

**BANKA  
SLOVENIJE**

**URESNIČEVANJE  
KRATKOROČNIH USMERITEV  
DENARNE POLITIKE**

**OKTOBER 2002**





# KAZALO

\* \* \*

	<i>Stran</i>
<b>UVOD IN POVZETEK</b>	<b>4</b>
<b>INFLACIJSKA GIBANJA</b>	<b>7</b>
<b>DELOVANJE BANKE SLOVENIJE V LETU 2002</b>	<b>19</b>
<b>PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ DO KONCA LETA 2004</b>	<b>25</b>
<b>KRATKOROČNE USMERITVE DENARNE POLITIKE</b>	<b>42</b>
<b>PRILOGA K PREDSTAVLJENIM GRADIVOM</b>	<b>46</b>

## 1. UVOD IN POVZETEK

Svet Banke Slovenije je novembra 2001 sprejel in predstavil javnosti jasno začrtano srednjeročno usmeritev – čimprejšnjo vključitev v Ekonomsko in Monetarno Unijo. Z delovanjem v tej smeri bo Banka Slovenije najučinkoviteje izpolnila svojo nalogo, opredeljeno v Zakonu o Banki Slovenije, to je doseganje cenovne stabilnosti. Skladno s svojo srednjeročno usmeritvijo se je tako Banka Slovenije zavezala, da se bo osredotočila na znižanje inflacije na raven 4% do konca leta 2003. Banka Slovenije se je tudi obvezala, da bo redno pripravljala inflacijsko poročilo s katerim bo obveščala javnost o uresničevanju kratkoročnih usmeritev denarne politike.

Namen gradiva je analizirati tekoča inflacijska gibanja in ovrednotiti delovanje Banke Slovenije, oziroma njeno denarno in tečajno politiko v zadnjem obdobju. Naprej je naša namera opisati izgled in možnosti gibanj makroekonomskih dejavnikov v naslednjem srednjeročnem obdobju. Glede na prikazane analize in pridobljene rezultate se opredelimo do doseganja srednjeročnih ciljev, ki zavezujejo Banko Slovenije. Končno Banka Slovenije predstavi smernice nadaljnjega delovanja in pričakovane učinke njene denarne politike. Pričujoči dokument je način s katerim želi Banka Slovenije javnost seznaniti z izvajanjem nalog, ki ji jih nalaga Zakon o Banki Slovenije, in na ta način prispevati k transparentnosti pri vodenju denarne politike.

\* \* \*

Inflacija ostaja na visoki ravni nekoliko nad sedem odstotkov in pričakujemo, da se bo medletna stopnja inflacije ob koncu leta celo še nekoliko povečala - na raven okoli 7,5%. Znižanje inflacije pričakujemo šele v prvih mesecih naslednjega leta. Vztrajanje inflacije na visoki ravni v letošnjem letu je predvsem posledica stroškovnih dejavnikov: davčnega šoka in šoka nadzorovanih cen iz začetka leta. Vzгляд oblikovanja cen se je iz vladnega sektorja prenesel tudi na proste cene, kjer stopnja monopolne tržne moči oziroma dogovorno oblikovanje cen omogočata hitrejšo rast cen. Da v prihodnje lahko pričakujemo znižanje inflacije nam nakazuje gibanje osnovne inflacije. Medletna rast slednje je na ravni okoli 6% in se do konca leta verjetno ne bo dvignila. Znakov inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja ni zaznati. Izpostaviti pa velja še vseskozi prisotno negotovost glede kratkoročnih inflacijskih vplivov iz mednarodnega okolja, ki je povezana predvsem z gibanjem svetovne cene nafte.

Denarna politika je bila v letu 2002 pod vplivom predvsem dveh pomembnih dejavnikov: visoke inflacije, ter obsežnih kapitalskih pritokov iz naslova neposrednih tujih investicij. Z namenom preprečevanja nastanka škodljivih šokov za gospodarsko aktivnost, je Banka Slovenije vse leto intervenirala na deviznih trgih. Vzdrževanje visoke stopnje sterilizacije ob obsežnih kapitalskih pritokih je oteževalo vodenje denarne politike, ker je Banka Slovenije pri dvigovanju obrestnih mer omejena zaradi pravila nepokrite obrestne paritete, če ne želi sprožiti dodatnih kapitalskih tokov občutljivih na obrestno mero. Kljub vsemu je Banka Slovenije uspešno sterilizirala presežno likvidnost bančnega sistema in s tem preprečila previsoko rast denarnih agregatov, saj bi ta lahko povzročila inflacijske pritiske na strani povpraševanja.

V letu 2002 bo gospodarska rast že drugo leto zapored pod svojim dolgoročnim ravnovesjem. Glavni razlog za upočasnjeno rast BDP je predvsem pešajoča mednarodna ekonomska konjunktura in počasnejše okrevanje, od pričakovanega, največjih trgovinskih partneric Slovenije. Da gospodarska gibanja v Sloveniji niso še slabša, so pripomogli predvsem povečan izvoz na trge bivše Jugoslavije in Rusije, ter zelo izboljšani pogoji menjave. Z okrevanjem svetovnega gospodarstva bo rast BDP tudi v Sloveniji spet na ravni svojega dolgoletnega ravnotežja, kar bi po naših ocenah gospodarstvo lahko postopoma doseglo do leta 2004. Po naših ocenah, bo v bližnjem obdobju glavni generator gospodarske rasti menjava s tujino, zaradi še naprej ugodnih pogojev menjave, in porast bruto investicij. Zasebna potrošnja naj bi okrevala počasneje, prav tako pa tudi razmere na trgu dela. Ob danih predpostavkah pa pričakujemo le postopno umirjanje inflacijskih pritiskov.

Glede na tokratne napovedi, ki upoštevajo nove predpostavke o gibanju inflacijskih dejavnikov v tujini in doma, predpostavke ekonomskih politik, ter že udejanjena inflacijska gibanja v letošnjem letu, bi bila ciljna inflacija ob koncu leta 2003 presežena. Predpogoj za vstop v ERM2, brez občutnih posledic prilagajanja za slovensko gospodarstvo, je znižanje inflacije na raven okoli 4% do konca leta 2003. V tem gradivu ugotavljamo, da so nepričakovani fiskalni ukrepi in cenovni agregati pod kontrolo Vlade RS bistveno prispevali k odstopanju letošnje inflacijske stopnje od tiste začrtane lansko jesen. Ocenjujemo, da je glavno tveganje pri uresničevanju tega cilja med notranjimi dejavniki prav možnost, da še naprej restriktivna denarna politika ne bi bila podprta z ustrezno restriktivnimi ekonomskimi politikami, predvsem tistimi pod nadzorom Vlade. V primeru uspešnega sodelovanja vseh činiteljev makroekonomskih politik smo mnenja, da je v danih okoliščinah še mogoče približati raven inflacije zastavljenemu inflacijskemu cilju.

\* \* \*

Pričujoče inflacijsko poročilo vsebuje poleg uvodnega dela še štiri poglavja, na koncu pa so zbrane priloge, ki podpirajo prikazane analize in rezultate. V drugem poglavju prikazujemo podrobno analizo inflacijskih gibanj, strukture inflacije in dinamiko glavnih generatorjev inflacije v letošnjem letu. Sledi opis delovanja Banke Slovenije v tem obdobju, z vidika uporabe instrumentov pri protiinflacijskem delovanju in pri absorpciji obsežnih kapitalskih pritokov. Projekcije gibanj glavnih makroekonomskih agregatov do leta 2004 so predmet četrtega poglavja. Na podlagi ugotovitev iz predhodnih poglavij, so v zadnjem delu povzete smernice za nadaljnje vodenje denarne politike, potrebne za izpolnjevanje naloge cenovne stabilnosti.

Banka Slovenije bo tudi v prihodnje predstavljala tovrstna poročila o inflaciji, v perspektivi z predvidenimi makroekonomskimi gibanji in kratkoročnimi usmeritvami denarne politike. Naslednje inflacijsko poročilo bo pripravljeno spomladi 2003.

## 2. INFLACIJSKA GIBANJA

Inflacija ostaja na visoki ravni nekoliko nad sedem odstotkov, in kaže, da se do konca letošnjega leta ne bo bistveno znižala. Znižanje inflacije pričakujemo šele v prvih mesecih naslednjega leta. Trdoživost inflacije v letošnjem letu je predvsem posledica davčnega šoka in šoka nadzorovanih cen iz začetka leta. Vseskozi pa ostaja prisotna tudi negotovost glede kratkoročnih inflacijskih izgledov povezana z oblikovanjem svetovne cene nafte.

Vztrajanje inflacije na visoki ravni v letošnjem letu je predvsem posledica stroškovnih dejavnikov za katere izgleda, da so iz začasne narave postali strukturne narave. Ocenjujemo, da sta k ohranjanju inflacije na visoki ravni v letošnjem letu največ prispevali fiskalna politika in politika nadzorovanih cen. Fiskalna politika, z višjimi davčnimi stopnjami pri DDV in pri trošarinah, je v letošnjem letu k inflaciji prinesla okoli 1,5 odstotnih točk. Slednje ter velika koncentracija podražitev nadzorovanih cen v začetku leta sta tipična predstavnika stroškovne inflacije. Bolj trdovratna in težje obvladljiva je inflacija kadar je posledica inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja. Ta se pojavi v primeru pospešenega končnega trošenja prebivalstva in sicer najpogosteje kot posledica dobre kupne moči prebivalstva, ki se razvije ob ekspanzivni denarni in dohodkovni politiki. Inflacija v Sloveniji ne kaže takšnega značaja.

### 2. 1. Analiza inflacije in njene strukture

**Skupna inflacija** je septembra medletno znašala 7,2%. Od začetka leta so se življenjske potrebščine podražile za 6,1%. Inflacija se je v zadnjih petih mesecih medletno sicer znižala z visokih 8,4% v aprilu za 1,2 odstotni točki, na 7,2% v septembru, vendar je to manj, kot je bilo pričakovano maja letos. Osnovna inflacija<sup>1</sup> se je z medletne stopnje rasti 6,5% v aprilu znižala na 6,1% v septembru.

Pričakujemo, da se bo medletna inflacije ob koncu leta celo nekoliko dvignila, in sicer na raven okoli 7,5%. Pravzaprav gre za statistični učinek, saj se ta porast v največji meri nanaša na dogajanje ob koncu lanskega leta, ko je hitro znižanje cen naftnih derivatov prispevalo k nadpovprečnemu znižanju celotnega indeksa cen življenjskih potrebščin. Drugih večjih sprememb do konca leta ne bo. Zato pričakujemo, da bo osnovna inflacija do konca leta

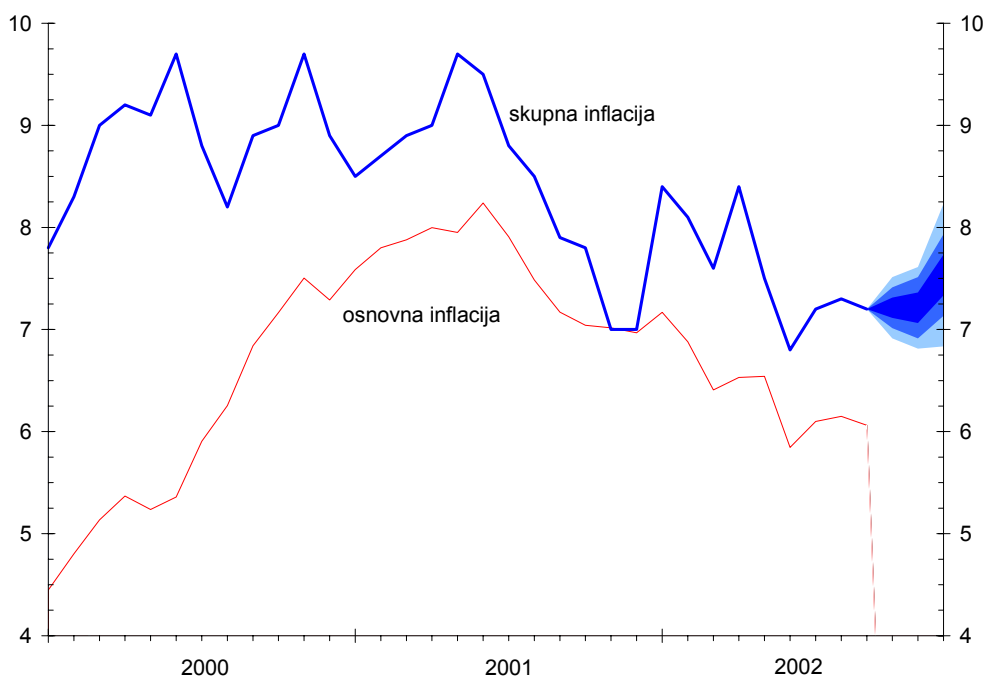
---

<sup>1</sup> Osnovno ali "core" inflacijo definiramo kot objavljeno (skupno) inflacijo, zmanjšano za naslednje eksogene komponente: cene energentov (bencina, plina, kurilnega olja, daljinskega ogrevanja in elektrike), sezonski komponenti dveh najbolj volatilnih skupin (sadje in zelenjava; obleka in obutev (razprodaje)) ter učinke sprememb stopenj DDV in trošarin na tobak.

ostala na ravni okoli 6%. Obstaja tveganje, čeprav majhno, višjih cen hrane tudi pri nas, zaradi uničenega pridelka v Srednji Evropi, ki je posledica učinka naravnih nesreč. Čaka nas sezonsko pogojen dvig cen obleke in obutve, ki se bo delno nevtraliziral s sezonskim znižanjem cen v podskupini počitnice v paketu. Povišanja nadzorovanih cen v letošnjem letu niso več predvidena, z izjemo komunalnih storitev na občinski ravni v oktobru in novembru. Cene naftnih derivatov predstavljajo največjo negotovost pri ocenjevanju višine inflacije ob koncu leta. Njihova cena je odvisna od nepredvidljivega gibanja cene nafte na svetovnem trgu in gibanja ameriškega dolarja.

V nadaljevanju strukturo inflacije razdelimo na tri načine. Najprej razdelimo osnovno inflacijo po kriteriju različnega obnašanja skupin cen, potem po mednarodni strukturi, ki jo uporablja Statistični urad RS in na koncu še glede na način oblikovanja cen.

Slika 2.1: Inflacija in inflacijska pričakovanja do konca leta



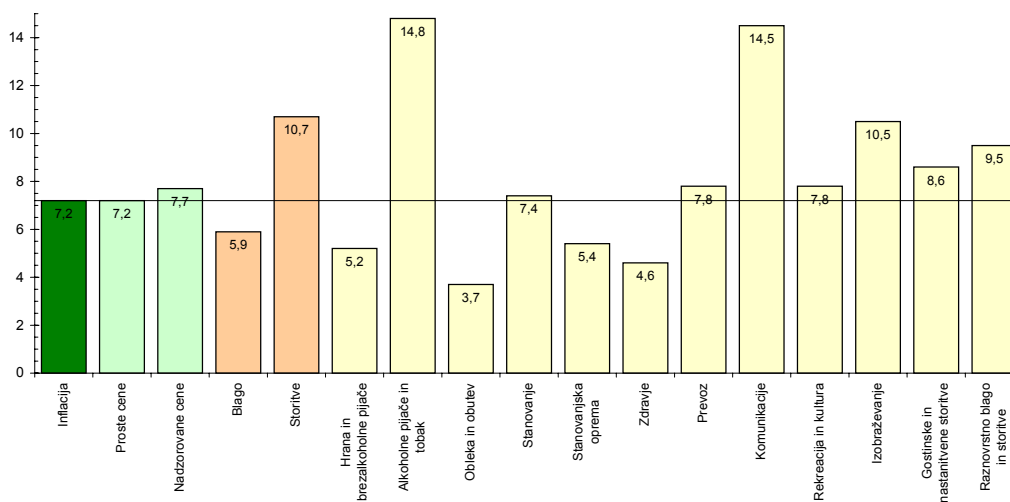
Vir: ARC

**Osnovno inflacijo** razčlenimo po kriteriju zelo različnega obnašanja v dveh glavnih skupinah cen na cene menjalnega in cene nemenjalnega sektorja. Kot približek cen menjalnega sektorja uporabljamo cene **industrijskih izdelkov** (v indeksu cen življenjskih potrebščin), cene nemenjalnega sektorja pa ponazarjamo s cenami **storitev**. V posebno skupino izločamo cene **hrane**. Med zgoraj navedenimi skupinami najhitreje rastejo cene v skupini storitve, ki predstavljajo okoli 26% indeksa osnovne inflacije. Medletna rast le-teh je v



septembru znašala 10,2%. Cene v skupini industrijski izdelki (50% delež) so v septembru rasle s 6,3% medletno rastjo, cene hrane (24% delež) pa s 5,3% medletno rastjo.

Slika 2.2: Struktura rasti cen življenjskih potrebščin



Vir: ARC

Med **glavnimi skupinami življenjskih potrebščin** v indeksu cen življenjskih potrebščin izstopa rast cen v skupini alkoholne pijače in tobak ter rast cen v skupini komunikacije. Rast cen v teh dveh skupinah je več kot dvakratnik rasti indeksa cen življenjskih potrebščin. Del fiskalnih učinkov je alociranih v tej skupini, saj povišanje trošarin na tobak predstavlja kar pomemben prispevek k letošnji visoki inflaciji. Povišanje trošarin na tobak v januarju in juliju je z višjimi cenami proizvajalcev cigaret prispevalo k letošnji inflaciji 0,5 odstotne točke. Zviševanje trošarin na tobak je posledica usklajevanja naše zakonodaje z direktivami Evropske Unije. V skupini komunikacije pa smo bili priča visokemu dvigu cen telefonske naročnine in telefonskih pogovorov stacionarne telefonije v februarju in podražitvi mobilne telefonije v avgustu, ter zvišanju cen poštnih storitev v februarju in septembru. Podražitve so bile v soglasju z Vlado RS oziroma pristojno agencijo. Sledijo podražitve v skupinah izobraževanje, raznovrstno blago in storitve ter gostinske in nastanitvene storitve. V skupini izobraževanje so se najbolj podražili izdatki za vrtec, medtem ko so se v skupini raznovrstno blago in storitve najbolj zvišale cene za počitnice v paketu, obvezno zavarovanje vozil in dodatno zdravstveno zavarovanje. Za rastjo inflacije zaostajajo skupine obleka in obutev, hrana in brezalkoholne pijače<sup>2</sup>, zdravje ter stanovniška oprema. Na sliki 2.2 so predstavljene medletne rasti cen glavnih skupin življenjskih potrebščin, kot jih predstavlja Statistični urad RS, ter indeksa prostih in nadzorovanih cen.

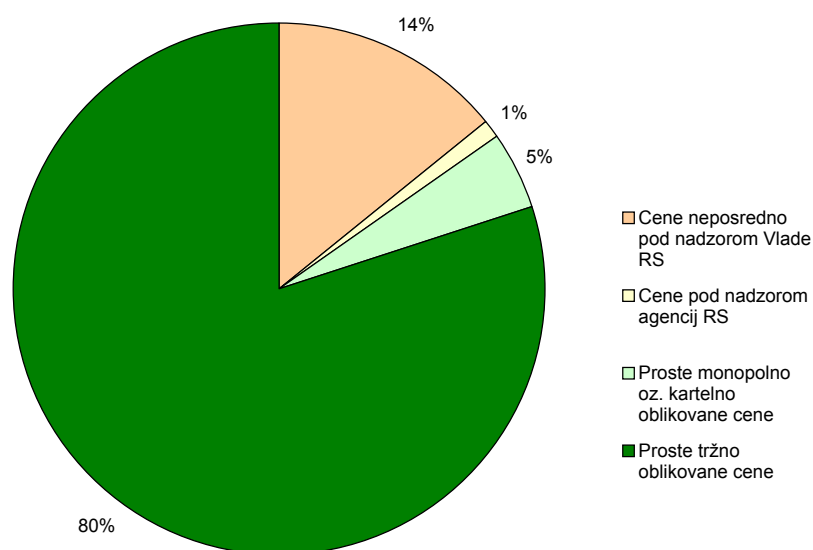
<sup>2</sup> V tej skupini izstopata podskupini olje in maščobe s 24,3% medletno rastjo ter kruh in izdelki iz žit s 14,8% medletno rastjo.

Za leto 2002 velja omeniti, da rast cen storitev bistveno prehitveva rast cen blaga. Medletna stopnja rasti cen storitev v septembru znaša 10,7%, medletna stopnja rasti cen blaga pa 5,9%. Slednja torej zaostaja za rastjo cen storitev za 4,8 odstotne točke. Tako se je razkorak v rasti med cenami storitev in cenami blaga v letošnjem letu dodatno povečal. Razlika v rasti cen blaga in storitev kaže, da se storitvene dejavnosti počasneje odzivajo na upočasnjeno gospodarsko aktivnost in skromnejšo končno trošenje gospodinjstev, ter odraža manjšo stopnjo konkurenčnosti v teh dejavnostih.

Poznavanje **načina oblikovanja cen** je ključno za centralno banko pri oblikovanju denarne politike. Klasično delitev cen na proste in nadzorovane cene smo dopolnili z podrobnejšo delitvijo na štiri skupine:

- cene neposredno pod nadzorom Vlade RS<sup>3</sup>
- cene pod nadzorom agencij RS
- proste monopolno oziroma kartelno oblikovane cene
- proste tržno oblikovane cene.

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



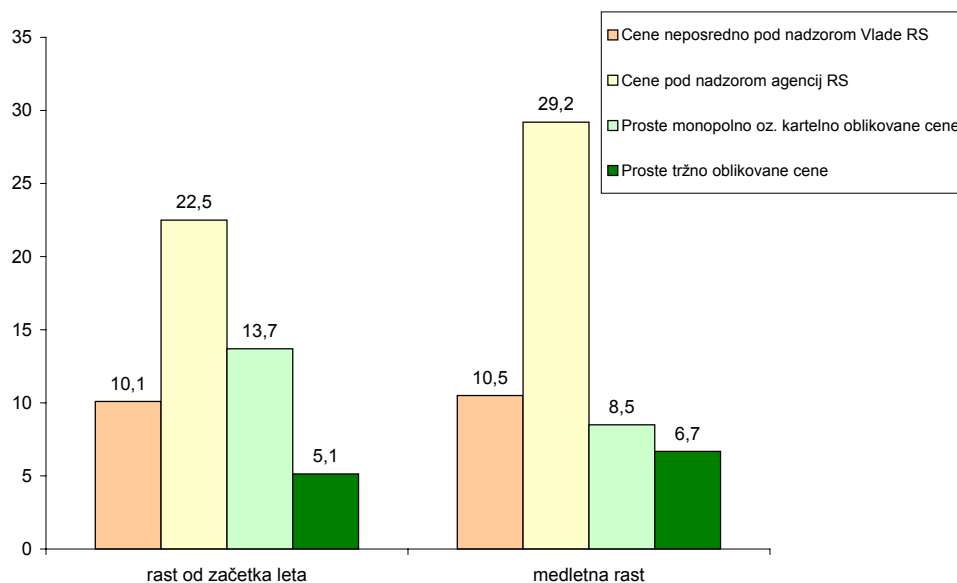
Vir: ARC

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

<sup>3</sup> Cene v pristojnosti Vlade RS oziroma cene Vladnih storitev.

V indeksu cen prevladujejo cene, ki se prosto in tržno oblikujejo in zajemajo približno 80% življenjskih potrebščin. Cene, ki so neposredno pod nadzorom Vlade RS predstavljajo okoli 14% indeksa cen življenjskih potrebščin, cene pod nadzorom agencij RS pa 1% indeksa. Proste cene, za katere smo identificirali, da se oblikujejo monopolno oziroma dogovorno, predstavljajo okoli 5% indeksa cen življenjskih potrebščin.

Slika 2.4: Rast cen življenjskih potrebščin glede na način oblikovanja cen



Vir: ARC

Opazimo, da najhitreje rastejo cene, ki so pod nadzorom agencij RS. Medletno so te cene porasle za 29,2%. Glede na hitro rast cen izstopajo tudi proste cene blaga in storitev, kjer prevladujejo monopolne in oligopolne tržne strukture. V to skupino uvrščamo med drugim obvezno avtomobilsko in zdravstveno zavarovanje ter goriva, ki niso pod nadzorom Vlade RS ali agencij. V letošnjem letu hitro naraščajo tudi cene, ki so pod nadzorom Vlade RS. Samo cene komunalnih storitev so v letošnjem letu zrasle za 29,1%. Večji del teh podražitev gre pripisati uvedbi okoljskih taks (usklajevanje s predpisi Evropske Unije) v januarju letošnjega leta in višjih občinskih komunalnih taks v aprilu. Skupaj so te takse prispevale okoli 0,4 odstotne točke k letošnji inflaciji.

## 2. 2. Dejavniki inflacije v letu 2002

Za ukrepanje denarne politike je pomembno vedeti kaj povzroča inflacijo. Ali so to:

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

Posamezen dejavnik je lahko obravnavan na več načinov. Od stanja celotne ekonomije in ekonomske aktivnosti je odvisno ali posamezen dejavnik deluje v danem trenutku preko strani povpraševanja ali ponudbe.<sup>4</sup>

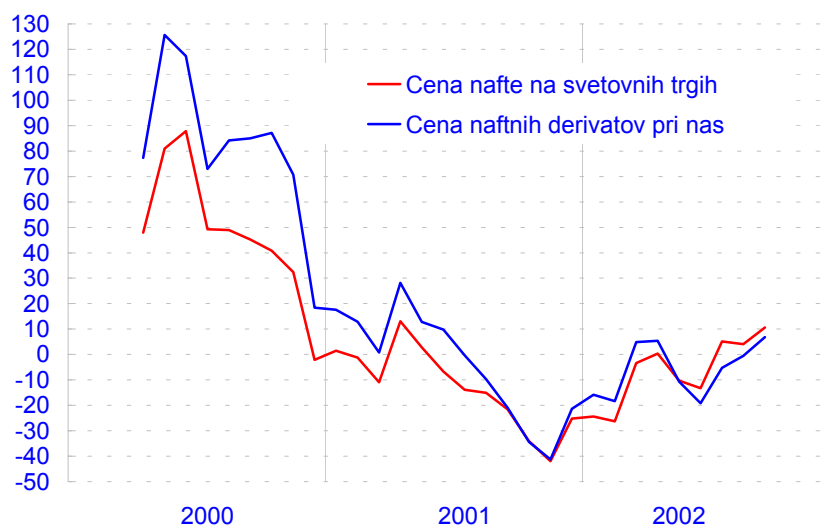
**Mednarodno okolje** trenutno veliko prispeva k negotovosti, pritiski na inflacijo pa so predvsem v znamenju velikih nihanj in kompenzirajočih se učinkov. Pomemben učinek na gibanje cen življenjskih potrebščin imata predvsem svetovna cena nafte in tečaj ameriškega dolarja.

Iz mednarodnega okolja je za gibanje cen življenjskih potrebščin pri nas pomembna predvsem svetovna cena nafte, ki je letos zelo nepredvidljiva, zelo variabilna in visoka. Po nizki ceni nafte na svetovnih trgih ob koncu leta 2001, je leto 2002 zaznamovala visoka rast cen nafte. Le-ta je sicer nekoliko padla v maju in juniju, vse ostale mesece pa je naraščala. V prvi polovici leta je bila vzrok višjih cen nafte kriza na Bližnjem Vzhodu, v zadnjih mesecih pa ceno nafte dvigujejo pričakovanja o morebitnem napadu na Irak.

**Tečaj dolarja** glede na euro je padal od marca do vključno julija. Občuten padec vrednosti dolarja je zaznamoval predvsem mesece maj, junij in julij. Trenutno je tečaj dolarja proti euro dokaj stabilen. Nizek tečaj dolarja je preko uvoznih cen ugodno vplival na gibanje cen življenjskih potrebščin pri nas. Med drugim je omilil vpliv visokih cen nafte na svetovnih trgih na rast cen naftnih derivatov v Sloveniji.

**Svetovne cene nafte** in tečaj dolarja vplivata na naše cene neposredno preko modela cen naftnih derivatov in posredno preko ostalih cen. Dvotedensko usklajevanje cen naftnih derivatov s cenami nafte na svetovnih trgih in tečajem ameriškega dolarja omogoča skoraj takojšnji prenos negotovosti iz mednarodnega okolja v domačo ekonomijo. Kot posledica gibanj v mednarodnem okolju so se naftni derivati pri nas po občutni podražitvi v aprilu, v naslednjih treh mesecih (maju, juniju in juliju) nekoliko pocenili. Od avgusta naprej pa se ponovno dražijo zaradi negotovih razmer na Bližnjem Vzhodu in priprave Američanov na vojno z Irakom. Na sliki 2.5 lahko vidimo gibanja medletnih stopenj rasti svetovne cene nafte in cen naftnih derivatov pri nas od aprila 2000.

Slika 1.5: Svetovna cena nafte in cene naftnih derivatov v Sloveniji  
(medletne stopnje rasti v %)



Vir: ARC

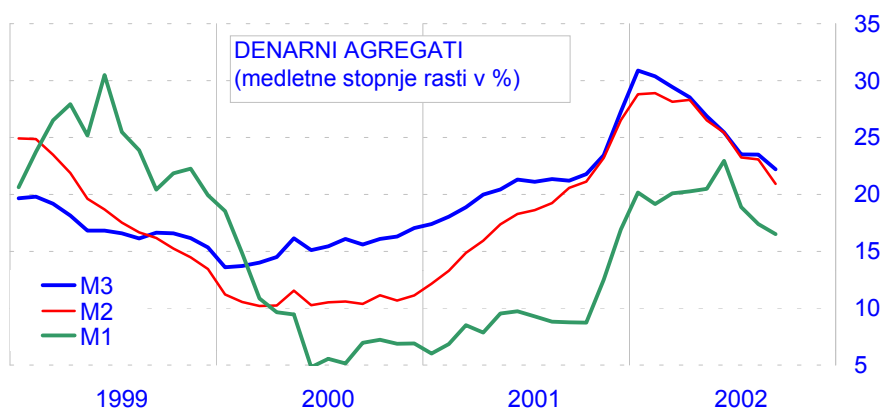
Ni znakov, da bi **dejavniki povpraševanja** v letošnjem letu generirali in pospeševali inflacijo. Ugotavljamo, da lahko štejemo generatorje agregatnega povpraševanja, med katere uvrščamo denarno politiko in rast plač, med dejavnike, ki so omejevalno vplivali na rast cen.

V letošnjem letu statistika izkazuje visoko **rast denarnih agregatov**, ki se sicer v zadnjih mesecih pospešeno umirja. Vzrok za to gre iskati v konverziji nacionalnih valut ob uvedbi eura, prenosu plačilnega prometa iz Agencije za plačilni promet RS na banke, prenosu plačilnega prometa države na Banko Slovenije in pritoku deviz, ki jih Banka Slovenije monetizira. Po visoki junijski rasti, povezani z reformo plačilnega prometa, se je dinamika M1

<sup>4</sup> Na primer, rast plač je lahko dejavnik povpraševanja ker generira dodatno kupno moč prebivalstva ali pa je obravnavan kot višji strošek za podjetja. Podobno velja tudi za denarno politiko (obrestne mere) in devizni tečaj ter nekatere druge dejavnike.

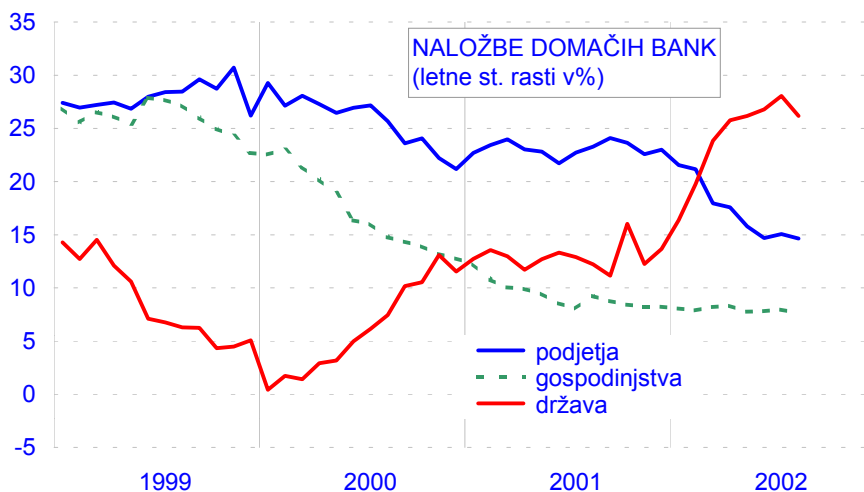
v poletnih mesecih pospešeno normalizirala. Stanje tega denarnega agregata je že upadlo na letošnjo majsko raven. Po visoki rasti denarnega agregata M3 ob koncu lanskega leta, zaradi zamenjave nacionalnih valut ob uvedbi eura, le-ta v letošnjem letu izkazuje upočasnjeno rast. Kumulativno je v juliju in avgustu agregat M3 porasel za 1,3%. Morebitna prihodnja odstopanja od upočasnjene rasti pa lahko povzročijo pričakovani pritoki tujega kapitala zaradi sprememb v lastništvu podjetij v zadnjem trimesečju letošnjega leta. Na sliki 2.6 lahko vidimo medletne stopnje rasti denarnih agregatov.

Slika 2.6: Denarni agregati



Vir: ARC

Slika 2.7: Naložbe domačih bank

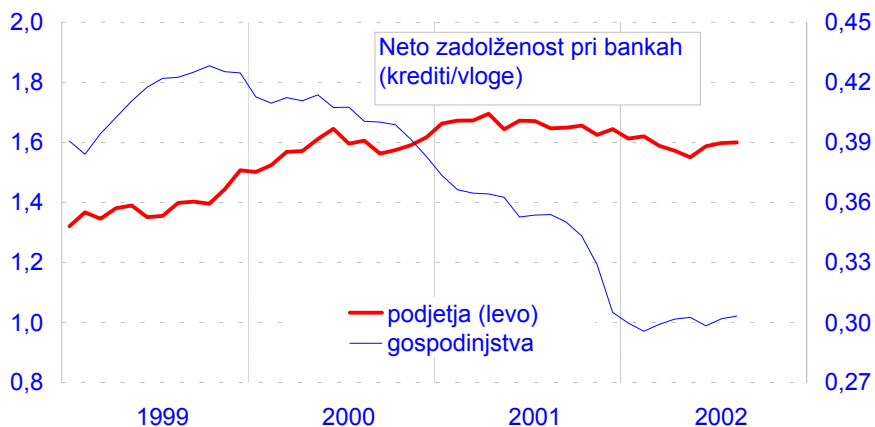


Vir: ARC

V zadnjih dveh letih prevladujejo dolgoročni motivi varčevanja prebivalstva, kot npr. stanovanjsko varčevanje in dodatno pokojninsko zavarovanje. Povečano finančno varčevanje omejuje končno trošenje in ne omogoča, da se razvije pomembnejši pritisk na cene s strani povpraševanja, kljub povečani količini denarja v obtoku. To potrjuje tudi

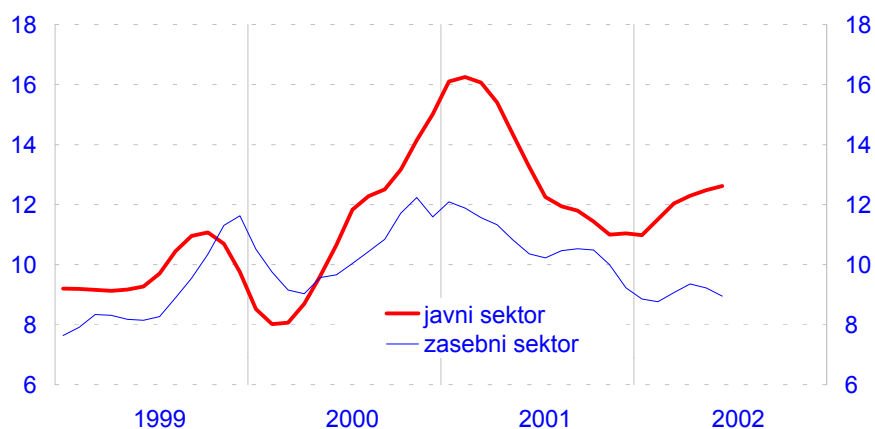
skromno povpraševanje po kreditih s strani gospodinjstev. Za zdaj še ni znamenj, da bi se cikel zasebne porabe začel obračati v smer večje potrošnje, čeprav se je razdolževanje prebivalstva upočasnilo.

Slika 2.8: Neto zadolženost pri bankah



Vir: ARC

Slika 2.9: Plače v javnem in zasebnem sektorju, desezonirano (medletne stopnje rasti v %)



Vir: ARC

Šibkemu končnemu trošenju botruje tudi dogajanje na trgu dela, kjer se je rast zaposlenosti zaustavila in relativno nizka **rast plač** v zasebnem sektorju (slika 2.9). Elementi rasti končnega trošenja so prisotni predvsem v javnem sektorju, kjer javna poraba, rast plač v javnem sektorju in socialni transferji, ne odražajo slabše konjunktore.

**Dejavniki ponudbe** oziroma stroškovni dejavniki so glavni viri vztrajanja inflacije na visoki ravni v letošnjem letu. Mednje prištevamo fiskalno politiko, politiko nadzorovanih cen in gibanje tečaja.

**Fiskalna politika**, z višjima stopnjama davka na dodano vrednost in povečanimi trošarinami na tobak in alkohol v januarju, je k letošnji inflaciji prispevala okoli 0,9 odstotne točke. Uvedba taks za obremenjevanje okolja v začetku januarja in višje občinske komunalne takse v aprilu so prispevale okoli 0,4 odstotne točke k letošnji inflaciji. K temu moramo dodati še 0,2 odstotni točki zaradi nadaljnjih povečanj trošarin na tobak v juliju. Posamezni davčni elementi so sicer začasne narave, vendar lahko iz začasnih inflacijskih pritiskov nastanejo inflacijski pritiski trajnejšega značaja, če so višji davki sistemsko pogojeni.

**Politika nadzorovanih cen** je pomemben dejavnik višje inflacije v letošnjem letu. Po visoki rasti v prvih štirih mesecih letošnjega leta, se je v naslednjih štirih mesecih nekoliko umirila, a z medletno rastjo 7,7%<sup>5</sup> še vedno prehiteva rast prostih cen (7,2%) in skupno inflacijo (7,2%). Velika koncentriranost občutnih podražitev nadzorovanih cen v prvih mesecih leta je sprožila inflacijska pričakovanja ter opozorila na krhkost dosežene cenovne stabilnosti in potrebo po koordiniranem delovanju vseh ekonomskih politik za učinkovito doseganje srednjeročnega inflacijskega cilja.

Kronološki pregled pomembnejših ponudbenih dejavnikov v letu 2002:

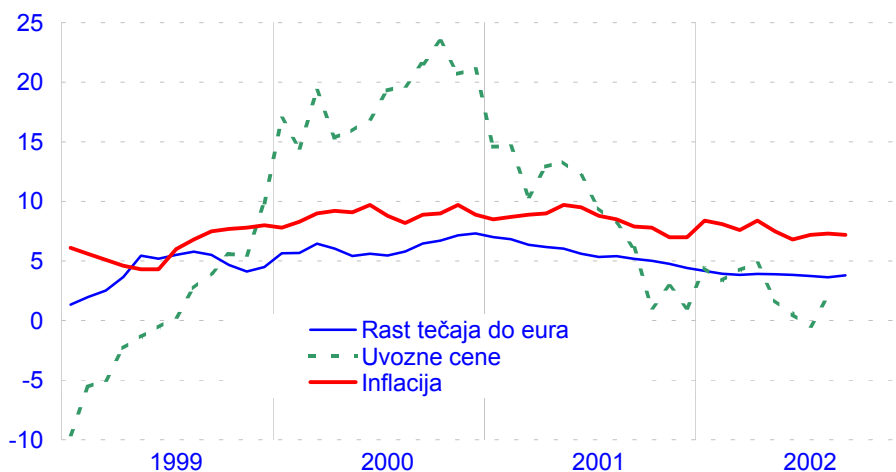
januar:	višji stopnji davka na dodano vrednost trošarine na alkoholne pijače in tobak uvedba taks za obremenjevanje okolja
februar:	povišanje cen telefonskih in poštних storitev
april:	višje cene komunalnih storitev, kot posledica višjih občinskih komunalnih taks
julij:	trošarine na tobak počitnice v paketu
avgust:	obvezno avtomobilsko zavarovanje mobilna telefonija elektrika
september:	dodatno zdravstveno zavarovanje naročnine RTV poštne storitve

Demonstracijski efekt, ki ga sprožajo tovrstne podražitve, so pomemben element inflacijskih pričakovanj in močno vplivajo na oblikovanje ostalih cen. Tovrstni učinki se predvsem prenašajo na cene blaga in storitev, kjer je stopnja konkurence manjša in prevladuje tudi dogovorno oblikovanje cen.

<sup>5</sup> Ob koncu leta pričakujemo, da bo rast nadzorovanih cen okoli 10% in bo za okoli 3 odstotne točke prehitevala rast prostih cen in za okoli 2,5 odstotne točke rast indeksa cen življenjskih potrebščin.



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



Vir: ARC

**Gibanje tečaja** je z zaostajanjem depreciacije tečaja za inflacijo prispevalo k postopnemu zniževanju inflacije. V letošnjem letu je Banka Slovenije depreciacijo tolarja še dodatno upočasnila in trenutno znaša 3,8% medletno (tekoča rast je 3,5% na letni ravni). Devizni tečaj deluje na inflacijo predvsem preko uvoznih cen. Devizni tečaj vpliva tudi na gibanje cen proizvajalcev saj tečaj med drugim vpliva tudi na oblikovanje cen uvoženega repromateriala v domači valuti, ki predstavlja velik delež pri uvoznih komponentah. Na sliki 2.10 je prikazano zaostajanje rasti tečaja tolarja in rasti uvoznih cen za inflacijo.

\* \* \*

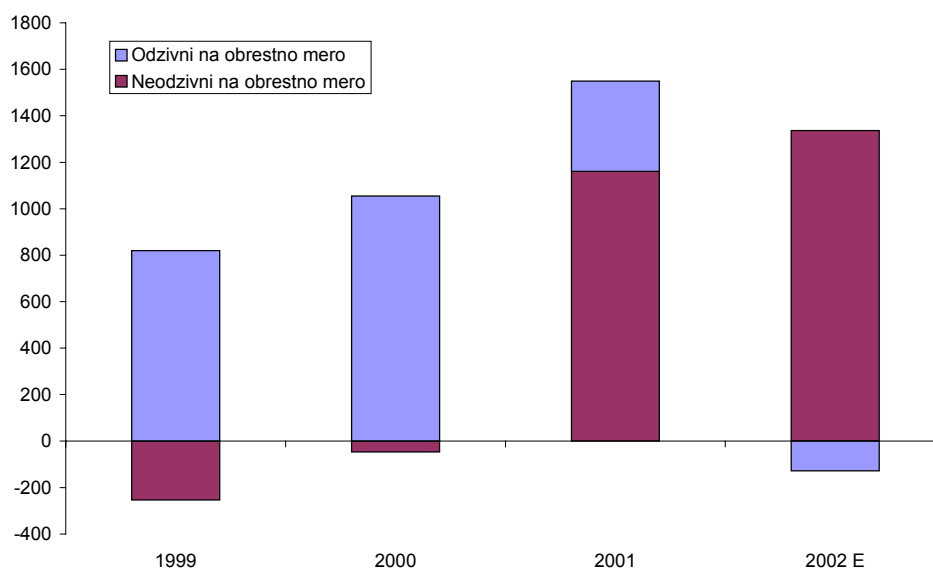
Inflacija ostaja na visoki ravni nekoliko nad sedem odstotkov in ni ne kaže, da bi se do konca letošnjega leta lahko bistveno znižala. Pričakujemo, da se bo medletna stopnja inflacije ob koncu leta celo nekoliko dvignila - na raven okoli 7,5%. Znižanje inflacije pričakujemo šele v prvih mesecih naslednjega leta. Vztrajanje inflacije na visoki ravni v letošnjem letu je predvsem posledica stroškovnih dejavnikov: davčnega šoka in šoka nadzorovanih cen iz začetka leta. Vzгляд oblikovanja cen se je iz vladnega sektorja prenesel tudi na proste cene, kjer stopnja monopolne tržne moči oziroma dogovorno oblikovanje cen povzroča hitrejšo rast cen. Da v prihodnje lahko pričakujemo znižanje inflacije nam nakazuje gibanje osnovne inflacije. Medletna rast slednje je na ravni okoli 6% in pričakujemo, da se do konca leta ne bo dvignila. Znakov inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja ni zaznati. Vseskozi pa ostaja prisotna negotovost glede kratkoročnih inflacijskih vplivov iz mednarodnega okolja, ki je povezana predvsem z gibanjem svetovne cene nafte.

### 3. DELOVANJE BANKE SLOVENIJE V LETU 2002

Denarna politika je bila v letu 2002 pod vplivom dveh pomembnih dejavnikov: relativno visoke inflacije, ki je posledica predvsem ponudbenih šokov enkratne narave, ter obsežnih kapitalskih pritokov iz naslova neposrednih tujih investicij. Banka Slovenije je bila pri vodenju denarne politike zato usmerjena predvsem v preprečevanje novih dodatnih destabilizacijskih šokov ter omejevanje posledic dosedanjih šokov na inflacijo. Pri omejevanju teh učinkov je Banka Slovenija kot glavna instrumenta uporabljala obrestno mero in devizni tečaj.

Banka Slovenije je vodila denarno in tečajno politiko usmerjeno k izenačevanju tujih in domačih stroškov financiranja, z namenom da ne bi sprožila še dodatnih finančnih pritokov. Da je to uspešno opravljala, kaže struktura finančnih pritokov. Le-ti so ob koncu lanskega leta nastali zaradi zamenjave evropskih valut v euro, v letošnjem letu pa so posledica privatizacije in neposrednih naložb. Na slednje Banka Slovenije ne more neposredno vplivati, saj niso odzivni na obrestne mere.

Slika 3.1: Struktura finančnih pritokov glede na njihovo odzivnost na obrestne mere  
(v mio USD)



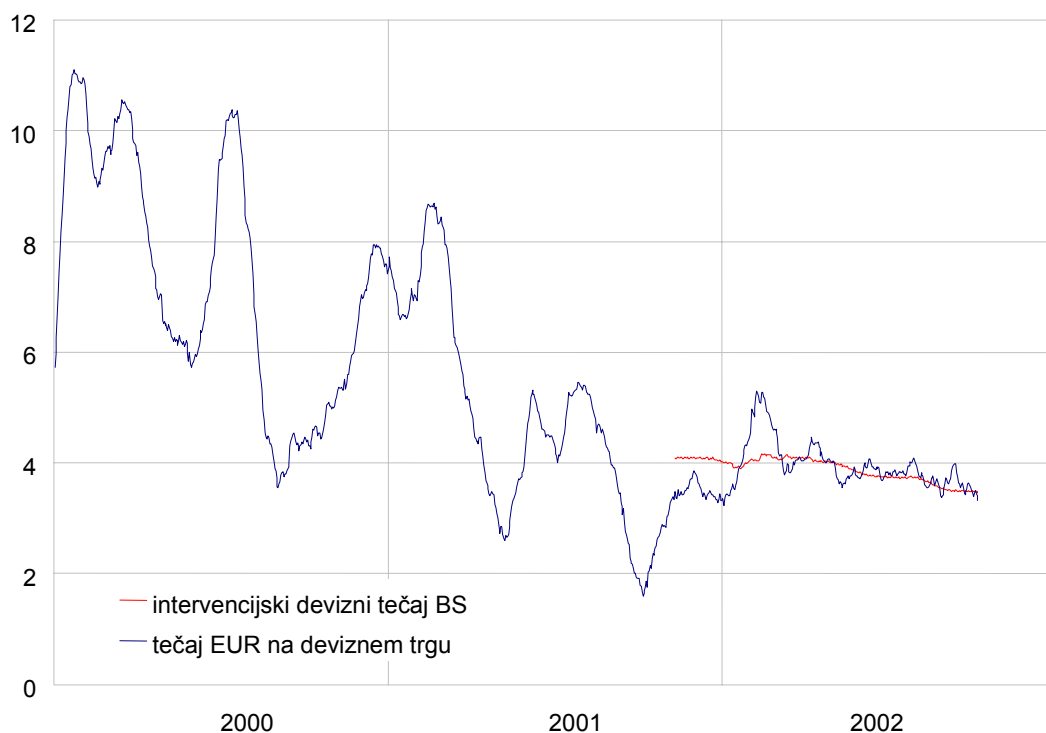
Vir ARC

Banka Slovenije je skušala doseči, da se nepotrebni ponudbeni šoki ne bi ponovili. Prizadevala si je za doseganje večje stopnje koordinacije ekonomskih politik ter za seznanitev javnosti s pomembnostjo zniževanja inflacije, tudi zaradi procesa vključevanja v ERM2 in EMU. V okviru koordinacije ekonomskih politik je Banka Slovenije sodelovala z Ministrstvom za finance glede nevtralizacije denarnih učinkov kupnine NLB. Obe instituciji sta

se dogovorili o porabi kupnine na način, ki minimizira negativne posledice za denarno politiko in učinke na inflacijo.

Banka Slovenije intervenira na trgih tujega denarja že od septembra lani in vzdržuje tečaj tolarja. Intervencija na deviznem trgu temelji na ohranjanju tečaja tolarja v bližini njegove dolgoročne ravnotežne ravni in sledi usmeritvam denarne politike v skladu z nadaljnjim procesom zniževanja inflacije. Pritiski na tečaj v letošnjem letu ne odražajo sprememb v makroekonomskih temeljih, temveč so predvsem odraz povečanih deviznih pritokov zaradi prodaje lastništva podjetij tujcem, iz naslova privatizacije in prevzemov.

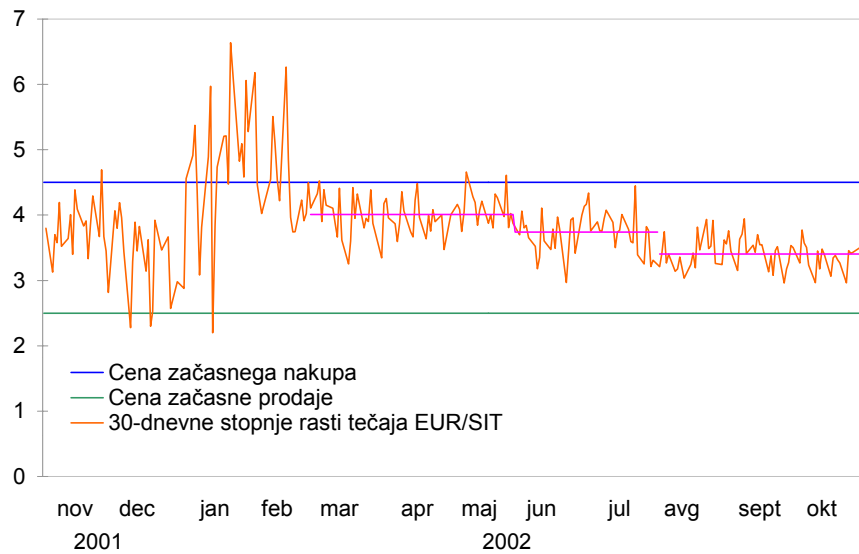
Slika 3.2: Devizni in intervencijski tečaj tolarja  
(mesečne stopnje deprecije tolarja, v % p.a.)



Vir: ARC

Banka Slovenije je obrestne mere postavljala glede na pričakovano stopnjo inflacije in glede na potrebno stopnjo restriktivnosti denarne politike pri ponudbi denarja. Glede na nepokrito obrestno pariteto pa je določila še stopnjo deprecije tečaja. Tako je Banka Slovenije stopnjo deprecije tolarja trendno upočasnjevala: medmesečna dinamika deprecije je do maja znašala 4% na letni ravni, od maja do konca julija 3,75% in nato 3,5%.

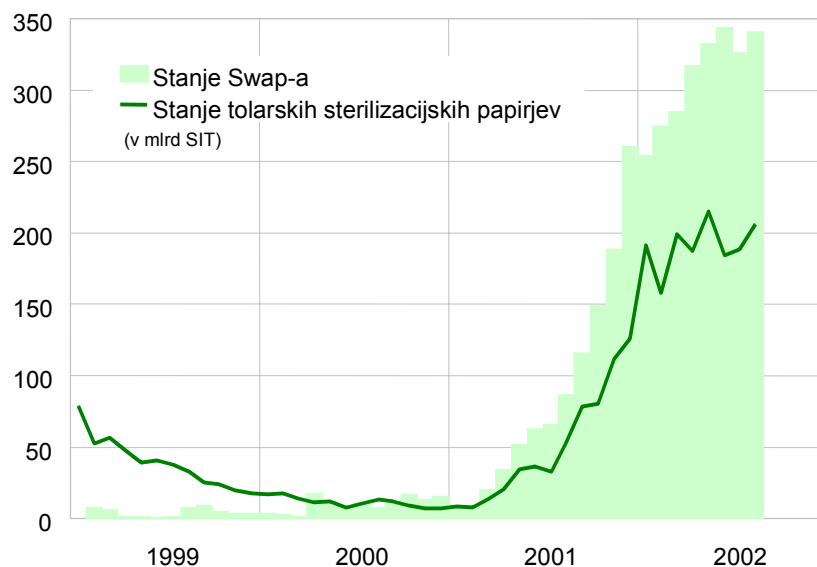
Slika 3.3: Rast deviznega tečaja in cena začasnega odkupa deviz



Vir: CBO

Banka Slovenije je tečajno politiko vodila z začasnim odkupovanjem deviz od bank, ustrezno zmanjšanje ponudbe primarnega denarja pa je dosegla z obsežno sterilizacijo z izdajanjem tolarških blagajniških zapisov. Zaradi obsežnih pritokov tujega kapitala na devizni trg se je obseg začasno kupljenih deviz pri Banki Slovenije hitro povečeval, kljub temu pa je Banki Slovenije uspelo ohraniti visoko stopnjo sterilizacije. To ji je omogočalo predvsem skromno povpraševanje zasebnega sektorja po posojilih, zaradi česar so banke bile omejene pri izbiri alternativnih naložb. Z izjemo države je bilo povpraševanje po kreditih skromno in kreditna aktivnost bank se je upočasnjevala.

Slika 3.4: Intervencija in sterilizacija Banke Slovenije



Vir: ARC

Če Banka Slovenije presežne likvidnosti bančnega sistema ne bi sterilizirala, bi primarni denar v letošnjem letu porasel še za približno enkrat več kot je sicer. Banka Slovenije je v osmih mesecih prek začasnega odkupa deviz neto izdala za 79,7 mlrd SIT, s tolarskimi blagajniškimi zapisi pa neto umaknila 80,1 mlrd SIT primarnega denarja, tako da se je v tem obdobju primarni denar povečal le za 0,6%. Kljub relativno počasni rasti primarnega denarja se je od začetka devizne intervencije volatilitnost tega agregata povečala, kar kaže na oteženo obvladovanje ponudbe denarja s strani Banke Slovenije ob velikih kapitalskih pritokih.

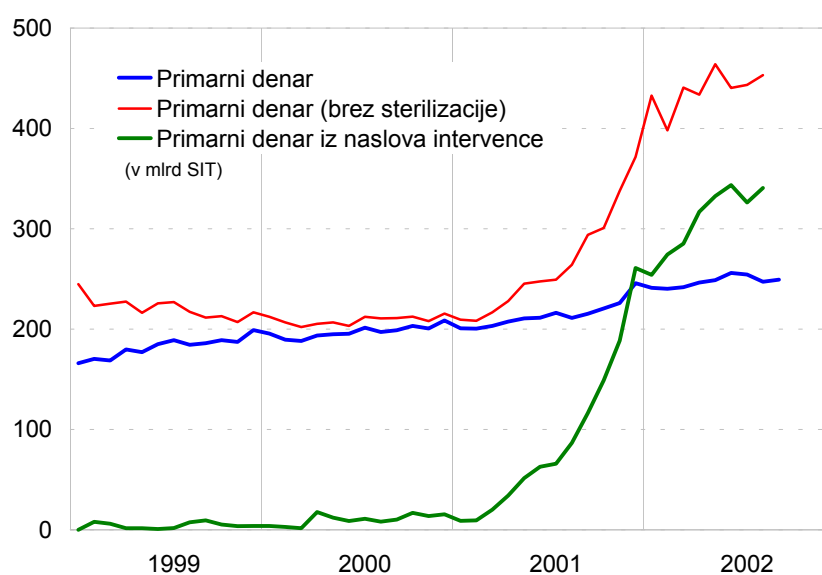
Slika 3.5: Mesečno povečanje primarnega denarja izdanega z operacijama: začasni odkup deviz in izdaja Tolarskih blagajniških papirjev Banke Slovenije



Vir: ARC

Vedno zahtevnejša naloga za Banko Slovenije je ohranjanje visoke stopnje sterilizacije, ki trenutno znaša 60%. Zato je Banka Slovenije, kljub načelu nepokrite obrestne paritete, v več manjših korakih povečevala obrestne mere na sterilizacijske instrumente. S postopnim povečevanjem obrestnih mer in zmanjševanjem deprecijacije tolarja je Banka Slovenije povečevala razliko med domačimi in tujimi obrestnimi merami, vendar le do mere ki še ne sproža dodatnih finančnih pritokov iz tujine. Obrestna mera za 60-dnevni tolarski blagajniški zapis (TBZ) se je postopoma povečevala od 7,5% do 8,75% do konca maja. Izhodiščna obrestna mera na 270-dnevne TBZ je znašala od januarja do marca 9%, od konca marca pa 10%. Banka Slovenije je prilagajala tudi frekvenco in kvote dražb 270-dnevnih TBZ potrebam po umiku primarnega

Slika 3.6: Izdajanje primarnega denarja



Vir: ARC

denarja. Stroški denarne politike se sicer povečujejo, vendar zaenkrat še niso omejevalni dejavnik pri vodenju denarne politike, glavni omejitveni dejavnik pri vodenju denarne politike bo v prihodnje ohranjanje visoke stopnje sterilizacije.

\* \* \*

Denarna politika je bila v letu 2002 pod vplivom dveh pomembnih dejavnikov: visoke inflacije, ki je posledica predvsem ponudbenih šokov, ter obsežnih kapitalskih pritokov iz naslova neposrednih tujih investicij. Vodenje denarne politike v razmerah obsežnih kapitalskih pritokov je oteženo, Banka Slovenije pa je v letošnjem letu bila izpostavljena še dodatnim šokom na inflacijo, ki so izhajali s strani ponudbe. Da bi omilila škodljive posledice teh šokov na ekonomijo je Banka Slovenije vse leto intervenirala na trgih tujega denarja. Vzdrževanje visoke stopnje sterilizacije ob obsežnih kapitalskih pritokih bo tudi v prihodnje poglobitni problem pri vodenju denarne politike, saj je Banka Slovenije pri dvigovanju obrestnih mer omejena zaradi pravila nepokrite obrestne paritete, če ne želi sprožiti dodatnih kapitalskih tokov, občutljivih na obrestno mero.

Okvir 3.1.

### **Operativni elementi delovanja tečajne politike Banke Slovenije**

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

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

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

Prvi element je "Klub bank", ki ga sestavljajo banke, ki so se odločile za podpis pogodbe z Banko Slovenije o posegih na trgih tujega denarja<sup>1</sup>. Banke, ki sodelujejo v Klubu, so zavezane v času posegov Banke Slovenije na trgih tujega denarja opravljati posle po tečaju, ki je določen z razponom okrog interventnega tečaja. V zameno za izpolnjevanje te obveznosti imajo banke neomejen in ekskluziven dostop do tolarske likvidnosti, ki jo pridobivajo na osnovi začasno prodanih deviz.

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

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

Tretji element tečajne politike Banke Slovenije je sterilizacija presežne tolarske likvidnosti, ki izhaja iz začasne monetizacije deviz. Zgoraj navedene pglavitne lastnosti tega instrumenta (7 dnevna likvidnost in likvidnostna lestvica, aktivno oblikovanje cene) Banki Slovenije omogočajo uspešno absorpcijo presežne likvidnosti bančnega sistema z izdajanjem tolarskih blagajniških zapisov z ročnostjo do enega leta (60 in 270 dnevni TBZ), saj te ročnosti ne povzročajo večjih nesorazmerij pri ročnostni transformaciji.

<sup>1</sup> Pogodba je bila podpisana 2000, leta 2001 pa še aneks k tej pogodbi.

## Okvir 3.2.

### Kronološki pregled delovanja Banke Slovenije na monetarnem področju v letu 2002

#### 1. januar 2002

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

#### 31. januar 2002

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

#### 29. marec 2002

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

#### 1. april 2002

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

#### 26. april 2002

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

#### 30. april 2002

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

#### 16. maj 2002

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

#### 28. maj 2002

- Banka Slovenije poveča število avkcij 270-dnevnih TBZ (iz dveh na štiri avkcije na mesec) z namenom prilagoditi in olajšati uravnavanje likvidnosti bank zaradi bolj volatilnih tokov na deviznem trgu in s tem omogočiti večji vpis TBZ.

#### 1. julij 2002

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

#### 23. julij 2002

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

#### 22. avgust 2002

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

#### 1. oktober 2002

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



## 4. PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ DO KONCA LETA 2004

V letu 2002 bo gospodarska rast že drugo leto zapored za okoli odstotno točko pod svojim dolgoročnim ravnovesjem. Glavni razlog za upočasnjeno rast realnega BDP je predvsem slaba mednarodna ekonomska konjunktura in počasnejše okrevanje od pričakovanega največjih trgovinskih partneric Slovenije. Da gospodarska gibanja v Sloveniji niso še počasnejša, so pripomogli predvsem povečan izvoz na trge bivše Jugoslavije in Rusije, ter zelo izboljšani pogoji menjave. Z okrevanjem svetovnega gospodarstva bo rast BDP tudi v Sloveniji spet na ravni svojega dolgoletnega ravnotežja, kar bi po naših ocenah gospodarstvo lahko postopoma doseglo do leta 2004. Ob danih predpostavkah domačega povpraševanja, politike kontroliranih cen, pričakovanj o gibanju tujih dejavnikov in usmeritev denarne in tečajne politike, pričakujemo postopno umirjanje inflacijskih pritiskov.

Projekcija endogenih makroekonomskih dejavnikov, tudi inflacije, sloni na predpostavkah o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja, na katere ni moč vplivati, in na nekaterih domačih dejavnikih, ki pa so pogosto predmet 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 moč pričujoče napovedi jemati kot sredinski scenarij, ki pa se lahko spremeni ob zasuki teh eksogeno določenih predpostavkah.<sup>6</sup> Domači dejavniki te vrste so gibanje tečaja tolarja, trošenje in investiranje javnega sektorja, plače v javnem sektorju, porast kontroliranih cen in spremembe fiskalne narave.

V prvem delu napovedi so predstavljena predvidena gibanja upoštevanih 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 delu. V zadnjem delu predstavljamo napovedi gibanj različnih cenovnih agregatov. Povzetek napovedi in primerjavo z majskimi ocenami lahko najdemo v tabeli 4.9 na koncu poglavja.

---

<sup>6</sup> Predpostavke o eksogenih dejavnikih je Svet Banke Slovenije potrdil na 253. seji, dne 3.9.2002.

## 4. 1. Mednarodno okolje

V letu 2001 se je gospodarska rast v ZDA in nato še v večini držav Evropske Unije močno upočasnila. Vseeno so analitiki napovedali le kratkotrajen zastoj v gospodarski aktivnosti in izboljšanje v letošnjem letu. Napovedi o krepitvi tuje konjunktore v drugi polovici leta se po razpoložljivih informacijah še niso bistveno poslabšale. Najverjetneje lahko takšne popravke pričakujemo šele v sredini jeseni. Vseeno signale iz mednarodnega okolja glede prihodnje gospodarske aktivnosti zaenkrat ocenjujemo kot relativno optimistične. Vse kaže, da v globalni ekonomiji zaenkrat ni večjih cenovnih pritiskov s strani povpraševanja saj tako ameriško kot evropsko gospodarstvo le počasi okrevata. Hkrati pa obstaja negotovost glede inflacijskih pritiskov s strani ponudbe. Pri tem je predvsem zaradi negotovih mednarodnih političnih razmer velika negotovost povezana z gibanjem cen nafte.

V priloženi tabeli so prikazane vrednosti pomembnejših eksogenih dejavnikov, ki so uporabljeni pri izdelavi napovedi. V primeru, ko tuje institucije še niso objavile ocen za leto 2004, privzemamo za to leto vrednosti posameznih spremenljivk iz leta 2003. Za primerjavo so priložene predpostavljene vrednosti teh eksogenih dejavnikov ob majski pripravi napovedi.

Tabela 4.1: Eksogeni dejavniki iz mednarodnega okolja

	1999	2000	2001	2002			2003			2004
				Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Okt 02
Tuje povpraševanje	6.9	9.8	2.0	3.2	3.0	-0.2	7.2	7.7	0.5	7.7
USD/EUR	1.067	0.924	0.895	0.894	0.947	-0.053	0.939	1.010	0.071	1.020
Nafta USD/sodček	17.9	28.5	24.4	23.8	24.5	0.7	25.0	25.0	0.0	23.3
Cene primarnih surovin (rast)	-9.5	3.2	-6.5	-2.2	-2.2	0.0	2.8	2.8	0.0	2.8
Inflacija v EU	1.1	2.3	2.6	1.8	2.2	0.4	1.5	1.8	0.3	1.8
PPI Nemčija	-0.3	3.3	1.3	0.1	0.1	0.0	1.4	1.3	-0.1	1.3
LIBOR EUR (za tri mesece)	4.0	4.4	4.1	3.3	3.4	0.1	3.9	4.1	0.2	4.1

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

Napovedi o okrevanju povpraševanja glavnih partneric ostajajo relativno optimistične, kljub razkritim računovodskim nepravilnostim v ZDA, padcem indeksov na delniških trgih in nižji gospodarski aktivnosti od pričakovanj v prvem polletju. Vseeno, rezultati anket opozarjajo, da okrevanje v letu 2002 ne bo tako krepko kot je bilo pričakovati spomladi. Večina analitikov je mnenja, da bodo nove napovedi – objavljene konec oktobra (IMF) oziroma novembra (OECD) – dodatno popravljene navzdol. Zato hitrost in obseg obrata v tujem povpraševanju predstavljata pomemben vir negotovosti. Pri napovedih smo po negativnih popravkih

izgledov za letošnje leto upoštevali, da se bo rast uvoza glavnih trgovinskih partneric v letih 2003 in 2004 močno okrepila.

Občutna apreciacija eura v juniju in juliju je povzročila močan popravek predpostavke o ravni tečaja eura glede na dolar, pri čemer smo zaradi relativno počasnega okrevanja evropskega gospodarstva upoštevali spodnjo vrednost med različnimi napovedmi. Zaradi napovedane krepitve gospodarske aktivnosti se bo verjetno povečalo povpraševanje po nafti, tako da analitiki pričakujejo, da bo OPEC jeseni zvišal kvote črpanja nafte. Četudi bi to verjetno ublažilo strm porast cen nafte, osnovni vir negotovosti so še naprej razmere na Bližnjem in Srednjem Vzhodu. Te so obstajale že ob pomladanskih napovedih, prav tako kot tudi t.i. vojna premija, zato smo našo predpostavko popravili le skladno z realizacijo v prvem polletju 2002. Povečana gospodarska aktivnost utegne prav tako pomeniti pritisk na zvišanje cen primarnih surovin, ki pa naj bi bilo omejeno zaradi visoke ravni zalog in relativno nizke izkoriščenosti kapacitet pridobivanja primarnih surovin.

Prav predpostavka o višjih cenah energentov je prispevala k navzgor popravljeni napovedi inflacije ECB za države EU. Sicer pa v junijski napovedi ECB še ni bil upoštevan učinek apreciacije eura, zato so naše predpostavke o inflaciji v euro območju nižje od omenjenih napovedi ECB. Napovedi tujih institucij za cene proizvajalcev v Nemčiji se niso bistveno spremenile od pomladanskih, zato smo tudi predpostavke iz maja le malenkostno popravili. Tudi ocene gibanj obrestnih mer v euro območju se niso pomembno spreminjale v zadnjem obdobju. Morebitni popravki navzgor, pričakovani zaradi potencialnih inflacijskih pritiskov, verjetno ne bodo občutni predvsem zaradi nekoliko počasnejšega okrevanja gospodarske aktivnosti. Tako predpostavljamo višje obrestne mere šele v letu 2003.

#### **4. 2. Aktivnost, zaposlenost in plače**

Kazalci in napovedi makroekonomske aktivnosti so se nekoliko poslabšali. Napovedano gibanje bruto domačega proizvoda najbolj odseva upočasnjeno gospodarsko rast svetovnega gospodarstva, predvsem glavnih trgovinskih partnerjev v Evropski Uniji in negotove mednarodne okoliščine v prihodnosti.

Glede na pričujoče makroekonomske okoliščine smo že v spomladanskem inflacijskem poročilu napovedali relativno zmerno gospodarsko rast za letošnje leto. Zaradi še slabše trenutne situacije od pričakovane, je napoved dodatno rahlo popravljena navzdol. Korekcija za 2003 je znatnejša, saj je realna rast BDP znižana za polovico odstotne točke. Šele leta 2004 bi gospodarska rast lahko dosegla svoje dolgoletno ravnotežje in preseгла 4%.

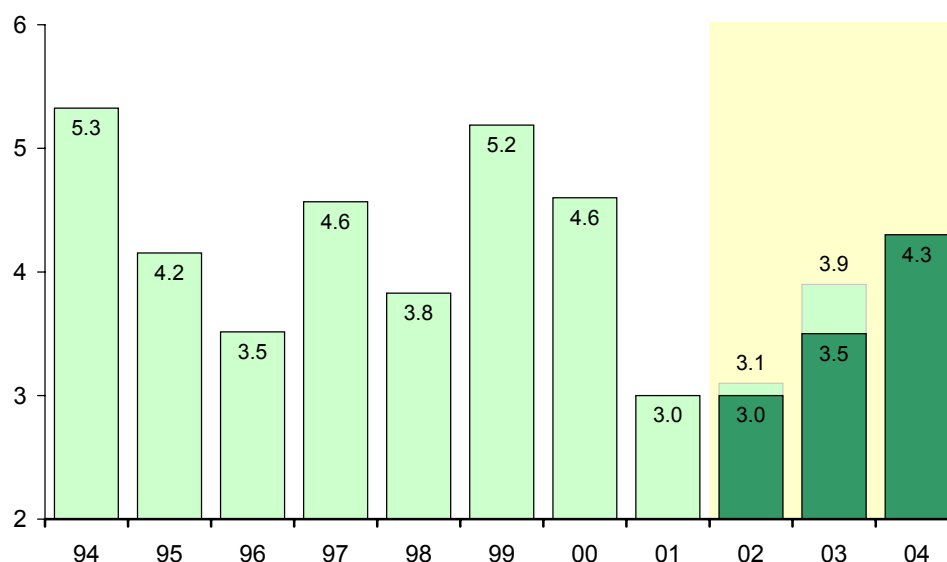
Rezultate naših simulacij je možno interpretirati tako, da se vplivi izboljšanega tujega povpraševanja začnejo kazati pri domači proizvodnji šele z zamikom nekaj četrletij. Tako večji del izboljšanja v letu 2003 izvira predvsem iz ugodnejših domačih dejavnikov.

Tabela 4.2: Gospodarska rast, aktivnost, zaposlenost in plače

	1999	2000	2001	2002			2003			2004
				Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Okt 02
	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>									
Realni BDP	5.2	4.6	3.0	3.1	3.0	-0.1	3.9	3.5	-0.4	4.3
BDP/prebivalca ( v USD)	9,994	9,017	9,366	9,994	10,575	581	11,195	11,859	664	12,722
Zaposlenost	1.2	1.1	1.0	0.5	0.0	-0.5	0.5	0.5	0.0	0.8
Neto plače	3.2	1.4	3.1	2.8	2.5	-0.3	3.1	2.2	-0.9	2.2
Produktivnost	4.0	3.5	2.0	2.7	3	0.3	3.4	3	-0.4	3.5

Vir ARC

Slika 4.1: Gospodarska aktivnost (realna rast BDP v %)



Vir: ARC

Projekcije rasti dodane vrednosti po panogah kažejo, da je najvišjo rast proizvodnje v bližnji prihodnosti pričakovati v gradbeništvu, finančnem posredništvu in gostinstvu. V gradbeništvu se utegnejo še posebej poznati vplivi investicij javnega sektorja v cestno in stanovanjsko infrastrukturo. Nasprotno pa je napovedana rast v predelovalnih dejavnostih relativno šibka, zaradi počasnega prenosa gonilne moči tujega povpraševanja. Okrevanje v predelovalnih dejavnostih, ki sicer predstavljajo dobro četrtno BDP, bo počasno vse do leta 2004.

Dvoletno zaostajanje rasti proizvodnje za trendno vrednostjo se v letošnjem letu močneje odraža na trgu delovne sile kot smo sprva pričakovali. Glede na dosegljive podatke

letošnjega leta ocenjujemo, da se število zaposlenih merjeno z letnim povprečjem ne bo povečalo v primerjavi s prejšnjim letom. Rast zaposlenosti naj bi se nadaljevala šele prihodnje leto,<sup>7</sup> z letom 2004, pa bi jo izboljšane gospodarske razmere lahko še pospešile in posledično prispevale k znižanju deleža brezposelnih.

Za realne neto plače smo ocenili nekoliko bolj umirjeno dinamiko rasti za prihodnje srednjeročno obdobje. To je tudi skladno z občutnim poslabšanjem razmer opaženim na trgu dela. V naslednjih dveh letih smo tako predpostavili realno rast povprečnih plač, ki za več kot odstotno točko zaostaja za *ex-post* oceno produktivnosti. Zato je moč tudi v še vedno relativno slabi konjunkturi prihodnjega leta pričakovati rahlo povečanje števila zaposlenih. Počasna rast plač pa je skladna tudi z napovedmi Vlade, ki namerava zajeziti plače v javnem sektorju v okviru varčevalnih ukrepov v proračunu.

#### 4. 3. Komponente domačega povpraševanja v BDP

Čeprav je novo ocenjena realna stopnja rasti domačega trošenja nižja od majske ocene, še vedno ocenjujemo da bo rasla podobno oziroma malo hitreje od BDP. Največji prispevek k temu pripisujemo pospešeni rasti bruto investicij, med tem ko pričakujemo da bo odziv potrošnje gospodinjstev počasnejši od rasti BDP. Končno potrošnjo države smo popravili v skladu z novimi podatki Vlade in z njenimi napovedanimi varčevalnimi ukrepi.

Tabela 4.3: Domače povpraševanje

	1999	2000	2001	2002			2003			2004
				Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Okt 02
	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>									
Domače povpraševanje	9.1	1.1	0.5	3.2	3.0	-0.2	4.4	3.8	-0.6	4.7
Zasebna potrošnja	6.0	0.8	1.7	3.3	2.2	-1.1	3.7	3.1	-0.6	3.6
Državna potrošnja	4.6	3.1	3.2	2.9	2.9	0.0	3.9	3.3	-0.6	3.1
Bruto investicije	18.9	0.5	-3.7	3.3	4.6	1.3	6.1	5.4	-0.7	8.0

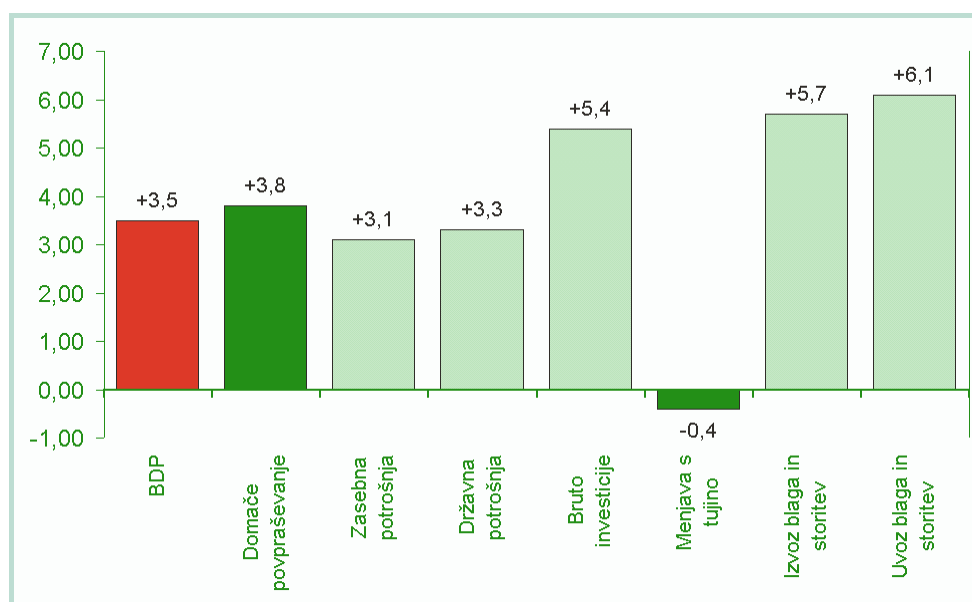
Vir: ARC

Ob sprejetju davka na dodano vrednost so bruto investicije v Sloveniji izredno narasle, skoraj za petino glede na leto poprej. Šlo je predvsem za medčasovno menjavo, ki je pospešila investiranje leta 1999 v primerjavi z naslednjimi leti, saj so ekonomski subjekti pričakovali zaradi davčne reforme večje stroške povezane z investiranjem. V letih 2000 in 2001 je bila tako rast bruto investicij skoraj nična, oziroma je celo nazadovala. Opisani učinek uvedbe

<sup>7</sup> Samo v javnem sektorju bo zaposlenost predvidoma porasla za okoli 2%, večinoma zaradi profesionalizacije slovenske vojske.

DDV se je po našem mnenju izdihal. Zato pričakujemo, da bi dinamika bruto investicij morala ponovno zavzeti delež v BDP bolj skladen z dolgoletnim povprečjem, istočasno pa tudi odražati pričakovanja o prihodnjih gospodarskih gibanjih. Vse to predvideva pospešeno realno rast tega agregata v prihodnjem obdobju, po naših ocenah pa je slednje moč pričakovati že v letošnjem letu. Napovedana rast je med 4 in 5% do leta 2004 pa se realna rast še povzdigne do 8%. Ob takem ritmu, bi delež bruto investicij v BDP leta 2004 ponovno znašal dobrih 29% (tako kot na primer leta 2000).<sup>8</sup> Opozoriti velja, da velika volatilnost stopnje rasti investicij in povezanost s pričakovanji poslovnih subjektov povzroča zelo hitre preobrate v tej postavki. Točkovno napoved je zato potrebno jemati previdno. Tako je popravek napovedi navzgor v letu 2002, zaradi višjega izvoznega povpraševanja, in rahlo navzdol v letu 2003, zaradi počasnejšega okrevanja rasti BDP, skladen z gibanjem te spremenljivke.

Slika 4.2: Realne stopnje rasti komponent BDP



Vir: ARC

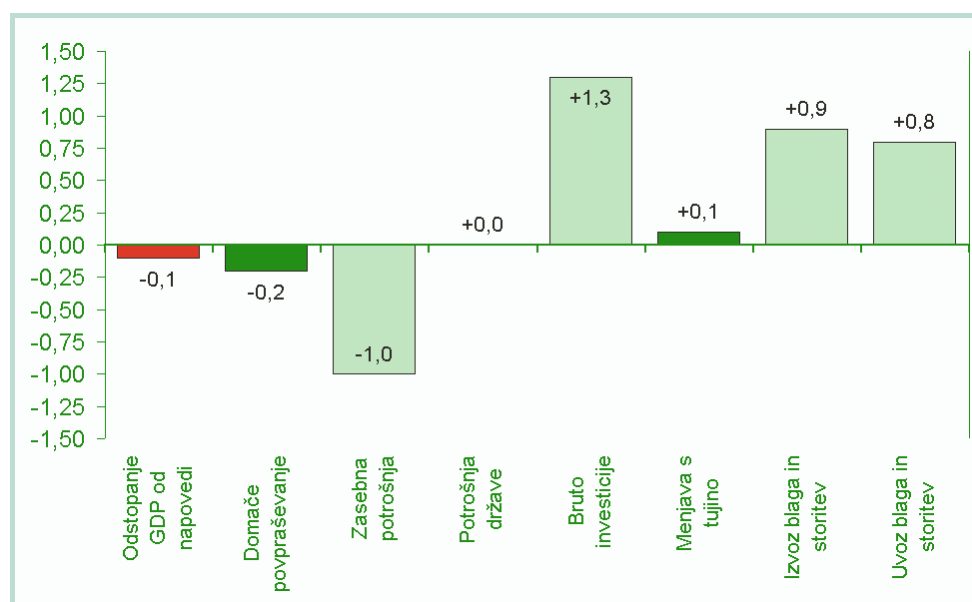
Zaradi manjše rasti realnih plač in poslabšanih pogojev na trgu dela pričakujemo, da bo prebivalstvo še naprej omejevalo trošenje v prid previdnostnemu varčevanju. Napovedi so bolj pesimistične predvsem za letošnje leto, ko je jesenska napoved za realno rast potrošnje za tretjino nižja od spomladanske. Popravek na bolj zmerno, malo več kot 3 odstotno realno rast, pa je narejen zaradi omenjenih negativnih dejavnikov tudi za naslednje leto. Šele v letu 2004, ko naj bi bila slovenska gospodarska aktivnost blizu dolgoročnega trenda, se lahko pričakuje rast trošenja bližje 4%. Četudi se bo rast zasebne potrošnje po letošnjem letu

<sup>8</sup> Merjeno v stalnih cenah iz leta 1995.

polagoma dvigovala, pa bo le-ta srednjeročno predvidoma zaostaja za rastjo BDP, posledično pa bo tudi padel njen delež v BDP. Tako se lahko sprostijo sredstva potrebna za napovedano pospešeno rast bruto investicij.

Pri napovedi gibanja končne potrošnje države smo upoštevali napovedi Vlade. Te ocene izhajajo iz omejitev opredeljenih v zakonih o proračunu in projekcij za prihodnja leta. Po teh podatkih bo državna potrošnja rahlo zaostajala za rastjo BDP, kar odraža voljo Vlade po zadrževanju deficitov državne blagajne na vzdržnih ravneh, oziroma njihovem zniževanju. V primerjavi z majskimi napovedmi je po upoštevanju novih podatkov obseg trošenja javnega sektorja znižan za 0,6 odstotne točke v letu 2003. Ob realizaciji teh predpostavk bi se rahlo znižal tudi delež potrošnje države v BDP.

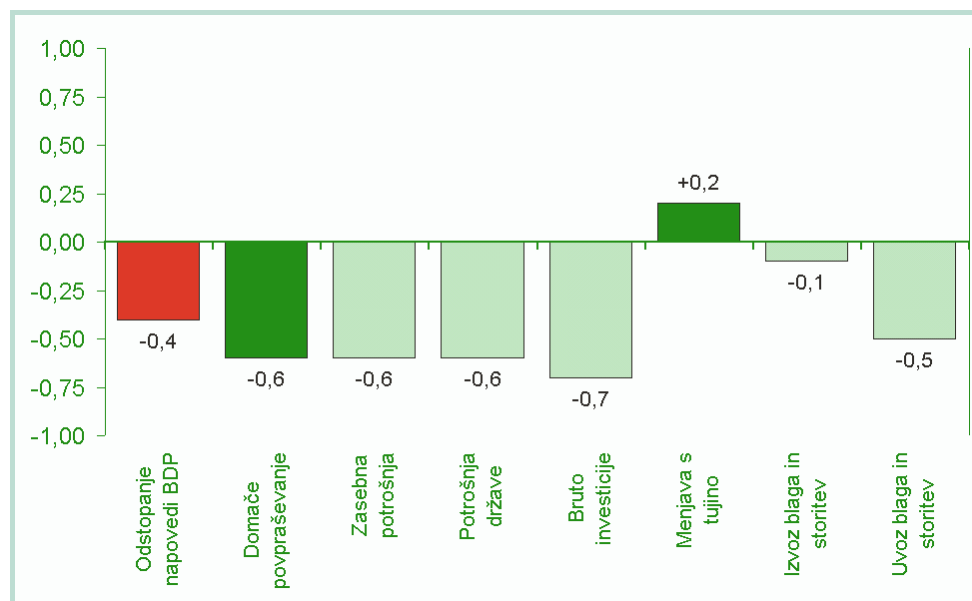
Slika 4.3: Odstopanje napovedi za leto 2002 po komponentah BDP



Vir: ARC

Sliki 4.3 in 4.4 povzemata razčlenitev odstopanja oktobrskih napovedi v primerjavi z majskimi, po komponentah BDP. V letu 2002 so pričakovanja rahlo poslabšana pri domačem povpraševanju, ker višja rast investicij zaradi manjšega deleža v BDP ne odtehta popravkov realne rasti trošenja gospodinjstev. Tudi v letu 2003 rast domačega trošenja zaostaja za prejšnjimi napovedmi, saj so novo razpoložljivi podatki povzročili popravke vseh komponent v smeri poslabšanja. Nasprotno smo v obeh letnih napovedih bolj optimistični glede prispevka menjave s tujino k realni rasti BDP. Podrobnejša predstavitev napovedi zunanjega ravnovesja in pogojev financiranja je predmet naslednjega poglavja.

Slika 4.4: Odstopanje napovedi za leto 2003 po komponentah BDP



Vir: ARC

#### 4. 4. Zunanje ravnovesje in pogoji financiranja

##### Plačilna bilanca:

Rezultati v plačilni bilanci Slovenije s tujino se bodo letos in v naslednjih letih izboljševali, tako v primerjavi z rezultati za leto 2001, kot v primerjavi s napovedmi iz drugega trimesečja letos. Presežek v tekočih transakcijah se bo tako z 31 mio USD v letu 2001 (po predhodnih podatkih, znanih v prvem polletju je bil primanjkljaj 67 mio USD) povečal na okoli 300 mio USD v letu 2002, oziroma 1,4% BDP. V naslednjih dveh letih pa ocenjujemo, da bo presežek na ravni okoli 2% BDP. Poglavitni vzrok za izboljšanje rezultatov plačilne bilance izvira iz izredno ugodnih sprememb pogojev menjave s tujino. Ugotavljamo tudi, da velik prispevek k suficitu v plačilni bilanci izvira prav iz substitucije v regionalni strukturi izvoza, oziroma z nadomestilom izpada izvoza v pešajoče zahodne trge z izvozom v države bivše Jugoslavije, Rusijo in države CEFTE. Sama količinska menjava pa se bo še naprej gibala rahlo v prednost tujine. Temu je deloma vzrok tudi še naprej restriktivna tečajna politika s katero si Banka Slovenije prizadeva zavezati inflacijo.

Najpomembnejši zunanji dejavnik ki bo v letošnjem in naslednjem letu občutno vplival na izboljšanje rezultatov v plačilni bilanci je izboljšanje pogojev menjave s tujino. Ocenjeni pogoji menjave se okrepijo za 2,8% v letošnjem in 1,2% v letu 2003 zaradi predpostavljenega zmanjševanja vrednosti dolarja proti euru. Zaradi manjšega deleža dolarja v strukturi slovenskega izvoza od deleža dolarja v valutni strukturi uvoza bodo namreč



izvozne dolarske cene rase hitreje od uvoznih. Glede na predpostavljena gibanja medvalutnih razmerij, se bodo ti v letu 2004 izboljšali še za 0,4%.

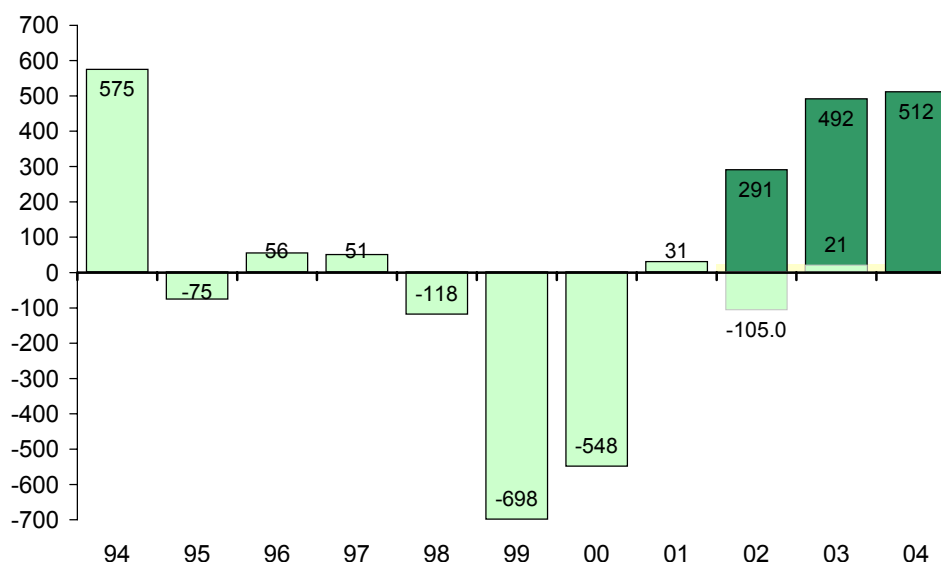
Tabela 4.4: Plačilna bilanca

	1999	2000	2001	2002			2003			2004
				Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Okt 02
	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>									
Izvoz blaga in storitev	1.7	12.7	6.2	4.2	4.9	0.7	5.8	5.6	-0.2	6.4
Uvoz blaga in storitev	8.2	6.1	2.1	4.4	4.5	0.1	6.5	6.1	-0.4	7.0
Tekoči račun: v mio USD	-783	-612	-67	-230	291	521	-396	492	888	512
v % BDP	-3.9	-3.4	-0.4	-1.2	1.4	2.6	-1.8	2.1	3.9	2.0
Pogoji menjave	-0.4	-5.2	0.9	0.5	2.8	2.3	0.5	1.2	0.7	0.4

Vir: ARC

Realni (količinski) izvoz blaga bo v primerjavi s prvotno napovedjo rasel nekoliko počasneje, predvidoma od 0,2 do 0,4 odstotne točke. Glavni razlog upočasnitve je skromnejše okrevanje svetovnega gospodarstva in mednarodne trgovine od prvotno pričakovanega. Tako se je uvozno povpraševanje, merjeno s ponderiranim uvoznim povpraševanjem osmih največjih trgovinskih partneric, v letošnjem letu povečalo le za 0,6%. Hitrejše okrevanje in vračanje mednarodne trgovine na trendne vrednosti iz preteklih let pričakujemo šele od prihodnjega leta dalje.

Slika 4.5: Gibanje tekočega računa plačilne bilance



Vir: ARC

Na rast izvoza bo negativno vplivala tudi realna apreciacija domače valute zaradi hitrejše rasti domačih cen od tujih, ob dani dinamiki tečaja tolarja. Učinek realne apreciacije na konkurenčnost opazimo pri počasnejšem napredovanju izvoza v primerjavi z dinamiko rasti

uvoza. Količinska rast slednjega naraste v časovnem obdobju projekcije s 4,5% na predvidoma 7%, medtem ko izvozna dinamika napreduje s 4,9% na okoli 6,4%. Res pa je, da so v zadnjem času nekatere tranzicijske države doživele še mnogo višjo stopnjo realne apreciacije domače valute, kar se lahko izkaže za pomembno komparativno prednost slovenskih proizvodov na trgih kjer se te države pojavljajo v vlogi konkurenta.

V pozitivni smeri, kot delna kompenzacija zmanjševanja tujega uvoznega povpraševanja iz razvitih evropskih držav, pa bo po naših ocenah še naprej ugodno vplivala rast blagovne menjave z ZR Jugoslavijo, ki je v prvih sedmih mesecih letos po obsegu že presegla blagovno menjavo s Rusko Federacijo. Tudi s to državo predvidevamo krepitev blagovne menjave, zlasti ker se cene nafte, ki so tam glavni finančni vir za financiranje uvoza, v letošnjem letu krepijo in ker predvidevamo, da bodo tudi v naslednjih letih ostale še na relativno visoki ravni. Izpostaviti velja tudi izvoz v države CEFTE, kjer se je gospodarska rast izkazala za mnogo bolj trdoživo kot so napovedali nekateri analitiki glede na stanje v svetovnem gospodarstvu.

Na izboljšanje rezultatov v blagovni menjavi s tujino bodo v letošnjem letu najbolj vplivale spremembe na uvozni strani. Rast količinskega uvoza bo zaostajala za rastjo izvoza. Predvidevamo nekoliko hitrejšo dinamiko rasti uvoza repromateriala, od tiste napovedane maja, tudi zaradi višjih cen naftnih derivatov v drugi polovici leta 2002, ter zaostajanje pri uvozu blaga za investicije (1,2 odstotne točke) in pri blaga za široko potrošnjo (2,7 odstotne točke). Dinamičnejšo rast slednjih pričakujemo šele od druge polovice naslednjega leta.

Saldo storitev se bo po rasti v letošnjem letu za dobrih 90 mio USD, tudi zaradi vpliva sprememb v medvalutnih razmerjih, stabiliziral na ravni dobrih 600 mio USD. Ocene za izvoz in uvoz transportnih storitev prikazujejo skladno rast z dinamiko gibanja izvoza in uvoza blaga. Saldo potovanj bo po pričakovanjih v prihodnjih letih rasel počasneje kot doslej, tudi zaradi ocen, da bo uvoz potovanj ob povečani kupni moči domačega prebivalstva iz naslova realne apreciacije rasel nekoliko hitreje od izvoza potovanj. Za ostale storitve kažejo naše projekcije nekoliko hitrejšo rast uvoza povezano z rastjo tujih investicij v Sloveniji.

Pri dohodkih od dela ne pričakujemo v naslednjih letih pomembnejših sprememb, podobno pa tudi pri saldu tekočih transferjev. Pri saldu dohodkov od kapitala pričakujemo v naslednjih letih zmanjšanje neto odhodkov. Razlog za to je v hitrejši rasti deviznih rezerv v primerjavi z zunanjim dolgom. Vir te rasti pa so predvsem tuje naložbe oziroma prodaja domačega premoženja tujcem na eni strani in zaradi rasti obrestnih mer v tujini po drugi strani. Ob

realizaciji predvidenih tujih naložb v Sloveniji bi namreč stanje deviznih rezerv od leta 2003 dalje presevalo stanje zunanjega dolga.

### Pogoji financiranja:

Predvidena gibanja v realnem sektorju in tekočem računu plačilne bilance bodo vplivala tudi na način in pogoje financiranja narodnogospodarskih sektorjev. V letih 2003 in 2004 pričakujemo zmerne finančne pritoke iz tujine, ki se bodo postopoma umirjali. Neto finančni pritek naj bi tako padel s skoraj 6% BDP v letošnjem letu na nekaj manj kot 2% BDP v letu 2004. Glavni vir finančnih pritoke naj bi še naprej predstavljale neposredne naložbe iz tujine, čeprav bi le-te bile predvidoma na bistveno nižji ravni kot v letošnjem letu, ko so ovrednotene na več kot 8% BDP. Pri teh napovedih smo lahko upoštevali le projekcije Vlade o privatizaciji ter nekatere dodatne tuje naložbe v podjetja.

Tabela 4.5: Kapitalski tokovi

	1999	2000	2001	2002			2003			2004
				Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Okt 02
	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>									
Neto finančni pritoke (% BDP)	3.2	5.8	8.7	5.6	5.7	0.1	4.7	3.9	-0.8	1.6
v tem: neposredne tuje naložbe	0.7	0.7	3.0	4.4	8.1	8.1	3.2	3.1	-0.1	1.9
	<i>stanje konec leta</i>									
Devizne rezerve (stanje v mio USD)	4,115	4,376	5,738	6,813	7,873	1,060	7,635	9,304	1,669	10,231
- delež v BDP (v %)	20.6	24.3	30.6	34.1	37.2	3.1	34.1	39.2	5.1	40.2
Zunanji dolg (stanje v mio USD)	5,400	6,217	6,717	7,596	8,073	504	8,533	8,852	319	9,508
- delež v BDP (v %)	27.0	34.5	35.9	37.9	38.2	0.3	38.0	37.3	-0.7	37.4

Vir: ARC

Med odtoki bodo še naprej najpomembnejši dani komercialni krediti, ki so v letošnjem prvem polletju že presegli raven iz celotnega lanskega leta. To je po eni strani posledica prestrukturiranja izvoza na trge z manjšo kupno močjo, predvsem nekdanjo Jugoslavijo in države bivše Sovjetske Zveze, in potrebe po financiranju tovrstnega izvoza. Po drugi strani pa lahko k temu prištejemo še poslabšano gospodarsko stanje v glavnih državah partnericah. Tudi za naslednji dve leti smo predpostavili zmerno povečevanje tovrstnega financiranja tujine. Prav tako naj bi se postopoma povečevalo financiranje tujine preko finančnih posojil, naložb v tuje vrednostne papirje in neposrednih naložb. V letošnjem prvem polletju so ti odtoki znašali več kot 150 mio USD. Visoki odtoki tuje gotovine preko sektorja gospodinjstev, ki so obnovili že polovico zalog tuje gotovine pritekale v bančni sistem ob uvedbi eura, se bodo najverjetneje ustavili v drugi polovici letošnjega leta.

Devizne rezerve se bodo povečevale tako zaradi pričakovanega presežka v tekočem računu plačilne bilance kot zaradi naraščanja nedolžniških finančnih pritokov iz tujine. Povečevanje zunanjega dolga naj bi bilo rahlo počasnejše, tako da bo stanje deviznih rezerv že v sredini leta 2003 preseglo stanje zunanjega dolga.

Skupno domače in tuje financiranje podjetij bo v letih 2003 in 2004 podobno kot v letošnjem letu in bo podpiralo predvideno rast gospodarske aktivnosti in investicij ob padajočem trendu inflacije. S približevanjem EU se bodo možnosti financiranja iz tujine še povečale, po drugi strani pa bi se z odpiranjem slovenskega finančnega sistema lahko povečevala njegova konkurenčnost, kar bi utegnilo povzročiti tudi znižanje domačih obrestnih mer. Zato je pričakovati, da se delež tujega financiranja v naslednjih dveh letih ne bo bistveno spremenil. Dinamika kreditiranja gospodinjstev se v letošnjem letu še naprej umirja. Zasebno trošenje se v naslednjih dveh letih ne bo bistveno povečalo in bo zaostajalo za rastjo BDP, tako da pričakujemo postopno povečevanje kreditiranja gospodinjstev šele v letu 2004.

Domače kreditiranje države se v letošnjem letu povečuje in je posledica tako financiranja povečanega primanjkljaja kot tudi prestrukturiranja s tujega na domače zadolževanje. Vlada RS je v letošnjem letu opravila večje prestrukturiranje dolga. Potrebe po domačem financiranju pa bodo zato v naslednjem letu bistveno manjše kot letos, tako bo medletna rast domačega zadolževanja države padla z nad 30% v drugem četrtletju letos na pod 8% ob koncu leta 2004.

Letošnji trend povečanega dolgoročnega zadolževanja na račun kratkoročnega zadolževanja naj bi se nadaljeval tudi v letih 2003 in 2004. K temu bodo pripomogle povečane investicije in predvideno povečevanje ročnosti vlog. Ob dokaj močnih deviznih tokovih iz tujine in upočasnjeni ter predvidljivi depreciaciji pričakujemo še vedno dokaj močno devizno kreditiranje.

Dokaj močni plačilno bilančni pritoki bodo še naprej prevladujoč element rasti širokega denarja. Projekcije nakazujejo, da naj bi bil proti koncu leta 2004 prispevek tokov s tujino in domačih kreditov k rasti M3 približno izenačen. V naslednjem poglavju opisujemo napovedi gibanj pasive denarnega sistema.

## 4. 5. Pričakovana gibanja denarnih agregatov

V naslednjih dveh letih pričakujemo hitrejše umirjanje rasti agregatov. Letos ob koncu leta bodo širša denarna agregata M2 in M3 izkazovala še nekoliko višji medletni stopnji rasti, in bosta najverjetnje znašala okoli 20%. Rast denarnega agregata M1 pa bo predvidoma ob koncu leta na ravni okoli 15%, v naslednjih dveh letih pa se bo njegova rast gibala na ravni okrog 11% letno.

Tabela 4.6: Denarni sistem

	1999	2000	2001	2002			2003			2004
				Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Okt 02
	<i>realne letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>									
M1	21.3	7.0	12.8	15.4	15.7	0.3	15.9	11.5	-4.4	11.3
M3	16.0	16.5	23.9	19.8	20.3	0.5	14.6	11.4	-3.2	10.9
Domači krediti	20.7	17.8	19.1	18.5	17.0	-1.5	16.9	8.7	-8.2	8.3

Vir :ARC

V valutni strukturi širšega denarnega agregata bodo devizne vloge naraščale počasneje od tolarških. V zadnjem trimesečju letošnjega leta bodo po naših ocenah skupne devizne vloge prebivalstva in podjetij merjeno medletno porasle za 14,6%, tolarške vloge pa za 23,8%. Počasnejša rast deviznih vlog od tolarških je predvsem posledica izjemnega povečanja deviznih vlog prebivalstva v zadnjem trimesečju leta 2001, povzročena s konverzijo nekaterih evropskih valut v euro. Ob počasni rasti deviznih vlog, bodo v prihodnjih dveh letih glavna komponenta rasti M3, rast tolarških vlog. Te naj bi se v letu 2003 povečale za 16,5% in v letu 2004 za 14,4%. V ročni strukturi predvidevamo, da se bodo dosedanji trendi nadaljevali tudi v prihodnjih letih, kar pomeni, da bodo dolgoročno vezane tolarške vloge naraščale približno dvakrat hitreje od kratkoročnih vezanih tolarških vlog. Ker bo tečaj tolarja do eura nominalno depreciral počasneje od inflacije, lahko pričakujemo, da bo tudi to vplivalo na hitrejšo rast tolarških v primerjavi z deviznimi vlogami.

Najpomembnejši dejavnik, ki je vplival na spremembo rasti denarnih agregatov v letošnjem letu je enkratni učinek konverzije valut držav evropske skupnosti v euro. Učinek te spremembe vpliva predvsem na medletne stopnje rasti v letu 2002, v manjši meri pa tudi v naslednjih letih. Pomembno vlogo imajo tudi spremembe v lastniški strukturi premoženja, kadar gre za prodajo domačih lastniških deležev tujim podjetjem. Takšne transakcije, v večjih razsežnostih, imajo predvsem neposredni efekt na povpraševanje po transakcijskem denarju, po izvršenih transakcijah pa na porast širših denarnih agregatov. Ker so tovrstni šoki po naravi šoki povpraševanja po denarju in ne ponudbe, saj gre za način varčevanja, jih ne

moremo opredeliti kot inflacijske. Dosedanje izkušnje kažejo, da se slednji le počasi izdihajo oziroma, da se denarni agregati zelo počasi pomikajo proti svojim dolgoročnim ravnovesjem. To je v konkretnem primeru povezano s postopno ponovno vzpostavitvijo optimalne strukture portfelja varčevalcev.

Pomemben vpliv na strukturo gibanja posameznih komponent denarnih agregatov pa bodo imela tudi gibanja njihovih relativnih cen. Tolarske obrestne mere se bodo v prihodnjih letih zniževale v skladu s pričakovano inflacijo. Pri tem smo predpostavili, da bodo dolgoročne obrestne mere za vezane tolarke vloge nad eno leto še vedno ohranjale TOM klavzulo.

#### 4. 6. Inflacija

Ocenjena rast cen v letu 2002 je presegla naša pričakovanja iz maja. Vzrok temu so bile predvsem visoka povečanja cen monopolnega sektorja in rastoče cene nafte v drugi polovici leta 2002. Nafto na svetovnih trgih draži poglobljena kriza na Bližnjem Vzhodu, v zadnjem času pa verjetnost prihodnjega vojaškega spopada z Irakom. Sedaj se svetovna cena nafte giblje na ravni okrog 29 USD za sodček, kar je za 4 USD več, kot smo predvidevali v majskih napovedih.

Tabela 4.7: Projekcija gibanja cen

	1999	2000	2001	2002			2003			2004
				Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Okt 02
<i>realne letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>										
Cene življenjskih potrebščin	8.0	9.2	7.3	7.0	7.5	0.5	4.1	5.3	1.2	3.4
Proste cene	7.1	6.8	7.9	6.9	7.0	0.1	3.7	5.1	1.4	3.0
Nadzorovane cene	12.0	21.7	5.0	7.6	9.8	2.2	5.7	5.7	0.0	5.0

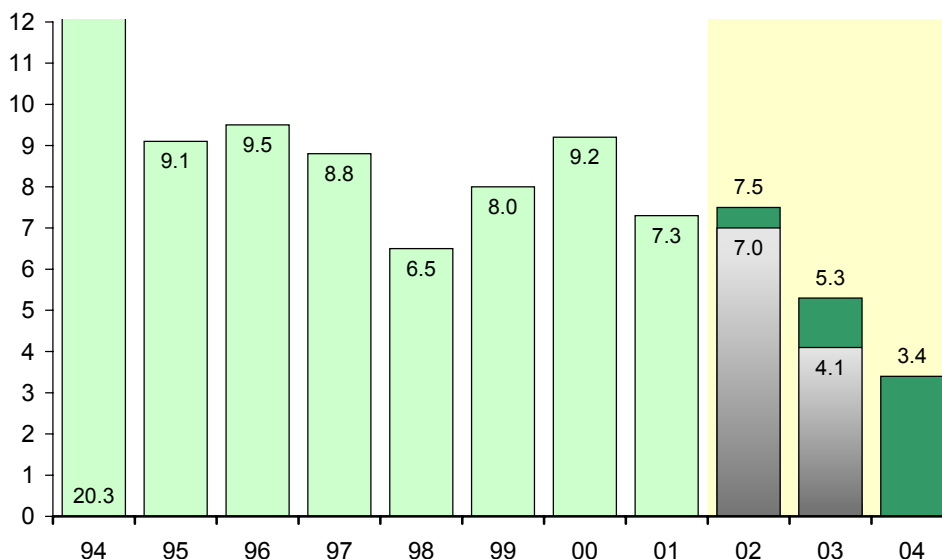
Vir: ARC

Politika cen je z nadaljnjim povečanjem trošarin na tobak v juliju in povišanjem cen v javnem delu nemenjalnega sektorja dodatno povečala inflacijo in inflacijska pričakovanja. Gibanje tečaja z zaostajanjem depreciacije tečaja tolarja do eura za inflacijo ter občutna krepitev eura glede na dolar sta preko uvoznih cen ugodno prispevala k umirjanju inflacije.

Inflacija bo predvidoma ob koncu leta 2002 znašala okrog 7,5%, če bo politika nadzorovanih cen do konca leta sledila programu Vlade in če se cene naftnih derivatov na mednarodnih trgih ne bodo bistveno spreminjale. Morebitna vojna na Srednjem Vzhodu in bližnjevzhodna kriza predstavljata še naprej največjo negotovost kar se tiče inflacijskih pritiskov od zunaj, in sicer zaradi hitrega vpliva na domače cene nafte.

V naslednjem letu se bodo stopnje rasti cen predvidoma zniževale in bodo, po osnovnem scenariju, ob koncu leta 2003 znašale okoli 5,3%. Seveda napoved velja ob upoštevanju naših predpostavk o gibanju inflacijskih dejavnikov in predpostavki, da ne bo večjih eksogenih cenovnih pritiskov niti iz mednarodnega niti iz domačega okolja. Kar se tiče pomembnejših predpostavk, ki neposredno vplivajo na inflacijo, smo predpostavili, da bo povprečna medletna rast nadzorovanih cen 6,7%, ob koncu leta 2003 pa 5,7%. Po osnovnem scenariju bo realna letna stopnja rasti plač v letu 2003 2,2%, povprečna cena za sodček nafte na ravni okrog 25 USD, razmerje USD/EUR pa 1,010. Omeniti velja, da so ekonomske politike skupaj z vladno, eksogene spremenljivke. Predpostavljeno naraščanje vrednosti eura glede na dolar bo tudi v prihodnje ostal pomemben faktor umirjanja domače inflacije.

Slika 4.6: Inflacija: zadnje četrtletje na isto obdobje predhodnega leta



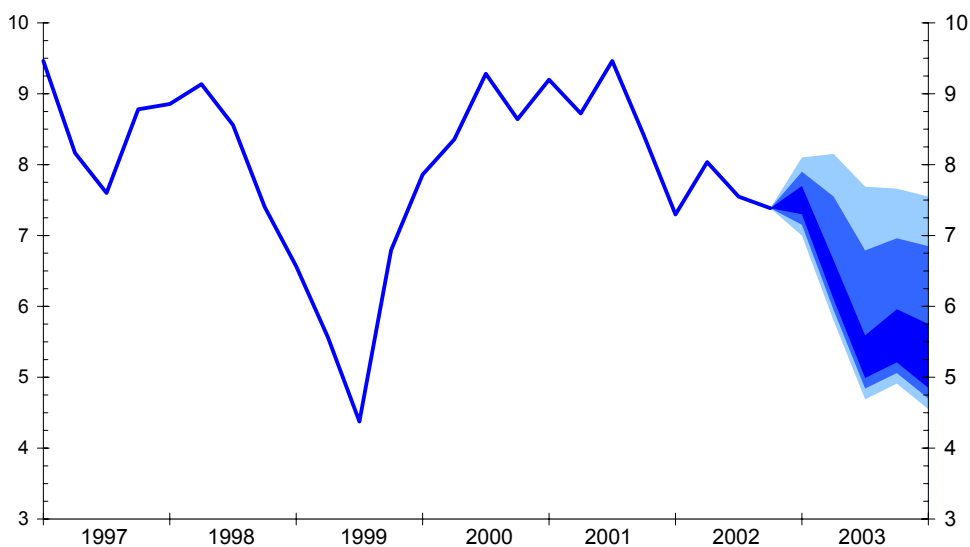
Vir: ARC

Poudariti velja, da je inflacija endogena in da je njena vrednost odvisna od gibanja inflacijskih dejavnikov in zato tudi predpostavk zanje. V tabeli 4.7 je tako predstavljena projekcija gibanja cen le za osnovni scenarij. Naša ocena inflacije po osnovnem scenariju ne vključuje inflacijskega učinka že najavljenega dviga trošarine na tobak v naslednjem letu. Le-ta naj bi, po prvih ocenah, k inflaciji doprinesel še dodatne 0,5 odstotne točke. Na sliki 4.7 pa so ponazorjeni še drugi, bolj ali manj verjetni scenariji. Po najbolj optimističnem scenariju, ki predvideva zelo ugodno gibanje vseh inflacijskih dejavnikov, bi bila lahko inflacija ob koncu leta 2003 okoli 4,5%. To bi bilo mogoče ob občutnem padcu cen nafte na svetovnih trgih, nadaljni krepitvi eura glede na dolar in odlogu že napovedanega povišanja trošarin na tobak. Najbolj verjetno pa je, da bo medletna stopnja rasti cen življenjskih potrebščin ob koncu 2003

med 4,9% in 5,8%. Pri tem nismo upoštevali možnosti restriktivnejših vladnih politik in denarne politike, kot posledica vpliva boljše koordinacije med različnimi ekonomskimi politikami.

Točkovna napoved inflacije je ocenjena kot pristrana navzdol in večja je verjetnost, da bo inflacija ob koncu leta 2003 višja od 5,3% kot nižja od te vrednosti. To pa zato, ker je bolj verjetno, da se bo ocenjeno gibanje inflacijskih dejavnikov gibalo v negativno kot pozitivno smer. Morebitni nadaljni davčni pritiski na inflacijo, zaradi prilagajanja naše zakonodaje in standardov evropskim, bi pomenili še dodatno zvišanje napovedi. Tako se nam lahko zgodi, da se po najbolj pesimističnem scenariju, ki predvideva zelo neugodno gibanje vseh inflacijskih dejavnikov, znajdemo ob koncu leta 2003 z inflacijo celo nad 7%. To bi se zgodilo v primeru visokih cen nafte na svetovnih trgih, naraščanju vrednosti dolarja glede na euro, dodatnem zvišanju trošarin na tobak, alkohol in bencin ter višjih taksah za obremenjevanje okolja, vodnih taksah in vodnih povračilih za rabo in oddajo vode iz javnih vodovodnih sistemov za oskrbo s pitno vodo.

Slika 4.7: Inflacija in inflacijska pričakovanja: četrtletni podatki



Vir: ARC

Za leto 2004 predvidevamo postopno nadaljevanje zniževanja stopnje inflacije. Pri oceni gibanj inflacijskih dejavnikov v letu 2004 smo imeli na voljo relativno malo oprijemljivih informacij, zato je negotovost pri napovedi velika. Predvideli smo, da večjih šokov ne bo niti pri domačih niti pri tujih inflacijskih dejavnikih. Predpostavili smo, da bodo nadzorovane cene v letu 2004 prehitvale rast skupnega indeksa cen, vendar v povprečju ne več kot za dobro odstotno točko. Cena nafte se naj bi po pričakovanjih gibala na ravni okrog 23,3 USD za



sodček v letu 2004. Po osnovnem scenariju predvidevamo, da bo inflacija ob koncu leta 2004 približno 3,5%. Pri tem nismo upoštevali nobenih dodatnih davčnih vplivov na inflacijo.

Tabela 4.9: Izbor glavnih kazalcev in primerjava rezultatov napovedi\*

				2002			2003			2004
	1999	2000	2001	Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Maj 02	Okt 02	Δ nap 02	Okt 02
<b>Aktivnost, zaposlenost, plače</b>	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>									
Realni BDP	5.2	4.6	3.0	3.1	3.0	-0.1	3.9	3.5	-0.4	4.3
BDP/prebivalca ( v USD)	9,994	9,017	9,366	9,994	10,575	581	11,195	11,859	664	12,722
Zaposlenost	1.2	1.1	1.0	0.5	0.0	-0.5	0.5	0.5	0.0	0.8
Neto plače	3.2	1.4	3.1	2.8	2.5	-0.3	3.1	2.2	-0.9	2.2
Produktivnost	4.0	3.5	2.0	2.7	3	0.3	3.4	3	-0.4	3.5
<b>Domače povpraševanje</b>	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>									
Domače povpraševanje	9.1	1.1	0.5	3.2	3.0	-0.2	4.4	3.8	-0.6	4.7
Zasebna potrošnja	6.0	0.8	1.7	3.3	2.2	-1.1	3.7	3.1	-0.6	3.6
Državna potrošnja	4.6	3.1	3.2	2.9	2.9	0.0	3.9	3.3	-0.6	3.1
Bruto investicije	18.9	0.5	-3.7	3.3	4.6	1.3	6.1	5.4	-0.7	8.0
<b>Plačilna bilanca</b>	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>									
Izvoz blaga in storitev	1.7	12.7	6.2	4.2	4.9	0.7	5.8	5.6	-0.2	6.4
Uvoz blaga in storitev	8.2	6.1	2.1	4.4	4.5	0.1	6.5	6.1	-0.4	7.0
Tekoči račun: v mio USD	-783	-612	-67	-230	291	521	-396	492	888	512
v % BDP	-3.9	-3.4	-0.4	-1.2	1.4	2.6	-1.8	2.1	3.9	2.0
Pogoji menjave	-0.4	-5.2	0.9	0.5	2.8	2.3	0.5	1.2	0.7	0.4
Neto finančni pritoki (% BDP)	3.2	5.8	8.7	5.6	5.7	0.1	4.7	3.9	-0.8	1.6
v tem: neposredne tuje naložbe	0.7	0.7	3.0	4.4	8.1	8.1	3.2	3.1	-0.1	1.9
Devizne rezerve (stanje v mio USD)	4,115	4,376	5,738	6,813	7,873	1,060	7,635	9,304	1,669	10,231
- delež v BDP (v %)	20.6	24.3	30.6	34.1	37.2	3.1	34.1	39.2	5.1	40.2
Zunanji dolg (stanje v mio USD)	5,400	6,217	6,717	7,596	8,073	504	8,533	8,852	319	9,508
- delež v BDP (v %)	27.0	34.5	35.9	37.9	38.2	0.3	38.0	37.3	-0.7	37.4
<b>Denarni sistem</b>	<i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>									
M1	21.3	7.0	12.8	15.4	15.7	0.3	15.9	11.5	-4.4	11.3
M3	16.0	16.5	23.9	19.8	20.3	0.5	14.6	11.4	-3.2	10.9
Domači krediti	20.7	17.8	19.1	18.5	17.0	-1.5	16.9	8.7	-8.2	8.3
<b>Cene</b>	<i>letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)</i>									
Cene življenjskih potrebščin	8.0	9.2	7.3	7.0	7.5	0.5	4.1	5.3	1.2	3.4
Proste cene	7.1	6.8	7.9	6.9	7.0	0.1	3.7	5.1	1.4	3.0
Nadzorovane cene	12.0	21.7	5.0	7.6	9.8	2.2	5.7	5.7	0.0	5.0
<b>Predvideni eksogeni dejavniki</b>										
Tuje povpraševanje	6.9	9.8	2.0	3.2	3.0	-0.2	7.2	7.7	0.5	7.7
USD/EUR	1.067	0.924	0.895	0.894	0.947	0.053	0.939	1.010	0.071	1.020
Nafta USD/sodček	17.9	28.5	24.4	23.8	24.5	0.7	25.0	25.0	0.0	23.3
Cene primarnih surovin (rast)	-9.5	3.2	-6.5	-2.2	-2.2	0.0	2.8	2.8	0.0	2.8
Inflacija v EU	1.1	2.3	2.6	1.8	2.2	0.4	1.5	1.8	0.3	1.8
PPI Nemčija	-0.3	3.3	1.3	0.1	0.1	0.0	1.4	1.3	-0.1	1.3
LIBOR EUR (za tri mesece)	4.0	4.4	4.1	3.3	3.4	0.1	3.9	4.1	0.2	4.1

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

\* Kadar ni navedeno drugače, so vrednosti spremenljivk letna povprečja.

## **5. KRATKOROČNE USMERITVE DENARNE POLITIKE**

### **5.1. Uvod**

Trenutna inflacijska gibanja opazno odstopajo od tistih, ki so bila začrtana kot ciljna v *"Usmeritvah denarne politike Banke Slovenije"* jeseni 2001. Banka Slovenije je takrat v srednjeročnih usmeritvah kot svojo osnovno nalogo začrtala znižanje inflacije na ciljno raven 4% do konca leta 2003. Glede na tokratne napovedi, ki upoštevajo nove predpostavke o gibanju inflacijskih dejavnikov v tujini in doma, predpostavke ekonomskih politik, ter že udejanjena inflacijska gibanja v letošnjem letu, bi bila ciljna inflacija ob koncu leta 2003 presežena.

Kljub vztrajanju inflacije na relativno visoko ravni v primerjavi z državami s katerimi se povezujemo, ugotavljamo, da je stopnja cenovne stabilnosti sicer dovoljšnja, da nista ogrožena dolgoročni ekonomski razvoj in gospodarska rast. Cenovno stabilnost lahko ocenimo kot zadostno, kadar poslovne odločitve podjetniškega sektorja niso popačene zaradi negotovosti glede višine inflacije, njene variabilnosti, ter so omogočeni dovolj stabilni in predvidljivi pogoji financiranja.

Vendar pa raven inflacije in njeno predvideno gibanje, brez ustreznih prilagoditev ekonomskih politik, še ne zadoščata pogojem za mehak prehod v sistem ERM2 in poznejši prevzem eura kot skupne valute. Ob sprejetju sredinskega tečaja z eurom, bi lahko previsoka raven tekoče inflacije povzročila znatne stroške prilagajanja s strani realne ekonomije in zato bi lahko, vsaj začasno, ogrozila realno konvergenco. Čeprav je cenovna stabilnost v domeni Banke Slovenije, ocenjujemo, da pospešeno znižanje, z najmanj stranskimi učinki, ni možno brez sodelovanja vseh makroekonomskih politik.

### **5.2. Okolje v katerem deluje denarna politika v letu 2003**

Dosedanja politika Banke Slovenije je težila k postopni stabilizaciji cen, da bi z mehkim prehodom v skupno valuto povzročila slovenskemu gospodarstvu kar se da majhne stroške. Skladno z vstopom v evropske monetarne povezave, je Svet Banke Slovenije postavil jeseni leta 2001 inflacijski cilj, kar Banko Slovenije zavezuje, da denarno in tečajno politiko prilagodi na način, ki omogoča hitrejše zniževanje inflacije. Saj je ena glavnih srednjeročnih usmeritev Banke Slovenije prav priprava pogojev, ki omogočajo Sloveniji čimprej vstop v EMU.

Politika mehkega prehoda se zdi vedno težje izvedljiva. Glavni razlog za to je vedno manjši časovni horizont, ki nas še loči od načrtovane vključitve v evropske integracije. Na nastalo situacijo Banka Slovenije gleda z zaskrbljenostjo, saj nova spoznanja, opisana v pričujočem inflacijskem poročilu, otežujejo protinflacijska delovanja.

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

Naprej ugotavljamo, da ti inflacijski pritiski s strani ponudbe niso več samo enkratne in začasne narave. Vedno več znakov kaže, da ti postajajo vedno bolj sistemski. V mnogih primerih gre za fiskalne šoke in za pretirano rast cen pod neposrednim ali posrednim nadzorom države, vzrok pa je predvsem težava pri zagotavljanju sredstev za financiranje programov in delovanja javnega sektorja. Pogosto pa so tudi posledica strukturnih reform ob vstopanju v Evropsko Unijo in bodo prisotni še nekaj let. Ocenjujemo, da mnogi med naštetimi pritiski na cene niso povezani s potrebnimi strukturnimi reformami in so največkrat prekomerni glede na realno stroškovno strukturo, ki bi jih lahko opravičevala. Z vidika njihovega vpliva na inflacijo pa bi jih bilo potrebno bolje časovno razporediti. Sam direktni učinek teh dejavnikov bo v letošnjem letu močno povečal raven inflacije, ki bo tako nad napovedano. Tudi za prihodnje leto obstajajo znamenja, da bodo ti dejavniki pomembno prispevali k trdoživosti inflacije. Ključno pa je spoznati tudi njihove neposredne učinke na rast cen. Le-ti delujejo skozi transmisijo na ostale cene in kot signal za dodatno dvigovanje cen v sektorjih z omejeno ravniyo konkurence. Zato je končni inflacijski šok mnogo večji od neposrednega učinka.

### **5. 3. Kombinacija ukrepanja Banke Slovenije in Vlade RS**

Glede na zgornje ugotovitve o izvoru trenutnih inflacijskih pritiskov je možnost močne in hitro učinkovite protiinflacijske aktivnosti Banke Slovenije omejena. Denarne oblasti lahko vplivajo na makroekonomske cikle in inflacijo predvsem preko vplivanja na komponente agregatnega povpraševanja. V okoliščinah, kjer se inflacija generira na strani ponudbe, lahko restriktivno delovanje le še bolj zavre že tako nizko zasebno potrošnjo in investicije. To bi lahko bistveno zavrlo okrevanje slovenskega gospodarstva in prizadelo veliko škodo v realni ekonomiji in na

trgu dela, na samo inflacijo pa bi izrazitejša restriktivnost delovala z relativno velikim odlogom.

**Banka Slovenije bo z ukrepanjem na področju obrestnih mer in tečaja nadaljevala z denarno politiko, kot jo je vodila tudi v preteklem obdobju in je načrtana v "Usmeritvah denarne politike Banke Slovenije".** Banka Slovenije v dani ekonomski konjunkturi restriktivno vpliva tudi preko tečajne politike. Trendno upočasnjevanje depreciacije domače valute, omejuje vpliv stroškovnih dejavnikov povezanih s tujino (uvoznih cen) na domače cene. Vendar pa agresivnejše zniževanje inflacije, ki bi temeljilo na zaustavitvi rasti tečaja, prinaša tudi dodatna tveganja in možne negativne stranske učinke, in sicer:

- obstaja nevarnost, da ekonomski sektorji, kjer cene niso pod vplivom tečaja tolarja, enostavno zapolnijo prostor, ki bi nastal z dodatnim pritiskom na menjalni sektor. Breme zniževanja inflacije v primeru zaostrovanja tečajne politike leži predvsem na menjalnem sektorju, kjer je inflacija med najnižjimi. Nizka inflacija odraža predvsem učinkovito obvladovanje stroškov, zniževanje rasti tečaja pa je neprimeren instrument za izvajanje pritiska na učinkovitejše poslovanje v nemenjalnem in javnem sektorju, kjer se generira glavnina inflacije.
- obstaja nevarnost, da denarna politika potisne ekonomijo v območje povečanega domačega trošenja, v pretiranem obsegu pa ima slednje lahko povraten vpliv na inflacijo. Ker mora Banka Slovenije skladno s tečajem prilagajati, v tem primeru spuščati, svoje obrestne mere, saj ob prostem pretoku kapitala centralna banka ne more ločeno vplivati na obrestne mere in na gibanje tečaja<sup>9</sup>.

Kljub zavezanosti k nižji inflaciji pa Banka Slovenije sama na zelo kratek rok ne more učinkovito znižati skupne inflacijske stopnje, še posebno če se želi izogniti znatnim stroškom, ki jih tovrstna politika potencialno implicira za gospodarstvo. Za uspešno in hitro protiinflacijsko delovanje je zato nujno zaježiti elemente, ki sprožajo inflacijske pritiske. Doseganje zastavljenih ciljev, v danih rokih, ni uresničljivo brez ustreznih sprememb tudi pri ostalih ekonomskih politikah. Ekonomske politike, ki so v pristojnosti Vlade RS, lahko bistveno prispevajo k zmanjševanju inflacijskih pritiskov v naslednjih dveh letih.

---

<sup>9</sup> Podrobnejše opisane možnosti denarne politike, glede na skladnost gibanja nominalnega tečaja tolarja in obrestnih mer, najdemo na primer v gradivu Uresničevanje kratkoročnih usmeritev denarne politike Banke Slovenije iz maja 2002.

**Vlada RS bo morala prilagoditi ekonomske politike v njeni pristojnosti, da bi lahko znižali inflacijo na ciljno raven in se izognili nezaželenim in nepotrebnim stroškom zniževanja inflacije.** Banka Slovenije računa na ukrepe Vlade RS, ki bodo delovali v podporo denarni politiki:

- Uresničevanje predvidene omejevalne politike javne porabe in racionalno uporabo javnih sredstev, ne samo Vlade RS, temveč tudi ostalih porabnikov javnih sredstev.
- Zmerna rast mase plač v javnem sektorju
- Omejitev vseh rasti cen pod neposrednim ali posrednim nadzorom države, ki ne bo odstopala od splošne ravni cen, to pomeni v letu 2003 največ na ciljno raven med 4% in 5%. Odlog vseh ne nujno potrebnih davčnih ukrepov z namenom izogniti se dodatnim inflacijskim pritiskom fiskalnih šokov.

Brez teh ukrepov lahko izgubimo v protiinflacijskem delovanju dodatno leto, kar pa bi lahko povzročilo prestavitev vstopa Slovenije v evropsko denarno unijo.

\* \* \*

Koordinirana akcija Banke Slovenije in Vlade RS je nujno potrebna za znižanje inflacije na evropsko raven na vzdržen način, kar odsevajo pogoji za uspešno sodelovanje v ERM2 in naknadni prevzem evra. Potreba po hitrejšem znižanju inflacije na vzdržen način je posledica skupne usmeritve Vlade RS in Banke Slovenije po čimprejšnjem vstopu v ERM2 in EMU. Predpogoj za vstop v ERM2 brez občutnejših posledic prilagajanja za slovensko gospodarstvo in nadaljno uspešno sodelovanje v tem sistemu je znižanje inflacije na raven okoli 4% do konca leta 2003.

V tem gradivu smo večkrat ugotovili, da so nepričakovani fiskalni ukrepi in cenovni agregati pod kontrolo države bistveno prispevali k odstopanju letošnje inflacijske stopnje od tiste načrtane lansko jesen. Zato Banka Slovenije pričakuje, da bo Vlada RS sprejela v letu 2003 vse potrebne ukrepe za uspešno koordinacijo ekonomskih politik in denarne politike v smeri močnega znižanja inflacije. Ocenjujemo, da je glavno tveganje pri uresničevanju tega cilja prav možnost, da denarna politika ne bi bila podprta z ustreznimi ekonomskimi politikami v pristojnosti Vlade RS.

V primeru uspešnega sodelovanja vseh nosilcev makroekonomskih politik smo mnenja, da je v danih okoliščinah še mogoče približati raven inflacije zastavljenemu inflacijskemu cilju 4% ob koncu leta 2003.

# **PRILOGE**

\* \* \*

- 1. Urnik aktivnosti za sodelovanje Republike Slovenije v mehanizmu določanja menjalnih tečajev ERM2 in za uvedbo skupne denarne enote**
- 2. Slike o gibanju inflacije in denarja**
- 3. Slike o dogajanju v tranzicijskih državah**

