



**USMERITVE DENARNE POLITIKE BANKE  
SLOVENIJE**

1. UVOD .....	3
2. USMERITEV: VKLJUČEVANJE V EMU .....	5
2.1. <i>Faze vključevanja</i> .....	5
2.2. <i>Sistemski okviri delovanja ERM2</i> .....	6
2.3. <i>Slovenija in EMU</i> .....	8
2.4. <i>Možni časovni okvirji za vključevanje v ERM2 in EMU</i> .....	10
3. NAČINI IN DINAMIKA PREHODA V EMU .....	11
3.1. <i>Vpliv tranzicije na vodenje denarne politike</i> .....	11
3.2. <i>Transmisijski mehanizem denarne politike in politike deviznega tečaja</i> .....	12
3.3. <i>Omejitve za vodenje denarne politike v prehodnem obdobju</i> .....	15
3.4. <i>Orodja izvedbe prehoda</i> .....	18
4. NAPOVEDI GOSPODARSKIH GIBANJ ZA DVE LETI.....	21
4.2. <i>Aktivnost, zaposlenost in plače</i> .....	22
4.3. <i>Komponente trošenja BDP</i> .....	23
4.4. <i>Zunanje ravnovesje in pogoji financiranja</i> .....	25
4.5. <i>Inflacija</i> .....	28
5. TEMELJNE USMERITVE DENARNE POLITIKE BANKE SLOVENIJE .....	31
5.1. <i>Cilj denarne politike</i> .....	31
5.2. <i>Indikatorji denarne politike</i> .....	31
5.3. <i>Instrumenti denarne politike</i> .....	32
6. UPORABLJENA LITERATURA.....	34

## 1. UVOD

Širitev Evropske unije prihaja v fazo, ko ob zaključevanju pogajanj za sam vstop postaja pomembna tudi priprava na prevzem evra. Sedanje kandidatke za članstvo v Evropski uniji pri tem nimajo izbire. Prevzem evra je končni in neizogibni cilj njihovega vključevanja v Evropsko unijo. Časovni horizont prevzemanja evra je zanje zato drugačen kot za države članice, ki so leta 1999 ob uvedbi evra lahko za nedoločen čas odložile prehod v enotno skupno valuto. Širše zastavljen je tudi sam proces priprav na prevzem evra. Ob nominalni konvergenci z izpolnjevanjem Maastrichtskih kriterijev je za sedanje kandidatke ključna tudi realna konvergenca – strukturna skladnost in dohitevanje gospodarske razvitosti obstoječih držav članic Evropske unije.

To postavlja kandidatke za članstvo pred zahtevno nalogo, da si v relativno kratkem času do vstopa v Evropsko unijo zagotovijo približno enake dolgoročno vzdržne izhodiščne pogoje za sodelovanje na enotnem evropskem trgu, kot veljajo za obstoječe države članice. V nasprotnem primeru njihov vstop v Evropsko unijo lahko rezultira v neravnovesjih, ki se v končni posledici izravnajo le s povečano brezposelnostjo ob nizki gospodarski rasti. Uskladitev stopnje rasti cen na raven Maastrichtskega kriterija že do vstopa v Evropsko unije je zato osrednja naloga držav kandidatk.

Denarna politika je ena od ključnih pri umirjanju rasti cen. Prostost njenega oblikovanja se z vstopom v Evropsko unijo do prevzema evra sicer še ohranja, vendar ob zmanjšani fleksibilnosti. Tečaj domače valute postane že ob vstopu stvar skupnega interesa vseh držav članic Evropske unije. Zato je pomembna njena polna izraba v času do vstopa v Evropsko unijo. Pričujoče gradivo želi postaviti okvire za vodenje denarne politike v času, ki preostaja do vstopa v Evropsko unijo. Predstavlja pa tudi pogled ki sega do prevzema evra kot nove domače valute R Slovenije. Namen gradiva je predstaviti formalno okolje, ki se mu denarna politika mora prilagoditi na poti do prevzema evra, način delovanja denarne politike do fiksiranja tečaja tolarja v okviru evropskega tečajnega mehanizma in gospodarsko okolje, v katerem bo v naslednjih dveh letih denarna politika uresničevala svojo funkcijo. Rezultat mora biti znižanje rasti cen na primerljivo evropsko raven do vstopa v Evropsko unijo in opredelitev dolgoročno vzdržnega razmerja med tolarjem in evrom.

Drugo poglavje gradiva opisuje časovne faze in formalne postopke predvidene v evropski zakonodaji za prevzem evra. V tem okviru postavlja tudi časovne cilje Slovenije za polno vključitev v Evropsko denarno unijo. Tretje poglavje opisuje cilje delovanja denarne politike v obdobju do vključitve v EMU, njene transmisijske mehanizme, podlage za vodenje denarne politike in strukturne elemente, ki zahtevajo prilagoditev za doseganje primerne učinkovitosti denarne politike. V nadaljevanju poglavje opisuje orodja, ki jih bo imela denarna politika na voljo pri uresničevanju svoje funkcije. Četrto poglavje opisuje gospodarsko okolje, v katerem naj bi v

naslednjih dveh letih delovala denarna politika in vplive, ki ob določeni strukturi elementov gospodarske rasti oblikujejo pogoje njenega delovanja. Peto poglavje opredeljuje indikatorje, po katerih se bo denarna politika pri svojem delovanju ravnala, njihove mejne vrednosti in medsebojno skladnost.

Gradivo predstavlja vodilo za oceno konsistentnosti delovanja denarne politike in okoliščine, ob katerih se bo denarna politika odzivala na sprotna dogajanja. Te okoliščine bo Banka Slovenije preverjala tudi med letom in na tej podlagi po potrebi dopolnila usmeritve za svoje delovanje.

## 2. USMERITEV: VKLJUČEVANJE V EMU

### 2.1. Faze vključevanja

Čas do uvedbe EURA za države centralne in vzhodne Evrope (CEE) lahko razdelimo na tri obdobja:

**Prvo obdobje** predstavlja obdobje pred vstopom v EU, v katerem imajo omenjene države proste roke pri izbiri tečajnega režima in torej samostojno denarno politiko. Vendar v skladu z "acquis" morajo zagotoviti samostojnost centralne banke, prepoved financiranja države s strani centralne banke in liberalizacijo kapitalskih tokov s tujino. Septembra 1999 je bila sprejeta nova devizna zakonodaja, junija 2000 je bil sprejet časovni okvir liberalizacije kapitalskih tokov s tujino, kmalu pa bo sprejet tudi nov Zakon o BS. S tem bo Slovenija v veliki meri izpolnila zgoraj omenjene kriterije.

**Drugo obdobje** se prične z vstopom v EU in konča z vstopom v EMU. V tem času bodo CEE države pristopile v t.i. ERM2 mehanizem. Ta mehanizem zahteva postavitve paritete nacionalne valute glede na evro, dovoljeno odstopanje tržnega tečaja od centralne paritete pa je  $\pm 15\%$ .

**Tretje obdobje** se prične z vstopom v EMU in sistem ECB; torej z uvedbo evra in ukinitvijo nacionalne valute. S tem bodo države CEE imele enake pravice in dolžnosti pri vodenju denarne politike kot ostale države evro področja. Pred uvedbo evra morajo države izpolnjevati t.i. **nominalne konvergenčne kriterije**, ki temeljijo na Maastrichtskih kriterijih, katerim je dodan še pogoj vezan na tečajni režim:

- Doseganje visoke stopnje **stabilnosti cen**, kar se odraža na stopnji inflacije, ki ne sme presegati povprečne stopnje inflacije treh članic ERM z najnižjo inflacijo za več kot 1,5 odstotne točke. Septembra 2001 so imele najnižjo inflacijsko stopnjo Francija (1,6%), Belgija (1,9%) in Luksemburg (1,9%), kar pomeni konvergenčni kriterij  $1,8\% + 1,5\% = 3,3\%$ .
- Trajnost konvergence: **dolgoročne obrestne mere** ne smejo presegati povprečja obrestnih mer treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 2 odstotni točki. Če upoštevamo podatke za september se upošteva Francija (4,94%), Belgija (5,14%) in Luksemburg (4,67%), konvergenčni kriterij pa znaša 6,92%.
- **Javnofinančni primanjkljaj** ne sme presegati 3% BDP, oziroma je v neprestanem upadanju in se približuje referenčni vrednosti ali je izjemoma nad to vrednostjo. **Javni dolg** ne sme presegati 60% BDP, razen če se to razmerje zadostno zmanjšuje in z zadovoljivo hitrostjo dosega referenčno vrednost.
- Spoštovanje normalnih mej nihanja predvidenih v mehanizmu **ERM2** vsaj dve leti.

Tabela 1: Izpolnjevanje Maastrichtskih kriterijev

<b>DRŽAVE EMU</b>	<i>Inflacija (v%)</i> sept01/sept00	<i>d.r. OM (v%)</i> sept.01	<i>Deficit (v% BDP)</i> 2000	<i>Javni dolg (v% BDP)</i> 2000
Belgija	1.9	5.14	0.0	110.9
Nemčija	2.1	4.81	1.3	60.2
Grčija	4.0	5.31	-0.9	103.9
Spanija	3.4	5.14	-0.3	60.6
Francija	1.6	4.94	-1.3	58.0
Irska	3.8	5.01	4.5	39.1
Italija	2.6	5.20	-0.3	110.2
Luksemburg	1.9	4.67	5.3	5.3
Nizozemska	5.4	4.38	2.0	56.3
Avstrija	2.5	5.07	-1.1	62.8
Portugalska	4.1	5.16	-1.4	53.8
Finska	2.6	5.06	6.7	44.0
EUROpodročje12	2.5	4.99	-0.7	69.6
Konvergenčni kriterij	3.3	6.92	-3.0	60.0
Slovenija	7.9*	13.36**	-2.3***	25.1****

Opombe:

\* Nenarmoniziran indeks CPI.

\*\* Obveznica RS12 je vzeta kot približek za izračun dolgoročne obrestne mere za Slovenijo.

\*\*\* Po metodologiji ESA95

\*\*\*\* Dolg Republike Slovenije.

Viri: Bilten ECB, SURS, EUROSTAT, preračuni ARC.

V zadnjem obdobju se omenja tudi t.i. **realno konvergenco**, ki se nanaša predvsem na približevanje držav CEE državam evro področja pri BDP na prebivalca, ravni cen in pri strukturnih reformah. Sklicevanje na realno konvergenco bo verjetno omogočalo državam evro področja zadrževanje držav CEE izven evro področja, če bo to potrebno.

## 2.2. Sistemski okviri delovanja ERM2

Osnovni elementi **tečajne ureditve** med državami evro področja in ostalimi članicami EU so bili določeni z dvema pravnima aktoma:

- Resolucija o ustanovitvi mehanizma deviznega tečaja v tretji fazi ekonomske in monetarne unije (16. junij 1997)
- Sporazum med ECB in nacionalnimi centralnimi bankami držav članic izven evro področja, ki določa operativne postopke za delovanje mehanizma deviznih tečajev v tretji fazi ekonomske in monetarne unije (18. september 1998).

Od 1. januarja 1999 je v skladu z gornjima sporazumoma sistem deviznih tečajev med državami evro področja in državami članicami EU izven evro področja sledeča:

- **ERM2** nadomesti tedanji evropski monetarni sistem.

- Države članice EU izven evro področja morajo voditi **tečajno politiko** kot stvar skupnega interesa. Prostovoljno se odločijo za sodelovanje v ERM2. Ne glede na to se od države za derogacijo glede uvedbe eura pričakuje, da se priključi ERM2.
- ERM2 naj ne bi ogrožal **primarnega cilja** (stabilnost cen) ECB in centralnih bank držav EU izven euro območja.
- Določi se **centralna pariteta** nacionalne valute proti evru. Odločitev o tem se sprejme v medsebojnem dogovoru ministrov držav evro območja, ECB in ministrov ter guvernerjev centralnih bank držav članic izven evro območja, ki sodelujejo v ERM2. Postopek vključuje tudi Evropsko komisijo ter Ekonomski in finančni odbor.<sup>1</sup> Ministri in guvernerji centralnih bank držav članic, ki ne sodelujejo v ERM2, so udeležni v postopku, vendar brez pravice do glasovanja. Vse stranke medsebojnega sporazuma imajo pravico sprožiti postopek za ponovno obravnavo in postavitve centralne paritete.
- Standarden **razpon nihanja** znaša  $\pm 15\%$  od centralne paritete. Na zahtevo države članice, ki zaprosi za vključitev v ERM2, se lahko določi uradno dogovorjeni razpon nihanja ožji od standardnega, ki je načeloma podprt z avtomatično intervencijo in financiranjem. V postopku sprejetja takšne odločitve sodelujejo v prejšnji točki omenjene strani.
- **Tečajna intervencija** v primeru dosega zgornje ali spodnje meje je avtomatična in neomejena z možnostjo dostopa do zelo kratkoročnih finančnih virov (do 3 mesecev). Intervencija vključuje le spot prodaje oziroma nakupe valut. Le v primeru ogrožanja cenovne stabilnosti kot primarnega cilja, ECB in centralnim bankam vključenih v ERM2 ni potrebno sodelovati pri intervenciji. Pri tem je potrebno upoštevati tudi ostale relevantne faktorje, predvsem tiste, ki vplivajo na kredibilno delovanje ERM2. Medsebojno sodelovanje pri obrambi tečaja določene valute se lahko izvaja že pred dosego spodnje ali zgornje meje koridorja. Država članica ERM2 in ECB se morata obveščati o vseh tečajnih intervencijah tako do valut znotraj kot izven področja EU.

---

<sup>1</sup> Ekonomski in finančni odbor je posvetovalno telo, ki spremlja gospodarski in finančni položaj v državah članicah EU, tečaj evra, odnose s tretjimi državami in mednarodnimi institucijami. Države članice EU, Evropska komisija in ECB imenujejo največ dva člana odbora.

### 2.3. Slovenija in EMU

Banka Slovenije je usmerjena v pripravo pogojev, ki omogočajo Sloveniji **čimprejšen vstop v EMU**. Uresničevanje te usmeritve lahko razčlenimo na tri dele:

- prvič, *čimprejšen vstop v EU*,
- drugič, *čimprejšen vstop v ERM2* - ob vstopu v EU in
- tretjič, *čim krajše sodelovanje v ERM2* in prehod v EMU

Sam **vstop v EU** za Banko Slovenije pravno-formalno ne pomeni nobene nove bistvene omejitve oziroma obveznosti:

1. prost pretok kapitala naj bi bil do takrat že popolnoma liberaliziran,
2. Zakon o BS bo že usklajen z zahtevami EU.

BS bo morala voditi tečajno politiko kot stvar skupnega interesa. Evropska komisija tolmači pojem »obravnovanja politike deviznega tečaja kot stvar skupnega interesa« kot prepoved uporabe politike deviznega tečaja za doseganje konkurenčnih prednosti v trgovinski menjavi. Notranji trg EU naj ne bi bil ogrožen s prekomernimi nihanji med evrom in drugimi valutami v EU, ki bi motili trgovinske tokove med državami članicami.

Bolj kot sam vstop v EU je za izvajanje denarne politike pomemben vstop v **ERM2** in nato vstop v EMU. Verjetno se namera o vstopu v ERM2 od držav kandidatki pričakuje v Predpristopnem ekonomskem programu.<sup>2</sup> S tem se seveda moralno zaveže samo država kandidatka, EU pa ni dolžna pričeti pogajanja o vstopu v ERM2 vse do vstopa v EU. Dejansko pa Evropska komisija na podlagi tovrstne izjave prične neformalni "monitoring". Stališče Evropske komisije je, da članstvo v ERM2 ni možno pred članstvom v EU. Iz tega sledi, da se lahko neformalni pogovori o vključitvi v ERM2 pričnejo že pred vstopom v EU, formalno pa bi tak dogovor učinkoval šele po vstopu v EU.

Vstop v ERM2 pomeni, da bo Banka Slovenija sprejela fiksni tečajni režim vezan na evro. ERM2 je bilateralni dogovor o centralni pariteti SIT/EUR, in tudi o vzdrževanju tečaja znotraj dovoljenih meja nihanja okoli centralne paritete  $\pm 15\%$  (če gre za standarden koridor). Postopek določanja centralne paritete (in morebitnega ožjega koridorja) je načeloma predmet pogajanja med ECB, ministri in guvernerji držav članic EU, Evropsko komisijo, Ekonomskim in finančnim odborom ter Slovenijo. V primeru nesoglasja glede centralne paritete:

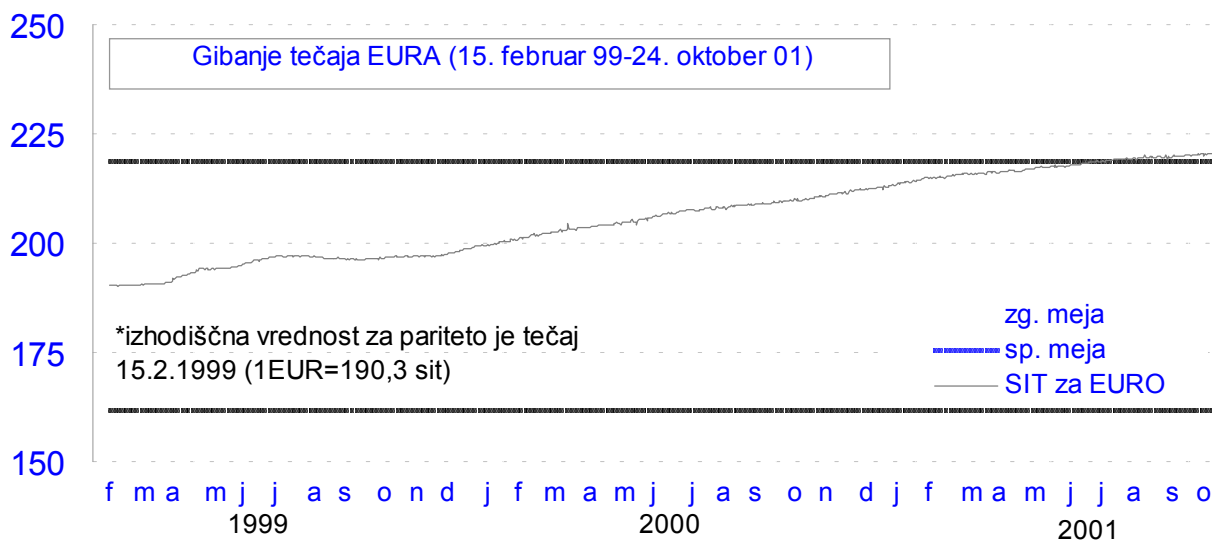


1. se lahko vstop v ERM2 (in zato tudi vstop v EMU) močno zavleče tudi po vstopu v EU,
2. Banka Slovenija pristopi v ERM2 s centralno pariteto tečaja, ki ne odraža realne vrednosti domačega premoženja in zatoj lahko predstavlja večje narodno-gospodarske stroške.

V ERM2 mora Banka Slovenije voditi tečajno politiko, kot stvar skupnega interesa. Stroške vzdrževanja znotraj dogovorjenih meja si razdelita Banka Slovenije, druge članice ERM2 in ECB.

Ni popolnoma jasno ali mora Slovenija izpolnjevati konvergenčne kriterije za vstop v EMU celotno obdobje sodelovanja v ERM2 ali samo pred vstopom v EMU in dajati znake, da jih izpolnjuje na "zdrav in vzdržen" način. Ne glede na to, da za sodelovanje v ERM2 nizka inflacija (po nominalnih kriterijih) ni pogoj, pa bi ob vstopu v ERM2 bistveno odstopanje inflacije od inflacije na področju EMU pomenila za Slovenijo velik problem. Zaradi fiksiranja tečaja se namreč denarni politiki zoži manevrski prostor delovanja. Omogočena je sicer možnost revalvacije, ampak le s pristankom ECB in članic ERM2. Gibanje tečaja tolarja proti evru v zadnjih dveh letih je sicer znotraj koridorja (glej Sliko). Ob predpostavki, če bi se vključili v ERM2 sedaj po centralni pariteti, ki ustreza trenutnemu tečaju in pri tem predpostavili podobno gibanje tečaja v prihodnosti kot je bilo v zadnjih mesecih bi dosegli zgornjo mejo koridorja ERM2 v približno treh letih. Vendar pa ECB in EU tovrstno sodelovanje v sistemu ERM2 ne razumeta kot izpolnjevanje nominalnih kriterijev.

Slika 1: Tečaj tolarja in ERM2<sup>3</sup>



<sup>2</sup> Predpristopni program za Madžarsko je glede vstopa v ERM2 še najbolj ekspliciten.

<sup>3</sup> Povprečna letna stopnja nominalne deprecije tolarja proti evru je v zadnjih dveh letih znašala 5,8%.

Izpolnjevanje nominalnih kriterijev pomeni fiksiranje tečaja in njegovo gibanje blizu centralne paritete. Ker bi bistveno višja inflacija od držav EU ob fiksnem tečaju lahko ogrožala makroekonomsko stabilnost, se nam zdi znižanje inflacije na raven Maastrichtskih kriterijev ena od prioritet ekonomske politike že do vstopa v ERM2.

#### **2.4. Možni časovni okvirji za vključevanje v ERM2 in EMU**

Po optimističnem scenariju, bi Slovenija leta 2004 bila vključena v EU in hkrati vstopila v sistem ERM2, leta 2006 pa uvedla evro.

S tem je denarni politiki že dan formalni dolgoročni inflacijski cilj t.j. letna inflacija od 3% do 4% do konca leta 2005 (drugi monetarni kriterij t.j. dolgoročna obrestna mera je z inflacijo tesno povezan), pri čemer se moramo zavedati, da je trenutna inflacija evro področja dokaj visoka. Ker pa bi po tem scenariju Slovenija vstopila v ERM2 že leta 2004 bi se že takrat morala močno približati omenjeni ciljni inflaciji.

Po manj optimističnih scenarijih, ko je vstop v ERM2 časovno bolj oddaljen, ima Banka Slovenija več časa za znižanje inflacije do ciljne ravni od 3% do 4% na letni ravni.

\* \* \*

Že iz zgoraj povedanega izhaja, da je za denarno politiko že dan **dolgoročni inflacijski cilj**. Postavlja se vprašanje željenega poteka procesa dezinflacije - ali postopno ali s hitrimi prelomi. Do vstopa v ERM2 ima denarna politika popolnoma proste roke pri izbiri tečajnega režima, kar vpliva tudi na izbiro bližnjih in operativnih ciljev denarne politike.

### 3. NAČINI IN DINAMIKA PREHODA V EMU

#### 3.1. Vpliv tranzicije na vodenje denarne politike

V obdobju do vključitve Slovenije v EMU bo vodenje denarne politike odvisno od spremenjenih ekonomskih okoliščin, v katerih bo Banka Slovenije delovala in potreb po ustvarjanju pogojev za kar najhitrejše zmanjševanje razlik v gospodarski razvitosti do članic EU na eni strani ter na drugi strani od zahtev po izpolnjevanju nominalnih konvergenčnih kriterijev za vključitev v EMU in upoštevanja institucionalne urejenosti izvajanja skupne denarne politike v ECB. Če je potreben pogoj za vključevanje v EMU izpolnjevanje nominalnih kriterijev (višina inflacijske stopnje, proračunski primanjkljaj, javni dolg, relativna višina obrestnih mer), pa je zadostni implicitni pogoj (formalno nedefiniran) predhodno doseganje ekonomske integracije slovenskega gospodarstva.

Povezanost med dinamiko zmanjševanja razlik v gospodarski razvitosti oziroma realni konvergenci, ki temelji na relativno hitrejši rasti slovenskega gospodarstva povzročeno s hitrejšo rastjo produktivnosti, zlasti menjalnega sektorja, in izpolnjevanja nominalnih konvergenčnih kriterijev določenih z Maastrichtskim sporazumom, neposredno vpliva na gibanje realnega deviznega tečaja. Dolgoročna dinamika realnega efektivnega tečaja je posledica temeljnih strukturnih sprememb v gospodarstvu, ki vodijo do trajnih sprememb v relativnih razmerjih med posameznimi ekonomskimi spremenljivkami. Nova relativna razmerja se lahko vzpostavijo le ob večjih ali manjših inflacijskih pritiskih. Hitrejša realna konvergenca, ki je posledica višje rasti produktivnosti (kot v EU članicah), je potem takem v nasprotju s hitrim zmanjševanjem razlik v inflacijski stopnji slovenskega gospodarstva in državami EU. Realna apreciacija tečaja tolarja je nujna posledica zmanjševanja razlike v gospodarski razvitosti. Vendar je realna apreciacija tečaja tolarja sprejemljiva le v obsegu, ki je posledica relativno višje rasti produktivnosti slovenskega gospodarstva, ne pa tudi v obsegu, ki je posledica ekonomsko nevzdržnega zadolževanja v tujini ali koriščenja omejenih produkcijskih faktorjev.

V gornjem kontekstu se pojavlja potreba po definiranju dveh ciljev, ki odražata težnjo po vzpostavljanju ravnovesja med realno konvergenco EU in gibanjem nominalnih spremenljivk:

1. približevanje dolgoročno vzdržnemu (ravnovesnemu) nominalnemu deviznemu tečaju, ki bo ob sprejemu sistema ERM2 predstavljal centralno pariteto tolarja.
2. doseganje stabilnosti cen oziroma doseganje evropsko primerljive inflacijske stopnje.

### **3.2. Transmisijski mehanizem denarne politike in politike deviznega tečaja**

V skladu z novim zakonom o Banki Slovenije je končni cilj denarne politike doseganje stabilnosti cen. Doseganje cenovne stabilnosti na srednji rok je v skladu z namenom denarne politike, da skupaj z ostalimi ekonomskimi politikami ustvarja pogoje stabilne gospodarske rasti in splošne blaginje.

Sprejemanje odločitev o načinu vodenja denarne politike je neposredno odvisno od poteka transmisijskega mehanizma denarne politike oziroma vloge posameznega transmisijskega kanala za doseganje končnega cilja. Banka Slovenije pri vodenju denarne politike izkorišča vzvode različnih transmisijskih kanalov, kar se odraža na izbiri ekonomskih spremenljivk prek katerih vpliva na stabilnost cen. S spreminjanjem obrestnih mer instrumentov denarne politike<sup>4</sup> in obrestnih mer blagajniških zapisov vpliva na stopnjo rasti denarnih agregatov, zlasti ožje definiranega agregata M1 in v zanemarljivem obsegu na rast širšega agregata M3. Stopnje rasti ožjih denarnih agregatov so v relativno tesni zvezi z rastjo nominalnega obsega transakcij v gospodarstvu, kot indikatorja gospodarske aktivnosti.

Zaradi velike odprtosti slovenskega gospodarstva se izpostavlja pomen transmisijskega kanala deviznega tečaja na obnašanje realnega sektorja. Banka Slovenije s spreminjanjem interventnega deviznega tečaja (ali z interventnim odkupom/prodajo deviz) vpliva na dinamiko rasti tržnega deviznega tečaja. Ta vpliva neposredno prek gibanja uvoznih cen na rast indeksa cen življenjskih potrebščin ter posredno prek zadolževanja podjetij in bank v tujini na rast skupne kreditne ponudbe, ki financira domačo porabo. Poleg opisanega vpliva na spreminjanje ravni cen, devizni tečaj določa relativna razmerja cen domačega in tujega blaga oziroma storitev (pariteta kupne moči), kar vpliva na oblikovanje zunanjega gospodarskega ravnovesja.

Relativno zanemarljiv je pomen transmisijskega kanala obrestnih mer. Razširjenost indeksacije posojilnih in depozitnih obrestnih mer bank kakor tudi ostalih finančnih instrumentov in do konca leta 1999 prisotnost medbančnega priporočila o oblikovanju pasivnih obrestnih mer, vpliva na zelo počasno odzivanje bank na spremembe stroškov refinanciranja pri centralni banki in oblikovanje bančnih obrestnih mer. Dodatno k temu pripomore še presežna strukturna pozicija na denarnem trgu, ki bankam omogoča neodvisno upravljanje z likvidnostjo (to se kaže v visokem obsegu naložb v kratkoročne tolarske blagajniške zapise).

Kompleksnost, prepletenost in nestabilnost transmisijskih kanalov denarne politike, ki se zaradi institucionalnih sprememb v obdobju tranzicije še dodatno spreminjajo, onemogoča definiranje strategije denarne politike v »monolitni« obliki (npr. strategija ciljanja denarnega agregata,

strategija ciljanja deviznega tečaja ali strategija ciljanja inflacijske stopnje). Banka Slovenije zato pri navajanju referenčne vrednosti bližnjega cilja denarne politike določa območje stopnje rasti denarnega agregata (od leta 1997 je to agregat M3), ki pa ni edina kriterialna vrednost pri sprejemanju odločitev o vodenju denarne politike, saj na rast cen z različnim časovnim odlogom vplivajo tudi ostale ekonomske spremenljivke, zlasti devizni tečaj. Zaradi definicije agregata M3, ki obsega tudi devizne vloge prebivalstva in podjetij, je njegovo gibanje relativno neodvisno od gibanja obsega ponudbe primarnega denarja oziroma na njegovo rast vplivajo tudi devizni tokovi s tujino. Problem omejene kontrolabilnosti agregata M3 se z naraščanjem variabilnosti kapitalskih tokov s tujino še povečuje.

Operativno izvajanje denarne politike Banke Slovenije temelji, podobno kot vodenje denarne politike ECB, na dveh stebrih:

*Prvi steber* predstavlja količina denarja v obtoku oziroma vsi tisti indikatorji, ki kar najbolj neposredno odražajo gibanje denarnega agregata M3, kot ene izmed kriterialnih vrednosti vodenja denarne politike. Poleg referenčne vrednosti za široki denarni agregat bo Banka Slovenije spremljala tudi posamezne komponente agregata M3. Posebna pozornost bo posvečena gibanju transakcijskega denarja M1 in sicer zaradi njegove povezanosti z gibanjem gospodarske aktivnosti in inflacije ter zaradi njegove tesne povezanosti s primarnim denarjem. Prvo skupino indikatorjev pri pojasnjevanju gibanja agregata M3 predstavljajo:

- likvidnost bančnega sistema, kjer je pomemben zlasti agregat presežnih rezerv, kot odraz prostega kreditnega potenciala bank. V okviru kratkoročne likvidnosti bank je, zaradi izrazite kratkoročnosti nekaterih tolarskih blagajniških zapisov, potrebno upoštevati delež teh papirjev v celotni strukturi vpisanih vrednostnih papirjev z ročnostjo do enega leta. Gre za tisti del sekundarne likvidnosti bank, ki ga je mogoče spremeniti v primarno likvidnost znotraj obdobja izločanja obvezne rezerve.
- gibanje kratkoročnih obrestnih mer je odraz spreminjanja likvidnosti bančnih obrestnih mer, hkrati pa kratkoročne obrestne mere vplivajo na oblikovanje ročnostne strukture bančnih obrestnih mer, ki neposredno vpliva na spreminjanje strukture varčevanja pri bankah oziroma na strukturo ročnosti in valute najetih bančnih posojil.
- struktura denarnih agregatov je odraz razmerja med transakcijskim denarjem, ki neposredno določa povpraševanje v gospodarstvu, in tistimi komponentami agregatov, ki se v krajšem ali daljšem času lahko spremenijo v transakcijski denar.

---

<sup>4</sup> Banka Slovenije z določanjem kvot pri operacijah na odprtem trgu (7-dnevni in 60-dnevni repo deviznih blagajniških zapisov) neposredno kontrolira najvišji možni porast ponudbe primarnega denarja prek tovrstnih operacij.

- kreditna aktivnost poslovnih bank do posameznega narodnogospodarskega sektorja je pomembna zaradi spremljanja razmerja med končno potrošnjo in investicijskim trošenjem v gospodarstvu.

Drugi steber. Sprejemanje ukrepov denarne politike ne temelji na mehanicističnem razumevanju odklonov rasti M3 od referenčne vrednosti, kot bi sledilo zgolj iz gibanja zgoraj omenjenih indikatorjev, ampak na smiselnem upoštevanju širšega spektra informacij drugega stebra indikatorjev. Odločitve pri vodenju denarne politike temeljijo tudi na ostalih indikatorjih, ki pomembno dopolnjujejo informacije o stanju ekonomije ter stopnji ekspanzivnosti oziroma restriktivnosti denarne politike. Hkrati te spremenljivke pojasnjujejo razloge za odklone med gibanjem denarnega agregata M3 in nominalnega BDP ter potrebo po večjem ali manjšem obsegu njihovega upoštevanja pri nadaljnjem izvajanju denarne politike. Pomembnejši indikatorji, ki vplivajo na cenovno stabilnost in vzdržnost denarne politike so:

- plačilna bilanca,
- obrestne mere v tujini in obrestni razmik,
- devizni tečaj je indikator drugega stebra načina izvajanja denarne politike Banke Slovenije predvsem v obdobju neinterveniranja na deviznem trgu. V obdobjih interveniranja z določanjem dinamike rasti deviznega tečaja (ali z odkupom deviz od bank, z določanjem marže na deviznem trgu) pa se spremenljivka deviznega tečaja pojavlja v vlogi glavne instrumentalne spremenljivke.
- plače v gospodarstvu in v javnem sektorju,
- rast cen, ki so pod nadzorom Vlade RS.

Plače predstavljajo pomemben stroškovni element in potencialni vir povpraševanja, oboje lahko pomembno vpliva na inflacijo in zunanje ravnovesje. Zaradi majhnosti in odprtosti Slovenije je spremljanje in analiziranje plačilno bilančnih gibanj še pomembnejše kot v ostalih gospodarstvih. Zunanje ravnovesje je osnova za vzdržno gospodarsko rast. Večji finančni prilivi in odlivi so lahko velika grožnja za stabilnost gospodarskega okolja. Z analiziranjem in vplivanjem na razmik med tujimi in domačimi obrestnimi merami se lahko v veliki meri tem nevarnostim izognemo. Ti indikatorji zatorej predstavljajo drugi steber denarne politike, na katerem temeljijo odločitve centralne banke.

Kot v večini majhnih odprtih ekonomij ima posebno vlogo devizni tečaj. Devizni tečaj preko uvoznih cen posredno in neposredno vpliva na inflacijo in predstavlja pomemben element konkurenčnosti. Banka Slovenija obravnava devizni tečaj kot instrument in sredstvo, ki ji omogoča obvladovanje količine denarja v obtoku. Zaradi te posebne vloge deviznega tečaja in velikega učinkovitosti deviznega tečaja kot kanala transmisijskega mehanizma na ekonomijo, poskuša Banka Slovenije vplivati na njegovo dinamiko in v sodelovanju s komercialnimi bankami občasno intervenira na trgih tujega denarja.

Zbrane informacije tako iz finančnega sektorja kot iz realnega sektorja ter finančnih in blagovnih tokov s tujino so osnova za sprejemanje odločitev denarne politike, ki srednjeročno vodijo k zmanjševanju inflacijske stopnje ob hkratnem upoštevanju realnih gibanj, ki se odražajo v realnem deviznem tečaju.

### **3.3. Omejitve za vodenje denarne politike v prehodnem obdobju**

Banka Slovenije bo zaradi navedenih dejstev vodila denarno politiko, ki bo omogočala »mehko prehajanje« v novo realno ravnovesje – ekonomsko integracijo z gospodarstvom EU. Apreciacijo realnega tečaja tolarja je mogoče razumeti kot nujno ravnovesno posledico procesa transformacije. Za mehak gospodarski prehod pa je potrebno ohranjati ustrezno nominalno fleksibilnost ekonomskih spremenljivk, še zlasti nominalnega deviznega tečaja.

Politika mehkega prehoda zahteva od Banke Slovenije usklajeno aktivnost in spremljanje procesov na naslednjih področjih, ki predstavljajo omejitve za vodenje denarne politike v prehodnem obdobju.

1. Z uveljavitvijo **novega zakona o deviznem poslovanju v letu 1999** so bili povsem sproščeni kreditni posli s tujino, ostale pa so še omejitve, ki se nanašajo na kratkoročne kapitalske tokove. S sklepom Sveta BS, 8.6.2000, so bili sprejeti časovni okviri liberalizacije še preostalih omejitev kapitalskih tokov s tujino, kot so:
  - sprostitev omejitve fizičnih prenosov finančnih sredstev rezidentov v Slovenijo in iz nje (do konca leta 2001).
  - sprostitev omejitve pri odpiranju tekočih in depozitnih računov v tujini za prebivalstvo (do vstopa v EU).
  - čas, po katerem nerezidentu ni potrebno plačati premije za nakup deviz pri BS, bo postopoma skrajšan (trenutno je ta čas omejen na šest mesecev).
  - ukinitve obveznega plačila premije za nakup pravice do nakupa deviz pri BS v višini stanja na skrbniškem računu (konec leta 2002).

Svet Banke Slovenije se je 13. novembra 2001 odločil za pospešitev liberalizacije kapitalskih pretokov in odpravil vse omejitve pri poslovanju z gotovino, ter vse omejitve za poslovanje z vrednostnimi papirji. Omenjeni sklepi pričnejo veljati 1. januarja 2002.

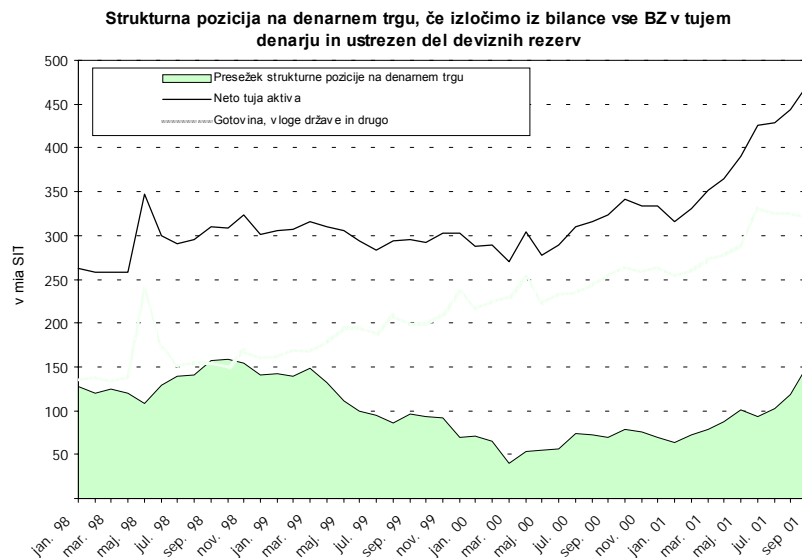
Omejitve so neposredno ali posredno vplivale na sklepanje poslov z vrednostnimi papirji, odpiranje tekočih in depozitnih računov v tujini ter prenos domače in tuje gotovine in vrednostnih papirjev. K dodatni dinamiki kapitalskih tokov bo prispeval še proces privatizacije

državnega premoženja v bančnem sektorju in v sektorju telekomunikacij. Odprava kapitalskih omejitev ob pričakovani večji variabilnosti kapitalskih tokov s tujino zahteva sistemsko urejanje in nadzor nad upravljanjem z valutnim tveganjem in likvidnostnim tveganjem s katerimi je soočen bančni sistem. Predpisi, ki bodo urejali sistemske vplive valutnega in likvidnostnega tveganja (t.j. likvidnostna lestvica, metodologija ugotavljanja kapitalske ustreznosti), bodo zagotavljali stabilnost bančnega sistema ob prehodu. Poleg tega pa bo odprava še zadnjih kapitalskih omejitev dodatno zmanjšala možnost nadzora nad gibanjem denarnega agregata M3.

2. **Spreminjanje transmisijskega mehanizma denarne politike**, bo posledica oblikovanja obrestnih mer v odvisnosti od zelene dinamike deviznega tečaja in obsega ponudbe primarnega denarja. Določanje obrestnih mer bo v funkciji relativne cene tolarske likvidnosti. Zelena dinamika deviznega tečaja, ki se bo izkazovala tudi prek terminskih nakupov deviz Banke Slovenije od sodelujočih bank, bo pomenila postopno približevanje centralni pariteti deviznega tečaja s katero bo slovensko gospodarstvo soočeno ob bilateralnem dogovoru o sprejetju sistema ERM2.
3. **Spodbujanje obrestne transmisije denarne politike** prek določanja obrestne mere refinanciranja pri BS na podlagi zastave deviznih imetij zahteva razvit (devizni in tolarski) denarni trg. Zlasti je pomembno vzpostaviti institucionalne pogoje za učinkovito sekundarno trgovanje na denarnem trgu (organizirano, standardizirano trgovanje s finančnimi oblikami, zagotavljanje likvidnosti denarnega trga z vzdrževalci trga, transparentno obveščanje o ceni oziroma obrestni meri na denarnem trgu v realnem času za največje, najpomembnejše udeležence...). Le na ta način je mogoče pričakovati učinkovitejši prenos informacij od instrumentov BS do realnega sektorja. V širši krog vzpostavljanja pogojev za krepitev kanala obrestne transmisije sodi tudi proces odpravljanja indeksacije finančnih razmerij, ki je mogoč le ob učinkovitem delovanju denarnega trga.
4. Na uspešnost izkoriščanja obrestnega transmisijskega kanala denarne politike vpliva poleg že naštetih dejavnikov še **strukturna pozicija na denarnem trgu**, s katero se srečuje centralna banka. Banka Slovenije vodi denarno politiko v okoliščinah presežne strukturne pozicije na denarnem trgu. Prav presežna strukturna pozicija onemogoča hitrejši razvoj operacij na odprtem trgu za ponudbo primarnega denarja, prek katerih bi Banka Slovenije signalizirala položaj denarne politike ter vplivala na oblikovanje kratkoročnih obrestnih mer. Presežna strukturna pozicija na slovenskem denarnem trgu, ki se je od leta 1996 gibala med 24,5% in 1,2% mesečnega stanja premoženjske bilance centralne banke, je zahtevala neto umik likvidnosti iz obtoka oziroma intenzivnejšo uporabo instrumentov, ki omogočajo spremembo strukturne pozicije (prodaja vrednostnih papirjev BS). V takih okoliščinah je vodenje denarne politike, v smislu vplivanja na oblikovanje kratkoročne obrestne mere, relativno težje, kot v razmerah deficitarne strukturne pozicije, ko centralna banka nastopa



kot neto ponudnik likvidnosti v bančnem sistemu. Pojav presežne strukturne pozicije na denarnem trgu pa je tesno povezan z obsegom deviznih prilivov in željo Banke Slovenije po aktivnem vplivanju na gibanje deviznega tečaja.



5. **Potreba po razvoju denarnega trga** zaradi spodbujanja obrestne transmisije denarne politike je povezana tudi z zmanjševanjem finančne obremenitve bank v obliki sistema obveznih rezerv in deviznega minimuma. S povečevanjem deleža nebančnih finančnih posrednikov in odpiranjem bančnega sistema neposredni tuji konkurenci je potrebno prilagoditi institucionalne predpise, ki med drugim vplivajo tudi na stroške finančnega posredništva slovenskih bank, predpisom ECB. V ta okvir sodijo zlasti prilagoditve sistema obveznih rezerv. To na splošno pomeni:

- a) zmanjšanje stopenj obvezne rezerve s trenutno veljavnih vrednosti (12% za vloge na vpogled, 6% za vloge vezane od 31 dni do 90 dni, 2% za vloge vezane od 91 dni do 180 dni, 1% za vloge vezane od 181 dni do enega leta, 0% za vloge vezane nad enim letom) na 2% oziroma 0% v odvisnosti od vrste obveznosti in njene ročnosti.
- b) prilagoditev osnove za obračun obvezne rezerve glede na dospelost in enakovredno obravnavanje tolarskih in deviznih obveznosti. V Sloveniji je predpis o obvezni rezervi urejal le področje tolarskih vlog ne pa tudi deviznih vlog, ki so bile regulirane s predpisom o deviznem minimumu.
- c) zvišanje obrestne mere za obvezno rezervo s sedanjega 1% na tržno raven.

Prilagoditev parametrov sistema obvezne rezerve bo povzročila sproščanje likvidnih sredstev bank in s tem vplivala na zvišanje denarnega multiplikatorja prek večje kreditne aktivnosti. Stroški obvladovanja ponudbe primarnega denarja bodo s tem porasli. Našteti

razlogi govorijo v prid postopnega prilagajanja stopenj obveznih rezerv, kar pa ni omejitev za relativno hitrejši proces reševanja metodoloških prilagoditev predpisom ECB, ki urejajo način zajemanja podatkov za obračun obvezne rezerve. Na drugi strani bodo spremembe sistema obvezne rezerve, zlasti znižanje efektivne stopnje obvezne rezerve s 5,16% (v avgustu 2001) brez upoštevanja efektivne stopnje deviznega minimuma na raven okoli 2%, vplivale na zniževanje obrestne marže.

### **3.4. Orodja izvedbe prehoda**

Orodja za izvajanje denarne politike in politike deviznega tečaja, ki jih bo uporabljala BS se vsebinsko delijo v dva sklopa:

- a) sklop instrumentov, ki prek vplivanja na ključne spremenljivke denarne politike in politike deviznega tečaja (devizni tečaj, obrestna mera, količina primarnega denarja) sprožajo zelene procese v transmisijskem mehanizmu ter delujejo na principu izkoriščanja tržnih vzvodov pri obnašanju bank.
- b) sklop ukrepov, ki urejajo sistemska tveganja, katerim je bančni sistem izpostavljen v procesu približevanja EU. Ti ukrepi določajo meje preudarnega in varnega poslovanja bank znotraj katerih izvajajo svojo poslovno politiko.

#### **Devizni tečaj:**

Možnost neposrednega vpliva na dinamiko gibanja deviznega tečaja Banki Slovenije omogoča aktivno skrb za ohranjanje zunanjega ravnovesja (velikost primanjkljaja v tekočem delu plačilne bilance). Posredovanje signalov preko dinamike rasti deviznega tečaja v okviru obstoječe pogodbe vpliva na mednarodne finančne tokove, ki so odzivni na spremembe relativne donosnosti. Ker pa vsi finančni tokovi iz tujine na kratek rok niso visoko cenovno elastični glede na pričakovano deprecijacijo tečaja tolarja (npr. pritok lastniškega kapitala) in ker pričakovana deprecijacija niti ne uravnava valutne transformacije pri BS realiziranih deviznih prilivov, je potrebno z *aktivnim oblikovanjem obrestne mere začasne prodaje ali nakupa deviz pri BS* vplivati na obseg izdanega primarnega denarja.

Banki Slovenije pogodba zagotavlja možnost vplivanja na dinamiko rasti deviznega tečaja, ki mora biti v skladu s spreminjanjem relativnih razmerij, ki izvirajo iz relativno hitrejše rasti produktivnosti slovenskega gospodarstva (zlasti menjalnega sektorja) v primerjavi z gospodarstvom EU. To pomeni, da z ohranjanjem nominalne fleksibilnosti deviznega tečaja, Banka Slovenije lažje balansira med »negativnimi« posledicami Ballassa-Samuelsonovega učinka na nominalne kategorije - »catch up inflation« in nujnimi realnimi učinki za zmanjševanje relativnih razlik v razvitosti gospodarstev. Pri tem je potrebno upoštevati le tiste pritiske na

realno apreciacijo tečaja tolarja, ki so posledica relativno hitrejše rasti produktivnosti in ne večjega zadolževanja v tujini, prodaje premoženja nerezidentom ali izkoriščanja omejenih faktorjev razvoja.

V skladu z gornjo razlago se uporablja tudi instrument dokončnega termenskega nakupa (prodaje) deviz od sodelujočih bank, s čimer se signalizira dinamiko deviznega tečaja, ki je v skladu z dolgoročnim trendom realne apreciacije tečaja tolarja v obdobju zmanjševanja razlike v gospodarski razvitosti na podlagi hitrejše rasti produktivnosti.

#### Obrestne mere:

Z aktivnim določanjem obrestne mere začasnega nakupa in prodaje deviz BS vpliva na obseg monetizacije deviz oziroma pridobi večjo kontrolo nad obsegom izdanega primarnega denarja. Določanje obrestne mere začasne prodaje deviz je odvisno od potreb po izdajanju primarnega denarja, zato cena vpliva na relativna razmerja donosnosti deviznih imetij in tolarskih imetij bank, ki jim omogočajo refinanciranje pri BS. S tem pridobi na pomenu transmisijski mehanizem obrestnih mer, ki za doseganje večje učinkovitosti zahteva razvit denarni trg. Banka Slovenije bo s finančnimi instrumenti, ki jih bo pripravljena sprejeti za refinanciranje bank, skrbela za nadaljnji razvoj denarnega trga, zlasti sekundarnega trga. Pomen učinkovitega denarnega trga se bo s spreminjanjem režima deviznega tečaja še povečal, saj bo slovenski finančni sistem neposredno izpostavljen nihanju obrestnih mer na evropskih finančnih trgih in razliki v inflacijskih stopnjah.

Določanje obrestne mere začasnega nakupa deviz je samo en element v izračunu relativne donosnosti deviznih in tolarskih imetij. Banka Slovenije bo tako pri oblikovanju obrestne mere morala upoštevati (pričakovano) gibanje deviznega tečaja in višino nominalne obrestne mere za primerljiva tolarska imetja. Fleksibilnost določanja višine obrestne mere bo morala biti večja, kot fleksibilnost določanja obrestnih mer za tolarske instrumente denarne politike.

#### Upravljanje valutnih tveganj:

Na ravni bančnega sistema upravljanje valutnih tveganj v celoti ureja sklep o kapitalski ustreznosti bank in hranilnic. Metodologija izračuna kapitalске ustreznosti se uskladi z *agregatno bruto metodo* po posameznih valutah z upoštevanjem valutne klavzule kot »samostojne valute«. S tem se v kar največji možni meri nadzira izpostavljenost valutnemu tveganju bančnega sistema, ki je v okoliščinah, ko viri sredstev bank v tuji valuti predstavljajo 34% bilančne vsote in je večina teh virov v lasti rezidentov, relativno občutljivo na tečajne spremembe oziroma spremembe relativne donosnosti prihrankov v domači oziroma tuji valuti.

### Upravljanje likvidnostnega tveganja:

Sistemsko urejanje upravljanja likvidnostnega tveganja je povezano z dejstvom, da so bančni sistemi v tranzicijskih gospodarstvih mnogo bolj občutljivi na spremembe v gospodarstvu in v mednarodnem finančnem okolju, kot to velja za razvite finančne sisteme ter da je za slovenski bančni sistem značilen tudi relativno velik obseg deviznega varčevanja rezidentov. Kljub urejenosti jamstva za bančne vloge v tujem denarju, obstaja večja verjetnost za naval na banke zaradi dviga vlog v tujem denarju kot zaradi vlog v domačem denarju (centralna banka izdaja dokončni denar le v lastni valuti). Zato je upravičeno, da imajo banke likvidno premoženje v tujem denarju za kratkoročne vloge v tujem denarju in da ne uporabljajo likvidnosti v domači valuti, ko gre za izplačevanje vlog v tujem denarju. Spremembe deviznega tečaja, ki bi bile povzročene v primeru obsežnega, hitrega spreminjanja tolarskih likvidnih imetij bank v devizna sredstva potrebnih za izplačilo deviznih vlog, bi imela velike narodnogospodarske posledice.

Za banke velja obveza po oblikovanju ustrezne ročnosti in valutne strukture naložb glede na zbrane vire sredstev. Sklep o najmanjšem obsegu likvidnosti od teh bank zahteva oblikovanje tako tolarske kot devizne likvidnostne lestvice z ločenima razredoma: od 0 do 30 in od 0 do 180 dni. V vseh štirih razredih morajo banke izpolnjevati predpisano stopnjo pokritja virov sredstev z naložbami. Razmerja med naložbami in viri sredstev se lahko spreminjajo v odvisnosti od njihovega vpliva na obseg in stroške finančnega posredništva bank v okvirih še sprejemljivega sistemskega tveganja. Če BS prevzame likvidnostno tveganje sodelujočih bank, ni smiselno ločevati zahteve po oblikovanju naložb ustrezne valute za devizno in tolarsko varčevanje pri teh bankah. Oblikuje se enotna likvidnostna lestvica z dvema razredoma usklajenosti naložb z viri sredstev od 0 do 30 dni in od 0 do 180 dni.

## 4. NAPOVEDI GOSPODARSKIH GIBANJ ZA DVE LETI

V projekcijah so uporabljeni podatki, ki so bili na razpolago do 7. novembra.

### 4.1. Mednarodno okolje

V mednarodnem okolju je še naprej prisotna negotovost glede nadaljnega zniževanja gospodarske rasti, ki je bila v prvi polovici leta nižja od pričakovane, pojavila pa so se tudi ugibanja o tem, kdaj bo prišlo do ponovnega zagona gospodarske aktivnosti. Po septembrskih dogodkih v ZDA je namreč postalo očitno, da bo svetovno gospodarstvo za ponoven zagon potrebovalo precej več časa kot običajno.

Ker so se napovedi o gospodarski rasti v tujini spremenile navzdol, smo za letos in še bolj za naslednje leto znižali predpostavke o rasti tujega povpraševanja, pri čemer je negotova predvsem ocena povpraševanja iz držav nekdanje Jugoslavije in Sovjetske zveze, katerih delež v celotnem izvozu naj bi naraščal vsaj še naslednje leto.

Kljub temu, da so napovedi iz začetka leta govorile o zniževanju inflacijskih pritiskov, so se stopnje rasti cen v tujini v večini leta celo povečevale zaradi še vedno visokih cen nafte, v EU pa tudi zaradi višjih cen hrane in padanja vrednosti evra. Na podlagi pričakovane umiritve cen nafte (te naj bi se predvsem ob predpostavki nižje svetovne gospodarske rasti gibale v spodnji polovici ciljnega območja OPEC med 22 in 28 USD za sodček), relativno nespremenjene ravni cen surovin, ter postopne krepitve evra, je za leti 2002 in 2003 predvidena nižja stopnja rasti cen v EU.

Tuje centralne banke so se zelo različno odzivale na skromno gospodarsko rast in inflacijske pritiske. Do konca leta 2001 naj bi se obrestne mere v tujini še nekoliko znižale, za naslednji dve leti pa smo glede na napovedi tujih institucij predpostavili, da bodo ostale nespremenjene.

Kljub predpostavki o povečevanju vrednosti evra v primerjavi z ameriškim dolarjem v letu 2001, ki smo jo vključili tudi v naše prejšnje napovedi, se je evro v prvi polovici leta še cenil, do rahlega porasta njegove vrednosti pa je prišlo šele v drugi polovici leta. Pričakovanja mednarodnih institucij se v zadnjem času nagibajo k bolj počasnemu spreminjanju razmerja EUR/USD v prid evra, kot so kazale napovedi v začetku leta. Tako smo v naše napovedi za leti 2001 in 2002 vključili za približno 10% nižje medvalutno razmerje EUR/USD glede na predpostavke, uporabljene v napovedih iz aprila.

Tabela: Osnovni kazalci iz mednarodnega okolja

v %	Realizacija			Napoved		
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Tuje povpraševanje	10,2	6,9	10,5	3,8	4,2	5,6
USD/EUR	1,122	1,067	0,924	0,897	0,921	0,926
Nafta USD/sodček	12,8	17,9	28,5	25,4	24,3	22,0
Primame surovine	-18,0	-9,5	3,2	-2,6	-0,8	0,2
Inflacija v EU	1,1	1,1	2,3	2,7	1,4	1,4
PPI Nemčija	-0,3	-0,3	3,3	1,6	1,7	1,0
LIBOR EUR 3m	4,0	3,0	4,4	4,2	3,2	3,2

vir: ARC

#### **4.2. Aktivnost, zaposlenost in plače**

Napovedi o gibanju domače gospodarske aktivnosti so predvsem pod vplivom nižje rasti in negotovosti o prihodnjih gibanjih v tujini ter pričakovanj o postopnem okrevanju posameznih komponent domačega trošenja. Gospodarska rast bo tako letos in prihodnje leto precej nižja kot v preteklih letih, rast, ki bo nekoliko bližja dolgoročnemu povprečju, pa bo po naših predvidevanjih gospodarstvo doseglo šele v letu 2003.

Ocenjujemo, da bo BDP letos in v letu 2002 porasel za okrog 3%, pri čemer bo letošnja rast nekoliko višja, v letu 2002 pa bo zaradi nizke tuje konjunktore in le počasne rasti domačega povpraševanja nižja. Višjo rast, ki bo podobna dolgoročnemu povprečju, pričakujemo šele v letu 2003, ko naj bi se gospodarska aktivnost povečala za približno 4%.

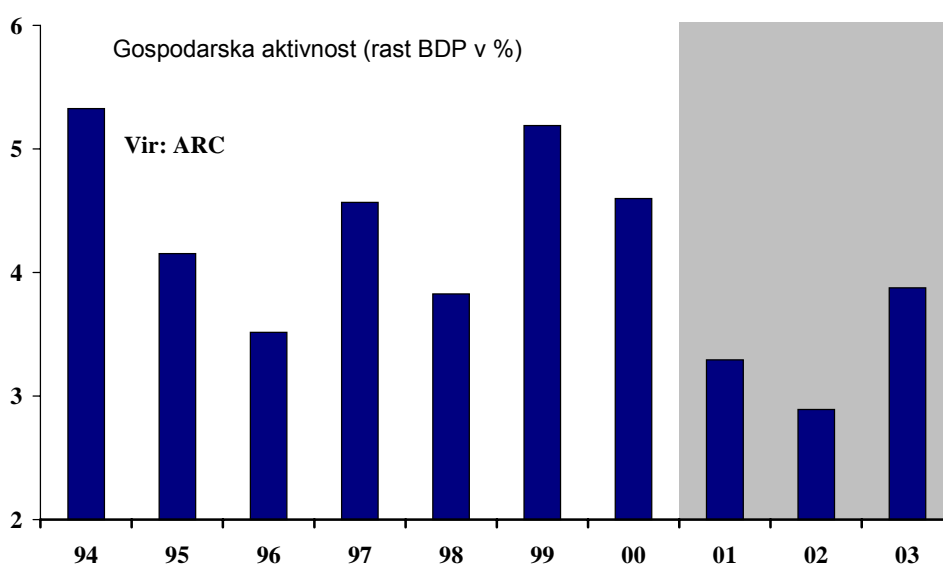
	1998	1999	2000	Napoved		
				2001	2002	2003
	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>					
<b>Aktivnost, zaposlenost, plače</b>						
Realni BDP	3.8	5.2	4.6	3.2	2.9	3.9
BDP/prebivalca ( v USD)	9,782	10,044	9,062	9,386	10,225	10,899
Zaposlenost	0.0	1.2	1.1	0.9	0.5	0.5
Neto plače	1.6	3.2	1.4	3.1	1.7	2.1
Produktivnost	3.8	4.0	3.5	2.3	2.3	3.4

vir: ARC

V prihodnjih letih pričakujemo zaradi nekoliko slabših obetov glede gospodarske rasti rahlo upočasnjeno rast zaposlenosti. Zaposlenost naj bi se tako v letih 2002 in 2003 povečevala po 0,5% na leto in to predvsem zaradi večjega zaposlovanja v storitvenih dejavnostih, ki bo posledica okrevanja domačega povpraševanja in predvidenega zaposlovanja v javni upravi.

Relativno hitra rast plač iz leta 2001 se bo v prihodnjih dveh letih postopoma umirila, kljub temu, da socialni partnerji še niso sklenili dogovora o politiki plač, in kljub dejstvu, da so v javnem sektorju že dogovorjena nekatera povečanja plač v letu 2002. Ocenjujemo, da se bodo plače leta 2002 realno povečale za 2,0% in leta 2003 za 2,1%.

Tako bo ob predpostavljenem gibanju aktivnosti, plač in zaposlenosti še naprej – razen v letu 2001, ko pričakujemo hitrejšo rast realnih plač glede na rast produktivnosti – zagotovljeno zaostajanje rasti realnih plač za rastjo produktivnosti. Ob pričakovanem okrevanju gospodarske aktivnosti naj bi se v ocenjevanem obdobju dveh let razlika med rastjo plač in rastjo produktivnosti celo povečevala.



#### **4.3. Komponente trošenja BDP**

Podobno kot lani bo tudi v letu 2001 h gospodarski rasti največ prispevala menjava s tujino. Ob tem v drugi polovici leta pričakujemo dodatno krepitev vseh komponent domačega povpraševanja, ki bo h gospodarski rasti letos kljub temu prispevalo približno enako skromen delež kot v letu 2000. Ocenjujemo, da bo v naslednjih dveh letih domače povpraševanje k rasti BDP prispevalo precej več kot menjava s tujino.

Neposredni vpliv dogajanj v tujini na domače gospodarsko dogajanje se bo letos kljub hitremu povečevanju izvoza v države nekdanje Jugoslavije in SZ pokazal preko nižjega izvoznega povpraševanja, posredni vpliv pa v le postopnem okrevanju posameznih komponent domačega povpraševanja.

	1998	1999	2000	Napoved		
				2001	2002	2003
	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>					
<b>Domače povpraševanje</b>						
Domače povpraševanje	6,0	9,1	1,1	1,2	2,8	4,7
Zasebna potrošnja	3,3	6,0	0,8	2,3	2,5	4,3
Državna potrošnja	5,8	4,6	3,1	2,5	2,9	3,9
Bruto investicije	12,4	18,9	0,5	-1,9	3,5	6,2

vir: ARC

Trošenje prebivalstva se bo postopoma obnovilo in bo po občutni umiritvi v letih 2000 in 2001 spet dosegalo letne stopnje rasti med 3% in 4%. Predvidevamo, da se bo trošenje gospodinjstev krepilo predvsem zaradi relativno visoke rasti plač in ob nizki stopnji zadolženosti. Kljub okrepitvi bo delež trošenja gospodinjstev v BDP v prihodnjih letih stagniral ter tako ne bo glavni vir gospodarske rasti.

Odločitve o investicijah so močno povezane s splošno gospodarsko aktivnostjo in so predvsem odvisne od pričakovanj. To velja predvsem za investicije zasebnega sektorja, za katere ocenjujemo, da bodo ob boljših izgledih za gospodarsko rast ter ugodnejših domačih in tujih pogojih financiranja v naslednjih dveh letih po upadanju v letu 2001 spet postale eden od osnovnih dejavnikov gospodarske rasti. Višja rast investicij zasebnega sektorja bo deloma omejena s pričakovanim porastom podjetniških naložb v države nekdanje Jugoslavije. Zato pričakujemo, da bodo celotne investicije kljub pričakovanemu – in v Proračunskemu memorandumu napovedanemu – povečanju obsega investicij države, rasle med 4% in 5% letno, kar je precej počasneje kot v nekajletnem povprečju pred letom 2000, ko so letne stopnje rasti presegale 10%.

Tudi trošenje države bo v naslednjih dveh letih zaradi napovedi o relativno nizki gospodarski rasti, namer o večjem investicijskem trošenju in težnje po zniževanju javnofinančnega primanjkljaja nekoliko nižje od dolgoletnega povprečja, letna rast pa bo znašala okrog 3% v letu 2002 in 4% v letu 2003.

Glede na relativno počasno rast posameznih komponent domače porabe ter ob pričakovanem izboljšanju salda menjave blaga in storitev s tujino ocenjujemo, da bo v naslednjih letih prišlo do povečanega domačega varčevanja, ki naj bi v letu 2003 doseglo raven 26% BDP.



#### 4.4. Zunanje ravnovesje in pogoji financiranja

Dejavnika, ki sta najbolj prispevala k izrazitemu izboljšanju primanjkljaja v menjavi blaga in storitev s tujino v prvih devetih mesecih leta 2001 na raven 0,4% BDP sta bila močno tuje in nizko domače povpraševanje.

Izvoz je bil v prvi polovici leta, ko so izvozniki postopno pešanje povpraševanja iz EU uspeli nadomestiti s prodajami v države bivše Jugoslavije in SZ, nad pričakovanji, hkrati pa je bila rast prav vseh komponent domačega povpraševanja zelo umirjena.

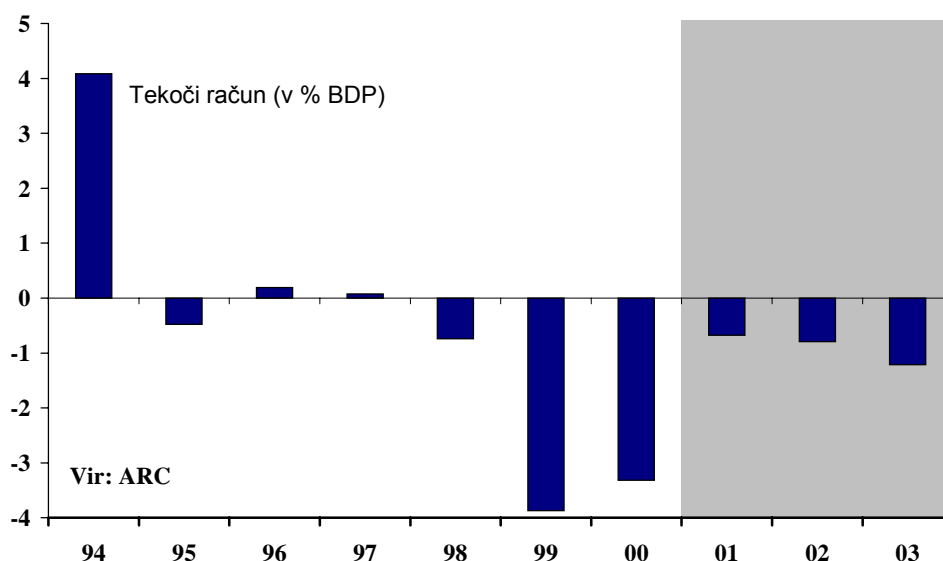
V drugi polovici leta 2001 pričakujemo glede na prvo polletje le še manjše izboljšave v blagovnem saldu. Tuje povpraševanje se bo umirilo. Uvoz potrošnega, predvsem pa uvoz investicijskega blaga, ki je bil v prvem polletju za več kot desetino manjši od tistega v enakem obdobju predhodnega leta, se bosta počasi krepila zaradi postopnega oživljanja domačega povpraševanja. Zaradi posledične rahle krepitve gospodarske aktivnosti ob koncu leta se bo nekoliko povečal tudi uvoz reprodukcijskega blaga. V naslednjih dveh letih bo v strukturi uvoza blaga najhitreje rasel uvoz investicijskega blaga, medtem ko pri uvozu potrošnega blaga pričakujemo le postopno povečevanje.

	1998	1999	2000	Napoved		
				2001	2002	2003
	<i>realne letne stopnje rasti v %</i>					
<b>Tekoči račun</b>						
Izvoz blaga in storitev	8.3	3.9	11.3	6.0	3.8	5.0
Uvoz blaga in storitev	10.9	9.2	3.6	2.7	3.5	6.2
Tekoči račun: v mio USD	-147	-783	-594	-132	-161	-250
v % BDP	-0.7	-3.9	-3.3	-0.7	-0.8	-1.1
Pogoji menjave	2.5	-0.4	-5.2	0.6	0.8	0.8

vir: ARC

Ocenjujemo, da bo zunanje neravnovesje tudi v prihodnjih dveh letih ostalo na vzdržni ravni, s tekočim primanjkljajem, ki se bo gibal blizu ravni 1% BDP. K ohranjanju vzdržnega ravnovesja bo poleg pričakovane postopne krepitve tujega povpraševanja prispevalo tudi izboljševanje pogojev menjave.

V napovedi o relativno ugodnem gibanju izvoza so vključena tudi pričakovanja o povečanem obsegu menjave z državami nekdanje Jugoslavije. Povečani blagovni tokovi z državami s tega območja bodo na drugi strani povzročili povečane finančne odlive preko danih komercialnih kreditov in posojil podjetij v tujini. Odpiranje teh trgov bo pomenilo tudi večje odlive preko neposrednih investicij slovenskih podjetij v tujini.



Prispevek pogojev menjave k saldu tekočega računa bo letos pozitiven, k čemur bodo največ prispevale nizke cene nafte ob koncu leta in pričakovana krepitev evra do ameriškega dolarja. Ocenjujemo, da se bodo pogoji menjave tudi v naslednjih dveh letih izboljševali.

Saldo dohodkov od kapitala se bo še naprej poslabševal, a precej počasneje kot smo predvideli v aprilskih napovedih. Zunanji dolg bo ostal večji od deviznih rezerv, relativno gledano pa naj bi zaradi visokih prilivov iz naslova neposrednih tujih naložb, ki ne povečujejo zunanjega dolga, rasel nekoliko počasneje.

\* \* \*

Pričakovanja o gibanjih v realnem sektorju gospodarstva ter ocene primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance in vrsta negotovosti povezana z njimi, se bodo odrazila tudi v načinu in pogojih financiranja gospodarskih subjektov.

Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance bo v naslednjih letih v celoti pokrit s kapitalskimi prilivi. V celotnem letu 2001 in v naslednjih dveh letih pričakujemo predvsem iz naslova privatizacije državnega premoženja in zadolževanja zasebnega sektorja v tujini visoke finančne prilive iz tujine, ki bodo skupaj dosegli raven nekaj nad 6% BDP v letu 2002 in nekaj nad 4% v letu 2003. Pri tem bodo neto neposredne tuje naložbe v Slovenijo znašale okrog 4% BDP v letu 2002 in okoli 2,5% BDP v letu 2003.

	1998	1999	2000	Napoved		
				2001	2002	2003
<b>Kapitalski tokovi</b>						
Neto finančni pritoki (% BDP)	1.8	3.2	5.8	5.8	6.5	4.3
v tem: neposredne tuje naložbe	1.3	1.1	1.3	2.6	4.0	2.5
			<i>stanje konec leta</i>			
Devizne rezerve (stanje v mio USD)	4,781	4,115	4,376	5,162	6,423	7,056
- delež v BDP (v %)	24.6	20.6	24.3	27.5	31.4	32.4
Zunanji dolg (stanje v mio USD)	4,915	5,400	6,217	6,879	8,077	8,908
- delež v BDP (v %)	25.2	27.0	34.5	36.6	39.5	40.9

vir: ARC

Zadolževanje podjetij pri domačih in tujih bankah se bo povečalo. Glavni razlog za takšno predvidevanje je postopno obnavljanje investicijske aktivnosti. Ker ocenjujemo, da domače banke ne bodo sposobne zadovoljiti celotnega povpraševanja podjetij po posojilih, pričakujemo, da se delež zadolževanja podjetij v tujini, ki je lani znašal nekaj manj kot polovico, ne bo zmanjševal, temveč se bo tudi v prihodnje ohranjal na tej ravni. K temu bo pripomogla formalna možnost odpiranja računov v tujini, ki bo omogočila lažje najemanje posojil v tujini. Hitrejše povečevanje deleža financiranja podjetij v korist tujih posojil bo preprečevalo predvsem približevanje EU in odpiranje slovenskega finančnega sistema, ki bo povečalo konkurenčnost bank in s tem možnost domačega kreditiranja. Pričakovano podaljševanje ročnosti vlog bo bankam omogočilo tudi povečano dolgoročno kreditiranje.

Osnovni razlog za šibko kreditiranje prebivalstva v letošnjem letu je nizka zasebna potrošnja. Nakup trajnejših dobrin je bil opravljen pred uvedbo DDV, hkrati pa je prebivalstvo pričelo varčevati dolgoročno tudi na podlagi stanovanjske varčevalne sheme in deloma zaradi pokojninskih reform. Ker pričakujemo povečevanje trošenja prebivalstva, predvidevamo, da bo le-to podprto tudi s kreditiranjem prebivalstva.

Ocenjujemo, da se bo trend povečanega zadolževanja države pri domačih bankah nadaljeval do konca leta 2001 in se nato umiril. Primanjkljaj vladnega sektorja bo letos deloma financiran tudi preko zadolževanja na domačem finančnem trgu, pri čemer bodo prevladovala posojila. V prihodnjih dveh letih, ko Vlada ne načrtuje novih izdaj euroobveznic, temveč le manjše dodatne emisije že izvedenih izdaj, bo kljub načrtovanemu višjemu javnofinančnemu primanjkljaju v letu 2002, zaradi manjšega obsega zapadlih obveznosti ter pričakovanih prilivov iz naslova privatizacije, potreba po njegovem financiranju močno zmanjšana. Zato v naslednjih letih s strani države ne pričakujemo večjih pritiskov na oblikovanje denarnih agregatov, na zviševanje obrestnih mer in preko tega na izrivanje zasebnega sektorja.

Ker v prihodnjih dveh letih pričakujemo visoke prilive iz naslova privatizacije, glede na obseg državnega premoženja, ki ga namerava Vlada privatizirati (banke, Telekom,...), in glede na trenutno znane roke privatizacije, pričakujemo, da bo prišlo do zmanjševanja javnega dolga.

	1998	1999	2000	Napoved		
				2001	2002	2003
	<i>letne stopnje rasti v % (konec leta)</i>					
<b>Bančni sistem</b>						
M1	21.6	21.3	7.0	8.9	12.5	13.5
M3	21.0	16.0	16.5	20.3	15.3	12.3
Domači krediti	22.8	20.7	17.8	20.5	16.4	15.0

vir: ARC

Navzlic zmanjšanemu primanjkljaju tekočega računa in ob pričakovanih prilivih v finančnem računu plačilne bilance tako preko lastniških naložb kot iz naslova dolžniških instrumentov, ocenjujemo, da se bo povečanje povpraševanja tako prebivalstva kot podjetij po posojilih odrazilo v manjšem deležu neto tuje aktive in nekoliko večjem deležu domačega kreditiranja pri nastajanju širokega denarnega agregata. Predvideno okrevanje gospodarske rasti na podlagi domačega trošenja, ki bo spodbudilo tudi povečano povpraševanje po posojilih, ter višji plačilno bilančni prilivi, katerih del se bo prelil v devizne rezerve, bo povzročilo, da bo stopnja rasti širšega denarnega agregata upadala nekoliko počasneje, kot smo napovedali aprila.

#### **4.5. Inflacija**

Rast cen bo ob koncu leta precej preseгла naša pričakovanja iz začetka leta, saj so vrednosti prav vseh spremenljivk, ki smo jih ocenili kot negotove, odstopale v smeri zviševanja inflacije.

Predvsem se je nepričakovano zavlekel pozitiven prispevek zmanjševanja cenovnih pritiskov iz tujine. Vladna politika je bila z vidika zniževanja cen precej popustljiva na področju nadzorovanih cen in z njim tesno povezanega polnjenja proračuna prek trošarin. Tečajna politika je v prvih mesecih leta dopuščala relativno hitro razvrednotenje domače valute in s tem preko uvoznih cen vplivala na oblikovanje cen življenjskih potrebščin in inflacijskih pričakovanj.

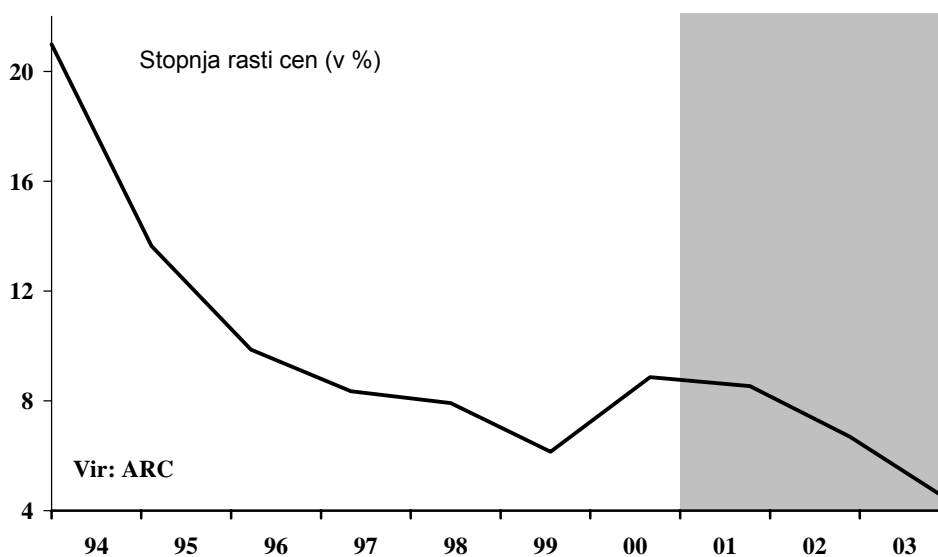
Inflacija bo ob koncu leta 2001 znašala okrog 7,5%, če bo politika nadzorovanih cen do konca leta bolj zmerna kot je bila v prvi polovici leta, hkrati pa povečevanje trošarin na naftne derivate ne bo pretirano upočasnilo prenosa nižjih svetovnih cen surovin na domače cene energentov.

	1998	1999	2000	Napoved		
	<i>letne stopnje rasti v % (konec leta)</i>			2001	2002	2003
<b>Cene</b>						
Cene življenjskih potrebščin	6.5	8.0	9.2	7.5	5.8	4.1
Proste cene	6.0	7.1	6.8	7.4	5.3	3.9
Nadzorovane cene	9.2	12.0	21.7	8.2	8.0	5.2

vir: ARC

Napoved o višini rasti cen do konca leta 2001 in za naslednji dve leti namreč temelji na predpostavki, da se bodo inflacijski pritiski iz mednarodnega okolja dokončno umirili. Cena nafte se že nekaj časa giba na ravni okrog 20 USD za sodček, v naslednjih dveh letih pa pričakujemo, da se bo gibala v spodnjem delu ciljnega koridorja OPEC. Izgubljanje vrednosti evra v primerjavi z dolarjem se je ustavilo, v prihodnosti pa pričakujemo rahlo povečevanje njegove vrednosti. Predvsem gibanje teh dveh spremenljivk lahko bistveno prispeva k umiritvi zunanjih pritiskov na domače cene.

Napovedi inflacije na dolgi rok so še bolj optimistične, saj predvidevajo postopno zniževanje stopnje rasti cen do približno 4,1% ob koncu leta 2003. Pri tem smo predpostavili, da bodo nadzorovane cene tudi v letih 2002 in 2003 prehitvale rast skupnega indeksa cen, vendar za manj kot dve odstotni točki na leto.



## IZBOR GLAVNIH KAZALCEV IN PRIMERJAVA REZULTATOV NAPOVEDI

	Rezultati za leto								
	2001			2002			2003		
	Napoved iz			Napoved iz			Napoved iz		
	Mar	Sep	Nov	Mar	Sep	Nov	Sep	Nov	
<i>realne stopnje rasti v %, razen kjer ni navedeno drugače</i>	01	01	01	01	01	01	01	01	
<b>Eksogene spremenljivke</b>									
Tuje povpraševanje	5,0	5,0	3,8	5,0	6,9	4,2	6,9	5,6	
USD/EUR	0,975	0,892	0,897	1,008	0,919	0,921	0,926	0,926	
Nafta USD/sodček	25,2	26,6	25,4	25,0	25,8	24,3	25,0	22,0	
Primarne surovine	-0,9	-3,0	-2,6	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,2	
Inflacija v EU	2,1	2,5	2,7	1,3	1,6	1,4	1,6	1,4	
PPI Nemčija	...	3,3	1,6	...	1,7	1,7	1,7	1,0	
LIBOR EUR 3m	4,2	4,3	4,2	4,0	3,5	3,2	3,5	3,2	
<b>Aktivnost, zaposlenost, plače</b>									
Realni BDP	3,4	3,5	3,2	3,3	3,5	2,9	4,3	3,9	
BDP/prebivalca ( v USD)	10.247	9.409	9.386	11.034	10.326	10.225	11.091	10.899	
Zaposlenost	1,0	0,9	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
Neto plače (realno)	2,8	3,4	3,1	1,9	2,8	1,7	2,2	2,1	
Produktivnost	2,4	2,6	2,3	2,7	3,0	2,3	3,8	3,4	
<b>Domače povpraševanje</b>									
Domače povpraševanje	3,5	1,1	1,2	3,8	3,5	2,8	4,4	4,7	
Zasebna potrošnja	3,2	1,6	2,3	4,2	3,1	2,5	4,0	4,3	
Državna potrošnja	5,1	2,7	2,5	3,0	3,1	2,9	3,5	3,9	
Bruto investicije	2,9	-0,9	-1,9	3,4	4,7	3,5	5,9	6,2	
<b>Plačilna bilanca</b>									
Izvoz blaga in storitev	4,9	6,8	6,0	4,5	6,3	3,8	6,3	5,0	
Uvoz blaga in storitev	4,9	2,1	2,7	5,2	6,1	3,5	6,5	6,2	
Tekoči račun: v mio USD	-543	-320	-132	-675	-350	-161	-395	-250	
v % BDP	-2,6	-1,7	-0,7	-3,1	-1,7	-0,8	-1,8	-1,1	
Pogoji menjave	1,7	-0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,5	0,8	
Neto finančni pritoki (% BDP)	3,9	4,8	5,8	5,6	5,3	6,5	4,1	4,3	
v tem: neposredne tuje naložbe	1,4	1,5	2,6	1,6	2,9	4	1,6	2,5	
Devizne rezerve (stanje v mio USD)	4.938	4.780	5.162	5.492	5.729	6.423	6.212	7.056	
- delež v BDP (v %)	24,1	25,5	27,5	24,9	27,9	31,4	28,3	32,4	
Zunanji dolg (stanje v mio USD)	7.642	6.878	6.879	8.912	8.130	8.077	9.069	8.908	
- delež v BDP (v %)	37,3	36,7	36,6	40,4	39,6	39,5	41,1	40,9	
<b>Bančni sistem (stopnje rasti konec leta)</b>									
M1	19,5	14,6	8,9	14,0	18,3	12,5	14,9	13,5	
M3	15,5	18,7	20,3	12,0	14,9	15,3	12,4	12,3	
Domači krediti	16,8	19,4	20,5	14,7	16,0	16,4	14,7	15,0	
<b>Cene (stopnje rasti konec leta)</b>									
Cene življenjskih potrebščin	6	7,7	7,5	4,5	5,7	5,8	4,2	4,1	
Proste cene	6,3	7,6	7,4	4,9	5,2	5,3	4,0	3,9	
Nadzorovane cene	6,4	8,3	8,2	4,2	8,1	8,0	5,4	5,2	

Vir: ARC

## 5. TEMELJNE USMERITVE DENARNE POLITIKE BANKE SLOVENIJE

### 5.1. Cilj denarne politike

Cilj Banke Slovenije je čimprejšen vstop v EMU. S tem je denarni politiki že zastavljen dolgoročni inflacijski cilj t.j. evropska raven inflacije najpozneje do vstopa v EMU. Banka Slovenije si bo z denarno politiko prizadevala za doseganje cenovne stabilnosti in se bo osredotočila na zniževanje **inflacije** na raven 4% do konca leta 2003. Znižanje inflacije na 4% v naslednjih dveh letih je zahtevna naloga, saj je kljub pričakovanim ugodnim vplivom na cene iz tujine in načrtani konsistentni denarni politiki potrebna zaveza k cilju in koordinacija vseh ključnih ekonomskih politik.

### 5.2. Indikatorji denarne politike

Banka Slovenije pri izvajanju denarne politike spremlja **indikatorje prvega in drugega stebra**. Za pomoč pri vodenju denarne politike je za omenjene indikatorje oblikovala tudi referenčne vrednosti:

- **Prvi steber predstavlja denar in njegova struktura.** Denar je za centralno banko pomemben indikator, saj je na dolgi rok inflacija predvsem monetarni pojav. Z obvladovanjem količine denarja v obtoku bo Banka Slovenije ustvarjala stabilne pogoje za financiranje in varčevanje, ki ne bodo vir inflacijskih pritiskov. Rast **širšega denarnega agregata**, ki omogoča zniževanje inflacije se bo postopoma zniževala in bo znašala v letu 2002 med 12% in 18% in v letu 2003 med 9% in 15% in bo odražala tudi povečano varčevanje. Na kreiranje širšega denarnega agregata bodo poleg domačih kreditov še vedno pomembno vplivali finančni prilivi preko kapitalskega računa plačilne bilance.
- Naraščanje ožjega denarnega agregata **M1** se bo zaradi izredno nizke osnove iz leta 2001 ter pričakovanega zniževanja inflacije okrepilo in proti koncu leta 2002 doseglo rast širokega denarja. Banka Slovenije bo kot do sedaj namenjala posebno pozornost spreminjanju strukture denarnih agregatov in dopuščala hitrejšo rast denarnega agregata M3, če le-ta odraža večje varčevanje.

V **drugem** stebru denarne politike Banke Slovenije so zajeti ostali indikatorji, ki pomembno vplivajo na cenovno stabilnost in vzdržnost denarne politike. Osnovni elementi in njihove vrednosti drugega stebra denarne politike temeljijo na "Napovedih", ki jih pripravlja Banka Slovenije:

- Zmanjšana gospodarska aktivnost, zaradi poslabšanega tujega povpraševanja predvsem iz EU, ter postopno okrevanje domačega trošenja. **Okvirno predvidena gospodarska rast je okoli 2,9% v letu 2002 in 3,9% v letu 2003.**

- Zmerna rast realnih plač, tako v javnem kot privatnem sektorju, ki ne bo preko prevelike potrošnje in stroškov povzročala dodatnih inflacijskih pritiskov ter ogrožala zunanje ravnovesje. Predpostavljeno je postopno umirjanje rasti realnih plač, ki bo v letu 2003 pod 2,5%. **Rast plač v javnem sektorju naj ne bi bistveno prehitvale rasti plač v privatnem sektorju.**
- **Zmeren primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance**, ki naj bi znašal okoli 1% BDP. Pri tem je predpostavljeno umirjanje cen primarnih surovin in nafte na svetovnih trgih, ter postopno naraščanje tečaja EUR proti USD.
- **Politiko nadzorovanih cen**, ki naj ne bi presegala rasti skupnega indeksa cen življenjskih potrebščin za več kot 2 odstotni točki.
- **Postopno zmanjševanje primanjkljaja vladnega sektorja**, ki naj bi v letu 2003 znašal 0,7% BDP. Delež javnofinančnih izdatkov v BDP naj bi znašal okoli 44,5% BDP.

Morebitni večji in dalj časa trajajoči odkloni od predvidenih vrednosti referenčnih vrednosti indikatorjev bodo tudi v prihodnje podlaga za ukrepanje denarne politike. Banka Slovenije bo redno preverjala izpolnjevanje naštetih predpostavk in se v skladu s tem odločala za svoje delovanje.

### **5.3. Instrumenti denarne politike**

- Instrumenti Banke Slovenije so prilagojeni značilnostim transmisijskega mehanizma, ki deluje predvsem preko kanala **deviznega tečaja**. Banka Slovenije bo podpirala rast deviznega tečaja, ki omogoča postopno zniževanje inflacije in delno zapiranje obrestnega razmika med domačimi in tujimi obrestnimi merami. Odkloni od predvidene rasti tečaja so možni v primeru večjih neravnotežij v plačilni bilanci s tujino, še posebej iz naslova privatizacije.
- Banka Slovenije bo spodbujala delovanje **obrestne transmisije** denarne politike in učinkovitejši prenos informacij od njenih instrumentov do realnega sektorja. V širši krog vzpostavljanja obrestne transmisije sodi proces odpravljjanja indeksacije finančnih razmerij, spodbujanje učinkovitejšega delovanja denarnega trga in zmanjševanje finančne obremenitve bank. Pri tem se Banka Slovenije zaveda, da je ovira pri delovanju omenjenega transmisijskega mehanizma tudi presežna strukturna pozicija denarnega trga, ki pa je posledica močnih deviznih pritokov.
- Gibanje **primarnega denarja** bo podobno gibanju ožjega denarnega agregata M1; njegova rast se bo torej postopoma povečevala. Pri tem je predpostavljeno že do sedaj dokaj stabilno razmerje med primarnim denarjem in M1 (multiplikator).



Banka Slovenije predpostavlja, da s takšno usmeritvijo denarne politike prispeva k nadaljnjemu ohranjanju stabilnega makroekonomskega okolja, potrebnega za normalno delovanje tako podjetij kot prebivalstva.

## 6. UPORABLJENA LITERATURA

1. Analitsko raziskovalni center : Neposredno ciljanje inflacije
2. Banka Slovenije: Predpristopni ekonomski program - Denarna politika in politika deviznega tečaja
3. Banka Slovenije: Omejitve pretoka kapitala vezane na Zakon o deviznem poslovanju, predvideno stanje po 1. 7. 2001 in časovni načrt odprave the omejitev
4. Bole Velimir: Reakcijska funkcija denarne politike in plačilna bilanca
5. Bole Velimir: Tečaj in kreditno racioniranje
6. Cimperman Feliks, Matjaž Noč: Ali obstajajo alternative denarnemu ciljanju v Sloveniji
7. Delakorda Aleš: Optimalno nominalno sidro in transmisijski mehanizem: primer Slovenije
8. Lavrač Vladimir: Exchange rate regimes of central nad eastern european EU candidate countries on their way to EMU
9. Majcen Špela: Sodelovanje v ERM2
10. Remšak Franc, Žemva Mojca: Inflacijsko ciljanje na Češkem, Madžarskem in Poljskem
11. Rojs Matej: Divisia indeks - bližnji cilj denarne politike v Sloveniji
12. Strojan Kastelec Andreja: Ocena ravnoteženga realnega tečaja tolarja