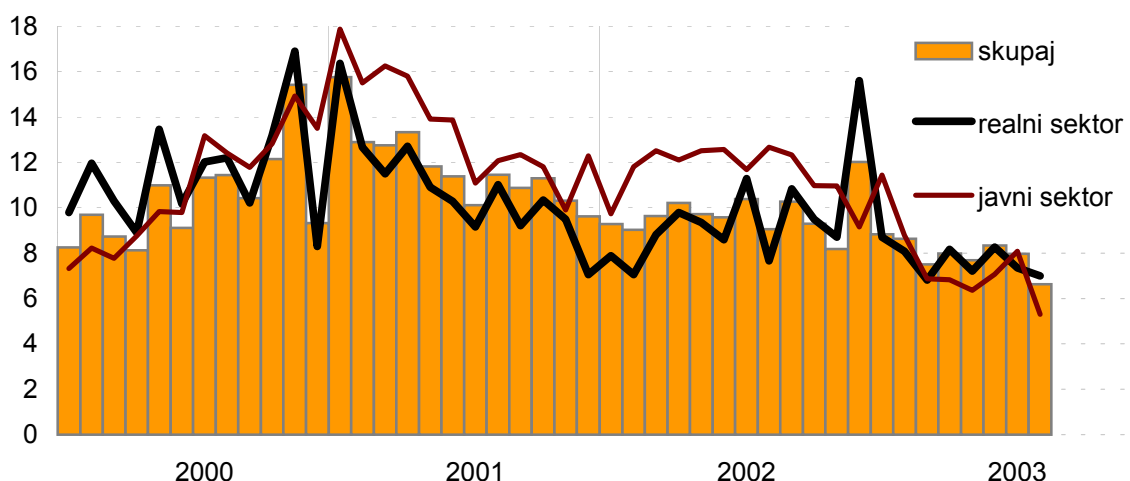


Vir: Reuters, Petrol; preračun ARC

**Tudi s strani domačega povpraševanja ni bilo pritiskov na zviševanje cen.** Ocenjujemo, da je postopno obnavljanje domačega končnega in predvsem investicijskega trošenja bolj kot začetek novega potrošniškega cikla posledica izredno nizke ravni porabe v zadnjih nekaj letih. Ob tem je večina domačega povpraševanja uvozno naravnana, tako da se povečano domače trošenje zaenkrat bolj kot v inflacijskih pritiskih odraža v povečevanju primanjkljaja v menjavi s tujino. Kljub vztrajnemu nižanju obrestnih mer v zadnjem obdobju, so k ohranjanju relativno umirjenega trošenja gospodinjstev prispevale tako zaostrene razmere na trgu dela kot strukturni dejavniki, ki prebivalstvo silijo v bolj dolgoročno varčevanje. Pri slednjih sta najpomembnejša Nacionalna stanovanjska varčevalna shema ter potreba po dodatnem pokojninskem varčevanju.

Zaostrene gospodarske razmere se letos odražajo na trgu dela. Letos so tako značilno počasi rastle plače, stagniralo pa je tudi zaposlovanje. Ugotovimo lahko, da so se stroški dela učinkovito prilagajali poslabšanim ekonomskim razmeram. **Plače** so letos rastle relativno umirjeno in so zaostajale za rastjo produktivnosti, merjene z dodano vrednostjo na zaposlenega. Pri prilagajanju stroškov dela so se najbolj fleksibilno na poslabšane razmere gospodarjenja odzvala podjetja v predelovalnih dejavnostih.

Slika 2.7: Povprečne plače (nominalna rast v %; d.s. 3)



Vir: SURS, preračun ARC

Odprava oziroma sprememba dosedanjega sistema indeksacije v javnem sektorju je strukturna sprememba na trgu dela, ki letos še ne bo imela neposrednega vpliva na inflacijo. Sicer pa ima ta sprememba poleg vpliva na omejevanje inflacijskih pritiskov v prihodnjih letih predvsem pomemben demonstracijski učinek na obnašanje sindikatov v pogajanjih glede usklajevanja plač v zasebnem sektorju, kjer dogovor še ni bil sprejet. Letos je na podlagi **dogovora med socialnimi partnerji** prišlo do nekaterih pomembnih sprememb na področju usklajevanja plač oziroma njihove indeksacije. Tako v avgustu ni prišlo do uskladitve izhodiščnih plač v javnem sektorju, temveč je bila uskladitev nadomeščena z vplačilom premije dodatnega pokojninskega zavarovanja. Poleg tega so se socialni partnerji dogovorili tudi za **nov način indeksacije** oziroma usklajevanja izhodiščnih plač, saj bo nova formula poleg pretekle domače inflacije upoštevala tudi inflacijo v EU ter rast tečaja eura.

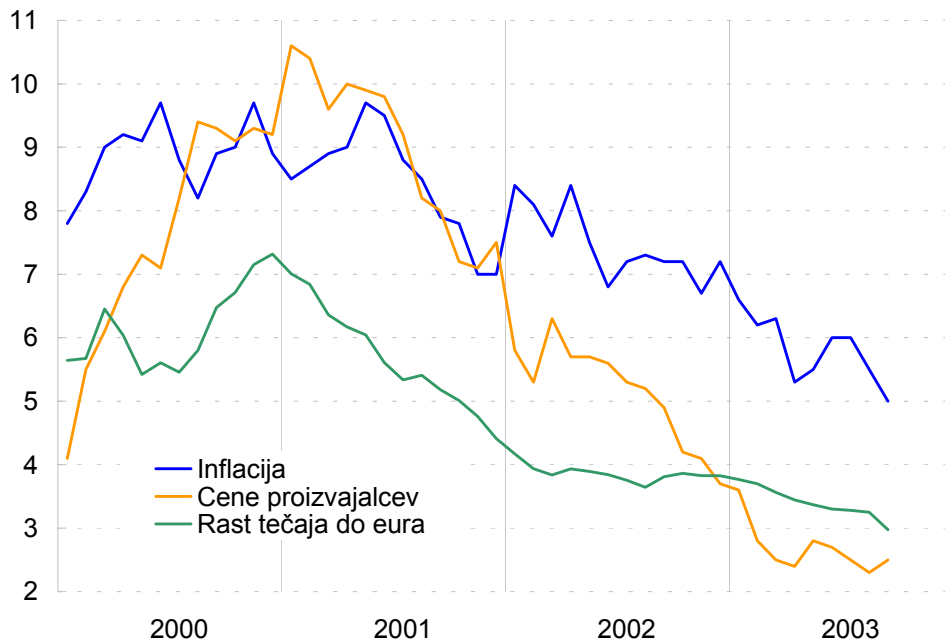
### 2.3. Ugodni izgledi za nižanje inflacije

**Ocenjujemo, da obstajajo pozitivni izgledi za nadaljnje znižanje inflacije v prihodnjem obdobju.** Poleg nizke osnovne inflacije, ki je dosegla stopnjo blizu 4%, in gibanja cen proizvajalcev, ki se že skoraj vse leto gibljejo na nizki evropski ravni pod 3%, kaže na to še nekaj drugih dejstev:

- Zaradi vzdržnega doseganja dezinflacije je možnost povratnega inflacijskega skoka zelo majhna,
- Osnovna inflacija se giblje bistveno nižje od objavljene (»headline«) inflacije,
- Ne pričakujemo bistvenih šokov s strani fiskalne politike in nadzorovanih cen,

- Vstop v EU prinaša poleg povečane konkurence tudi odpravo carin na nekatere proizvode široke potrošnje, med drugim tudi na prehrembene proizvode in
- Denarna politika bo nadaljevala z dosedanjo politiko ohranjanja ustrezno visokih realnih obrestnih mer in postopne stabilizacije deviznega tečaja do vstopa v ERM2.

Slika 2.8: Rast cen življenjskih potrebščin in rast cen proizvajalcev (medletne stopnje rasti v %)



Vir: ARC

### **3. DENARNA POLITIKA V LETU 2003**

#### **3.1. Opis mehanizma oziroma instrumentov za vodenje denarne in tečajne politike**

Banka Slovenije vodi denarno politiko v pogojih uravnavanega drsečega deviznega tečaja. Izbira tega tečajnega režima ji omogoča voditi razmeroma neodvisno denarno politiko tudi v pogojih sproščenih kapitalskih tokov. Pri tem je zelo pomembno, da je sposobna sterilizirati učinke neto deviznih pritokov.

Pri vodenju denarne politike z namenom zagotoviti zmerno rast denarja uporablja dve instrumentalni spremenljivki: devizni tečaj (dinamiko njegovega spreminjanja) in obrestne mere svojih instrumentov. Stopnja rasti tečaja tolarja do eura mora praviloma zapirati razliko med domačimi in tujimi obrestnimi merami, razen za razliko, ki odraža pribitek za deželno tveganje. Le tako se je mogoče učinkovito braniti pred nezaželenim, predvsem kratkoročnim pritokom/odtokom denarja.

Osnova mehanizma tečajnih intervenc je dogovor Banke Slovenije z bankami o sodelovanju na trgih tujega denarja. Po tem dogovoru lahko Banka Slovenije signalizira tečaj, po katerem banke sklepajo posle na posameznih segmentih deviznega trga. Hkrati imajo banke stalno možnost začasno za 7 dni prodati/kupiti devize pri Banki Slovenije.

Želena raven primarnega denarja oziroma likvidnosti bank Banka Slovenije, razen s pomočjo valutnih zamenjav, dosega s posegi na denarni trg. Strukturni položaj denarnega trga je v presežku, zato je uporaba instrumentov ponudbe likvidnosti (kot sta lombardno posojilo in začasni nakup blagajniških zapisov BS za 7 dni) s strani bank neznatna v primerjavi z uporabo instrumentov za nalaganje presežkov likvidnosti (kot so depozit čez noč ter 60 in 270 dnevni tolarški blagajniški zapisi).

Izhodišče za določanje obrestnih mer instrumentov Banke Slovenije je obrestna mera za refinanciranje pri Banki Slovenije. Ta je določljiva kot vsota cene začasnega odkupa deviz od bank in obrestne mere ECB za njen osnovni instrument refinanciranja (začasni nakup netveganih terjatev od bank za 14 dni). Spodnjo in zgornjo mejo pasu, v katerem se praviloma nahajajo obrestne mere instrumentov Banke Slovenije, predstavljata obrestni meri za depozit čez noč in za lombardno posojilo.



Banka Slovenije je v letu 2003 vodila nespremenjeno denarno politiko. Usmerjena je v zniževanje inflacije in temelji na ustrezni ravni realnih obrestnih mer in obvladovanju ponudbe denarja ter postopni stabilizaciji deviznega tečaja, pri čemer je Banka Slovenije omejena z upoštevanjem nepokrite obrestne paritete.

### **3.2. Kontekst delovanja denarne politike**

**Zaradi vzdržnega padanja inflacijskih pričakovanj je ob usklajenem delovanju ostalih ekonomskih politik Banka Slovenije večkrat znižala nominalne obrestne mere in temu prilagajala dinamiko deviznega tečaja.** Postopno zniževanje realnih obrestnih mer so Banki Slovenije omogočili zmerno domače trošenje in kreditiranje, večja usklajenost ekonomskih politik, stabilnejše plačilno bilančne razmere, zaostrene razmere na trgu dela ter pojemajoča inflacijska pričakovanja.

**Aktivnejše delovanje denarne politike v letu 2003 ni bilo možno, kljub dejstvu, da so bili pogoji za njeno delovanje letos bistveno boljši kot v letu 2002.** Banko Slovenije je v njenem delovanju omejevalo zniževanje tujih obrestnih mer in zmanjšanje rizične premije za Slovenijo ter potreba po ohranjanju visoke stopnje sterilizacije kapitalskih tokov iz lanskega leta.

**Omejenost Banke Slovenije pri določanju obrestnih mer in tečajne politike se je v letu 2003 odražala predvsem v zagotavljanju ustrezne ravni nepokrite obrestne paritete.** Padanje obrestnih mer v tujini ter zmanjševanje rizične premije Slovenije sta pomembno prispevala z zmanjšanjem prostora za delovanje denarne politike v letu 2003:

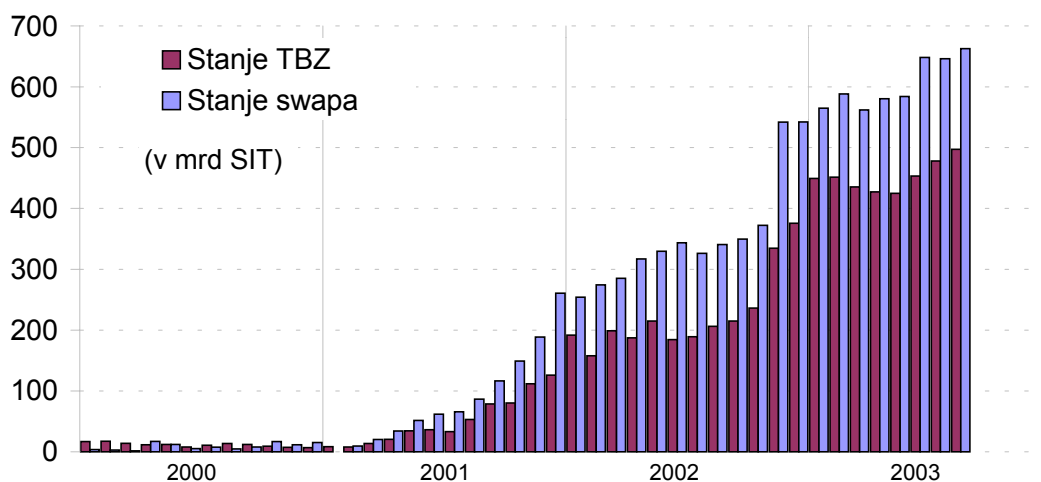
- Poslabšane gospodarske razmere v nekaterih največjih državah članicah EMU so vodile do dvakratnega znižanja obrestnih mer ECB, skupaj za 0,75 odstotne točke, kar so tuji finančni trgi sprejeli kot trajnejšo spremembo. Obrestno mero za refinanciranja je ECB znižala najprej marca za 0,25 odstotne točke, nato pa še junija za 0,5 odstotne točke. Tako znaša od avgusta omenjena obrestna mera 2,0%.
- Zmanjšuje se rizična premija Slovenije s približevanjem EU ter še posebej s podpisom pogodbe o vstopu v EU. Posledično se s tem povečuje privlačnost Slovenije za tuje finančne tokove. Poleg izboljšane bonitetne ocene Slovenije zaradi podpisa pristopne pogodbe so na povečevanje kapitalskih tokov s tujino vplivala tudi pričakovanja tujcev o znižanju dinamike rasti tečaja tolarja proti euru, kar je sovpadalo s prenehanjem interveniranja Banke Slovenije na trgu tujega denarja po letu in pol neprekinjenega

interveniranja. Oboje je vplivalo na padec premije za tveganje pri naložbah tujcev v državne vrednostne papirje in ostale tolarske naložbe.

Banka Slovenije je zato morala slediti znižanju obrestnih mer ECB v vsaj enaki meri, oziroma celo v nekoliko večjem obsegu, zaradi dodatnega zapiranja obrestne paritete. To je ob bolj ali manj dosledni realizaciji pričakovanih stopenj rasti cen življenjskih potrebščin vplivalo na že omenjeno zniževanje realnih obrestnih mer. Del nepokrite obrestne paritete je Banka Slovenije zaprla tudi z depreciacijo tolarja do eura. Če Banka Slovenije ne bi dodatno zapirala obrestne paritete, bi se obseg obrestno elastičnih tokov kapitala iz tujine še povečal ob hkratnem še intenzivnejšem deviznem kreditiranju na domačem bančnem trgu, kar bi še otežilo nadzor nad ponudbo denarja.

**Vodenje denarne politike v letošnjem letu je omejevala tudi potreba po ohranjanju visoke stopnje sterilizacije kapitalskih tokov iz lanskega leta, ki predstavljajo potencialno visoko presežno likvidnost.** Zaradi uravnotežene plačilne bilance se stanje sterilizirane likvidnosti absorbira le počasi, kar se odraža v visokem stanju začasno prodanih deviz Banki Slovenije ter visokem stanju tolarskih blagajniških zapisov.

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



Vir: Banka Slovenije

Konec leta 2002 se je stanje sterilizacijskih papirjev Banke Slovenije, se pravi tolarskih blagajniških zapisov, povzpelo na 28% bilančne vsote Banke Slovenije, do sredine letošnjega leta pa še za nadaljnjih šest odstotnih točk na 34% bilančne vsote. Hitro povečanje stanja sterilizacijskih papirjev je bila posledica finančnih pritokov iz tujine. Neto finančni pritoki so samo v drugi polovici lanskega leta dosegli 10,7% BDP, v letošnjem letu

do julija pa so bili zmernejši v višini 2,8% BDP. Neposredne naložbe iz tujine iz naslova prodaje lastniških deležev nerezidentom je bila Banka Slovenije prisiljena sterilizirati v relativno kratkem času, kar je dosegla z začasnim odkupom deviz ter s ponudbo 360-dnevnih in 270-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov konec leta 2002 in v prvih mesecih 2003.

Za postopno in kontrolirano sproščanje steriliziranih sredstev glede na želeno stopnjo rasti ponudbe denarja je morala Banka Slovenije ohranjati visoko stanje sterilizacijskih vrednostnih papirjev. To je vplivalo tudi na potrebo po večji preudarnosti pri spreminjanju obrestnih mer in upoštevanju ostalih omejitev, kot je načelo nepokrite obrestne paritete.

### **3.3. Delovanje Banke Slovenije v letu 2003**

**Banka Slovenije je v letu 2003 štirikrat znižala obrestne mere svojih instrumentov: v marcu, maju, juniju in v oktobru.** Tako se je obrestna mera za lombardno posojilo od začetka leta znižala za 2,5 odstotne točke, obrestna mera za depozit čez noč pa za 0,5 odstotne točke, s čimer je bilo doseženo zoženje koridorja največje možne variabilnosti obrestnih mer najkrajših ročnosti. Znižanje obrestne mere 270-dnevnih tolarskih blagajniških zapisov je za 0,25 odstotnih točk presegalo znižanje obrestne mere 60-dnevnih zapisov, s tem se je zmanjšal tudi nagiba krivulje donosnosti tolarskih BZBS podobno kot na trgu zakladnih menic.

**V marcu je Banka Slovenije prilagodila denarno politiko v dveh korakih. Najprej je znižala obrestno mero, nato pa še prenehala z intervenco na deviznem trgu.** Prilagoditev obrestnih mer je temeljilo na dveh elementih:

- zapiranju obrestne paritete zaradi znižanja obrestnih mer ECB in
- oceni Banke Slovenije o vzdržnem zniževanju inflacije in ugodnih inflacijskih pričakovanjih. To zniževanje inflacije je odražalo vpliv uvoznih komponent cen na notranjo inflacijo, pomembno pa je bilo tudi zmanjšanje negotovosti inflacijskih pritiskov zaradi konflikta v Iraku.

Po vzpostavitvi obrestnih mer na novi ravni je Banka Slovenije tudi prenehala intervenirati na deviznem trgu in s tem je Banka Slovenije zaključila leto in pol mesecev dolgo obdobje tečajne intervencije. Intervencija ni bila več potrebna, saj so se v začetku leta razmere na deviznem trgu stabilizirale po obdobju velikih kapitalskih prilivih iz naslova konverzije euro gotovine, privatizacije NLB in prevzema Leka in nekaterih drugih domačih podjetij s strani

nerezidentov. Z namenom signaliziranja zelene dinamike rasti tečaja je Banka Slovenija, ki zapira nepokrito obrestno pariteto, intervenirala krajše obdobje v aprilu.

**V maju je Banka Slovenije prilagodila (navzdol) obrestne mere za nekatere instrumente denarne politike.** Prilagoditev obrestnih mer je imela tri namene:

- prilagoditev strukture obrestnih mer instrumentov denarne politike razmeram na denarnem trgu, kjer se je zaradi ugodnih inflacijskih pričakovanj izoblikovala položnejša krivulja obrestnih mer. To je omogočila tudi ugodna struktura tolarskih blagajniških zapisov, kjer močno prevladujejo zapisi z daljšimi ročnostmi.
- Zmanjšati volatilnost obrestne mere na denarnem trgu.
- Dodatno zapreti nepokrito obrestno pariteto. Zanimanje nerezidentov za naložbe v vrednostne papirje države se je močno povečalo in obrestne mere za zakladne menice so začele zaradi povečanega povpraševanja padati.

**V juniju je Banka Slovenije z znižanjem obrestnih mer sledila znižanju obrestnih mer ECB ter še zaprla obrestno pariteto zaradi intenzivnosti obrestno elastičnih kapitalskih pritokov.** Znižanje ECB je bilo večje kot običajno, saj je znašalo kar pol odstotne točke. Potreba po znižanju nepokrite obrestne paritete se je odražala predvsem kot veliko povečanje naložb nerezidentov v zakladne menice, hitro naraščanje stanja terminsko prodanih deviz ter povečanje tolarskih obveznosti bank do nerezidentov. V juliju in avgustu se je nato pritisk na nepokrito obrestno pariteto umiril, deloma zaradi težav na Madžarskem ter deloma zaradi dosežene relativno nizke obrestne mere na zakladne menice.

**Banka Slovenije je v juliju in avgustu večkrat posegla na deviznem trgu z namenom upočasnitve rasti deviznega tečaja.** Tokrat so bili posegi krajši, le nekajdnevni in usmerjeni v upočasnitev rasti tečaja, medtem ko so posegi na deviznem trgu v začetku leta podpirali rast tečaja. Skupaj, od začetka leta do oktobra, je Banka Slovenije v letošnjem letu intervenirala 106 dni, kar predstavlja 39% opazovanega obdobja. Glavnina interveniranja je bila izvedena v začetku leta v obdobju do 24. marca in se je nanašala na stabilizacijo razmer in absorpcijo likvidnosti iz naslova neposrednih naložb iz prejšnjega leta.

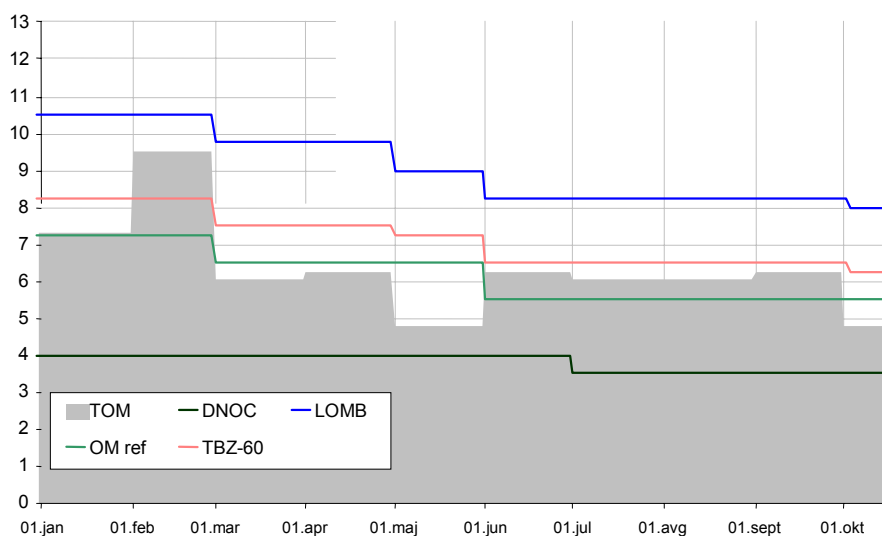
**Oktobra 2003 je Banka Slovenije ponovno znižala obrestne mere na svoje instrumente.** Prilagoditev obrestnih mer je temeljila na dveh elementih:

- oceni Banke Slovenije o nadaljnjem vzdržnem zniževanju inflacije in ugodnih inflacijskih pričakovanjih, ter
- ponovni nadaljnji potrebi po zapiranju obrestne paritete.

Skupaj je Banka Slovenije do sredine oktobra štirikrat znižala obrestne mere in dodatno zapirala obrestno pariteto. Najpomembnejše obrestne mere so se torej skupaj znižale:

- Obrestna mera za 60-dnevne tolarske blagajniške zapise za dve odstotni točki,
- Obrestna mera za začasni nakup deviz za eno odstotno točko,
- Obrestna mera refinanciranja, ki je sintetični indikator sestavljen iz obrestne mere za začasni nakup deviz in obrestne mere refinanciranja pri ECB, se je znižala za 1,75 odstotne točke.
- Indicirana rast deviznega tečaja na deviznem trgu pa se je znižala za eno odstotno točko, iz 3,8% v začetku leta na trenutno 2,8%.

Slika 3.2: Obrestne mere Banke Slovenije



Vir: Banka Slovenije

**Zniževanje nominalnih obrestnih mer je vplivalo tudi na zniževanje realnih obrestnih mer, kar je delovalo na zniževanje stopnje restriktivnosti denarne politike v obsegu kot so to dopuščale domače makroekonomske okoliščine.** Te so se odražale v zmerni rasti zasebne potrošnje, zmernem kreditnem povpraševanju in rahlem primanjkljaju v tekočem delu plačilne bilance v prvi polovici leta 2003. Rast denarnih agregatov in bančnih posojil je tako ostala zmerna do sredine leta. Kljub temu pa se je, zaradi strukture naložb poslovnih bank (vrednostni papirji predstavljajo tretjino njihove bilančne vsote), zniževanje obrestnih mer Banke Slovenije v večji meri odrazilo v posrednem zniževanju pasivnih obrestnih mer bank in nekoliko počasnejšem zniževanju tolarskih posojilnih obrestnih mer, ki pa bodo prvim sledile zaradi vse večje cenovne konkurenčnosti na trgu deviznih in tolarskih posojil.

**Avtonomnost delovanja denarne politike se zmanjšuje.** Letošnje delovanje denarne politike, predvsem pa junijska epizoda, predstavljata jasen znak, da se stanje denarne

politike oblikuje vedno bolj endogeno, saj se Banka Slovenija znižanju obrestnih mer ni mogla izogniti.

**Ohranjanje visokega stanja sterilizacijskih vrednostnih papirjev je bilo usmerjeno v postopno in kontrolirano sproščanje steriliziranih sredstev pri uravnavanju ponudbe denarja.** Zato intenzivnejša uporaba "aktivnih" instrumentov denarne politike (repo deviznih BZBS, lombardno posojilo...) ni bila mogoča, saj je večji del ponudbe primarnega denarja izviral iz obsežne začasne prodaje deviz Banki Slovenije z obveznim povratnim odkupom čez sedem dni. V prvih osmih mesecih letošnjega leta je Banka Slovenije prek začasnega odkupa deviz neto izdala za 120,5 mlrd SIT primarnega denarja, vendar ga je hkrati s ponudbo tolarskih BZ neto umaknila iz obtoka za 121,7 mlrd SIT. Neto porast primarnega denarja je v letošnjem letu do avgusta 2003 je znašal zgolj 4,6% (medletno 11,7%).

\* \* \*

**Banka Slovenije je vodila ustrezno denarno politiko, usmerjeno v postopno in vzdržno zniževanje inflacije.** Ta še nadalje temelji na prilagajanju nominalnih obrestnih mer inflacijskim pričakovanjem in zapiranju nepokrite obrestne paritete tako z obrestnimi merami kot z dinamiko deviznega tečaja. Ustrezna raven realnih obrestnih mer, obvladovanje ponudbe denarja ter postopna stabilizacija deviznega tečaja so bili ključ, da **tudi v letošnjem letu ni bilo inflacijskih pritiskov monetarne narave.**

Tabela 3.1: Uporaba pravila nepokrite obrestne paritete v letih 2002 in 2003

mesec	Sprememba				Raven			
	TBZ 60 dni	"swap rate"	signalizirana dinamika tečaja	obr. mera ECB refinanciranje	TBZ 60 dni	"swap rate"	signalizirana dinamika tečaja	obr. mera ECB refinanciranje
<b>Uporaba pravila nepokrite obrestne paritete v 2002</b>								
januar					7.5	5.0	4.0	3.25
januar	0.25	0	0	0	7.75	5.0	4.0	3.25
marec	0.25	0	0	0	8.0	5.0	4.0	3.25
april	0.25	-0.25	-0.25	0	8.25	4.75	3.75	3.25
maj	0.5	0	0	0	8.75	4.75	3.75	3.25
december	-0.5	-0.25	-0.25	-0.5	8.25	4.5	3.5	2.75
<b>Uporaba pravila nepokrite obrestne paritete v 2003</b>								
marec	-0.75	-0.5	-0.5	-0.25	7.5	4.0	3.0	2.50
maj	-0.25	0	0	0	7.25	4.0	3.0	2.50
junij	-0.75	-0.5	-0.2	-0.5	6.5	3.5	2.8	2.0
oktober	-0.25	0	0	0	6.25	3.5	2.8	2.0

Vir: Banka Slovenije

## Okvir 3.2.

### Kronološki pregled delovanja Banke Slovenije na monetarnem področju v letu 2003

#### 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.

#### 3. - 7. april 2003

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

#### 14. maj 2003

- Banka Slovenije zniža tako pasivne kot aktivne obrestne mere za svoje instrumente. Na pasivni strani zniža obrestno mero za 60 dnevne tolarske blagajniške zapise s 7,50% na 7,25% in obrestno mero za 270 dnevne tolarske blagajniške zapise z 8,75% na 8,25%. Na aktivni strani pa zniža obrestno mero za začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju z 8,25% na 8,0% in obrestno mero za lombardno posojilo z 9,75% na 9,0%.

#### 11. junij 2003

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

#### 30. junij 2003

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

#### 1. julij 2003

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

#### 9. - 23. julij 2003

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

#### 26. - 28. avgust 2003

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

#### 2. oktober 2003

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

## 4. PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ DO KONCA LETA 2005<sup>3</sup>

Gospodarska rast bo letos in v prihodnjih letih relativno nizka. V letu 2003 bo BDP porasel za okoli 2,5%, ob počasni rasti svetovnega gospodarstva in postopni krepitvi domačega povpraševanja pa se bo rast BDP do leta 2005 povečevala le postopoma. Pričakujemo, da se bo postopno umirjanje inflacijskih pritiskov nadaljevalo. Napovedi kažejo, da bo stopnja rasti cen ob koncu letošnjega leta znašala okoli 5%, ob koncu leta 2004 3,5%, ter ob koncu leta 2005 blizu 3%.

V prvem delu napovedi so predstavljena predvidena gibanja izbranih dejavnikov iz mednarodnega okolja. Sledi opis projekcij gospodarske aktivnosti, zaposlenosti in plač. Tretji del prikazuje gibanje domačega povpraševanja po komponentah trošenja. Zunanje ravnovesje in pogoje financiranja analiziramo v četrtem in petem delu. V zadnjem delu predstavljamo napovedi gibanja cen. Povzetek napovedi in primerjavo z ocenami iz maja 2003 najdemo v tabeli 4.8 na koncu poglavja.

### 4.1 Mednarodno okolje

**Iz mednarodnega okolja prihajajo relativno neugodni signali glede le počasne rasti svetovnega gospodarstva ter ugodni signali glede inflacijskih pritiskov iz tujine. Negotovosti v mednarodnem okolju so tako še vedno prisotne, a v manjšem obsegu kot ob izdelavi predhodnih projekcij.** V mednarodnem okolju vlada določena mera optimizma, ki pa ni enakomerno porazdeljena po regijah. Relativno pesimistično razpoloženje je še posebej očitno v državah EU, ki predstavljajo najpomembnejši trg slovenskih izvoznikov. Zaradi le postopne rasti svetovnega gospodarstva ne pričakujemo bistvenih cenovnih pritiskov v tujini s strani povpraševanja. Tudi napovedi o gibanju cen nafte in cen primarnih surovin kažejo na njihovo umirjanje, kljub temu, da bodo slednje letos rastle

---

<sup>3</sup> Napovedi so bile narejene na podlagi podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 5. septembra 2003. Projekcija makroekonomskih dejavnikov, predstavljena v tem poglavju, sloni na predpostavkah o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja in na nekaterih domačih dejavnikih, ki so pogojeni z odločitvami ekonomskih politik. Dejavniki, ki so predmet domačih makroekonomskih politik, se oblikujejo izven opravljenega napovedovalnega procesa, in se zato lahko še spreminjajo glede na realizirana ali pričakovana gospodarska gibanja. Zato je potrebno na napovedi gledati kot na scenarij, ki se lahko spremeni ob zasukih eksogeno določenih predpostavk iz mednarodnega okolja ali zaradi sprememb domačih ekonomskih politik. Domači dejavniki, ki so pod vplivom ekonomskih politik, in so eksogeno vključeni v proces izdelave napovedi, so gibanje tečaja tolarja, trošenje in investiranje javnega sektorja, plače v javnem sektorju, gibanje nadzorovanih cen in druge spremenljivke fiskalne narave. Napovedi so torej narejene pod predpostavko nespremenjene denarne in tečajne politike, kot je bila načrtovana v dosedanjih dokumentih o usmeritvah denarne politike.



precej hitreje od naših pričakovanj. Prav nekateri dejavniki, ki bi lahko odložili padec cen nafte (politične razmere v velikih proizvajalkah nafte, preskrba z nafto), oziroma se v cenah primarnih surovin še niso popolnoma odrazili (vremenske razmere in cene hrane), predstavljajo najpomembnejši dejavnik tveganja, ki bi lahko povzročil občutnejše inflacijske pritiske iz tujine.

Tabela 4.1: Eksogene spremenljivke iz mednarodnega okolja in primerjava z vrednostmi iz prejšnjih napovedi

	2000	2001	2002	2003			2004			2005		
				Maj 03	Okt 03	razlika	Maj 03	Okt 03	razlika	Maj 03	Okt 03	razlika
Tuje povpraševanje	9.8	4.5	2.7	6.1	4.0	-2.1	7.6	6.0	-1.6	...	6.0	...
USD/EUR	0.924	0.895	0.944	1.050	1.100	0.050	1.060	1.100	0.040	...	1.100	...
Nafta USD/sodček	28.5	24.4	25.0	29.0	28.5	-0.5	25.0	27.0	2.0	...	27.0	...
Primarne surovine	3.2	-6.5	4.6	4.5	8.0	3.5	3.0	3.0	0.0	...	3.0	...
Inflacija v EMU	2.3	2.6	2.2	1.7	2.0	0.3	1.6	2.0	0.4	...	2.0	...
PPI Nemčija	3.3	1.3	-0.3	0.8	1.3	0.5	1.2	0.6	-0.6	...	0.6	...
EURIBOR 3m	4.4	4.3	3.3	2.4	2.4	0.0	2.7	2.4	-0.3	...	3.0	...

Opomba: Za večino spremenljivk, predstavljenih v tabeli velja, da tuje institucije se niso objavile svojih napovedi za leto 2005. Zato smo za leto 2005 pri teh spremenljivkah predpostavili enake vrednosti kot znašajo napovedi za leto 2004.

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

**Povpraševanje v glavnih trgovinskih partnericah naj bi se letos le počasi krepilo, nekoliko bolj očitno pa bo šele v letu 2004.** Občutno nižja ocena ravni povpraševanja iz tujine v letošnjem in naslednjem letu je predvsem posledica počasne rasti v državah EU ter nekoliko bolj umirjenega povpraševanja iz držav vzhodne in jugovzhodne Evrope.

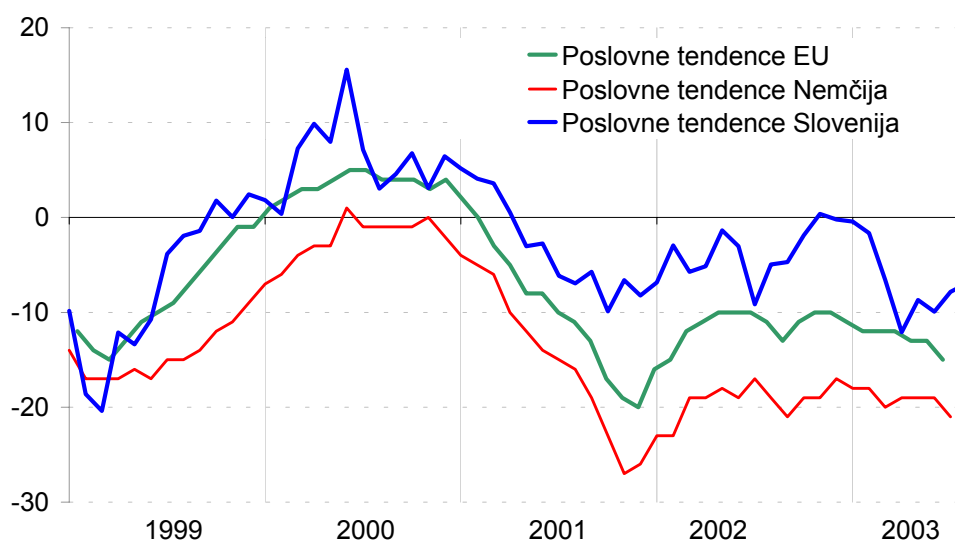
**K postopni rasti v državah EU naj bi prispevala predvsem povečana vrednost eura in rastoči realni prejemki prebivalstva.** Ta dva dejavnika naj bi po ocenah spodbudila domače trošenje. Poleg tega naj bi k višji rasti pripomoglo tudi večje izvozno povpraševanje, ki naj bi ga sprožila relativno hitra rast tako končnega kot investicijskega trošenja v ZDA. Kljub temu rast v Zahodni Evropi še ni tako očitna kot v ZDA in v Aziji - nekatere države EU so v prvi polovici leta 2003 beležile celo negativno rast BDP - pa tudi rezultati anket o gospodarski klimi zaenkrat kažejo precej pesimistično sliko. Glavno oviro procesu povečevanja gospodarske rasti v EU trenutno predstavlja omejevanje državne porabe zaradi izpolnjevanja določil Pakta o stabilnosti in rasti. V omejevanje proračunskih izdatkov so

najbolj prisiljene največje države (Nemčija, Francija, Italija), kjer je raven gospodarske aktivnosti hkrati med najnižjimi v državah EMU.

### **Tveganja, povezana s poslovanjem z državami bivše Jugoslavije, se povečujejo.**

Hrvaška se spopada z visokim primanjkljajem v tekočem računu in v proračunski blagajni, v ostalih državah bivše Jugoslavije pa se pojavljajo vedno večje težave, povezane s financiranjem relativno visoke ravni trošenja. Medtem ruski trg ob visokih cenah nafte ostaja relativno stabilen. Zato ocenjujemo, da se bo povpraševanje iz držav vzhodne in jugovzhodne Evrope v primerjavi s preteklimi leti nekoliko umirilo, a naj bi še ostalo na relativno visoki ravni.

Slika 4.1: Poslovne tendence v Sloveniji in v tujini

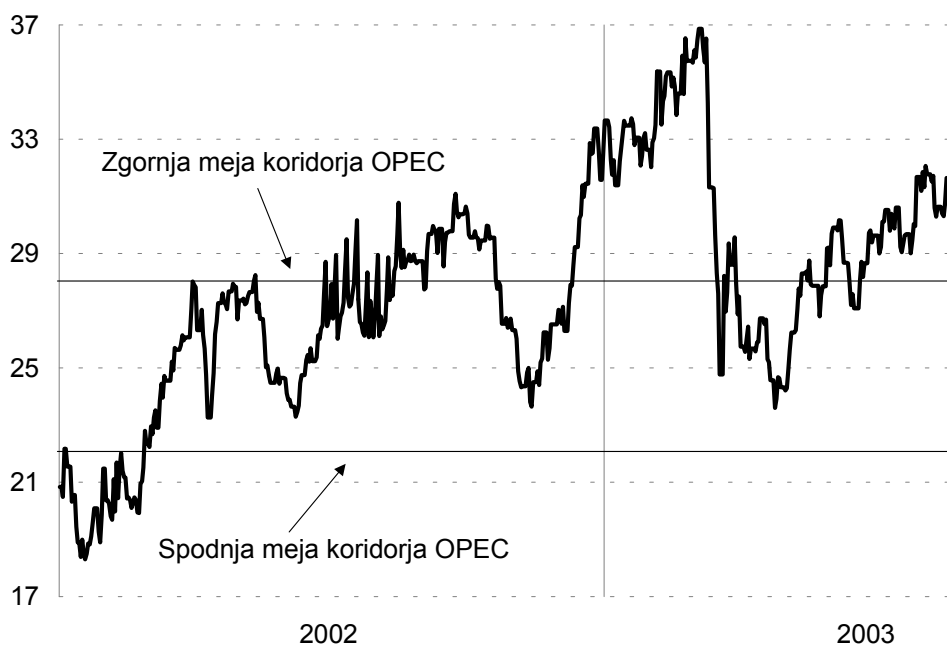


Vir: SURS; ARC: desezoniranje za Slovenijo

**Euro se je letos močno okrepil, pričakovanja glede bodočega gibanja razmerja EUR/USD pa so relativno negotova.** Euro je v prvih osmih mesecih leta 2003 glede na isto obdobje 2002 v primerjavi z dolarjem pridobil skoraj 18%. Zaradi velikih geopolitičnih napetosti in s tem povezane negotovosti investitorji v začetku leta niso bili pripravljeni financirati poglobljenih neravnotežij v ZDA. Kljub temu je v drugi polovici avgusta zaradi izboljšanih izgledov o gospodarski rasti v ZDA v primerjavi z euro območjem prišlo do ponovnega naraščanja vrednosti USD. Zaradi precejšnje negotovosti, povezane s prihodnjim gibanjem medvalutnih razmerij smo uporabili tehnično predpostavko o nespremenjenem razmerju do konca obdobja napovedi glede na povprečje v zadnjem mesecu (avgustu) pred izdelavo napovedi.

**V letošnjem letu se niso popolnoma uresničili niti pesimistični niti optimistični scenariji glede gibanja cen nafte zaradi vojne v Iraku.** Cena nafte tudi po uradnem koncu konfliktov in prvotnem padcu s 35 USD/sod v okvir OPEC-ovega koridorja vztraja na visoki ravni. Vztrajanje cen na visoki ravni je predvsem posledica nizkih zalog nafte in počasnejšega povečanja obsega načrpane nafte v Iraku, kot so analitiki pričakovali pred začetkom vojne. V letih 2004 in 2005 bo zaradi obnovitve gospodarske aktivnosti v svetu cena nafte na ravni okoli 27 USD/sod, kar predstavlja zgornji del koridorja OPEC in je v skladu z zadnjim znižanjem kvot za črpanje nafte.

Slika 4.2: Gibanje cen nafte (nafta Brent, USD/sod)



Vir: Reuters

**Rast cen primarnih surovin bo ostala na relativno visoki ravni.** Cene primarnih surovin so tako kot ob koncu lanskega leta tudi letos rastle precej hitro, a se je dinamika rasti kljub temu umirjala. Hitra rast ob koncu lanskega leta je bila posledica neugodnih političnih in vremenskih razmer v državah proizvajalkah. V cenah primarnih surovin oziroma predvsem v cenah hrane se še niso popolnoma odrazile neugodne vremenske razmere iz letošnjega leta. Zato ocenjujemo, da bo rast cen primarnih surovin ostala na visoki ravni.

**Inflacija v euro območju se bo gibala blizu ciljne vrednosti ECB v višini 2%.** Razloga za relativno nizko rast cen v EMU sta predvsem a) napovedi o le počasnem povečevanju gospodarske rasti ter b) višja vrednost eura glede na preteklo leto v kombinaciji z umirjanjem cen energentov. ECB je svojo zadnjo oceno o gibanju cen objavila junija (1,8%-2,2% v letu

2003 oziroma 0,7%-1,9% v letu 2004). K nekoliko nižjim napovedim inflacije glede na napovedi iz decembra 2002 naj bi največ prispevale nižje cene nafte in povečana vrednost eura. Ob tem so se napovedi tujih institucij o rasti cen proizvajalcev v Nemčiji za leto 2003 nekoliko povečale. Cene proizvajalcev v tujini so namreč v prvi polovici leta rasle hitreje predvsem zaradi visokih cen energentov.

**Obrestne mere na EUR so bile letos zelo nizke.** Pri tem so se obrestne mere v začetku druge polovice leta znižale na relativno nizko raven. Zaradi nekoliko višje inflacije od pričakovane v euro območju, je tudi predpostavka o obrestnih merah v letu 2003 ostala nespremenjena. Pričakujemo, da bodo povprečne obrestne mere v letu 2004 ostale na doseženi ravni iz druge polovice leta 2003. Ocenjujemo, da se bodo obrestne mere v tujini zaradi hitrejše rasti gospodarstva in povečanih inflacijskih pritiskov v letu 2005 nekoliko zvišale.

## 4.2 Aktivnost, zaposlenost in plače

**Domača gospodarska aktivnost bo v celotnem obdobju napovedi precej nizka.** Napovedi domače gospodarske rasti za letošnje in prihodnje leto smo znižali predvsem zaradi pričakovanega manjšega povpraševanja iz tujine. Domača gospodarska aktivnost bo tako v letu 2003 rasla še nekoliko počasneje kot v prejšnjem letu in se bo povečala samo za okoli 2,5%. Ob postopnem povečevanju povpraševanja iz tujine se bo tudi domača aktivnost le postopoma krepila in bo leta 2004 znašala 3,3%. Kljub počasnejši rasti od dosežene v preteklem desetletju, se bo tako nadaljevalo vzdrževanje gospodarske rasti, ki bo v Sloveniji glede na EU višja za približno 2 odstotni točki.

Tabela 4.2: Gospodarska aktivnost, zaposlenost in plače

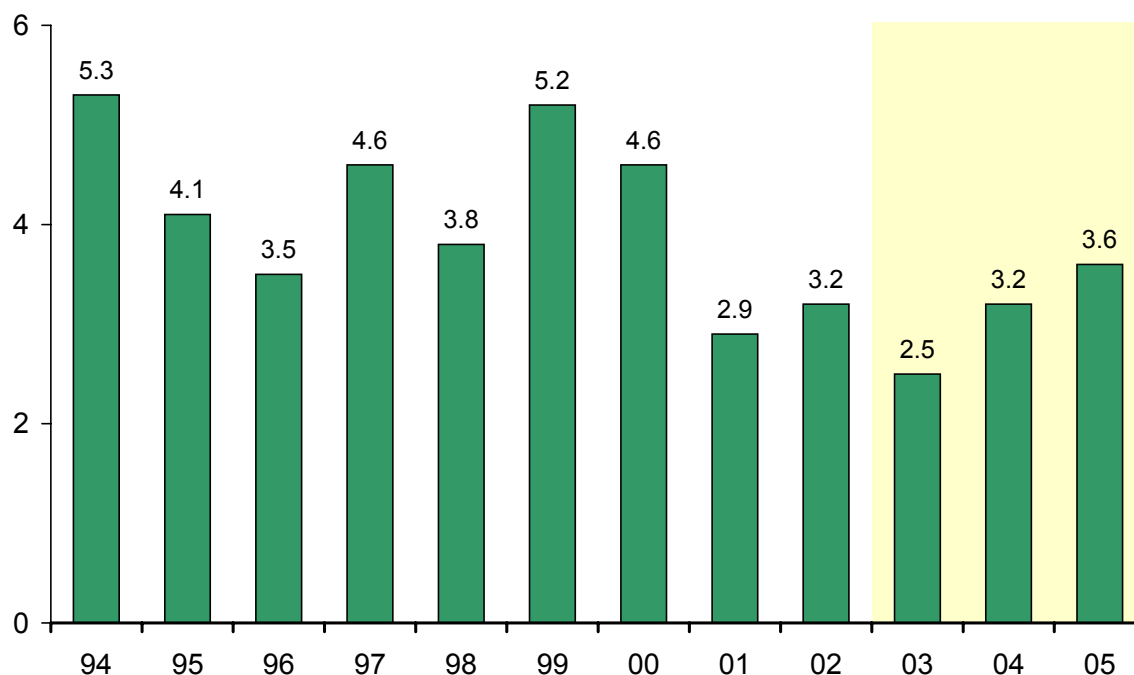
				Napoved			2003			2004			2005		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Napovedi predhodne	nove	razlika	Napovedi predhodne	nove	razlika	Napovedi predhodne	nove	razlika
	realne letne stopnje rasti v %														
Realni BDP	4.6	2.9	3.2	2.5	3.2	3.6	3.0	2.5	-0.5	3.9	3.2	-0.7	...	3.6	...
BDP/prebivalca ( v USD)	9,438	9,666	10,901	13,428	14,041	14,954	12,348	13,428	1,080	13,365	14,041	676	...	14,954	...
Zaposlenost	1.1	1.0	0.4	-0.4	0.1	0.1	0.3	-0.4	-0.7	0.5	0.1	-0.4	...	0.1	...
Neto plače	1.4	3.1	2.1	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	0.0	2.4	2.3	-0.1	...	2.3	...
Produktivnost	3.5	2.0	2.8	2.9	3.1	3.4	2.7	2.9	0.2	3.4	3.1	-0.3	...	3.4	...

Vir: ARC

**Na trgu dela pričakujemo v tem in v naslednjih dveh letih zaostrovanje razmer.** To se bo kazalo predvsem v počasni rasti zaposlenosti. Ta bo posledica precej negotovih razmer v

gospodarstvu in zamika, s katerim bodo na gospodarstvo delovale neugodne razmere v tujini. Rast zaposlenosti je bila v letošnjem letu zelo nizka in se je glede na gibanja ob koncu leta 2002 le rahlo izboljšala. Čeprav so rezultati anket o pričakovanjih glede bodočih možnostih zaposlovanja relativno optimistični, podatki tega še ne potrjujejo. Zato smo glede rasti zaposlovanja v tokratnih napovedih precej bolj pesimistični, v skladu s počasno dinamiko rasti gospodarstva. To velja tako za zasebni sektor, kot tudi za javni sektor, kjer so takšna gibanja v skladu z načrtovanimi restriktivnimi ukrepi Vlade glede zaposlovanja v državnem sektorju.

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



Vir: ARC

**Pričakujemo, da bodo plače v prihodnjih nekaj letih rasle dokaj umirjeno.** Realna rast plač bo znašala nekaj nad 2%, nominalna stopnja rasti pa se bo spustila s povprečja 7,9% v letu 2003 na okoli 5,6% v letu 2005. S tem bo rast plač zaostajala za predvideno rastjo produktivnosti. K umirjeni rasti plač bosta največ prispevala upočasnjena konjunktura ter dogovora s sindikati zaposlenih v javnem sektorju glede nadomestitve uskladitve plač z vplačilom v sklad pokojninskega zavarovanja v avgustu 2003 in dogovor glede bodočega usklajevanja plač, ki odpravlja nekatere togosti pri prejšnjem sistemu indeksacije. S takšnim pristopom socialni partnerji omogočajo nadaljevanje izvajanja omejevalne dohodkovne

politike, kar je še posebej pomembno ob pričakovanih spremembah na področju manjše avtonomnosti denarne politike zaradi vstopanja v evropske ekonomske integracije.

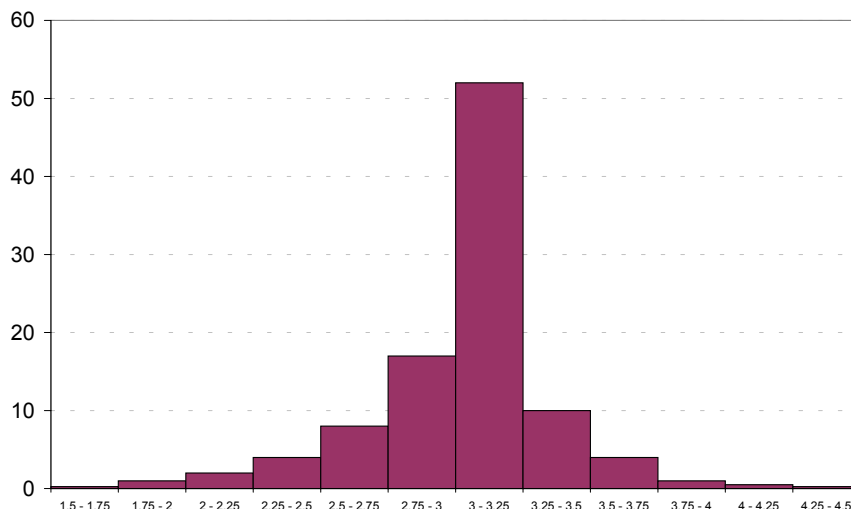
#### Okvir 4.1 Dejavniki tveganja napovedi

Ocenjujemo, da je ob danih predpostavkah in tveganjih verjetnost, da se bo rast BDP v letu 2004 gibala med 3% in 3,25%, večja od 50%, verjetnost, da bo gospodarska aktivnost rasla med 2,75% in 3,25% pa je skoraj 70%. Najpomembnejši dejavniki tveganja, ki lahko povzročijo bistveno odstopanje gibanja gospodarske aktivnosti od tokratnih napovedi so:

- Dodaten zamik pri obnovitvi povpraševanja iz najpomembnejših zunanjetrgovinskih partnericah, ki bi preko počasnejše rasti izvoza in posledično nepopolno izraženega investicijskega cikla, odložil povečevanje rasti slovenskega gospodarstva;
- Gibanje obrestnih mer in vključevanje obrestnih prihodkov v obračun dohodnine ter s tem povezana možnost občutnejšega povečanja domačega trošenja v kombinaciji s sprostitvijo dela sredstev Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme;
- Dohodkovna politika, ki bi predvsem v javnem sektorju odstopala od načrtane restriktivnosti v letu pred in po parlamentarnih volitvah in omogočila prekomerno trošenje gospodinjstev;
- Prekomerno trošenje gospodinjstev pred vstopom v EU zaradi izteka davčnih ugodnosti (povrnitev davka) oziroma po vstopu v EU zaradi odpravljenih administrativnih postopkov na meji;
- Delovanje fiskalne politike v razmerah potencialnih slabših gospodarskih razmer, ki bi omejevala investicijske izdatke ali pa povečevala obdavčevanje;
- Neugodno gibanje cen nafte in primarnih surovin, ki bi vplivalo na uvozne cene in zmanjševalo konkurenčnost domačega gospodarstva;
- Nesposobnost sofinanciranja projektov in s tem porabe transferjev iz EU, kar bi poslabšalo saldo tekočega računa plačilne bilance in omejevalo potencialno rast slovenskega gospodarstva.

Opredelitev navedenih tveganj po naših ocenah pokaže, da obstaja večja verjetnost, da bo predvsem zaradi možnega zamika pri rasti povpraševanja iz tujine in možnosti, da bi bila večina prekomernega trošenja uvožno naravnana, dejanska rast BDP v letu 2004 še nekoliko nižja od vrednosti 3,2% v osnovnem scenariju.

Slika: Porazdelitev tveganja za napoved BDP v letu 2004 (verjetnosti v %)



#### 4.3 Komponente trošenja BDP

**Domače trošenje bo v prihodnjih letih postalo osnovni generator gospodarske rasti.** Domače povpraševanje je ob usihanju povpraševanja iz tujine že od druge polovice leta

2002 osnovno gonilo gospodarske rasti. Prispevek trošenja gospodinjstev in investicij je pri tem približno enak, čeprav so bile stopnje rasti izdatkov za investicije v zadnjem obdobju relativno visoke. Pričakujemo, da se bo podobna rast komponent domačega povpraševanja nadaljevala tudi v naslednjih nekaj letih, vendar z nekoliko bolj umirjenim tempom ter tako ne bo predstavljala bistvenih inflacijskih pritiskov. Prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti bo v prihodnjem obdobju sicer negativen, a bo negativen učinek s pričakovano ponovno gospodarsko rastjo v trgovinskih partnericah postopoma pojenjal. Glede na zadnje napovedi iz maja smo največja popravka opravili pri investicijskem trošenju in trošenju države<sup>4</sup>.

Tabela 4.3: Komponente povpraševanja

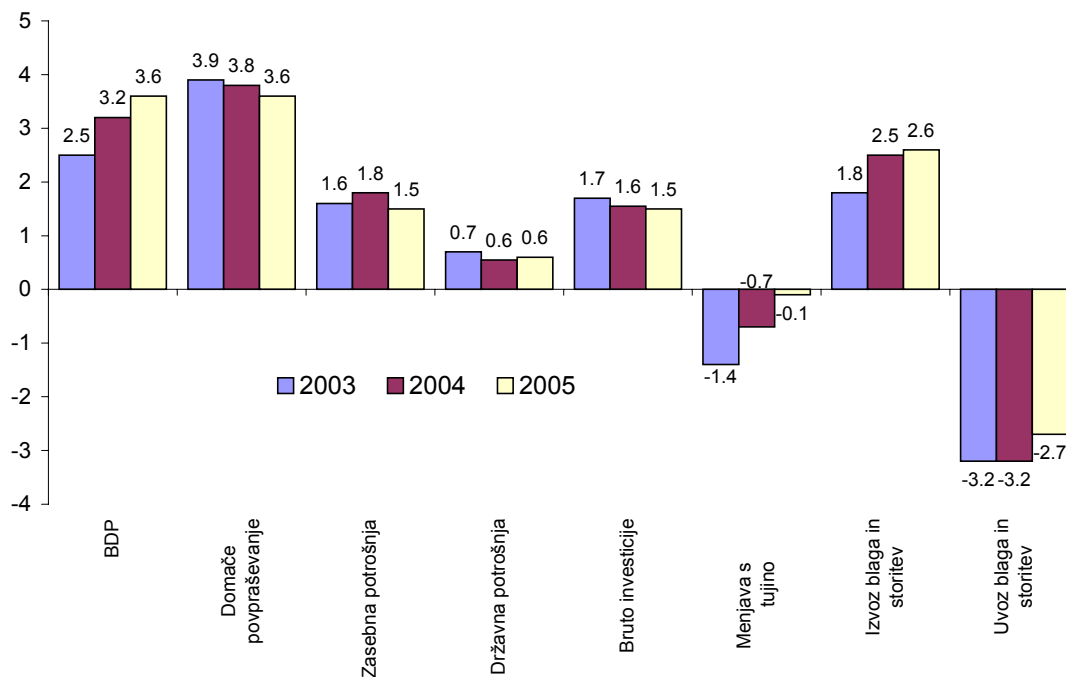
	Napoved						2003			2004			2005		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Napovedi predhodne	nove	razlika	Napovedi predhodne	nove	razlika	Napovedi predhodne	nove	razlika
	realne letne stopnje rasti v %														
Bruto domači proizvod	4.2	2.9	3.2	2.5	3.2	3.6	3.0	2.5	-0.5	3.9	3.2	-0.7	...	3.6	...
Domače povpraševanje	0.6	1.0	2.5	3.9	3.8	3.6	3.2	3.9	0.7	4.2	3.8	-0.4	...	3.6	...
Potrošnja gospodinjstev	0.8	2.6	2.0	2.9	3.1	2.9	2.8	2.9	0.1	3.3	3.1	-0.2	...	2.9	...
Potrošnja države	3.1	4.0	2.7	3.3	2.8	2.7	1.9	3.3	1.4	2.3	2.8	0.5	...	2.7	...
Bruto investicije	-1.5	-4.6	3.7	6.8	6.1	5.7	5.2	6.8	1.6	7.4	6.1	-1.3	...	5.7	...
Izvoz blaga in storitev	12.7	6.4	6.1	3.0	4.1	4.2	6.4	3.0	-3.4	6.0	4.1	-1.9	...	4.2	...
Uvoz blaga in storitev	6.1	3.0	4.8	5.3	5.1	4.2	6.6	5.3	-1.3	6.5	5.1	-1.4	...	4.2	...

Vir. ARC

**Relativno visoki ravni investiranja države se bo v prihodnjem obdobju pridružilo še povečano investiranje zasebnega sektorja.** Ocenjujemo, da bodo med investicijskimi izdatki predvsem v letu 2003 še prevladovali investicije države, do zagona investicij zasebnega sektorja v naslednjih letih pa bo prišlo predvsem zaradi ugodnih pogojev financiranja, posrednega vpliva državnih investicij v infrastrukturo, delne sprostitev sredstev iz Nacionalne varčevalne sheme ter postopnega obnavljanja investicijskega cikla. Na obnovo investicijskega cikla bo vplivalo tudi povečevanje povpraševanja iz tujine, ki bo od podjetij zahtevalo izgradnjo dodatnih proizvodnih kapacitet. K ugodnim pogojem financiranja investicijskih izdatkov bodo prispevale tudi pričakovane nizke obrestne mere doma in v tujini. Prispevek trošenja države h gospodarski rasti bo kljub realni rasti blizu 3% v naslednjih nekaj letih nekoliko nižji od prispevka v zadnjih nekaj letih.

<sup>4</sup> Popravek navzgor pri trošenju države je predvsem posledica popravljene predpostavke o rasti plač v javnem sektorju. Tudi visoka rast trošenja države v prvem polletju 2003 (3,5%) odraža predvsem nizek deflator oziroma tako nizko rast cen življenjskih potrebščin kot nizko rast plač v javnem sektorju. Deflator trošenja države je v prvem polletju 2003 medletno porasel za 5,6%, v prvem polletju 2002 pa za 9,3%. Na podlagi gibanja cen življenjskih potrebščin in plač v javnem sektorju s pomočjo uteži določimo tudi gibanje deflatorja državne porabe v naših projekcijah.

Slika 4.4: Prispevek posameznih komponent trošenja k rasti BDP v obdobju 2003 - 2005 (v odstotnih točkah)



Vir: ARC

**V naslednjih nekaj letih pričakujemo višje trošenje gospodinjstev.** Stopnje rasti porabe gospodinjstev so v prvi polovici leta 2003 naraščale. Kljub pričakovanem dodatnem porastu porabe pa pričakujemo, da se bo dinamika v prihodnosti nekoliko umirila. Relativno zmerna rast zasebne potrošnje v naslednjih letih zato ob danih predpostavkah o delovanju ekonomske politike po naših ocenah ne pomeni pomembne grožnje za izbruh povpraševanja. Proti večjemu porastu trošenja gospodinjstev govorijo predvsem:

- nizka rast plač,
- negotove gospodarske razmere v tujini, ki se prenašajo v domačo ekonomijo tudi na trgu dela, kjer pričakujemo slabše razmere kot v predhodnih napovedih in
- potreba po dolgoročnem varčevanju zaradi strukturnih sprememb (dodatno pokojninsko varčevanje, Nacionalna stanovanjska varčevalna shema).

Kljub temu prav pri porabi gospodinjstev zaradi institucionalnih in pričakovanih obnašalnih sprememb v delovanju ekonomske politike obstajajo določena tveganja, ki bi lahko prispevala k bistveni pospežitvi porabe gospodinjstev v prihodnje:



- zaradi zniževanja obrestnih mer kot posledice nominalne konvergence k državam EU, ki bo destimulativno vplivalo na donose vlog pri poslovnih bankah, bi se lahko zgodil preskok iz varčevanja v povečano trošenje prebivalstva,
- pričakovana vključitev obrestnih prihodkov v obračun dohodnine,
- pričakovanje obnove cikla trajnih dobrin, ki je nazadnje dosegel vrh leta 1999, in je bil v preteklosti večinoma sprožen zaradi dejavnikov dohodkovne in fiskalne politike<sup>5</sup> in
- sprostitev prvega dela sredstev Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme bo pomenila, da se bo povečal razpoložljivi dohodek prebivalstva.

#### 4.4 Plačilna bilanca

**Saldo tekočega računa se bo v prihodnjih letih poslabšal.** Za leti 2003 in 2004 smo v primerjavi s predhodnimi napovedmi močno navzdol popravili projekcije salda tekočega računa. Projekcije kažejo, da se utegne saldo tekočega računa v letu 2005 še dodatno poslabšati. Pogoji menjave so letos na gibanja v tekočem računu vplivali negativno in tako niso bili dejavnik, ki bi najpomembneje prispeval k ohranjanju presežka, kot smo predpostavljali maja. Tudi počasna rast povpraševanja iz tujine je prispevala k oceni o primanjkljaju v tekočem računu, poleg tega pa se v skladu s predhodnimi projekcijami krepi uvozno naravnano domače povpraševanje.

Tabela 4.4: Tekoči račun plačilne bilance

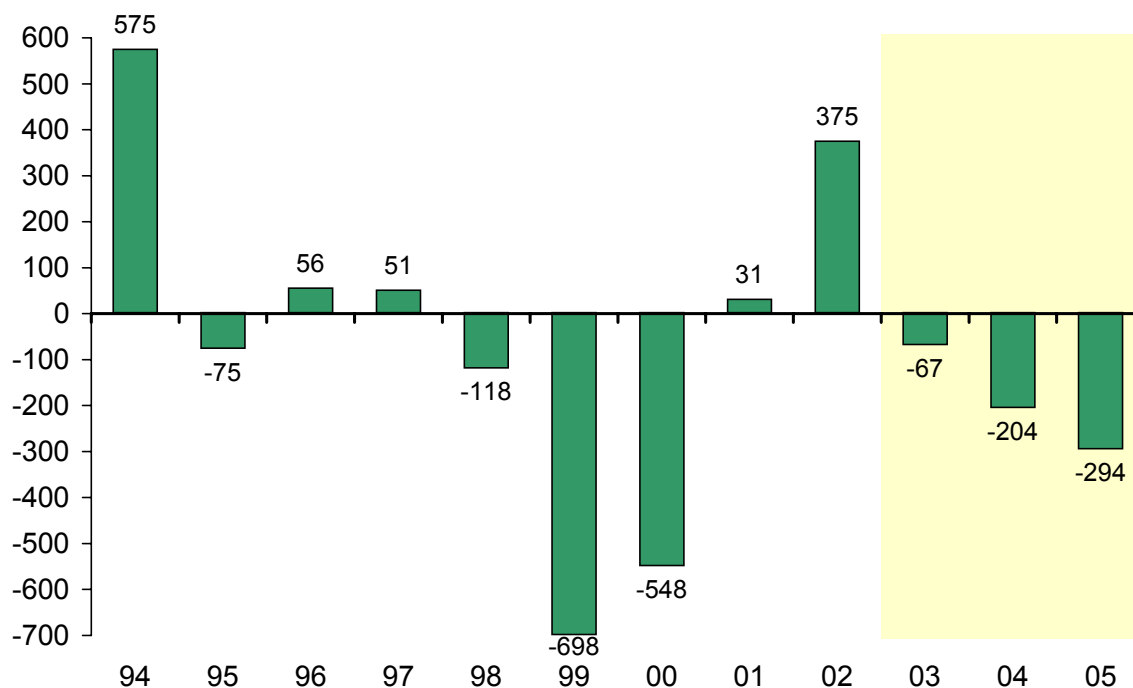
				Napoved			2003			2004			2005		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Napoved		Napoved		Napoved		Napoved		
							predhodna	nova	razlika	predhodna	nova	razlika	predhodna	nova	razlika
Izvoz blaga in storitev	12.7	6.4	6.1	3.0	4.1	4.2	6.4	3.0	-3.4	6.0	4.1	-1.9	...	4.2	...
Uvoz blaga in storitev	6.1	3.0	4.8	5.3	5.1	4.2	6.6	5.3	-1.3	6.5	5.1	-1.4	...	4.2	...
Tekoči račun: v mio USD	-548	31	375	-67	-204	-294	595	-67	-662	760	-204	-964	...	-294	...
v % BDP	-3.0	0.2	1.8	-0.3	-0.7	-1.0	2.4	-0.3	-2.7	2.8	-0.7	-3.5	...	-1.0	...
Pogoji menjave	-5.2	0.9	1.9	-0.7	0.3	0.1	1.5	-0.7	-2.2	1.3	0.3	-1.0	...	0.1	...

Vir: ARC

**Ocenjujemo, da se bo presežek v tekočih transakcijah iz 375 mio USD v letu 2002 spremenil v primanjkljaj v višini okrog 70 mio USD v letu 2003.** Delež presežka tekočih transakcij se bo tako iz 1,8% BDP v letu 2002 prelevil v primanjkljaj na ravni 0,3% BDP v letošnjem letu. V letih 2004 in 2005 se bo primanjkljaj še nekoliko poglobil in bo znašal približno 210 mio USD oziroma 290 mio USD, kar ustreza ravni 0,7% BDP oziroma 1,0% BDP.

<sup>5</sup> Glej Okvir 4.1 v »Uresničevanju kratkoročnih usmeritev denarne politike« iz maja 2003.

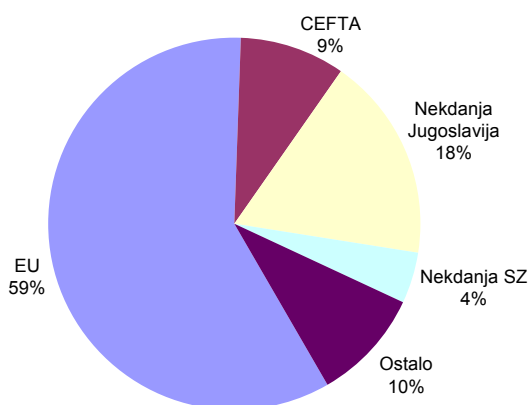
Slika 4.7: Tekoči račun plačilne bilance (mio USD)



Vir: ARC

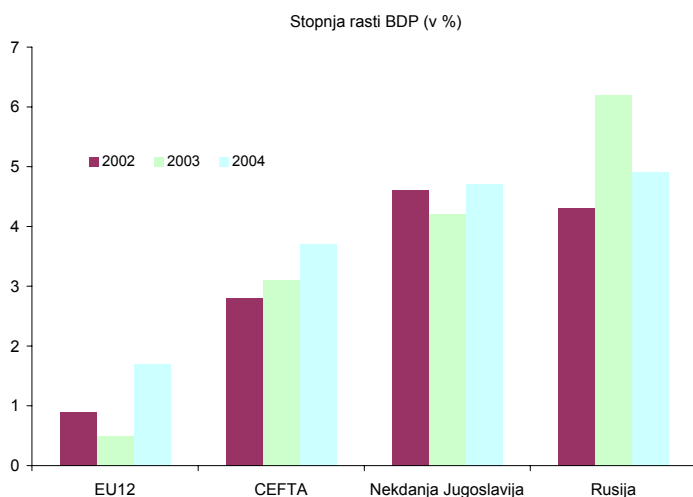
**Količinski izvoz blaga bo še nadalje zelo skromen.** Rast realnega izvoza blaga v letu 2003 se bo glede na napovedi iz maja zmanjšala za skoraj 5 odstotnih točk na 1,6%, v letu

Izvoz Slovenije 1-7 2003 (v % celotnega izvoza)



2004 pa se bo glede na zadnje napovedi zmanjšala za dve odstotni točki na 4,2%. V letu 2005 se bo rast količinskega izvoza okrepila na raven okoli 6% ob dokončni obnovi povpraševanja iz trgovinskih partneric. Na tako pesimistično napoved rasti količinskega izvoza blaga v letih 2003 in 2004 vpliva predvsem izjemno počasna rast svetovnega

gospodarstva. Uvozno povpraševanje bo v partnericah iz EU, kamor Slovenija izvažata daleč največji delež celotnega izvoza, ob dodatnem poslabšanju, v letu 2003 le postopoma okrevalo. V naslednjih letih se bo nadaljevala tudi nadpovprečna – a glede na nekaj preteklih let precej manj dinamično – krepitev blagovne menjave z državami CEFTA, nekdanje Jugoslavije in SZ. Precejšnja mera negotovosti še vedno obstaja tako zaradi nadaljnega zniževanja ocen o gospodarski rasti v državah EU, predvsem v Franciji, Italiji in Nemčiji, kot



zaradi vprašanja vzdržnosti povpraševanja iz držav CEFTA ter držav nekdanje Jugoslavije. Vse navedene države se spopadajo z javno-finančnimi primanjkljaji, države CEFTA-e in nekdanje Jugoslavije pa še z visokimi primanjkljaji v tekočih računih plačilne bilance oziroma težavami glede financiranja le-

teh.

**Uvoza blaga se bo kljub postopni rasti domačega povpraševanja le postopoma povečeval.** V letih 2003 in 2004 bo realna rast uvoza blaga zelo podobna in bo znašala nekaj nad 4%. Dinamika količinske rasti uvoza se bo upočasnila predvsem zaradi počasnejše rasti uvoza repromateriala, ki sledi počasni rasti BDP ter umirjeni rasti količinskega izvoza blaga. Nekoliko hitreje kot v zadnjih dveh letih se bo krepil uvoz investicijskega blaga. Njegova rast v letu 2003 je precej visoka predvsem zaradi visoke realizacije v prvih dveh četrtletjih. Kljub temu, da bo rast ostala na relativno visoki ravni, pa pričakujemo njegovo postopno umirjanje. V skladu z gibanjem trošenja gospodinjstev se bo še naprej rahlo krepil uvoz blaga za široko potrošnjo.

**Pogoji menjave bodo negativno vplivali na saldo tekočega računa.** Ocenjujemo, da se bodo v letu 2003 dolarske cene izvoza povečale za 16,5%, uvozne dolarske cene pa za 17,3%. Tako bodo izvozne cene v letih 2004 in 2005 spet rahlo prehitvale uvozne cene. Glavna razloga za razliko v gibanju izvoznih in uvoznih cen v letu 2003 glede na predhodne napovedi sta visoka rast cen primarnih surovin ter ostalih cen v mednarodnem okolju. Poleg tega za leto 2004 predvidevamo višje cene nafte, ki bodo glede na predhodne napovedi prav tako zvišale uvozne cene. Rezultat takšnih gibanj bo poslabšanje pogojev menjave v letošnjem letu za okoli 0,7%. To predstavlja poslabšanje glede na realizacijo v letu 2002 za 2,6 odstotne točke ter poslabšanje glede na predhodne napovedi za 2,2 odstotni točki. Ocenjujemo, da se bodo pogoji menjave v letu 2004 izboljšali le za 0,3%, kar je za eno odstotno točko slabše od pogojev menjave, ki smo jih predpostavili v zadnjih napovedih. Razlika v poslabšanju salda tekočega računa znaša po ocenah zaradi spremenjenih pogojev menjave v letu 2003 okoli eno strukturno točko BDP, v letu 2004 pa okoli 0,4 strukturne točke BDP.

**Saldo in struktura storitvene menjave bosta ostala na podobni ravni kot v preteklih letih.** Saldo storitvene menjave s tujino se bo v letu 2003 nekoliko izboljšal v primerjavi z realizacijo v letu 2002, v naslednjih nekaj letih pa se bo rahlo poslabšal. Tudi struktura storitvene menjave bo ostala relativno nespremenjena, zaradi počasnejše rasti blagovne menjave bo nekoliko slabši saldo transportnih storitev. Najbolj se bo zaradi povečane investicijske dejavnosti ter hitrejšega uvoza računalniških in drugih poslovno tehničnih storitev poslabšal saldo »ostalnih storitev«.

**Gibanje salda transferov je zelo odvisno od realizacije transferov iz EU.** Pri transferih glede na predhodne napovedi ne predvidevamo bistvenih sprememb. Realizacija transferov iz EU v obsegu med 90 in 100 mio USD letno, je ob tem vezana predvsem na sposobnost sofinanciranja projektov z domačimi viri, ki pa zaenkrat še niso zagotovljeni in so zato vprašljivi.

#### 4.5 Pogoji financiranja in varčevanja

**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 prihodnjih nekaj letih bistveno manjši kot v predhodnih letih in bodo v letu 2003 znašali še okoli 1% BDP, nato pa se bodo pritoki izenačili z odtoki. Pri tem se bodo bruto tokovi tako na prilivni kot na odlivni strani povečevali z vse večjo vpetostjo Slovenije v skupni evropski trg. Glavna razloga za zmanjšanje neto finančnih pritokov glede na pretekla leta sta zmanjšanje neto pritoka iz naslova neposrednih naložb ter visok odliv preko prebivalstva.

Tabela 4.5: Finančni tokovi s tujino

				Napoved			2003			2004			2005		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Napoved			Napoved			Napoved		
							predhodna	nova	razlika	predhodna	nova	razlika	predhodna	nova	razlika
	<i>delež v BDP (v %)</i>														
Neto finančni tok	5.3	8.0	4.6	1.0	-0.2	0.1	2.1	1.0	-1.1	1.8	-0.2	-2.0	...	0.1	...
neposredne tuje naložbe	0.4	1.9	8	0.2	0.9	1.5	3.4	0.2	-3.2	3.0	0.9	-2.1	...	1.5	...
	<i>stanje konec leta</i>														
Devizne rezerve (mio USD)	4,376	5,747	8,152	8,804	8,700	8,658	9,330	8,804	-526	10,231	8,700	-1,531	...	8,658	...
- delež v BDP	23.2	29.7	37.5	32.8	30.9	28.8	37.8	32.8	-5.0	40.7	30.9	-9.8	...	28.8	...
Zunanji dolg (mio USD)	6,217	6,717	8,799	10,397	11,107	11,835	9,229	10,397	1168	9,508	11,107	1,599	...	11,835	...
- delež v BDP	32.9	34.7	40.4	38.7	39.4	39.4	37.4	38.7	1.3	37.4	39.4	2.0	...	39.4	...

Vir: ARC

**Pogoji financiranja so ugodni.** Relativno nizke tuje obrestne mere ter znižanje rizične premije ob vstopu v EU pomenijo lažji dostop do virov financiranja v tujini. Slovensko

gospodarstvo se vedno bolj finančno integrira z okolico, kar dodatno spodbuja povečevanje financiranja rezidentov iz tujine in v tujini.

**Vedno več virov iz tujine prihaja do podjetij tudi posredno preko bank.** Pri tem smo glede na visoko realizacijo v prvem polletju 2003 najbolj popravili prilive preko bank za okrog 200 mio USD letno, medtem ko so posojila podjetij ostala na podobni ravni. Na strani danih kreditov tujini, kjer so bruto tokovi precej manjši kot na strani prilivov, smo zaradi pričakovanj o nekoliko poslabšanih razmerah v državah nekdanje Jugoslavije rahlo omejili postavko danih kreditov tujini.

**Kreditiranje tujine s komercialnimi krediti ostaja pomembna odlivna postavka zaradi nizkih obrestnih mer in lažjega dostopa do virov financiranja. S tem se kopičijo tveganja pri slovenskih podjetjih.** Kljub temu zaradi projekcije o poslabšanem saldu tekočega računa dani komercialni krediti niso več najpomembnejša odlivna postavka v kapitalnem računu plačilne bilance. Podatki iz prve polovice leta namreč kažejo, da se rast odlivov iz leta 2002, ko so bili komercialni krediti za 1,5 krat večji kot v letu 2001, ne bo nadaljevala. To je tudi posledica dejstva, da se visoka raven aktivnosti slovenskih podjetij na tržiščih nekdanje Jugoslavije ne bo nadaljevala s takšnim tempom kot v nekaj preteklih letih.

**Zaradi manjšega števila prevzemov in privatizacij bo na razpolago manj virov iz naslova lastninskega preoblikovanja.** Neto pritoki iz naslova neposrednih naložb bodo precej manjši kot v preteklih dveh letih glede na izredno nizko realizacijo v prvi polovici leta, zaradi počasnega procesa privatizacije državnega premoženja, ki ne obeta novih prodaj do konca tega leta ter predpostavke, da v prihodnjih dveh letih ne bo večjih prodaj podjetij tujcem. Na to vplivajo tako manjši prilivi preko naložb tujcev v Sloveniji kot povečani odlivi preko naložb rezidentov v tujini.

Kljub poslabšanem saldu tekočega računa in nižji oceni o neto finančnih pritokih se bodo **devizne rezerve** v letu 2003 še povečale, v letih 2004 in 2005 predvidevamo celo rahlo zmanjšanje obsega deviznih rezerv, ki pa letno ne bo bistveno preseгло 100 mio USD. Tudi **zunanji dolg** se bo povečeval, vendar bo v primerjavi z obsegom izvoza blaga in storitev ostal relativno nespremenjen, njegov delež v BDP pa se bo celo zmanjševal.

**Skupno domače in tuje financiranje podjetij v letih 2003 in 2004 se bo povečevalo.** To je v skladu s pričakovano postopno rastjo gospodarske aktivnosti na podlagi postopne rasti 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.

**Napovedi predpostavljajo, da ne bo neto učinka financiranja države iz tujine.** Zato se bo celotni primanjkljaj financiral z zadolževanjem na domačem trgu. Domače kreditiranje države bo ostalo na visoki ravni tudi v naslednjih letih, stopnja rasti kreditiranja države pa bo glede na projekcije iz maja ostala na relativno podobni ravni okoli 18%. Vlada RS je v letu 2003 nadaljevala s prestrukturiranjem dolga v prid domačega zadolževanja. Delež domačega dolga v celotnem dolgu RS je konec leta 2002 znašal 58,9%, ob koncu drugega trimesečja leta 2003 pa se je povečal na 59,9%. Pričakujemo, da bo Vlada s prestrukturiranjem valutne strukture dolga nadaljevala tudi v prihodnje. Sredi leta 2004 zapade v plačilo obveznost iz naslova evrobveznic v višini približno 200 mio EUR, sredi leta 2005 pa še v višini 500 mio EUR. To se bo deloma odrazilo v vzdrževanju še vedno visoke ravni kreditiranja države, deloma pa v povečevanju naložb v vrednostne papirje.

**V naslednjih letih pričakujemo ob postopnem naraščanju zasebnega trošenja povečano zadolževanje tako gospodinjstev kot podjetij.** Na to kažeta tako relativno visoka realizacija kreditiranja podjetij v prvem polletju 2003 kot povečano trošenje gospodinjstev. Indikatorji kažejo, da se bo predvsem pri podjetjih neto zadolženost (razmerje med krediti in vlogami) v letu 2004 spet pričela povečevati, medtem ko se bo trend zmanjševanja neto zadolženosti prebivalstva v prihodnjih letih ustavil.

V naslednjih letih pričakujemo v skladu z oblikovanjem ročnostne strukture vlog nadaljevanje trendov povečanega dolgoročnega zadolževanja na račun kratkoročnega zadolževanja. Na strani povpraševanja po kreditih bo k temu pripomoglo predvsem nadaljevanje postopne rasti investicijskega trošenja.

Ocenjujemo, da zaradi spremenjenih projekcij tekočega računa in neto finančnih pritokov, plačilno bilančni tokovi ne bodo imeli velikega vpliva na izdajanje širokega denarja. Ob tem je domače kreditiranje nekoliko večje, zato je rast širokega denarja precej podobna tisti iz predhodnih napovedi.

**Rast širokih denarnih agregatov se v letošnjem letu umirja, nadaljevanje takšnih trendov z nekoliko manjšo intenzivnostjo pa pričakujemo tudi v naslednjih letih.** Zmanjševanje stopenj rasti bo še posebej izrazito pri širših denarnih agregatih M3 in M2, ki naj bi se v primerjavi z letom 2002 prepolovili. Umirjanje rasti je povezano predvsem z bolj

uravnovešenimi tokovi s tujino. Ob tem bo umirjanje rasti ožjega denarja M1 nekoliko počasnejše.

Tabela 4.6: Denarni sistem

				Napoved			2003			2004			2005		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Napoved		Napoved			Napoved			
							predhodna	nova	razlika	predhodna	nova	razlika	predhodna	nova	razlika
M1	7.0	12.8	14.8	13.3	11.4	8.8	13.6	13.3	-0.3	10.9	11.4	0.5	...	8.8	...
M3	16.5	23.9	22.4	12.5	10.7	9.5	11.6	12.5	0.9	9.8	10.7	0.9	...	9.5	...
Kreditni skupaj	17.8	19.3	17.0	14.0	13.1	13.2	12.2	14.0	1.8	11.6	13.1	1.5	...	13.2	...

Vir: ARC

Na oceno o **rasti M3** bo v letošnjem letu najbolj vplivala rast tolarskih vlog, v prihodnjih letih pa bo prispevek tolarskih in deviznih vlog bolj izenačen. Devizne vloge bodo kljub temu naraščale počasneje od tolarskih vlog, saj se bo njihova donosnost v primerjavi s tolarskimi vlogami zmanjševala tako zaradi nižjih nominalnih obrestnih mer kot zaradi pričakovane stabilizacije domače valute v primerjavi z gibanjem inflacije.

Nekoliko počasnejše upadanje **rasti M1** v naslednjih dveh letih bo predvsem pod vplivom povečanega povpraševanja po transakcijskem denarju M1, kar je v skladu s predvideno počasnejšo rastjo domače gospodarske aktivnosti. Na hitrejšo rast M1 bo pomembno vplival tudi začetek črpanj posojil iz Nacionalne varčevalne sheme, pomembno tveganje pri določitvi njegove rasti pa predstavlja predvidena vključitev prihodkov iz naslova obresti v obračun dohodnine. To bo še dodatno zmanjšalo donosnost tolarskih depozitov, ki se bo krčila zaradi pričakovanega hitrega nižanja tolarskih obrestnih mer. Te bodo zaradi manjšanja pribitka nad pričakovano inflacijo lahko celo realno negativne.

Ocenjujemo, da se bo **ročnostna struktura** tolarskih vlog še naprej spreminjala v prid dolgoročnih vlog. 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 bo rast dolgoročnih vlog ob koncu leta 2005 približno dvakrat hitrejša od rasti kratkoročnih vlog. Pri tem smo predpostavili, da se bodo tolarske obrestne mere v prihodnjih letih zniževale v skladu z nominalno konvergenco slovenskega gospodarstva.

## 4.7 Inflacija

Ocenjujemo, da se bo tudi v prihodnje nadaljeval proces zniževanja inflacije. Na podlagi znanih podatkov o gibanju inflacije v letu 2003 in ob upoštevanju eksogenih

spremenljivk v naslednjih dveh letih pričakujemo, da bo inflacija v zadnjem četrtletju leta 2003 znašala 5,0%, v zadnjem četrtletju 2004 pa 3,5%. Takšne ocene ne predstavljajo bistvenih odstopanj glede na naše napovedi iz maja. Ob koncu leta 2005 naj bi stopnja rasti cen dosegla raven pod 3%.

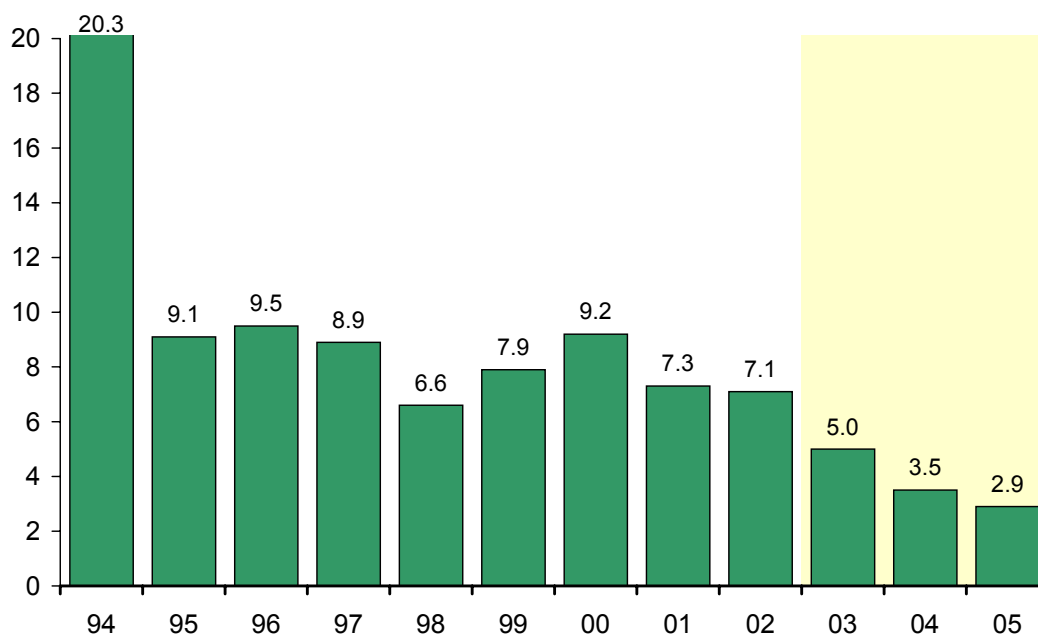
Tabela 4.7: Stopnje rasti cen

				Napoved			2003			2004			2005		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Napoved		razlika	Napoved		razlika	Napoved		razlika
							predhodna	nova		predhodna	nova		predhodna	nova	
	<i>povprečne letne stopnje rasti v %</i>														
Cene življenjskih potrebščin	8.9	8.5	7.5	5.6	4.0	3.0	5.5	5.6	0.1	4.1	4.0	-0.1	...	3.0	...
Proste cene	7.0	7.7	7.6	5.8	3.9	3.0	5.4	5.8	0.4	3.9	3.9	0.0	...	3.0	...
Nadzorovane cene	18.9	12.2	7.5	5.1	4.1	3.2	6.2	5.1	-1.1	4.9	4.1	-0.8	...	3.2	...
	<i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>														
Cene življenjskih potrebščin	9.2	7.3	7.1	5.0	3.5	2.9	5.0	5.0	0.0	3.7	3.5	-0.2	...	2.9	...
Proste cene	6.9	7.9	6.9	5.1	3.5	2.9	4.9	5.1	0.2	3.4	3.5	0.1	...	2.9	...
Nadzorovane cene	21.7	5.0	8.8	4.8	3.5	3.0	5.5	4.8	-0.7	5.0	3.5	-1.5	...	3.0	...

Vir: ARC

**Pričakujemo, da bo dinamika tako prostih kot nadzorovanih cen v prihodnjih letih padajoča.** Pri tem bodo nadzorovane cene rasle podobno kot proste cene. Proste cene bodo po naših ocenah v zadnjem četrtletju leta 2003 medletno porasle za 5,1%, ob koncu leta 2004 ter ob koncu leta 2005 pa bodo višje za 3,5% oziroma za 2,9%.

Slika 4.8: Inflacija – povprečje zadnjega četrtletja na isto obdobje predhodnega leta



Vir: ARC



#### **Okvir 4.2: Razlika med napovedano in realizirano rastjo prostih cen v letu 2003**

Višja rast **prostih cen** letos glede na naše predhodne projekcije je predvsem posledica administrativnih ukrepov, ki neposredno vplivajo na proste in ne na nadzorovane cene. Ti ukrepi so k rasti prostih cen v letu 2003 prispevali približno 0,4 odstotne točke ter k skupni inflaciji približno 0,3 odstotne točke.

Med proste cene prištevamo tudi **proizvode in storitve, katerih cene se oblikujejo v pretežno ali popolnoma monopolnih tržnih strukturah**, kljub temu pa jih Vlada RS neposredno ne nadzira. Proste cene, ki so pod vplivom davčnih in administrativnih ukrepov, so se septembra medletno zvišale za 16,2%, medtem ko so proste tržno oblikovane cene v enakem obdobju porasle le za 3,2% (glej sliko 2.5 v 2. poglavju). K tako visoki rasti prostih cen, ki so pod vplivom davčnih administrativnih ukrepov, so poleg vnaprej napovedanih davčnih ukrepov (zvišanje stopnje DDV za vino in povečanje trošarin za tobačne izdelke) največ prispevali **administrativni ukrepi** oziroma podražitev zdravil ter podražitev najemnin zaradi uskladitev neprofitnih najemnin ne glede na sklenitev najemne pogodbe. Podražitev zdravil je tako po naših ocenah k celotni inflaciji v letu 2003 prispevala 0,1, podražitev najemnin pa 0,2 odstotne točke.

**Razlika v rasti prostih cen se pojavlja predvsem v letnem povprečju** (0,4 odstotne točke), medtem ko je ob koncu leta razlika v projekcijah medletnih rasti za polovico manjša (0,2 odstotne točke). Osnovni razlog za to je, da je do zgoraj naštetih administrativnih ukrepov, ki jih v naših predhodnih projekcijah nismo mogli upoštevati, prišlo že v prvi polovici leta 2003. V drugi polovici leta tovrstnih nepričakovanih ukrepov ni bilo.

**V prihodnjih letih bo k umirjanju rasti prostih cen poleg denarne in tečajne politike prispevala tudi visoka vrednost eura v primerjavi z ameriškim dolarjem.** Oba dejavnika vplivata preko kompenziranja negativnega vpliva visoke rasti cen primarnih surovin na še naprej relativno umirjeno rast uvoznih cen v letu 2003. Relativno visoka rast uvoznih cen v letu 2004 bo predvsem posledica višjih cen nafte – to naj bi s trošarinami nevtralizirala Vlada, zato ne bi smela imeti neposrednega vpliva na proste cene – in predpostavke o nespremenjenem razmerju EUR/USD, ki tako ne bo mogla kompenzirati neugodnih censkih vplivov iz tujine v enaki meri kot v letu 2003.

**Cene nafte ob nadaljevanju dosedanje vladne politike preprečevanja vpliva visokih nihajev na svetovnih trgih s prilagajanjem trošarin na naftne derivate, ne bodo pomembneje vplivale na domače cene.** Vlada je vpliv visokih cen nafte na svetovnih trgih na cene naftnih derivatov v začetku leta preprečila z zniževanjem trošarin, ob padanju cen nafte pa je trošarine pričela dvigovati. Pričakujemo, da bo Vlada tudi ob morebitnih višjih cenah nafte v letu 2004 vztrajala pri dosednji politiki nevtraliziranja nihanja cen nafte s trošarinami.

**Rast nadzorovanih cen v prihodnje ne bi smela presegati splošne rasti cen.** Zato bo v prihodnjih dveh letih rast prostih in nadzorovanih cen bistveno bolj izenačena kot v preteklih letih.

**Okvir 4.3: Predpostavke za projekcijo inflacije, ki so v domeni drugih ekonomskih politik**

Najpomembnejše predpostavke poleg eksogenih spremenljivk iz mednarodnega okolja, predstavljenih v Tabeli 4.1 – te neposredno vplivajo na gibanje uvoznih cen –, ki smo jih upoštevali v tokratni projekciji cen, so:

- Predpostavljamo odsotnost pomembnejših finančnih prilivov oziroma šokov v finančnem delu plačilne bilance.
- Nadzorovane cene bodo v povprečju leta 2004 porasle za 4,1%, v povprečju leta 2005 pa za 3,2%. Če bi nadzorovane cene rasle enako kot znaša projekcija Vlade RS o gibanju cen življenjskih potrebščin (4,9% v povprečju leta 2004 in 4,0% v povprečju leta 2005), bi napoved skupne inflacije o medletni rasti v zadnjem četrletju znašala 3,7% v letu 2004 oziroma 3,1% v zadnjem četrletju 2005.
- Upoštevano je povečanje trošarin na tobačne izdelke v januarju in juliju 2004 ter v juliju 2005, ki je v skladu z zahtevami EU o usklajevanju trošarin v Sloveniji z evropsko ravnijo trošarin. Ti ukrepi bodo po naših ocenah k skupni letni inflaciji prispevali med 0,3 in 0,4 odstotne točke v letu 2004 ter med 0,1 in 0,2 odstotne točke v letu 2005.
- Predpostavili smo, da Vlada RS ne bo izvajala diskrecijskih ukrepov davčne politike s povečevanjem davkov, če prilivi ne bodo zadoščali za pokrivanje izdatkov proračuna. Ocenjujemo, da znaša učinek povečanja prihodkov proračuna za 1% BDP preko zvišanja neposrednih davkov približno dve odstotni točki dodatne letne inflacije.
- Gibanje plač bo zmerno in se bo gibalo v skladu z upočasnjeno gospodarsko aktivnostjo, rast realnih plač pa bo znašala okoli 2% oziroma nominalno 6,3% v letu 2004 in 5,4% v letu 2005.

**Vse napovedi cen je potrebno zaradi obstoječih dejavnikov tveganja obravnavati kot najverjetnejši scenarij.** Pri tem ocenjujemo, da zaradi nadzorovanih cen še vedno obstaja tveganje, da bi dejanska stopnja rasti cen lahko odstopala navzgor od napovedane stopnje rasti cen. Medtem pričakujemo v naslednjih dveh letih nadaljnje nižanje stopenj rasti prostih cen. Takšna pričakovanja so predvsem posledica ugodnega gibanja osnovne inflacije, ki se ji bo v prihodnje ob odsotnosti šokov s strani nadzorovanih cen ter davčnih in administrativnih ukrepov na doseženi nizki ravni pridružila tudi skupna inflacija, ter pričakovanih pozitivnih učinkov dokončne odprave carin in povečane konkurence ob vstopu v EU.

**Stopnji rasti cen v višini 5,0% ob koncu leta 2003 in 3,5% ob koncu leta 2004 sta po naših ocenah najbolj verjetni.** Takšna ocena odraža nadaljevanje postopnega in vzdržnega procesa dezinflacije v smislu nominalne konvergence slovenskega gospodarstva in je v skladu z opisanimi dejavniki tveganja ter z zavezo o usklajenem delovanju vseh ekonomskih politik.

Tabela 4.8: Izbor glavnih kazalcev

				Napoved			2003			2004			2005		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Napoved predhodna	napoved nova	razlika	Napoved predhodna	napoved nova	razlika	Napoved predhodna	napoved nova	razlika
<b>Aktivnost, zaposlenost, plače</b>	<i>realne stopnje rasti v %</i>														
Realni BDP	4.2	2.9	3.2	2.5	3.2	3.6	3.0	2.5	-0.5	3.9	3.2	-0.7	...	3.6	...
BDP/prebivalca (v USD)	9,438	9,666	10,901	13,428	14,041	14,954	12,348	13,428	1,080	13,365	14,041	676.0	...	14,954	...
Zaposlenost	1.1	1.0	0.4	-0.4	0.1	0.1	0.3	-0.4	-0.7	0.5	0.1	-0.4	...	0.1	...
Neto plače	1.4	3.1	2.1	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	0.0	2.4	2.3	-0.1	...	2.3	...
Produktivnost	3.1	2.0	2.8	2.9	3.1	3.4	2.7	2.9	0.2	3.4	3.1	-0.3	...	3.4	...
<b>Domače povpraševanje</b>	<i>realne stopnje rasti v %</i>														
Domače povpraševanje	0.6	1.0	2.5	3.9	3.8	3.6	3.2	3.9	0.7	4.2	3.8	-0.4	...	3.6	...
Zasebna potrošnja	0.8	2.6	2.0	2.9	3.1	2.9	2.8	2.9	0.1	3.3	3.1	-0.2	...	2.9	...
Potrošnja države	3.1	4.0	2.7	3.3	2.8	2.7	1.9	3.3	1.4	2.3	2.8	0.5	...	2.7	...
Bruto investicije	-1.5	-4.6	3.7	6.8	6.1	5.7	5.2	6.8	1.6	7.4	6.1	-1.3	...	5.7	...
<b>Plačilna bilanca</b>	<i>realne stopnje rasti v %</i>														
Izvoz blaga in storitev	12.7	6.4	6.1	3.0	4.1	4.2	6.4	3.0	-3.4	6.0	4.1	-1.9	...	4.2	...
Uvoz blaga in storitev	6.1	3.0	4.8	5.3	5.1	4.2	6.6	5.3	-1.3	6.5	5.1	-1.4	...	4.2	...
Tekoči račun: v mio USD	-548	31	375	-67	-204	-294	595	-67	-662	760	-204	-964	...	-294	...
v % BDP	-3.0	0.2	1.8	-0.3	-0.7	-1.0	2.4	-0.3	-2.7	2.8	-0.7	-3.5	...	-1.0	...
Pog. menjave	-5.2	0.9	1.9	-0.7	0.3	0.1	1.5	-0.7	-2.2	1.3	0.3	-1.0	...	0.1	...
Neto finančni tok (v % BDP)	5.3	8.0	4.6	1.0	-0.2	0.1	2.1	1.0	-1.1	1.8	-0.2	-2.0	...	0.1	...
v tem: neposredne tuje naložbe	0.4	1.9	8.0	0.2	0.9	1.5	3.4	0.2	-3.2	3.0	0.9	-2.1	...	1.5	...
Devizne rezerve (stanje v mio USD)	4,376	5,747	8,168	8,804	8,700	8,658	9,330	8,804	-526.0	10,871	8,700	-2,171	...	8,658	...
- delež v % BDP	23.2	29.7	37.5	32.8	30.9	28.8	37.8	32.8	-5.0	40.7	30.9	-9.8	...	28.8	...
Zunanji dolg (stanje v mio USD)	6,217	6,717	8,799	10,397	11,107	11,835	9,229	10,397	1,168	9,992	11,107	1,115	...	11,835	...
- delež v % BDP	32.9	34.7	40.4	38.7	39.4	39.4	37.4	38.7	1.3	37.4	39.4	2.0	...	39.4	...
<b>Denarni sistem</b>	<i>letne stopnje rasti v % (Q4/Q4)</i>														
M1	7.0	12.8	14.8	13.3	11.4	8.8	13.6	13.3	-0.3	10.9	11.4	0.5	...	8.8	...
M3	16.5	23.9	22.4	12.5	10.7	9.5	11.6	12.5	0.9	9.8	10.7	0.9	...	9.5	...
Kreditni skupaj	17.8	19.3	17.0	14.0	13.1	13.2	12.2	14.0	1.8	11.6	13.1	1.5	...	13.2	...
<b>Cene</b>	<i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>														
Cene življenjskih potrebščin	9.2	7.3	7.1	5.0	3.5	2.9	5.0	5.0	0.0	3.7	3.5	-0.2	...	2.9	...
Proste cene	6.9	7.9	6.9	5.1	3.5	2.9	4.9	5.1	0.2	3.4	3.5	0.1	...	2.9	...
Nadzorovane cene	21.7	5.0	8.8	4.8	3.5	3.0	5.5	4.8	-0.7	5.0	3.5	-1.5	...	3.0	...
	<i>povprečne letne stopnje rasti v %</i>														
Cene življenjskih potrebščin	8.9	8.5	7.5	5.6	4.0	3.0	5.5	5.6	0.1	4.1	4.0	-0.1	...	3.0	...
Proste cene	7.0	7.7	7.6	5.8	3.9	3.0	5.4	5.8	0.4	3.9	3.9	0.0	...	3.0	...
Nadzorovane cene	18.9	12.2	7.5	5.1	4.1	3.2	6.2	5.1	-1.1	4.9	4.1	-0.8	...	3.2	...
<b>Dejavniki mednarodnega okolja</b>	<i>letne stopnje rasti v %</i>														
Tuje povpraševanje*	9.8	4.5	2.7	4.0	6.0	6.0	6.1	4.0	-2.1	7.6	6.0	-1.6	...	6.0	...
EUR/USD	0.924	0.895	0.944	1.100	1.100	1.100	1.050	1.100	0.050	1.060	1.100	0.040	...	1.100	...
Nafta (USD/sodček)	28.5	24.4	25.0	28.5	27.0	27.0	29.0	28.5	-0.5	25.0	27.0	2.0	...	27.0	...
Primarne surovine	3.2	-6.5	4.6	8.0	3.0	3.0	4.5	8.0	3.5	3.0	3.0	0.0	...	3.0	...
Inflacija v EMU	2.3	2.6	2.2	2.0	2.0	2.0	1.7	2.0	0.3	1.6	2.0	0.4	...	2.0	...
PPI Nemčija	3.3	1.3	-0.3	1.3	0.6	0.6	0.8	1.3	0.5	1.2	0.6	-0.6	...	0.6	...
EURIBOR 3m (%)	4.4	4.3	3.3	2.4	2.4	3.0	2.4	2.4	0.0	2.7	2.4	-0.3	...	3.0	...

\* Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.

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

## 5. USMERITVE DENARNE IN TEČAJNE POLITIKE

### 5.1. Priprava pogojev za čimprejšnji vstop v EMU in prevzem eura ostaja osnovna usmeritev Banke Slovenije

Izguba avtonomnosti denarne politike ob vstopu v EU narekuje čimprejšnji vstop tako v ERM2 kot v EMU in prevzem eura. Omogočata ga doseženo plačilno-bilančno in javno-finančno ravnotežje ob pogoju, da fiskalna in druge javnofinančne politike vzdržujejo in krepijo svojo restriktivno naravnost. Zato si bo Banka Slovenije prizadevala za vstop v ERM2 do konca leta 2004. Banka Slovenije si bo v danih pogojih delovanja prizadevala za ohranjanje makroekonomskih ravnovesij in za doseganje nizke inflacije. Le tako bo omogočeno vzdržno sodelovanje v ERM2 ter hkratno izpolnjevanje nominalnih konvergenčnih kriterijev, potrebnih za čimprejšnji vstop v EMU in prevzem eura. Ob zmanjšanju avtonomnosti denarne politike odlašanje z vstopom v ERM2 po mnenju Banke Slovenije ne prinaša nobenih prednosti ne denarni, ne fiskalni politiki.

**Pred prevzemom eura mora Slovenija zadostiti maastrichtskim kriterijem, zato postaja pomembna procedura sprejemanja ocen o njihovi izpolnitvi.** Po rednem postopku bi bila ocena pripravljenosti Slovenije za prevzem eura in skladnosti z maastrichtskimi kriteriji s strani Evropske komisije lahko opravljena januarja ali februarja 2006, po izrednem postopku na zahtevo Slovenije pa v jeseni 2006. V prvem primeru bi ocenjevalno obdobje izpolnjevanja maastrichtskih kriterijev obsegalo obdobje od septembra 2004 do avgusta 2005, v drugem primeru pa bi ocenjevalno obdobje zajemalo obdobje od junija 2005 do maja 2006. Banka Slovenije ocenjuje, da je bolj primerna druga možnost, saj bo izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev mogoče v sredini 2005.

#### **Okvir 5.1: Osnovni elementi za izračun maastrichtskega kriterija stabilnosti cen**

Maastrichtski kriterij stabilnosti cen: inflacija ne sme presežati inflacije treh držav EU, ki imajo najnižjo inflacijo za več kot 1,5 odstotne točke.

- Pri izračunu kriterija se upošteva dvanajstmesečno povprečje letnih stopenj harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin.
- Oceno o izpolnjevanju kriterija pripravi Komisija EU in ECB, sprejme pa Evropski Svet na ravni predsednikov držav in vlad. Pred tem se Evropski Svet seznanja z mnenji Sveta ministrov ECOFIN in Evropskega Parlamenta.
- Maastrichtski kriterij za inflacijo znaša trenutno 2,8% (podatki za avgust 2003).

**Če želi Slovenija prevzeti euro v začetku 2007, mora inflacija dosegati raven maastrichtskega kriterija stabilnosti cen že v sredini leta 2005.** Tak načrt predpostavlja vstop v ERM2 do konca leta 2004. Pred tem mora biti izvedena konvergenca nominalnih obrestnih mer, ki bo omogočila stabilizacijo tečaja pred določitvijo centralne paritete. Hkrati bo v strukturnem prilagajanju relativnih cen in pri oblikovanju davčnih in administrativnih vplivov na cene že do prvega polletja 2005 potrebno voditi takšno politiko, ki bo omogočila umirjeno inflacijo. Inflacijske stopnje od sredine 2005 do sredine 2006 se morajo v povprečju gibati pod ravnijo maastrichtskega kriterija stabilnosti cen (ta trenutno znaša 2,8%), saj se izpolnjevanje kriterija računa kot dvanajstmesečno povprečje medletnih inflacijskih stopenj.

### Okvir 5.2 Dejavniki tveganja napovedi inflacije

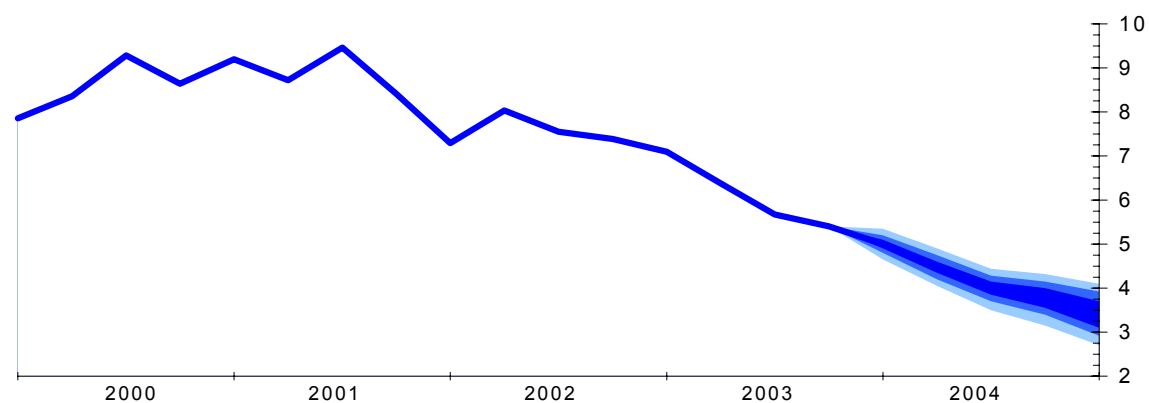
Med dejavnike, ki bi lahko vplivali na višjo inflacijo kot je napovedana v naših projekcijah, in jih pri tem nismo mogli upoštevati, štejemo:

- Neobvladovanje nadzorovanih cen oziroma njihova višja rast od načrtovane,
- Odstopanja od prilagajanja trošarin ter popuščanje pri administrativnih ukrepih glede določanja cen,
- Enkratne administrativne ukrepe in zviševanje cen proizvodov in storitev javnih podjetij, kjer je večinski lastnik Vlada RS,
- Neugodno gibanje cen nafte in ostalih surovin na svetovnih trgih,
- Uvajanje novih trošarin (npr. na elektriko in koks ter zemeljski plin) oziroma njihovo prilagajanje (npr. naftni derivati) direktivam EU. Če bo Evropski parlament sprejel uvajanje novih trošarin, bi morala Vlada skušati izpogajati prehodno obdobje za njihovo uvajanje, kar bi odložilo neposredne pritiske novih trošarin na cene,
- Prekinitev bilateralnih sporazumov o prosti trgovini z državami nekdanje Jugoslavije po vstopu v EU,
- Posredne učinke na cene hrane zaradi neugodnih vremenskih razmer.

Poleg dejavnikov, ki smo jih upoštevali v osnovnem scenariju, bi lahko k dodatnem umirjanju inflacije prispevali predvsem:

- znižanje carin in povečana konkurenca ob vstopu v EU,
- ustrezen dogovor socialnih partnerjev glede usklajevanja plač v zasebnem sektorju.

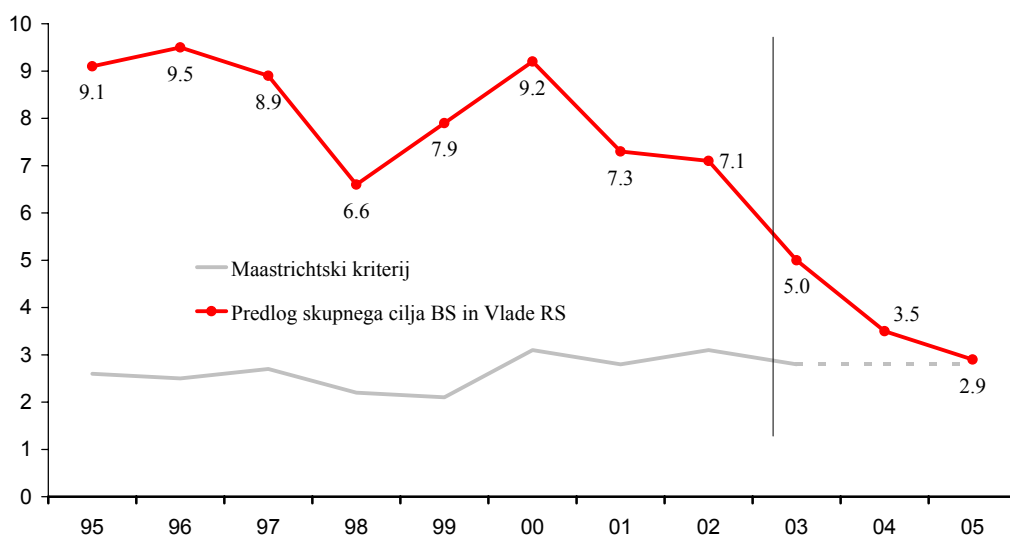
Slika: Porazdelitev tveganja za napoved inflacije v letu 2004



**Napovedi Banke Slovenije kažejo za leto 2004 na rast cen v višini 3,5%, brez sprememb glede na predhodne napovedi. Ob koncu leta 2005 Banka Slovenije predvideva, da bo stopnja rasti cen dosegla višino maastrichtskega kriterija, ki**

**trenutno znaša 2,8%.** Takšne napovedi inflacije so skladne s ciljem hitrega vstopa v ERM2 in hitrega prevzema eura. Pogoji za uresničitev takšnih napovedi in za doseganje inflacijskih ciljev, potrebnih za hiter prevzem eura, je skladno delovanje Banke Slovenije in Vlade RS. Samo ob skladnem delovanju je mogoče doseči vzdržno maastrichtsko inflacijsko raven brez pomembnejših odmikov od doseženih makroekonomskih ravnovesij, ki so prav tako med elementi maastrichtske ocene.

Slika 5.1: Potrebni inflacijski cilj za uresničevanje usmeritve hitrega vstopa v ERM2 in hitrega prevzema eura (medletne stopnje rasti v % ob koncu leta)



Maastrichtski kriterij stabilnosti cen se s časom spreminja in bo odvisen od gibanja inflacije v državah EU oziroma v treh državah EU z najnižjimi stopnjami rasti cen v obdobju, ko bo pripravljena ocena izpolnjevanja maastrichtskih kriterijev.

Vir: ARC

## 5.2. Elementi delovanja ekonomskih politik, potrebnih za hiter prevzem eura

Z prevzem eura je potrebno izpolniti pet maastrichtskih kriterijev. Slovenija je nekoliko oddaljena samo od izpolnitve enega, to je inflacijskega. Večina drugih držav pristopnic je v obratnem položaju - izpolnjujejo inflacijski kriterij, močno pa so oddaljene od tistih, ki odražajo javno-finančno in plačilno-bilančno stabilnost. Obstoj in vzdržnost makroekonomskih ravnovesij je prednost Republike Slovenije pri prevzemanju eura. Pot do njega vodi skozi evropski tečajni mehanizem. Za vzdrževanje takega stanja pa je pomembno spoznati, da se z vstopom v EU spremenijo okoliščine za vodenje politik, ki ravnovesja oblikujejo. To dejstvo narekuje pospešitev vstopanja v EMU.

Denarna politika izgubi svojo avtonomnost pri oblikovanju stanja denarne politike. Uporaba tečajne politike pri zapiranju nepokrite obrestne paritete se zmanjša že ob vstopu v EU, saj takrat prične veljati določilo evropske pogodbe, ki določa, da je tečaj stvar skupnega interesa države članice in ostalih držav članic EU. Zato v primeru potencialnih šokov Banka Slovenije ne bo mogla reagirati z obrestnimi merami, ki bi bistveno odstopale od obrestnih mer ECB. V nasprotnem primeru bi ob prostem pretoku kapitala s svojim avtonomnim določanjem obrestnih mer šoke samo poglobila, namesto da bi jih umirjala.

Na potencialne šoke, tako notranje kot zunanje, ki ogrožajo makroekonomsko stabilnost se bodo morale odzivati ostale ekonomske politike. V obdobju po vstopu v EU bo najtežje breme na politikah, za katere je v okviru javnega sektorja odgovorna Vlada Republike Slovenije, posebej na fiskalni politiki. Pri tem je znano, da ostale ekonomske politike, na krajši rok, po načinu ukrepanja ter s svojim učinkovanjem, ne dosegajo fleksibilnosti, ki jo ima denarna politika. Zato je potrebno obdobje, v katerem bodo vladne politike že delovale pod odločilnim vplivom ECB, a še vedno v okviru lastne valute, skrajšati na nujno mero, ki jo zahtevajo pravila vključevanja v EMU. Neustrezni odzivi ostalih ekonomskih politik se bodo neposredno odrazili v inflacijskih pritiskih v primeru neusklajenosti pri izvajanju strukturnih politik, v izgubah in visoki nezaposlenosti v menjalnem sektorju v primeru nenaravne krepitve tolarja, v povečevanju strukturnih izdatkov proračuna zaradi amortizacije socialnih posledic takega stanja in v končni posledici v nestabilnosti finančnega sektorja kot celote. Odlaganje hitrega prevzema eura (in v tem kontekstu zgodnjega vstopa v ERM2 ter izpolnitve maastrichtskih kriterijev) samo povečuje verjetnost takih scenarijev.

Avtonomno delovanje denarne politike in doseganje skladnosti s politikami, za katere je odgovorna Vlada RS, je možno do vstopa v EU in v relativno kratkem obdobju po vstopu. V nadaljevanju samostojnost delovanja denarne politike ugasne in težišče doseganja pogojev za prevzem eura se skoraj v celoti prenese na politike, za katere je odgovorna Vlada RS. Tveganja, da v mehanizmu ERM2 ostanemo več kot dve leti, se z odmikom vstopa v ERM2 povečujejo.

### **Okvir 5.3: Potencialni zunanji in notranji šoki po vstopu v EU in v obdobju sodelovanja v ERM2**

1. Vzdrževanje makroekonomskega ravnovesja v obdobju po vstopu v EU, v času bivanja v ERM2 in po prevzemu eura, je odvisno predvsem od fiskalne in dohodkovne politike. Naloga fiskalne politike je, da odpravi vplive strukturnih rigidnosti v javnofinančnih izdatkih in vzdržuje fleksibilnost v prilagajanju javnofinančnih izdatkov. Pristop, po katerem bi se te rigidnosti kompenzirale s povečevanjem javnofinančnih prihodkov potencialno vodi v večje obremenjevanje gospodarstva, v oblikovanje stroškovnih pritiskov na cene, posledično v oblikovanje večjih javnih izdatkov, v povečevanje javnofinančnega deficita in zaradi inflacijskih razlik v plačilnobilančni deficit. Vse to ogroža tečajno ravnovesje in stabilnost tečaja. Banka Slovenije zaradi polne prostosti pretoka kapitala na taka dogajanja, ob odsotnosti tečajne podpore, ne more več učinkovito vplivati z zviševanjem obrestne mere.
2. Špekulativni pritiski na valuto praviloma izvirajo iz možnosti obrestnih zaslužkov in so povezani z nepokrito obrestno pariteto med domačimi in tujimi obrestnimi merami. Naloga Banke Slovenije je, da z zapiranjem obrestne paritete preprečuje tovrstne motive špekulativnih pritokov kapitala.
3. Večje privatizacije premoženja lahko zaradi povečane ponudbe deviz povzročajo apreciacijo domače valute. Vplive teh aktivnosti na tečaj lahko Banka Slovenije samo v prvem koraku prepreči z intervencijo. V naslednjem se sooča s problemom presežka likvidnosti v bančnem sistemu, ki jo zaradi vpetosti v evropsko denarno okolje ne more več potegniti iz obtoka s pomočjo višjih obrestnih mer, zaradi česar bi lahko prišlo do prekomerne kreditne ekspanzije in inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja. Zato je nujno doseči dogovor z Vlado, kako z usklajenim delovanjem države nevtralizirati tovrstne potencialne dogodke.
4. Velik presežek strukturne pozicije denarnega trga je posledica sterilizacije velikih neto finančnih pritokov v zadnjih letih. Tem okoliščinam je bila prilagojena tudi struktura instrumentov denarne politike Banke Slovenije. V času do vstopa v ERM2 in v času bivanja v ERM2 bo potrebno strukturo instrumentov denarne politike postopno prilagoditi zahtevam ECB. Zmanjšanje obsega tolarskih in deviznih blagajniških zapisov bi bilo mogoče doseči v dogovoru z Vlado o politiki upravljanja zunanje dolga države, predvsem v letu 2005. To zmanjšanje bi bilo potrebno doseči na način, ki ne bi ogrožal stabilnosti deviznega tečaja, ne bi povzročal presežne likvidnosti bančnega sistema in s tem ogrožal makroekonomske stabilnosti.

#### **1.) Denarna politika do vstopa v ERM2**

**Denarna politika Banke Slovenije bo še naprej usmerjena v zniževanje inflacije.** Banka Slovenije bo pri vzporednem določanju dinamike nominalnih obrestnih mer in deviznega tečaja upoštevala trenutne makroekonomske dejavnike. Na odločitev o višini obrestnih mer in rasti tečaja eura pomembno vpliva ocena, da v obdobju do vstopa v ERM2 ne pričakujemo pomembnejših inflacijskih pritiskov s ponudbene strani, strani povpraševanja ali prekomerne rasti bančnih posojil.

**Politika obrestnih mer bo do vstopa v ERM2 usmerjena v postopno zniževanje nominalnih obrestnih mer.** Dinamika zniževanja domačih nominalnih obrestnih mer je omejena s še vedno relativno visoko domačo inflacijo. Že samo zniževanje nominalnih obrestnih mer lahko vodi v povečano kreditno aktivnost. Če pa to pomeni tudi veliko znižanje realnih obrestnih mer, bo povečanja bančnih posojil še več. Da ne bi bilo znižanje domačih



realnih obrestnih mer preveliko, bo Banka Slovenije pri zniževanju nominalnih obrestnih mer upoštevala zniževanje inflacije oziroma inflacijskih pričakovanj.

**Politika tečaja bo postopno zniževanje nominalnih obrestnih mer spremljala z ustreznim zapiranjem obrestne paritete.** Ustrezna razlika med obrestnimi merami pri nas in na evroobmočju izenačuje pogoje zadolževanja doma in v tujini in omogoča prilagoditev ravni domačih posojilnih obrestnih mer pogojem posojilne ponudbe iz tujine. Takšna politika je usmerjena v vzdrževanje dolgoročno stabilnega zunanjšega ravnovesja, brez povečane nevarnosti za inflacijo na daljši rok. Na naložbeni strani uravnavanje nepokrite obrestne paritete vpliva na izenačevanje pričakovane stopnje donosov pri naložbah v enakovredne finančne naložbe (finančna aktiva ali vrednostne papirje) v tolarjih in eurih ali tujem denarju. Tako deluje zaviralno na motive, ki sprožajo prитоke špekulativnega kapitala. Ti bi utegnili kratkoročno destabilizirati finančni trg in posledično cenovno stabilnost.

**Postopna konvergenca nominalnih obrestnih mer bo razliko med obrestnimi merami pri nas in v tujini približala toliko, da bo ob vstopu v ERM2 možna stabilizacija tečaja.** Ob približno izravnanih ravneh nominalnih obrestnih mer bo denarna politika usmerjena v vzdrževanje obrestnih paritet v razponih, ki ne spodbujajo špekulativnih premikov kratkoročnega kapitala in posledično ne povzročijo večjih nihanj tečaja.

## **2.) Denarna politika v času sodelovanja v ERM2**

**V času sodelovanja v ERM2 bodo na denarno politiko najbolj vplivali elementi, ki bodo relativno neodvisni od odločitev Banke Slovenije.** Še posebej velja omeniti tri elemente:

- obrestne mere v evroobmočju, ki se oblikujejo na podlagi denarne politike ECB;
- rizične premije, ki se oblikuje kot posledica percepcije deželnega in valutnega tveganja s strani tujih investitorjev in tujih kreditodajalcev;
- inflacijski pritiski.

Ti elementi bodo najbolj vplivali na oblikovanje instrumentov denarne politike, torej tečaja in obrestnih mer.

**V času ERM2 bo dinamika konvergenca nominalnih obrestnih mer odvisna od hitrosti zniževanja rizične premije in od politike obrestnih mer ECB.**

- Glede politike obrestnih mer ECB lahko predpostavljamo dvoje, in sicer, da bodo nominalne obrestne mere v povprečju ostale nespremenjene oziroma, da bo ECB le-te z obnovitvijo gospodarske rasti v EU postopoma zvišala.
- Glede rizične premije lahko predpostavimo različne dinamike zmanjševanja rizične premije. Države, ki so prevzemale euro so dosegle znatno zmanjšanje rizične premije oziroma njeno skorajšnjo izničenje. Predpostavimo lahko torej bolj ali manj hitro zmanjševanje rizične premije. Pri tem ocenjujemo, da je hitrejše zmanjševanje rizične premije bolj verjetno, saj se je le-ta že ob referendumu za vstop v EU hitro zmanjšala.

### 3.) **Ekonomске politike Vlade RS**

1. **Ključna v obdobju do prevzema eura bo doslednost Vlade RS pri izvajanju politike nadzorovanih cen in politike cen, ki so pod njenim vplivom posredno.** Pod cenami, ki so pod posrednim vplivom Vlade RS, Banka Slovenije razume:

- cene pod nadzorom agencij RS,
- cene, na katere lahko vplivajo razni davčni in administrativni ukrepi,
- cene proizvodov in storitev, ki jih določajo javna podjetja, kjer je Vlada RS večinski lastnik.

Posredno in neposredno nadzorovane cene ne bi smele rasti hitreje kot znaša stopnja inflacije, ki še omogoča vstop v ERM2 in prevzem eura. S tem in na kratek rok tudi z uporabo zakonsko omogočenega nadzora nad **cenami, ki se oblikujejo monopolno ali na administrativni način**, bi Vlada RS pomembno prispevala k izpolnjevanju inflacijskega kriterija. Za doseganje inflacijskega cilja, ki omogoča hiter prevzem eura, je pomembno tudi, da ne nastajajo novi inflacijski pritiski zaradi neusklajene politike trošarin in taks. Na daljši rok pa bodo morale v prihodnosti k obvladovanju cen, ki se oblikujejo v netržnih razmerah, prispevati tudi strukturne reforme. Te bodo morali podpreti večjo konkurenco v sektorjih, kjer ta še ne obstaja v zadostnem obsegu.

2. **Pri oblikovanju in uresničevanju proračunske politike v naslednjih letih bo potrebna prilagodljivost proračunskih izdatkov glede na dejanske gospodarske razmere.** Zato je potrebno v obdobju do prevzema eura aktivno uporabljati rešitve, ki jih je s tem v zvezi Vlada RS predvidela v Zakonu o izvrševanju proračuna že za leto 2004.
3. **Socialni partnerji bi morali z zavzemanjem za popolno odpravo indeksacije plač** prispevati k manjšanju stroškovnih pritiskov in pritiskov na proračunske izdatke, ter s tem

podpreti inflacijski cilj, ki bo omogočal izpolnjevanje inflacijskega kriterija nominalne konvergence.

4. Zaradi potencialnih negativnih učinkov velikih kapitalskih pritokov na večjo apreciacijo tolarja ter posledično vpliva na stabilnost finančnega sektorja in celotnega gospodarstva je zaželeno, da so **postopki prodaje državnega premoženja nerezidentom ter upravljanje z javnim dolgom usklajeni med Ministrstvom za finance in Banko Slovenije.**

