BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

POROČILO O CENOVNI STABILNOSTI

OKTOBER 2007

BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

Izdala:

BANKA SLOVENIJE
Slovenska 35
1505 Ljubljana
Tel.: 01 47 19 000
Fax.: 01 25 15 516

Publikacija temelji na podatkih in informacijah dostopnih do 28. septembra 2007, razen, če je navedeno drugače.

This publication is also available in English.

ISSN 1854-0295 (tiskana izdaja)
ISSN 1854-0309 (elektronska izdaja)

Pregled vsebine

Povzetek in stališča Sveta Banke Slovenije 7

1 Tekoče gibanje cen 11

2 Mednarodno okolje in predpostavke projekcij 19

3 Gospodarska gibanja in trg dela 25

4 Zunanje ravnovesje in konkurenčnost 35

5 Pogoji financiranja 43

6 Projekcije gibanja cen in tveganja 51

Priloga: Projekcije Banke Slovenije in projekcije Evrosistema 60

Pregled slik, tabel in okvirjev

Slike:

Slika 1.1: Inflacijski maastrichtski kriterij 11
Slika 1.2: Skupna inflacija 11
Slika 1.3: Osnovna inflacija 12
Slika 1.4: Indikator gibanja proizvodne vrzeli 12
Slika 1.5: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu 14
Slika 1.6: Prispevki posameznih skupin cen k medletni spremembi inflacije 14
Slika 1.7: Gibanje posameznih skupin cen 15
Slika 1.8: Gibanje cen hrane v Sloveniji in v evroobmočju 16
Slika 1.9: Gibanje cen hrane 16
Slika 1.10: Gibanje cen storitev v Sloveniji in v evroobmočju 18
Slika 1.11: Gibanje cen izbranih skupin storitev 18
Slika 2.1: Zaupanje pri podjetjih v tujini in v Sloveniji 21
Slika 2.2: Gospodarska rast evroobmočja in projekcije Evropske komisije (EK) 21
Slika 2.3: Cene na svetovnih trgih primarnih surovin 22
Slika 2.4: Devizni tečaj EUR/USD in centralnobančni obrestni meri 23
Slika 3.1: Domače povpraševanje in BDP 26
Slika 3.2: Projekcije rasti BDP 26
Slika 3.3: Industrijska proizvodnja 27
Slika 3.4: Prispevki komponent trošenja k rasti BDP 27
Slika 3.5: Trošenje gospodinjstev in razpoložljivi dohodek 28
Slika 3.6: Produktivnost, zaposlenost in realna povprečna bruto plača 30
Slika 3.7: Prispevki posameznih dejavnosti k rasti zaposlenosti 30
Slika 3.8: Stopnja brezposelnosti in stopnja participacije 31
Slika 3.9: Pomanjkanje delavcev, gibanje aktivnega prebivalstva 32
Slika 4.1: Projekcije tekočega računa 36
Slika 4.2: Pogoji menjave 38
Slika 4.3: Realni efektivni tečaji 39
Slika 4.4: Realni efektivni tečaji 2006 glede na povprečje 1994-2006 39
Slika 4.5: Realni efektivni tečaji 2006 glede na 2004 40
Slika 4.6: Realni efektivni tečaj 40
Slika 5.1: Varčevalno investicijska vrzel 43
Slika 5.2: Finančno poglabljanje 44
Slika 5.3: Financiranje investicij nefinančnih družb 45
Slika 5.4: Nominalna in realna obrestna mera centralne banke 45
Slika 5.5: Obrestne mere za posojila nad 1 mio EUR za nefinančne družbe 45
Slika 5.6: Struktura kreditiranja gospodinjstev 45
Slika 5.7: Obrestne mere za potrošniška posojila gospodinjstvom 47
Slika 5.8: Obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta 49
Slika 6.1: Projekcije inflacije 51

Tabele:

Tabela 1.1: Struktura HICP in indikatorji gibanja cen 13
Tabela 2.1: Predpostavke o dejavnikih iz mednarodnega okolja 19
Tabela 3.1: Aktivnost, zaposlenost in plače 25
Tabela 3.2: Komponente domačega povpraševanja 27
Tabela 3.3: Stroški dela 32
Tabela 4.1: Tekoči račun plačilne bilance 35
Tabela 5.1: Finančni računi (neto) 43
Tabela 6.1: Inflacija 51
Tabela 6.2: Predpostavljeni neposredni učinki na inflacijo kot posledica vladnih ukrepov v letu 2007 52
Tabela 6.3: Modelske simulacije nekaterih makroekonomskih šokov 54
Tabela 6.4: Alternativni scenarij projekcij: višja rast nominalnih plač 55

Okvirji:

Okvir 1.1: Anketne ocene zaznane inflacije in inflacijskih pričakovanj 17
Okvir 2.1: Negotovosti na finančnih trgih po krizi z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili v ZDA 20
Okvir 3.1: Gibanje plač v javnem sektorju v obdobju projekcij 34
Okvir 5.1: Povečana kreditna aktivnost ob vstopu v evroobmočje 46
Okvir 5.2: Prilagoditve nekaterih kategorij plačilne bilance ob uvedbi evra 48
Okvir 6.1: Primerjava napovedi za leti 2007 in 2008 z napovedmi drugih institucij 58

Okrajšave uporabljene v Poročilu o cenovni stabilnosti

AJPES	Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve
ARC	Analitsko raziskovalni center Banke Slovenije
BDP	bruto domači proizvod
BS	Banka Slovenije
BLEU	Belgija in Luksemburg
DARS	Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji
DDV	davek na dodano vrednost
EA13	Evroobmočje (13 držav)
ECB	Evropska centralna banka
EIPF	Ekonomski institut pravne fakultete
EK	Evropska komisija
EMU	Ekonomska in monetarna unija
ERM II	mehanizem deviznih tečajev
ESCB	Evropski sistem centralnih bank
ESR95	Evropski sistem računov 1995
EU27	Evropska unija (27 držav)
EUR	evro
HICP	harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin
ILO	Mednarodna organizacija za delo
iTraxx EU	iTraxx Europe Crossover za 5 let; je indikator gibanja premije za zamenjavo kreditnega tveganja za evropska podjetja
IMF	Mednarodni denarni sklad
MF	Ministrstvo za finance Republike Slovenije
NCB	nacionalne centralne banke, članice evro območja
o.t.	odstotna točka
OECD	Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj
OPEC	Organizacija držav izvoznic nafte
PCS	Poročilo o cenovni stabilnosti
RET	realni efektivni tečaj
RS	Republika Slovenija
RULC	realni stroški dela na enoto proizvoda
SURS	Statistični urad Republike Slovenije
ULC	stroški dela na enoto proizvoda
UMAR	Urad za makroekonomske analize in razvoj Republike Slovenije
USD	ameriški dolar
WIIW	Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche

Povzetek in stališča Sveta Banke Slovenije

Tekoča gospodarska gibanja pomenijo odmikanje od makroekonomskih ravnovesij.[1] Rast bruto domačega proizvoda presega njegovo potencialno rast. Podatki za prvo polletje 2007 kažejo na porast gospodarske aktivnosti nad pričakovanji, hkrati pa tudi na porast inflacije nad ravnijo, skladno s procesom vzdržne realne konvergence, in na povečanje primanjkljaja na tekočem računu. Za prihodnje srednjeročno obdobje projekcije do leta 2009 kažejo na vztrajanje inflacije nad tremi odstotki, hkrati pa na počasno umirjanje gospodarskega cikla in na postopno izboljševanje zunanjega ravnovesja. Vendar so osnovne projekcije podvržene večjim tveganjem za cenovno stabilnost in zunanje ravnovesje kot v preteklosti, kar zahteva večjo pripravljenost nosilcev ekonomskih politik za ustrezno odzivanje.

Del povišanja inflacije v prvi polovici 2007 je posledica porasta cen naftnih derivatov in hrane, vendar precejšnje pospeševanje osnovne inflacije v Sloveniji glede na evroobmočje od leta 2005 nakazuje tudi na porast inflacije, ki je notranjega izvora. Večina makroekonomskih indikatorjev kaže, da visoka gospodarska aktivnost v zadnjem obdobju presega ponudbeni potencial, kar povzroča težnje k naraščanju cen in precej povečuje tveganje, da bi takšni pritiski ostali prisotni tudi na srednji rok. Rast harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin je v letu 2006 znašala 2,5%, v zadnjih mesecih letos pa niha med 3% in 4% medletno in bo zaradi baznih učinkov v prihodnjih mesecih najverjetneje presegla 4%. Osnovna inflacija, brez naftnih derivatov in sezonske hrane, je lani znašala 1,5%, v zadnjih mesecih pa presega 3,5% in ne kaže znakov umirjanja. Tekoče gibanje cen je tako preseglo raven, ki je še skladna z ravnovesnim procesom dolgoročne realne konvergence, inflacija v evroobmočju pa je v enakem obdobju ostala stabilna. Proti povečevanju inflacije sta v zadnjem obdobju še naprej delovala zmerna rast stroškov dela, ki je zaostajala za rastjo proizvoda na zaposlenega, ter v manjšem obsegu apreciacija nominalnega efektivnega tečaja. K popravku projekcij inflacije navzgor je precej prispeval porast cen nafte na svetovnih trgih, ki naj bi bile v letošnjem letu verjetno za okoli 10 dolarjev višje od pričakovanih 60 dolarjev za sod, s čemer bi se realiziralo tveganje iz predhodnih projekcij. Višja od pričakovanj je tudi pospešena rast cen hrane, ki je v septembru znašala medletno 8,8%, v povprečju evroobmočja pa avgusta 2,3%. V zadnjem letu so k inflaciji veliko prispevale storitve, medtem ko rast cen industrijskih proizvodov še naprej ostaja nizka, in zaostaja za povprečjem evroobmočja.

V mednarodnem okolju se nadaljuje ugodna gospodarska rast, v prihodnje pa bi se lahko ugodne razmere nekoliko poslabšale zaradi visoke rasti cen surovin, nastajajočih inflacijskih pritiskov in negotovosti na finančnih trgih. Rast v evroobmočju je letos bolj zmerna in blizu ravni ponudbenega potenciala, kar med drugim prispeva k ohranjanju še naprej stabilne inflacije, skladne s srednjeročnim ciljem ECB. Kljub nedavnim pretresom na finančnih trgih se zaenkrat še pričakuje nekoliko hitrejša rast tujega povpraševanja v prihodnjem letu, ko naj bi se okrepila tudi gospodarska rast v ZDA. Pritiski na cene iz mednarodnega okolja naj bi se v obdobju projekcij nekoliko okrepili, kar je predvsem posledica hitre rasti cen nafte, ki naj bi se gibale med 70 in 75 USD za sod, pa tudi cen hrane, ki so v sredini leta že rasle na ravni okoli 30% medletno. Rast cen drugih surovin naj bi se po visokih stopnjah v zadnjih letih postopoma ustalila. Zaradi pravočasnega ukrepanja centralnih bank zaenkrat ni pričakovanj, da bi povečana negotovost na finančnih trgih, ki je nastopila po krizi drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA, lahko prešla v dolgoročnejšo finančno krizo, in znatno zavrla gospodarsko aktivnost v mednarodnem okolju.

Gospodarska aktivnost je bila v Sloveniji v prvi polovici leta nad pričakovanji, tako da je gospodarska rast za letos popravljena navzgor na 5,7%, nato pa naj bi se znižala na 4,4% v letu 2008, in pod 4% v letu 2009. Takrat naj bi se postopoma začela zapirati proizvodna vrzel, ki po razpoložljivih indikatorjih gospodarske aktivnosti in trga dela presega ponudbeni potencial. Pospešek gospodarske aktivnosti je predvsem posledica visoke rasti bruto investicij, ki so v prvi polovici leta rasle po stopnjah nad

[1] Na podlagi podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 28. septembra 2007.

20%. Pri tem izstopa gradbeništvo oziroma nizke gradnje, ki so, tudi zaradi ugodnih vremenskih razmer pozimi, v prvi polovici leta rasle po medletnih stopnjah nad 30%. Tudi v obdobju projekcij bo gonilo rasti gospodarske aktivnosti ostalo domače povpraševanje, ki naj bi se postopoma ustalilo, hkrati pa naj bi postala bolj zmerna tudi domača kreditna aktivnost. Nekoliko se povečuje tudi rast potrošnje gospodinjstev, spodbujena z močnim porastom razpoložljivega dohodka po davčni reformi, z znatnim znižanjem brezposelnosti ter ugodnimi pogoji financiranja. Četudi je mednarodno primerljiva stopnja brezposelnosti že padla pod 5%, kar je rekordno nizka raven, stroški dela še naprej ostajajo zmerni in zaostajajo za proizvodom na zaposlenega, kar se predvideva tudi za celotno obdobje projekcij. Vendar zaostrene razmere na trgu dela, visok gospodarski cikel, hkrati pa opazne podražitve nekaterih dobrin, predvsem hrane, že nakazujejo na tveganje, da bi se dohodkovna politika lahko v prihodnjem obdobju razrahljala.

Visoko domače povpraševanje je povzročilo poslabšanje tekočega računa plačilne bilance, rast uvoza pa je presegla sicer visoko rast izvoza. Domače varčevanje ne zadostuje za financiranje hitre rasti investicij, prenizka raven varčevanja v javnem sektorju pa ima za posledico potrebo po financiranju negativne varčevalno-investicijske vrzeli z viri iz tujine. Letos naj bi primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance presegel 3% BDP, v prihodnjih letih pa naj bi se primanjkljaj zmanjševal po okoli pol odstotne točke letno. K izboljševanju salda bo najbolj prispevala zmernejša rast domačega povpraševanja, na izvozni strani pa višja rast tujega povpraševanja. Vendar utegne zmanjševanje cenovne in stroškovne konkurenčnosti na srednji rok oteževati ohranjanje zunanjega ravnovesja. Tudi primanjkljaj salda dohodkov je v zadnjih letih skokovito narasel, v obdobju projekcij pa bi lahko presegal 1,5% BDP, predvsem zaradi izredno visokega zadolževanja v zadnjih letih in postopnega naraščanja obrestnih mer na evrskem trgu.

Glede na tekoče inflacijske pritiske in z upoštevanjem verjetnega gibanja ekonomskih dejavnikov so projekcije inflacije popravljene navzgor na 3,3%, 3,3% in 2,9% za leta 2007, 2008 in 2009, tveganja pa so bolj izrazito kot prej obrnjena navzgor. Kumulativni popravek stopenj rasti cen navzgor v obdobju projekcij znaša kar točko in pol, saj makroekonomski dejavniki, predvsem pozitivna proizvodna vrzel, na inflacijo delujejo z zamikom. Največje tveganje, da bi inflacija še presegla raven iz projekcij, je povezano z izkoriščenostjo proizvodnih kapacitet in zaostrenimi razmerami na trgu dela, kar bi se lahko začelo odražati v stroških podjetij, predvsem v pospešku stroškov dela. Simulacije kažejo, da bi se lahko inflacija že v obdobju projekcij povišala nad 5%, če bi se v plače začela v polni meri vgrajevati tekoča inflacija in rast tekočega proizvoda na zaposlenega, ki je v veliki meri ciklične narave. Precejšnja tveganja pa še naprej ostajajo povezana z nadaljevanjem pospeševanja presežne rasti domačega povpraševanja, pa tudi z negotovostmi glede gibanja cen surovin na svetovnih trgih, predvsem cen nafte in hrane. Na strani zmanjševanja inflacije pa bi se lahko kot močan dejavnik pojavila bolj restriktivna fiskalna politika, kot jo je bilo mogoče po sedaj razpoložljivih podatkih predpostaviti v osnovnem scenariju projekcij.

Vzdrževanje cenovne stabilnosti, dosežene v zadnjih letih, je pogoj za uravnoteženi dolgoročni gospodarski razvoj, še posebno po vstopu v denarno unijo. Uspešnost vzdrževanja cenovne stabilnosti v precejšnji meri vpliva na temeljne makroekonomske kategorije, kot so inflacijska pričakovanja, raven realnih obrestnih mer in mednarodna cenovna konkurenčnost. Če na poviševanje cen vpliva presežno povpraševanje, ki se odraža v presežni proizvodni vrzeli, mora makroekonomska politika presežno povpraševanje zajeziti tako, da stabilnost cen ni ogrožena. V obdobju šokov na ponudbeni strani se praviloma pojavijo pritiski na cene nekaterih proizvodov, kot so v zadnjem obdobju cene naftnih derivatov in hrane. Vendar je v tem primeru bistveno, da ustrezno restriktivna makroekonomska politika inflacijo zniža na raven cenovne stabilnosti, preden bi se inflacija začela vgrajevati v plače in se prenašati na druge cene. Makroekonomska politika mora zato z ustreznim odzivanjem preprečevati, da bi se inflacija trajneje odmaknila od ravni, skladne s cenovno stabilnostjo, s tem pa ohranjati srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja na ravni cenovne stabilnosti. Vzdrževanje cenovne stabilnosti na srednji rok ne omejuje premikov med relativnimi cenami, ki se v tržnih gospodarstvih normalno odzivajo na strukturne spremembe v gospodarstvu. Tudi ko nekatere cene hitreje naraščajo, je naloga restriktivne makroekonomske politike zagotoviti, da ostane na srednji rok povprečna inflacija skladna s cenovno stabilnostjo.

Svet Banke Slovenije ugotavlja, da je stopnja inflacije v zadnjem obdobju višja od ravni, ki ustreza oceni o cenovni stabilnosti v evroobmočju, in da projekcije za 2007-2009 kažejo na verjetnost vztrajanja inflacije na previsoki ravni. Svet Banke Slovenije je mnenja, v skladu z ugotovitvami Konvergenčnih poročil Evropske komisije in Evropske centralne banke, da je po uspešno zaključenem procesu dezinflacije, stopnjo inflacije potrebno in možno na srednji rok vzdrževati v okviru kriterijev cenovne stabilnosti, ki veljajo v evroobmočju. Visoka inflacija in povečana tveganja za cenovno stabilnost v Sloveniji predstavljata preizkus za delovanje makroekonomskih politik, hkrati pa priložnost za izgradnjo kredibilnosti domačih makroekonomskih politik pri vzdrževanju makroekonomskih ravnovesij. Fiskalna politika lahko z zmanjševanjem strukturnega primanjkljaja učinkuje na zaustavljanje povpraševanja, upočasnjuje tekočo gospodarsko aktivnost in s tem vpliva na zmanjševanje cen. V sklopu dohodkovne politike je potrebno še naprej preprečevati preseganje rasti stroškov dela nad produktivnostjo in upoštevati podatke o gibanju teh stroškov na konkurenčnih trgih. To pa hkrati zahteva, da se enkratna povišanja cen, ki so ponudbene narave in ki ne povečujejo produktivnosti dela, ne prelivajo v rast plač in stroškov dela, kar bi dejansko učinkovalo kot prikrita indeksacija.

						Projekcije					
						2007		2008		2009	
	2002	2003	2004	2005	2006	**okt**	Δ	**okt**	Δ	**okt**	Δ
Aktivnost, zaposlenost, plače	*realne stopnje rasti v %*										
Realni BDP	3,7	2,8	4,4	4,1	5,7	**5,7**	1,1	**4,4**	0,0	**3,9**	-0,1
Zaposlenost	1,5	-0,2	0,4	0,7	1,2	**2,2**	1,1	**0,5**	-0,1	**0,3**	-0,2
Neto plače	2,1	1,8	0,8	3,6	2,6	**5,0**	1,0	**3,3**	0,5	**3,0**	0,3
Bruto plače	2,1	1,9	1,0	2,2	2,3	**3,0**	0,3	**3,3**	0,5	**3,0**	0,3
Produktivnost	2,2	3,0	4,0	3,4	4,5	**3,5**	-0,1	**3,9**	0,1	**3,6**	0,1
Domače povpraševanje	*realne stopnje rasti v %*										
Domače povpraševanje	2,6	4,8	4,9	2,2	5,7	**6,2**	1,7	**4,0**	0,1	**3,4**	-0,4
Zasebna potrošnja	1,8	3,5	3,0	2,9	4,0	**3,8**	0,3	**4,0**	0,6	**3,4**	0,2
Potrošnja države	3,4	1,9	3,1	3,2	4,4	**1,7**	-1,5	**1,9**	-0,8	**1,5**	-1,2
Bruto investicije	3,8	10,2	10,5	0,4	9,9	**13,5**	7,5	**5,5**	0,1	**4,8**	-0,4
Plačilna bilanca	*realne stopnje rasti v %*										
Izvoz blaga in storitev	6,8	3,1	12,5	10,1	12,3	**13,3**	4,9	**11,6**	1,9	**8,5**	0,7
Uvoz blaga in storitev	4,9	6,7	13,3	6,7	12,2	**13,8**	5,7	**10,9**	1,9	**8,0**	0,7
Tekoči račun: v mio EUR	329	-127	-720	-559	-858	**-1.100**	-500	**-900**	-200	**-800**	-170
v % BDP	1,4	-0,5	-2,8	-2,0	-2,9	**-3,3**	-1,3	**-2,6**	-0,5	**-2,2**	-0,4
Pogoji menjave*	1,9	0,8	-1,0	-2,0	-0,6	**-0,2**	-0,2	**0,0**	0,1	**0,3**	0,3
Cene	*povprečne letne stopnje rasti v %*										
Cene življenjskih potrebščin (HICP)	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5	**3,3**	0,6	**3,3**	0,6	**2,9**	0,3
Proste cene	7,6	5,9	3,0	1,1	1,7	**3,6**	0,5	**3,5**	0,6	**3,3**	0,3
Nadzorovane cene	6,7	4,6	6,9	9,1	6,2	**1,9**	1,4	**2,4**	0,7	**1,0**	0,3
Mednarodno okolje	*letne stopnje rasti v %*										
Tuje povpraševanje**	3,2	6,4	7,9	5,0	9,3	**6,9**	0,1	**7,2**	-0,1	**6,5**	0,0
Nafta (USD/sod)	25,0	28,8	38,3	54,2	64,9	**70**	10,0	**73**	10,0	**73**	10,0
Primarne surovine	4,6	11,3	16,0	6,0	27,7	**20,0**	3,0	**5,0**	0,0	**5,0**	0,0
Inflacija v EMU	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	**2,0**	0,1	**2,0**	0,1	**1,9**	0,0
PPI Nemčija	-0,6	1,7	1,6	4,6	5,5	**2,0**	-0,4	**1,9**	0,1	**1,9**	0,1

* Na podlagi deflatorjev nacionalnih računov.

** Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.

Δ : razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, marec 2007

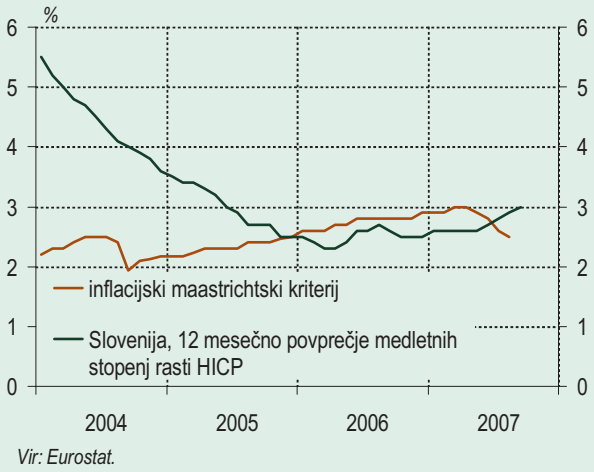
Vir: Banka Slovenije, Eurostat, Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook, IMF World Economic Outlook.

1 Tekoče gibanje cen

Po razmeroma zmerni povprečni rasti cen v zadnjih dveh letih se inflacija letos zvišuje. Povprečna letna rast cen življenjskih potrebščin, merjena s harmoniziranim indeksom, se je z 2,5% lani septembra letos dvignila na 3,0%. K nizki inflaciji v letih 2005 in 2006 so prispevali nizka rast stroškov dela, upočasnjena gospodarska aktivnost glede na gospodarski potencial in omejevalno naravnane makroekonomske politike. Med mikroekonomskimi dejavniki, ki so v zadnjih dveh letih vplivali na relativno nizko rast cen industrijskega blaga, predvsem obleke in obutve, je moč izpostaviti povečano konkurenco v mednarodnem okolju in uvoz cenejših proizvodov iz držav s cenejšo delovno silo. Na nizko rast cen hrane v zadnjih letih vplivala odprava carin po vstopu Slovenije v EU in prihod trgovcev z nizko cenovnimi proizvodi. Ti dejavniki so bili prehodne narave, zato je bil pričakovan postopni popravek inflacije na raven med 2,5% in 3%, ki je skladna z realno konvergenco.[2]

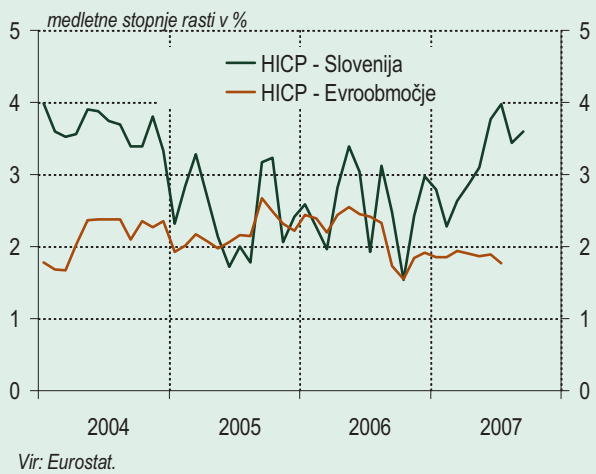
V prvi polovici letošnjega leta je inflacija presegla spomladanske projekcije in se v zadnjih mesecih že giblje nad ravnijo, ki bi bila skladna z vzdržno realno konvergenco. Porast inflacije je bil deloma posledica neugodnih gibanj cen hrane in ostalih surovin na svetovnih trgih, občuten porast osnovne inflacije pa je predvsem posledica pospeševanja gospodarske aktivnosti v zadnjem obdobju. Visoka rast cen hrane in drugih surovin na svetovnem trgu je vplivala na cene tako proizvajalcev kot tudi trgovcev, kar je posledično prispevalo k povišanju domačih cen hrane. Med zunanjimi dejavniki velja omeniti tudi višje cene naftnih derivatov glede na spomladanske predpostavke. Vendar kaže obrat v

Slika 1.1: Inflacijski maastrichtski kriterij



Vir: Eurostat.

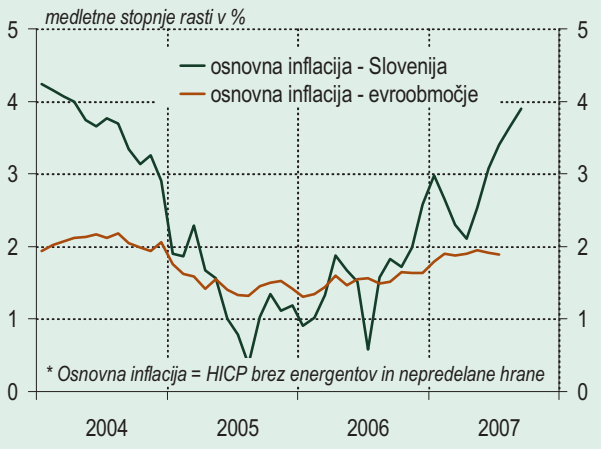
Slika 1.2: Skupna inflacija



Vir: Eurostat.

[2] Glej npr. PCS, oktober 2006.

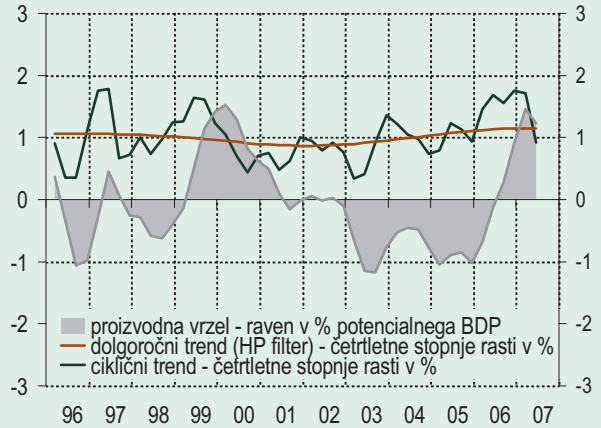
Slika 1.3: Osnovna inflacija*



Vir: Eurostat.

ciklu osnovne inflacije od leta 2005 tudi na pospeševanje gospodarske aktivnosti. Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin brez energentov in nepredelane hrane se je v povprečju zadnjih 12 mesecev do septembra letos zvišal za 2,7%, kar je za 1,2 odstotni točki več kot je znašala njegova povprečna rast v lanskem letu, medletna rast pa je septembra dosegla že 3,9%. Letošnja visoka raven inflacije že presega raven, ki bi jo bilo možno pripisati zgolj ravnovesnim procesom realne konvergence, ko domača raven cen dohiteva raven cen v razvitejših državah. Učinki dolgoročne realne konvergence, ki so vezani

Slika 1.4: Indikator gibanja proizvodne vrzeli



Opomba: Ocena temelji na zadnjih objavljenih četrtletnih podatkih.
Vir: ocena Banka Slovenije.

tudi na učinke tipa Balassa-Samuelson, se odražajo v realni apreciaciji valut držav v procesu dohitevanja, v pogojih denarne unije pa v višji inflaciji. V obdobju od leta 1995 je realni efektivni tečaj domače valute do ostalih dvanajstih članic evroobmočja apreciral povprečno za okoli 0,8 odstotne točke letno, kar je možen pokazatelj pričakovanega dolgoročnega odstopanja med domačo inflacijo in inflacijo v evroobmočju, in kaže, da se inflacija skladna s procesom realne konvergence v Sloveniji nahaja med 2,5 in 3%.[3] Makroekonomski kazalniki zato vedno bolj nakazujejo, da gre za ciklična gibanja, ki bi se utegnila še poglabljati, saj je tekoča dinamika makroekonomskih dejavnikov bolj inflacijska, kot je bilo pričakovano v spomladanskih projekcijah.

Med makroekonomskimi dejavniki deluje najbolj inflacijsko visoka gospodarska aktivnost, ki je po ocenah v drugi polovici lanskega leta presegla ponudbeni potencial. Od takrat je dinamika proizvodne vrzeli skoraj enaka gospodarskemu ciklu iz leta 1999, to je v edinem letu od začetka tranzicije, ko se je povprečna letna inflacija povišala glede na predhodno leto. Že v spomladanskih projekcijah so bili deloma upoštevani učinki na inflacijo s strani pospeševanja gospodarske aktivnosti. Ti so bili eden izmed dejavnikov porasta inflacije prostih cen z 1,7% v letu 2006 na okoli 3% v letošnjem letu. Pri tem je treba upoštevati, da letošnja gospodarska aktivnost močno presega vrednosti spomladanskih projekcij in tudi popravek rasti BDP navzgor presega eno odstotno točko. Ker pa je transmisija iz presežnega povpraševanja preko pregrevanja gospodarstva postopna, je verjetno, da se bo nepričakovani del pospeška v gospodarski aktivnosti na inflaciji odrazil šele v prihodnje. Zaradi pričakovanega prenosa visoke gospodarske rasti utegne dinamika osnovne inflacije še naraščati.

Tveganji za prenos v cene za potrošnika predstavljata tudi visoka rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih ter gibanje realnih obrestnih mer. Rast cen

[3] Enako ugotavljata Konvergenčni poročili ECB in Evropske Komisije iz maja 2006, in navajata da so ti učinki v Sloveniji majhni zaradi dosežene visoke stopnje realne konvergence. Ocena vzdržne cenovne stabilnosti, ki upošteva procese realne konvergence je vgrajena tudi v maastrichtski kriterij cenovne stabilnosti.

Tabela 1.1 Struktura HICP in indikatorji gibanja cen

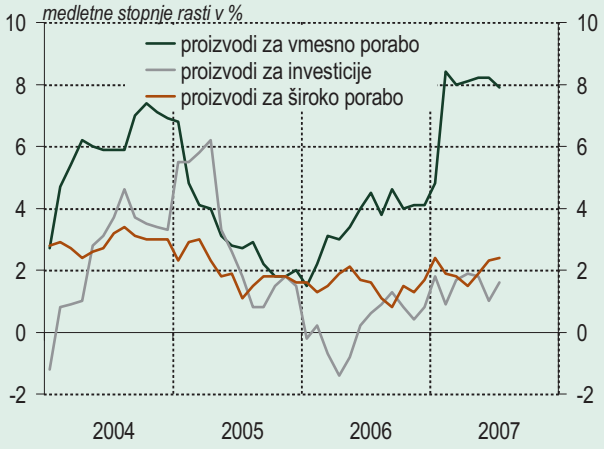
		povprečna letna rast v %					medletna rast v četrtletju v %				
	utež	2003	2004	2005	2006	07H1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2
HICP	*100,0%*	5,7	3,7	2,5	2,5	2,9	3,1	2,5	2,3	2,6	3,2
Struktura HICP:											
Energenti	*12,8%*	3,4	7,0	11,9	8,5	2,0	12,4	7,7	2,3	0,6	3,3
Hrana	*22,1%*	6,1	1,3	0,2	2,7	5,1	2,4	3,6	3,9	4,0	6,1
predelana	*14,7%*	7,3	2,7	0,6	2,5	3,7	2,4	2,3	3,5	3,4	3,9
nepredelana	*7,4%*	3,8	-1,4	-0,8	3,1	7,8	2,3	6,3	4,7	5,2	10,4
Ostalo blago	*31,1%*	4,8	1,8	-0,3	-0,9	0,1	-0,7	-1,4	-0,4	0,1	0,0
Storitve	*34,0%*	7,1	5,8	3,3	3,5	4,5	3,6	3,5	3,8	4,6	4,4
Indikatorji osnovne inflacije											
HICP brez energentov, sezonske hrane in davčnih učinkov	*83,2%*	6,0	3,0	0,7	1,2	2,4	1,4	1,1	1,7	2,4	2,4
HICP brez energentov in nepredelane hrane	*79,8%*	6,3	3,7	1,3	1,5	2,6	1,7	1,3	2,1	2,6	2,6
HICP brez energentov, hrane, alkohola in tobaka	*65,1%*	6,0	3,9	1,5	1,3	2,4	1,5	1,1	1,8	2,5	2,3
Nadzorovane in proste cene:[1]											
Nadzorovane cene	*21,5%*	4,4	6,1	7,4	4,8	1,3	7,2	4,5	1,1	0,5	2,0
Proste cene	*78,5%*	5,9	3,0	1,2	1,9	3,3	2,0	1,9	2,6	3,1	3,5
Drugi indikatorji cen:											
Cene ind. proizvajalcev		2,5	4,3	2,7	2,3	4,7	2,3	2,7	2,7	4,6	4,8
BDP deflator		5,8	3,3	1,5	2,3	3,9	2,3	2,7	2,7	4,1	3,8
Uvozne cene[2]		2,0	4,1	5,0	4,7	3,6	4,2	5,2	4,7	2,7	4,5
Nekateri makroekonomski dejavniki:											
Proizvodna vrzel (HP trend)		-0,9	-0,6	-0,9	0,1	1,3	-0,1	0,3	0,9	1,5	1,2
Stroški dela na enoto proizvoda[3]		4,4	0,7	1,1	0,8	1,5	1,0	-0,2	1,4	0,6	2,4
Stroški dela na zaposlenega[3]		7,6	4,6	4,9	4,8	5,5	4,8	4,0	5,1	5,4	5,6
Produktivnost[3]		3,1	3,9	3,7	4,0	3,9	3,8	4,2	3,7	4,7	3,1
Indikator dobička[4]		1,3	2,6	0,4	1,5	2,4	1,3	2,9	1,4	3,5	1,3

Opombe: [1] Metodologija ECB, [2] Podatki iz nacionalnih računov, [3] Kot strošek dela je upoštevana samo bruto plača, [4] Izračunano kot razlika med BDP deflatorjem in stroški dela na enoto proizvoda.
Vir: SURS, Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v zadnjih mesecih medletno presega rast 5%. To tveganje je manjše, ker sta gibanji rasti cen proizvodov za investicije in proizvodov za široko porabo razmeroma stabilni na ravni okrog 2,0%. Bistveno močnejša pa je rast cen proizvodov za vmesno porabo. Rast cen slednjih se je podobno kot leta 2004 letos zvišala tudi zaradi sklenitve novih pogodb za dobavo električne energije, ki se usklajujejo na tri leta. Cene proizvodov za vmesno porabo se očitno še ne vgrajujejo v cene proizvodov za široko porabo, zato porasta inflacije v zadnjem obdobju ni mogoče pripisati visoki rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih. Inflacija se je v zadnjem obdobju poviševala hitreje od porasta obrestnih mer, in, kot prikazuje poglavje o pogojih financiranja, znižala raven realnih obrestnih mer denarne politike. Tudi realne obrestne mere za posojila in depozitno varčevanje so na nizki ravni. Nizke realne obrestne mere postopoma spodbujajo domače povpraševanje in odvračajo ekonomske subjekte od bančnega varčevanja. Ker so nominalne obrestne mere denarne politike določene izven domačega okolja, bi lahko raven obrestnih mer delovala inflacijsko, spodbujala kreditno aktivnost in domače povpraševanje, ter poglabljala proizvodno vrzel. Dodatni inflacijski pritiski pa bi lahko še znižali realni del obrestnih mer.

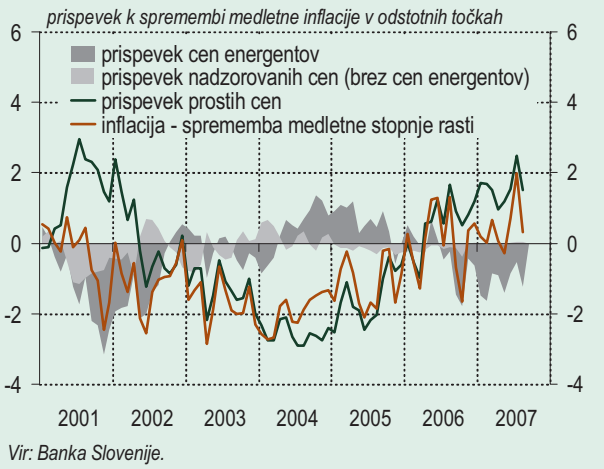
Nekateri makroekonomski dejavniki še vedno delujejo v smeri cenovne stabilnosti ali pa celo v smeri zniževanja inflacije: rast stroškov dela, ki še zaostaja za rastjo produktivnosti, zmerna apreciacija tečaja in večja trendna rast gospodarskega potenciala. Gibanje

Slika 1.5: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu



Vir: SURS, preračun Banka Slovenije.

Slika 1.6: Prispevki posameznih skupin cen k medletni spremembi inflacije



Vir: Banka Slovenije.

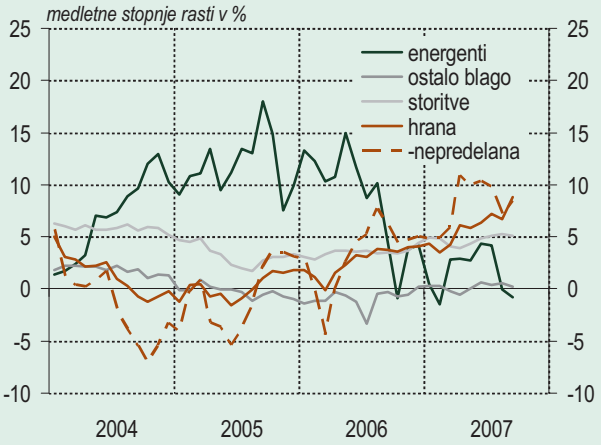
stroškov dela ostaja tudi letos relativno umirjeno. Letna rast povprečne bruto plače je že tretje leto zapored stabilna na ravni nekaj nad 5%, tako da v povprečju realne plače opazno zaostajajo za rastjo proizvoda na zaposlenega. K omejevanju porasta inflacije je nekoliko prispevala tudi precej močna nominalna apreciacija evra do ostalih valut držav glavnih trgovinskih partneric, četrto poglavje pa prikazuje, da se domače relativne cene glede na tuje cene gibljejo nad dolgoročnim trendom. Nenazadnje pa visoka gospodarska aktivnost pretežno temelji na visoki rasti investicij in povečani zaposlenosti, kar prispeva k rasti gospodarskega potenciala v tistem delu, kjer ne gre za ciklična gibanja proizvodnih faktorjev. Prav tako rast potrošnje gospodinjstev ostaja na zmerni ravni med 3,5% in 4,0% in se po zadnjih podatkih SURS ne pospešuje, za razliko od gospodarskega cikla v letu 1999. Slednje tudi nakazuje, da relativno visoka rast razpoložljivega dohodka, ki močno presega rast stroškov dela na zaposlenega zaradi visoke rasti zaposlenosti in davčne reforme, v prvem polletju ni bila med inflacijskimi dejavniki.

Analiza vplivov gibanj posameznih skupin cen na inflacijo kaže na krepitev prispevka k inflaciji s strani prostih cen. Te so v letošnjem letu k dvigu inflacije prispevale okrog 1,5 odstotne točke, kar je največ v zadnjih šestih letih. Nasprotno pa je počasnejša rast cen energentov letos do septembra negativno prispevala k inflaciji za okrog 0,7 odstotne točke. Podobno kot lani tudi letos rast nadzorovanih cen ni povzročala sprememb medletnih stopenj inflacije.

Razmeroma visoko rast prostih cen v letošnjem letu povzročajo višje rasti cen v prav vseh glavnih podskupinah indeksa prostih cen. Letos so najhitreje naraščale cene hrane in storitev, medtem ko je bila rast cen energentov bistveno počasnejša, saj je bila tri- do štirikrat nižja kot v preteklih dveh letih. Razmeroma nizka ostaja letos še rast cen ostalega industrijskega blaga, ki se le postopoma zvišuje.

Podobno kot v zadnjih letih je Vlada RS tudi letos dosledno izvajala politiko nadzorovanih cen, medtem ko inflacijskih pritiskov nekaterih drugih ukrepov še ni mogoče natančno oceniti. Vlada je politiko nadzorovanih cen izvajala skladno z Načrtom uravnavanja reguliranih cen za leti 2006 in 2007, ki ga je sprejela februarja lani. Rast nadzorovanih cen tako ni prehitevala rasti prostih cen. Dokončne ocene vpliva sprememb na davčnem področju na inflacijo zaenkrat niso mogoče. Medtem ko zniževanje stopnje davka na izplačane plače znižuje stroške podjetij in s tem zmanjšuje inflacijske pritiske, so spremembe na področju dohodninske zakonodaje povečale razpoložljivi dohodek prebivalstva, kar bi lahko delovalo inflacijsko. Liberalizacija cen električne energije v poletnih mesecih ni povzročila večjih pritiskov na rast teh

Slika 1.7: Gibanje posameznih skupin cen



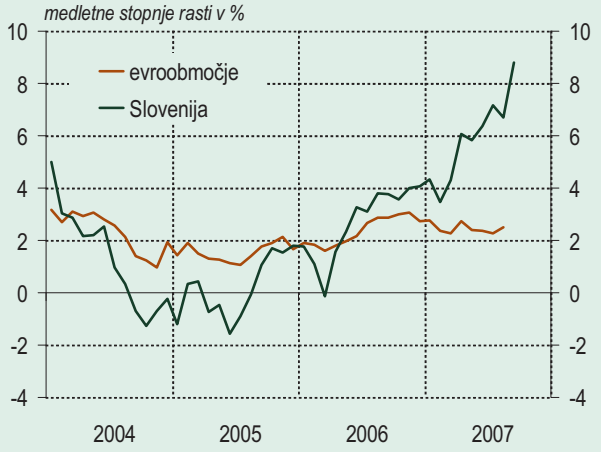
Vir: SURS, preračun Banka Slovenije.

cen, kot se je pričakovalo. Kot kaže trenutno je bil 5% aprilski dvig teh cen ustrezna prilagoditev na tržno raven. Podobno kot v preteklih letih je tudi julija letos sledila uskladitev trošarin na tobačne izdelke v skladu z direktivami EU, ki pa je bila za razliko od preteklih let tokrat nekoliko višja. Vlada RS se je namreč odločila, da bo raven trošarin uskladila predčasno, in sicer pol leta pred rokom, s čimer naj bi deloma nadomestila izpad prihodkov, ki je nastal zaradi sprememb dohodninskih stopenj. Inflacija bo zaradi te predčasne uskladitve letos višja za slabe 0,1 odstotne točke.

Ob pritiskih na inflacijo zaradi nepričakovanega pospeška v gospodarski rasti, ki se bodo odražali tudi v prihodnje, je pomemben del odstopanja porasta v inflaciji glede na spomladansko projekcijo potrebno pripisati tudi porastu cen hrane in naftnih derivatov. Medtem ko so v zadnjih dveh letih trgovci pri cenah hrane in obleke ter obutve izvajali pritisk navzdol, letos pritiskajo cene navzgor, predvsem pri proizvajalcih oziroma pridelovalcih, ki jim očitno zmanjkuje notranjih rezerv, ob vse višji rasti cen hrane na svetovnem trgu. V začetku leta se je dražila nepredelana hrana, v zadnjih mesecih pa je očiten predvsem porast cen predelane hrane, kar postavlja vprašanje o učinkovitosti živilsko-predelovalne industrije v Sloveniji, ob le počasnem umirjanju rasti cen nepredelane hrane. Tudi cene nafte na svetovnih trgih so presenetile navzgor in bodo v povprečju leta presegale predpostavko iz spomladanskih projekcij za 10 USD za sod. To je prispevalo k popravku projekcije inflacije navzgor za okoli 0,3 odstoten točke v letu 2007. Za razliko od preteklih let pa letošnja rast cen energentov deluje zaviralno na rast cen, a še vedno manj, kot je bilo pričakovano. Cene nafte so namreč v povprečju osmih mesecev letošnjega leta na svetovnem trgu znašale okrog 65 USD za sod, kar je skoraj enako kot v povprečju leta 2006.

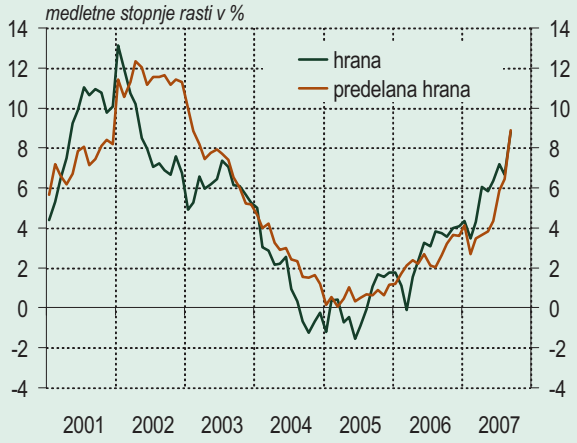
Čeprav postopno narašča, je gibanje cen ostalega industrijskega blaga letos še umirjeno. Njihova raven se v povprečju zadnjih 12 mesecev ni spremenila, medletna rast pa je septembra znašala le 0,2%. Rast teh cen je tudi edina med glavnimi podskupinami cen, ki še zmeraj vztraja pod povprečjem evroobmočja, vendar se mu počasi približuje. Po dveh letih razmeroma nizke rasti cen obleke in obutve, se je le-ta letos zvišala, in sicer medletno za okrog 3 odstotne točke, na 4%. Hitrejšo rast cen beležimo še pri stanovanjski opremi, ki je v povprečju zadnjih 12 mesecev znašala okrog 4%. Takšna rast je bila pretežno posledica lanskoletnih podražitev izdelkov za vzdrževanje stanovanj, ki se od takrat niso več dražili. Medletna stopnja rasti cen stanovanjske opreme je zato septembra že padla na raven pod 3%. Na drugi strani pa se še naprej cenijo osebni avtomobili. Negativna rast cen slednjih je v pretežni meri posledica zniževanja cen rabljenih avtomobilov, medtem ko cene novih avtomobilov bolj ali manj stagnirajo na ravni iz zadnjega četrtletja lanskega leta. Podobno kot lani lahko tudi letos pride do dviga cen novih avtomobilov v zadnjem četrtletju, ko proizvajalci določijo cene novih modelov, kjer bodo letos najverjetneje vidni učinki uvedbe evra. Za razliko od lanskega leta je letos opaziti postopno umirjanje zniževanja cen rabljenih avtomobilov, ki so se lani znižale za okrog 22%, letos pa za okrog 16%. Zniževanje cen rabljenih avtomobilov bodo najverjetneje še dodatno omejili ukrepi vladnih institucij, s katerimi naj bi preprečili nadaljnjo utajo davkov in s tem omejili uvoz rabljenih avtomobilov. Poleg že omenjenih proizvodov se tudi letos nadaljuje trend zniževanja cen v skupini avdio-video, foto in računalniške

Slika 1.8: Gibanje cen hrane v Sloveniji in v evroobmočju



Vir: Eurostat.

Slika 1.9: Gibanje cen hrane



Vir: Eurostat, preračun Banka Slovenije.

opreme, katerih cene so se zadnja štiri leta v povprečju zniževale za okoli 5% na leto.

Rast cen hrane je bila letos ponovno nepričakovano visoka in se je v primerjavi z lanskim letom celo podvojila. Cene hrane so se v zadnjih dvanajstih mesecih v povprečju zvišale za okrog 5%, njihova medletna rast pa je septembra znašala že 8,8%. Rast cen hrane v Sloveniji je tako pomembno odstopala od rasti cen hrane v evroobmočju, kjer je avgusta znašala 2,5%. Med njimi so v prvi polovici letošnjega leta najhitreje naraščale cene nepredelane hrane, katerih medletna rast se zvišuje že vse od sredine lanskega leta, vrh pa je dosegla aprila letos, ko je znašala 10,9%. Visoka rast cen nepredelane hrane v Sloveniji je v pretežni meri odraz visokih rasti cen hrane na svetovnih trgih, kjer je medletna rast dolarskih cen avgusta znašala okrog 30%. V aprilu je bilo s prihodom novih sezonskih proizvodov na trg možno zaznati postavljanje novih cen po uvedbi evra. Gibanju cen nepredelane hrane so z nekaj meseci odloga sledile tudi cene predelane hrane. Njihova medletna rast se prav tako zvišuje že od začetka lanskega leta, septembra letos pa je dosegla že skoraj 9%. Najhitreje naraščajo cene mleka in mlečnih izdelkov ter jajc, ki so bile avgusta letos v primerjavi z lanskim avgustom v povprečju višje za dobrih 11%. Za razliko od teh cen pa cene kruha in izdelkov iz žit rastejo bistveno počasneje, in sicer okrog 3,4% medletno, pri čemer so prav v tej skupini napovedi glede prihodnjih zviševanj cen najvišje. Gibanje cen ostalih proizvodov v skupini predelane hrane je bilo zmerno in ne kaže večjih trendnih odstopanj. Koliko sta k porastu cen hrane prispevala pospešeni gospodarski cikel ali premajhna konkurenca na trgu, je v tem trenutku še težko oceniti.

Rast cen energentov je bila v primerjavi s preteklimi leti letos bolj zmerna. Povprečna letna rast se je do septembra znižala na vsega 1,8%, potem ko je še lani znašala 8,5%. Kljub temu lahko zaradi lanskoletnih občutnih pocenitev ob koncu leta letos do konca leta ponovno porastejo tako medletne kot povprečne letne rasti cen energentov. Med njimi najbolj izstopajo trda goriva, katerih rast se je v primerjavi z ostalimi gorivi letos občutno povišala, in sicer na okrog 22% medletno. Višjo rast od lanske beležijo tudi cene električne energije, ki so letos višje za okrog 5,5% zaradi prilagajanja tržnim razmeram ob njihovi liberalizaciji. Trdim gorivom in elektriki sledita še kurilno olje in plin z medletno rastjo cen okrog 3,4%. Nasprotno pa je rast cen bencinov in tekočih goriv negativna in znaša okrog -3% medletno.

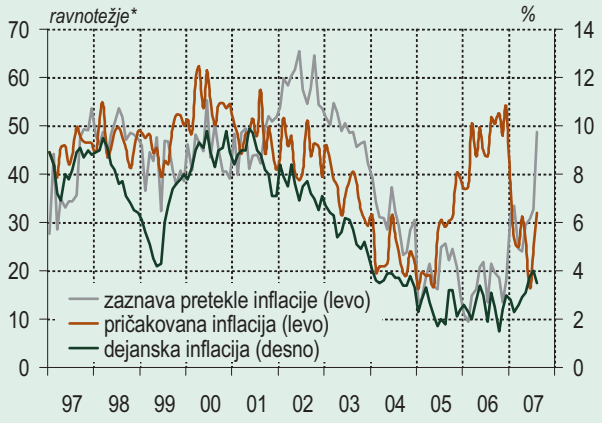
Rast cen storitev se je letos začela ponovno poviševati, potem ko je bila še lani razmeroma stabilna. Povprečna letna rast se je tako do septembra zvišala za okrog 1 odstotno točko, na 4,5%, v enakem obdobju pa je

Okvir 1.1: Anketne ocene zaznane inflacije in inflacijskih pričakovanj

Pred vstopom Slovenije v evroobmočje ni bilo zaznati posebnega odstopanja v gibanju med izmerjeno inflacijo in dojemanjem o gibanju inflacije, merjenim z anketami. Takšna gibanja se razlikujejo od gibanj v večini drugih držav evroobmočja, kjer je zaznana inflacija močno porasla že pred uvedbo evrogotovine. Omenjena razlika najverjetneje izvira iz dejstva, da so bili slovenski potrošniki že pred prevzemom evra v Sloveniji dobro seznanjeni z enotno valuto in preteklimi podražitvami ob uvedbi evra v državah evroobmočja. Potrebno zaupanje so jim dajale tudi dobro organizirane akcije, ki so opozarjale na prekomerne dvige cen. Opazen močan porast percepcij pretekle inflacije v zadnjih mesecih je najverjetneje posledica dejanskega povečanja skupne ravni cen oziroma cen proizvodov, ki jih potrošniki kupujejo bolj pogosto (zlasti hrane in energentov) in zato v večji meri vplivajo na dojemanje o gibanju inflacije. Vendar je bil porast zaznane inflacije veliko močnejši, kot porast dejanske inflacije. To opozarja na tveganje, da se bo zaznana inflacija tudi v prihodnje ohranila na povišanih ravneh. Takšno dogajanje so izkusile druge države evro območja, kjer je zaznana inflacija še zmeraj na višjih ravneh glede na izmerjeno inflacijo.

Inflacijska pričakovanja so od srede leta 2005 do konca leta 2006 vztrajno naraščala, čeprav je bila dejanska inflacija v tem obdobju razmeroma stabilna. V začetku leta 2007, po zamenjavi tolarske gotovine za evro, se je zaznana inflacija povečala, inflacijska pričakovanja pa so se opazno zmanjšala. Podobna divergentna gibanja dejanske in zaznane inflacije so bila prisotna tudi v drugih državah evroobmočja ob uvedbi evra. Ponoven porast pričakovane inflacije se je pojavil v zadnjih nekaj mesecih in je očitno odraz močnega pospeška pri nekaterih skupinah HICP, predvsem hrane, hkrati pa tudi postopnega naraščanja skupnega inflacije. Porast inflacijskih pričakovanj je eden od pokazateljev, ki kažejo na narasla tveganja povezana z vzdrževanjem cenovne stabilnosti. Pričakovanja pa se lahko začnejo vgrajevati v cene in plače in tako postati sama po sebi eden od dejavnikov inflacije.

Slika: Inflacija, njene zaznave in pričakovanja



Vir: SURS in Evropska komisija

** Zaznave potrošnikov glede inflacije z rednimi mesečnimi anketami preverja Evropska komisija. Kazalnika odražata zaznave potrošnikov glede inflacije v preteklih oziroma v prihodnjih 12 mesecih. Kazalnik zaznane inflacije se izračuna kot razlika med tehtanim povprečjem odstotka vprašanih, ki so odgovorili, da so se cene življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih bodisi „močno zvišale" ali „nekoliko zvišale", in tehtanim povprečjem odstotka tistih, ki so odgovorili, da so v istem obdobju cene bodisi „padle" ali „ostale približno enake". Bolj zmerni odgovori dobijo polovico uteži bolj skrajnih odgovorov. To pomeni, da statistika ravnotežja pove samo to, v katero smer so se po mnenju potrošnikov cene spremenile v zadnjih 12 mesecih. Prav tako ne daje nobenih informacij o tem, kako visoka je stopnja inflacije, kot jo doživljajo potrošniki. Enaka metodologija velja za kazalnik pričakovane inflacije. To opozorilo je treba upoštevati pri razlagi podatkov, predstavljenih v sliki.*

Vir:

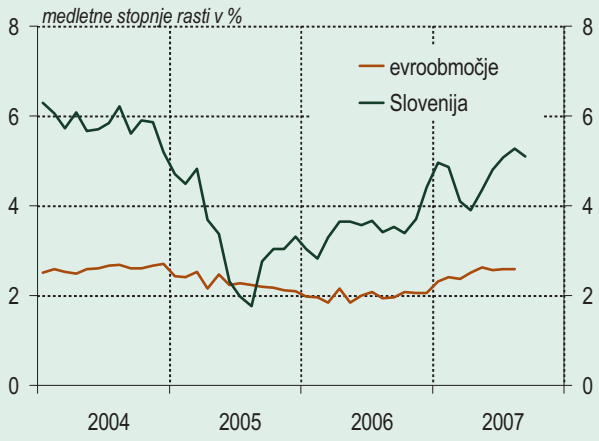
Del Giovane, Sabbatini: The cash changeover: the impact on prices and inflation perceptions in the euro area. Rim: „L`euro e l`inflazione", 2005.

ECB: Monthly Bulletin. May, 2007.

Linden Staffen: Quantified Perceived and Expected Inflation in the Euro Area- How Incentives Improve Consumers Inflation Forecasts. Bruselj: Joint European Commission - OECD Workshop on International Development of Business and Consumer Tendency Surveys, 2005.

v evroobmočju znašala nekaj nad 2%. Do večjih premikov cen storitev je prišlo predvsem ob koncu lanskega leta, kar je možno deloma pripisati koncentraciji prilagoditev cen ob uvedbi evra. Med storitvami je bila najopaznejša rast cen gostinskih in nastanitvenih storitev, ki so se povišale za okrog 2,7 odstotne točke na 7,2% medletno, do hitre rasti cen gostinskih in nastanitvenih storitev pa je lahko prišlo tudi zaradi povečanega obiska turistov v Slo-

Slika 1.10: Gibanje cen storitev v Sloveniji in v evroobmočju



Vir: Eurostat.

Slika 1.11: Gibanje cen izbranih skupin storitev

Vir: SURS, preračun Banka Slovenije.

veniji. Višjo rast cen je zabeležila statistika še pri cenah počitniških paketov, ki pa so sezonsko še na visoki ravni. Trenutna, razmeroma visoka 8,6% medletna rast teh cen je lahko vsaj deloma podvržena sezonskim gibanjem in zato morda ne odraža dejanskih razmer na trgu. Višja rast cen v tej skupini je lahko med drugim posledica hitre rasti kreditiranja potrošnikov in visoke rasti razpoložljivega dohodka, pa tudi bolj ugodnih vremenskih razmer v letošnji poletni sezoni v primerjavi z lanskoletno. Letos so dražje še zdravstvene storitve, in sicer tiste izven bolnišnic za okrog 4%, medtem ko se cene bolnišničnih storitev bistveno niso spremenile. Pri slednjih so učinki na inflacijo predvsem posledica baznih učinkov. Rast prevoznih storitev ostaja stabilna okrog 2,5% in ne kaže večjih odstopanj od trenda. Podobno kot v zadnjih letih ostajajo tudi letos bolj ali manj nespremenjene cene komunikacijskih storitev. Cene komunalnih storitev, ki so pod nadzorom vlade, sicer postopoma naraščajo, vendar je njihova rast medletno še negativna zaradi lanskoletnih metodoloških sprememb pri obračunu oskrbe z vodo in kanalščine. Obratni učinki na medletno stopnjo rasti cen komunalnih storitev se lahko tako pričakujejo oktobra in novembra. Višanja nekaterih komponent cen komunalnih storitev, ki niso pod nadzorom vlade in ki niso zajete v HICP, poleg manjšanja realnega razpoložljivega dohodka potrošnikov vplivajo tudi na višanje zaznav prebivalstva glede gibanja cen.

2 Mednarodno okolje in predpostavke projekcij

Gospodarska rast v evroobmočju je bila v prvi polovici leta 2007 nižja kot lansko leto, a je kljub temu presegala pričakovanja, v ZDA pa je prišlo do precejšnje korekcije navzdol zaradi krize na nepremičninskem trgu. Rast trošenja gospodinjstev se je zaradi zvišanja stopnje DDV v Nemčiji z januarjem 2007 v prvem četrtletju umirila, vendar je bilo umirjanje manjše od pričakovanj. Tudi investicije so v prvem četrtletju rasle hitreje od pričakovanj, deloma tudi zaradi mile zime. V drugem četrtletju se je gospodarska rast umirila zaradi nekoliko nižje rasti investicij, ki jo je povzročila predvsem počasnejša rast aktivnosti v gradbeništvu. Rast trošenja gospodinjstev se je ob tem v drugem četrtletju izboljšala. Gospodarska rast v ZDA je bila v prvi polovici letošnjega leta predvsem pod vplivom upočasnjene rasti na nepremičninskem trgu, kar je močno vplivalo tudi na znižanje investicijske aktivnosti in s tem na gospodarsko rast, ki je bila zato precej nižja kot v lanskem letu. V drugih pomembnejših trgovinskih partnericah, kot so Hrvaška, Rusija, Srbija in Poljska je bila rast gospodarstva v prvem četrtletju izredno močna, v drugem četrtletju pa se je nekoliko umirila.

V najpomembnejših trgovinskih partnericah se letos pričakuje nekoliko bolj zmerna gospodarska rast kot lani, odstopanje navzdol pa je možno predvsem zaradi pretresov na finančnih trgih. Rast zaupanja v trgovini na drobno, nadaljnje zniževanje stopnje brezposelnosti ter povečana rast plač v evroobmočju nakazujejo na možnost povečanega trošenja gospodinjstev. Obseg naročil v industriji se je v prvi polovici letošnjega leta izboljševal, kazalniki zaupanja podjetij pa so se poleti znižali, a so ostali na razmeroma visoki ravni. Zmanjšano zaupanje podjetij je delno posledica širjenja negotovosti na finančnih trgih, povezane z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili v ZDA, delno pa verjetno nakazuje tudi na zaključek vrha investicijskega cikla. V začetku tretjega četrt-

Tabela 2.1 Predpostavke o dejavnikih iz mednarodnega okolja

						Projekcije					
						2007		2008		2009	
	2002	2003	2004	2005	2006	**okt**	Δ	**okt**	Δ	**okt**	Δ
	letne stopnje rasti v %										
Tuje povpraševanje*	3,2	6,4	7,9	5,0	9,3	**6,9**	0,1	**7,2**	-0,1	**6,5**	0,0
Nafta (USD/sod)	25,0	28,8	38,3	54,2	64,9	**70**	10	**73**	10	**73**	10
Primarne surovine	4,6	11,3	16,0	6,0	27,7	**20,0**	3,0	**5,0**	0,0	**5,0**	0,0
Inflacija v EMU	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	**2,0**	0,1	**2,0**	0,1	**1,9**	0,0
PPI Nemčija	-0,6	1,7	1,6	4,6	5,5	**2,0**	-0,4	**1,9**	0,1	**1,9**	0,1

** Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.*
Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, marec 2007.
Vir: Banka Slovenije, Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook, IMF World Economic Outlook.

letja so se znižali tudi kazalniki zaupanja v gradbeništvu. Zaradi nekoliko nižjih napovedi glede rasti gospodarstva v ZDA in apreciacije evra do dolarja v letošnjem letu se pričakuje tudi umiritev rasti izvoza evroobmočja. Vse to

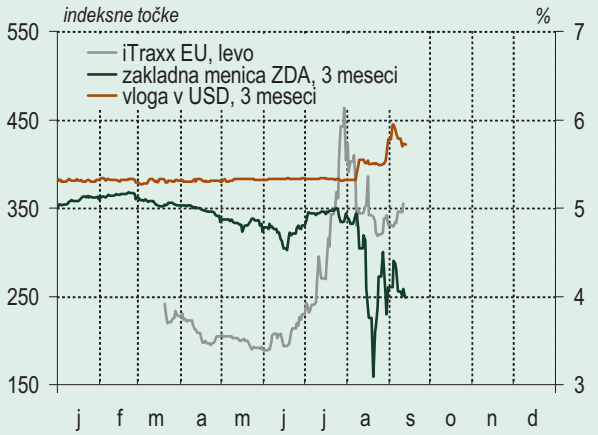
Okvir 2.1: Negotovosti na finančnih trgih po krizi z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili v ZDA

V sredini leta so se še zaostrile razmere na finančnih trgih kot posledica krize na trgih drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA. Od sredine 2003 do sredine 2004, ko je ključna obrestna mera v ZDA znašala 1%, se je močno pospešila rast stanovanjskih hipotekarnih kreditov. S postopnim zviševanjem ključne obrestne mere do 5,25% v 2006 so se višale tudi obrestne mere stanovanjskih kreditov, zaradi česar so posojilojemalci s slabšo kreditno sposobnostjo vse teže odplačevali svoje dolgove. Najprej so v težave zašle predvsem tiste finančne institucije, ki so imele v svojih bilancah velik del t.i. drugorazrednih hipotekarnih kreditov, to je kreditov s slabšo boniteto. Ker so investicijske banke hkrati izdajale vrednostne papirje zavarovane s temi krediti, so se negotovosti na finančnem trgu razširile, saj je postala ocena tveganja zaradi zapletenosti teh finančnih instrumentov zelo otežena. Poleg procesa sekuritizacije (izdajanja vrednostnih papirjev na podlagi stanovanjih posojil) so finančne inovacije dobile še dodatne razsežnosti. Banke so namreč izdane vrednostne papirje preoblikovale v nov finančni instrument, ki so ga izločile iz bilanc v t.i. „conduit" (Special Investment Vehicles). Ti so regulirani manj kot finančni instrumenti, ki se nahajajo v bančnih bilancah. Tako so banke z izdajo vrednostnih papirjev, zavarovanih s tveganimi hipotekarnimi posojili in s prenosom kreditnega tveganja izven bilanc „očistile" oziroma prikrivale tveganja v svojih bilancah, hkrati pa so se s prenosom tveganih finančnih instrumentov na izven-bilančne postavke sprostila sredstva za posojila, ki so prikazana v običajnih bančnih bilancah.

Novice o težavah bank, povezanih z vrednostnimi papirji, ki so bili zavarovani s tveganimi hipotekarnimi posojili, so na splošno povzročile upad nagnjenosti k tveganju med vlagatelji. Hkrati so banke na medbančnem trgu domala prenehale s posojanjem presežnih likvidnih sredstev. Zaradi skrbi glede likvidnosti na svetovnih denarnih in kreditnih trgih so številne centralne banke, med njimi ECB in FED, povečale ponudbo likvidnih sredstev.

Povečana negotovost na trgih drugorazrednih hipotekarnih kreditov se je v začetku avgusta prenesla tudi na borze in je med drugim vplivala na gibanje deviznih tečajev, tržnih donosnosti državnih vrednostnih papirjev, cene surovin ter na spremenjena pričakovanja glede gibanja centralnobančnih obrestnih mer. Borzni indeksi po svetu so se avgusta večinoma zniževali, saj so finančni investitorji zaradi povečane nenaklonjenosti k tveganju svoje naložbe selili v manj tvegane državne vrednostne papirje v smislu „bega na varno", kar je posledično povzročilo zniževanje njihovih tržnih donosnosti. Cene nafte in ostalih surovin (predvsem kovin) so se znižale, saj je trg pričakoval, da se bo zaradi finančne krize svetovna gospodarska rast umirila, kar bi lahko pripeljalo do znižanega povpraševanja po nafti in ostalih surovinah. Zaradi pretresov na finančnih trgih, ki so pripeljali do zaostrovanja likvidnosti bank in povečane negotovosti glede prihodnje gospodarske rasti, so se spremenila tudi pričakovanja glede gibanja centralno bančnih obrestnih mer. Po razmahu krize je na trgu prevladalo prepričanje, da bi se lahko trend zviševanja centralnobančnih obrestnih mer po svetu (vsaj začasno) ustavil. Povečana nenaklonjenost tveganju je vplivala tudi na gibanje deviznih tečajev, saj so finančni investitorji spremenili odnos do zadolževanja za naložbe v tuje valute in pričeli zapirati t.i. „carry trade" pozicije, pri čemer so se selili v manj tvegane valute in naložbe, med katerimi so med najbolj iskanimi državne obveznice ZDA. To premeščanje finančnih sredstev je na primer povzročilo prehodno apreciacijo ameriškega dolarja do evra, apreciacijo japonskega jena in depreciacijo bolj tveganih valut, kot na primer turške lire.

Slika: Kazalniki povečane premije za tveganje v letu 2007



Vir: Bloomberg.

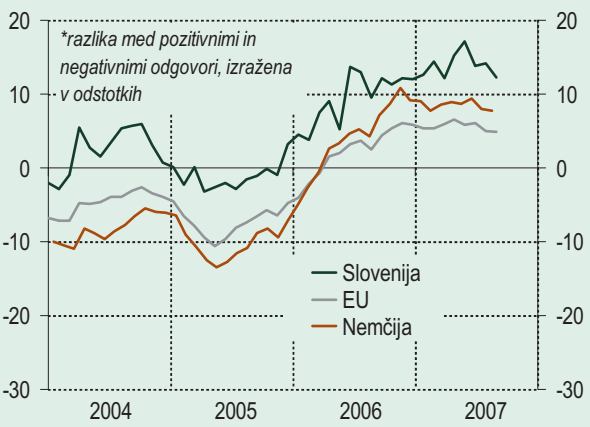
V zvezi s pretresi na finančnih trgih se trenutno predvsem pojavlja vprašanje, kako dolgo lahko traja povečana negotovost, in kakšen bo njen morebiten negativen vpliv na gospodarsko rast, ki lahko najverjetneje poteka predvsem prek krčenja kreditne aktivnosti bank.

kaže na možen obrat v strukturi virov gospodarske rasti v evroobmočju, pri čemer naj bi se postopoma povečeval prispevek trošenja gospodinjstev in zniževal prispevek investicijske rasti. Napovedi Consensusa so do avgustovskega zaostrovanja razmer na finančnih trgih nakazovale na izboljševanje napovedi gospodarske rasti v evroobmočju. Tako je Consensusova napoved gospodarske rasti v evroobmočju za letošnje leto marca znašala 2,3%, avgusta pa se je (tik pred občutnejšo zaostritvijo razmer na trgih) zvišala na 2,7%. Izboljševale so se tudi napovedi rasti za leto 2008, a ne tako izrazito kot za leto 2007. V ZDA se do konca leta pričakuje umirjena gospodarska rast, Consensus pa je napovedi rasti za letošnje in prihodnje leto postopno zniževal. Marca je napoved rasti v letošnjem letu znašala še 2,4%, avgusta pa se je napoved rasti za ZDA znižala na 1,9%. Zniževanje napovedi je bilo predvsem posledica upadanja rasti na nepremičninskem trgu.

Razpoložljive napovedi gospodarskih gibanj v mednarodnem okolju kažejo na domala nespremenjeno predpostavko o rasti tujega povpraševanja v obdobju projekcij glede na predhodne projekcije. Precej so se izboljšale napovedi gospodarske rasti v evroobmočju. V letu 2008 naj bi se povečalo povpraševanje predvsem iz Italije, Francije in Avstrije, poleg tega naj bi se okrepila tudi gospodarska rast v ZDA. Zato je predpostavka o rasti tujega povpraševanja za prihodnje leto višja kot za letošnje. Poglabljanje negotovih razmer na finančnih trgih in njihova širitev na druge trge predstavlja trenutno največje tveganje, ki bi lahko glede na upoštevane predpostavke povzročilo nižje povpraševanje iz tujine letos in v prihodnjem letu. Evropska komisija je tako v napovedih iz septembra svojo predhodno oceno gospodarske rasti v evroobmočju znižala za 0,1 odstotne točke, na 2,5%. Hkrati je poudarila, da je dobro stanje gospodarstva omogočilo razmeroma mil učinek pretresov na finančnih trgih na gospodarstvo sredi poletja. Kljub temu ocenjuje, da obstaja možnost za povečanje negativnih učinkov na gospodarsko rast, še posebej če bo obdobje negotovosti dolgotrajnejše. Tudi ECB je v vmesnih napovedih septembra znižala napovedi gospodarske rasti v evroobmočju v letu 2007 v povprečju razpona za 0,1 odstotno točko. Rast uvoza držav glavnih trgovinskih partneric naj bi se tako gibala na ravni okoli 7% v letošnjem in prihodnjem letu, v letu 2009 pa naj bi se nekoliko upočasnila.

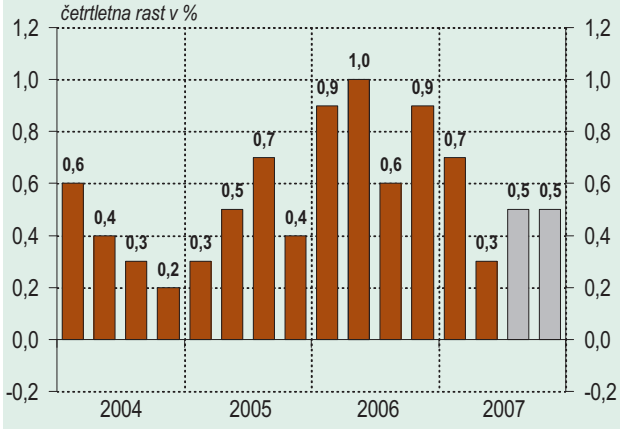
V prvi polovici letošnjega leta so cene nafte in ostalih surovin na svetovnem trgu močno narasle, avgusta pa so se nekoliko ustalile. Poglavitni dejavnik višanja cen nafte ostaja razkorak med visokim povpraševanjem in relativno počasnejšo rastjo ponudbe. Cena nafte Brent, ki je januarja 2007 v povprečju znašala 54 USD za sod, se je julija dvignila na 77 USD za sod. Rast je bila predvsem posledica solidne konjunkture svetovnega gospodarstva, nepripravljenosti članic OPEC na povečanje črpanja

Slika 2.1: Zaupanje pri podjetjih v tujini in v Sloveniji



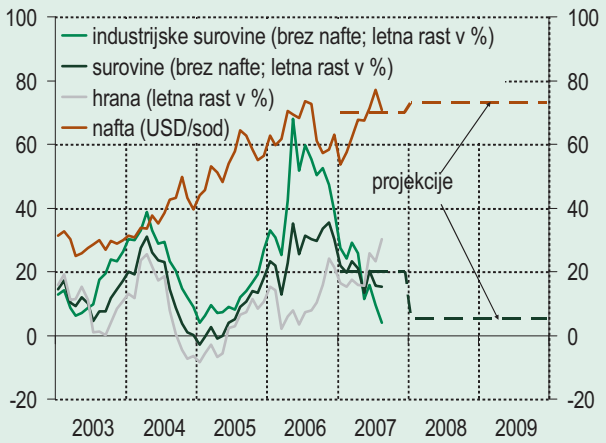
Vir: Eurostat.

Slika 2.2: Gospodarska rast evroobmočja in projekcije Evropske komisije (EK)



Vir: napoved: EK, september 2007; projekcije za dve četrtletji.

Slika 2.3: Cene na svetovnih trgih primarnih surovin



Vir: The Economist, Reuters.

nafte in posledično nizkih zalog nafte. Poleg tega je bil v zimskih mesecih prisoten vpliv neugodnih vremenskih razmer v ZDA, poleti pa se v ZDA sezonsko zelo poveča povpraševanje po nafti zaradi povečanega obsega potovanj. Še vedno so bile prisotne tudi geopolitične napetosti na področjih, bogatih z nafto, tokrat predvsem v Iranu in Nigeriji, ter težave z oskrbo v nekaterih rafinerijah. V povprečju avgusta so se cene nafte znižale na 71 USD za sod zaradi strahu, da bo razmah negotovosti na finančnih trgih zmanjšal svetovno gospodarsko rast in s tem povpraševanje po nafti. Dodaten razlog znižanih cen nafte je bila tudi zmanjšana naklonjenost tveganju po pričetku pretresov na finančnih trgih, ki je povzročila umik špekulativnih naložb iz naftnega trga. Ob koncu avgusta so se pričele cene nafte ponovno višati. Kljub hitri rasti cen nafte v prvi polovici leta so se dolarske cene nafte medletno v povprečju prvih osmih mesecev znižale za 2,1%, kar odraža visoko raven cen v enakem obdobju lani. Evrske cene nafte so se v enakem obdobju zaradi večanja vrednosti evra znižale kar za 9,3%.

Ob upoštevanju tekočih gibanj in pričakovanj na trgih surovin je bila predhodna predpostavka o cenah nafte v letošnjem in v prihodnjih dveh letih popravljena navzgor. Rast cen drugih surovin naj bi se v prihodnje umirila, razen cen hrane, ki bi naj vsaj kratkoročno še rasle. Popravek navzgor pri cenah nafte gre pripisati visokim cenam nafte v prvi polovici leta. Poleg tega naj bi bila konjunktura v svetovnem gospodarstvu letos in v prihodnjem letu še naprej relativno ugodna. Ob upoštevanju predpostavke o povprečni ceni nafte okoli 70 USD za sod v letošnjem letu bo od septembra dalje znatno zvišana medletna rast dolarskih cen nafte, ki lahko zaradi nizke osnove v zadnjih štirih mesecih do konca leta doseže raven okoli 30%. Na podlagi visokih stopenj rasti cen primarnih surovin brez nafte v prvih sedmih mesecih letos je bila navzgor popravljena tudi predpostavka o celoletni povprečni rasti cen primarnih surovin. Ob umirjanju rasti cen kovin, ki so tako kot v zadnjih nekaj letih tudi v letu 2007 najhitreje rastoča komponenta košarice surovin, se namreč povečuje rast cen hrane, še posebej koruze in ostalih žit. Cene žit rastejo na svetovnih trgih s stopnjami, ki na medletni ravni presegajo 40% predvsem zaradi naraščajočega povpraševanja iz držav v razvoju, uporabe žit v proizvodnji biogoriv, neugodnih vremenskih razmer v nekaterih velikih državah pridelovalkah ter tudi zaradi kmetijskih politik, usmerjenih k zmanjševanju presežkov v kmetijstvu. Podobno hitro rastejo tudi cene mleka in mesa, saj se žita uporabljajo v krmi živali. Predvideva se, da se bo rast cen primarnih surovin v naslednjih letih umirila ob nekoliko zmernejši rasti svetovnega gospodarstva.

V evroobmočju je v prvi polovici leta 2007 inflacija ostala precej stabilna na ravni pod 2%, v ZDA pa se po porastu v prvi polovici leta inflacijski pritiski umirjajo. V prvih sedmih mesecih se je inflacija v evroobmočju zadrževala na okoli 1,9% medletno. Na to raven se je dvignila tudi osnovna inflacija oziroma inflacija brez cen energentov in nepredelane hrane. Dokaj zmerna inflacija v prvih sedmih mesecih je bila predvsem posledica visoke osnove iz lanskega leta, ko so hitro rasle cene energentov. Največ, okoli 0,4 odstotne točke, so k povprečni medletni inflaciji v prvih sedmih mesecih prispevale cene iz skupine stanovanje. V tej skupini sta prevladovala predvsem prispevka cen elektrike in najemnin, čeprav se je prispevek cen elektrike k inflaciji do julija postopno zniževal. Izrazitejša sta bila tudi prispevka cen hrane ter cen v restavracijah in hotelih, ki sta v povprečju k medlet-

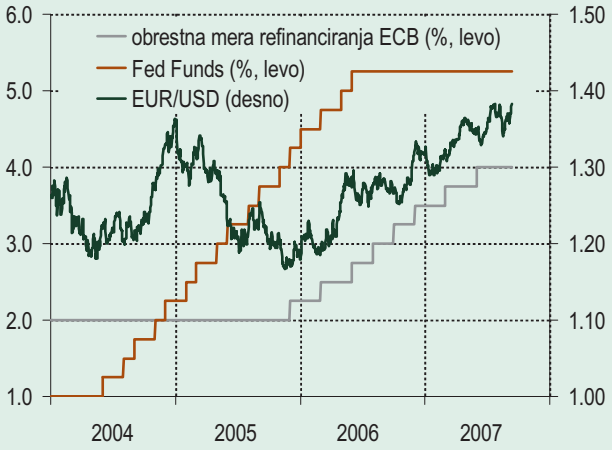
ni inflaciji v prvih sedmih mesecih prispevala po 0,3 odstotne točke. Osnovna inflacija se je v obdobju od decembra lani do julija letos zvišala za 0,3 odstotne točke, kar je povezano predvsem z dvigom stopnje DDV v Nemčiji. Stopnje rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v evroobmočju so se do julija postopno zniževale zaradi nižje rasti cen v sektorju energetike, takšno gibanje cen proizvajalcev pa je bilo značilno tudi za Nemčijo. V ZDA je inflacija do sredine leta naraščala, potem pa se je junija, zaradi nižje rasti cen energentov, znižala na 2,4% medletno. Osnovna inflacija se je v ZDA začela zniževati že v drugem četrtletju in je julija medletno znašala 2,2%, kar kaže na zmanjšanje inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja, to pa je skladno tudi z nekoliko nižjo gospodarsko rastjo v letošnjem letu v primerjavi z lanskim.

Predpostavki o rasti cen v evroobmočju in v ZDA sta bili popravljeni navzgor zaradi prisotnosti nekaterih inflacijskih dejavnikov v mednarodnem okolju, v evroobmočju pa tudi povečevanja stroškovnih pritiskov na cene. Zvišanje predpostavljene inflacije v evroobmočju na 2,0% za leto 2007 je predvsem posledica višjih cen energentov ter vztrajne rasti cen hrane na svetovnem trgu. Medtem ko so v letu 2007 poleg visokih cen surovin inflacijski pritiski izhajali tudi s strani posrednih davkov, se prihodnje leto pričakuje več pritiskov na cene s strani stroškov dela, postopnega večanja dobičkov podjetij in vse bolj izkoriščenih proizvodnih zmogljivosti, na drugi strani pa naj bi se umirila rast cen surovin. Predpostavka o višini inflacije v ZDA je zvišana še bolj izrazito kot tista za evroobmočje. V letošnjem letu je višja predpostavka o inflaciji v ZDA predvsem posledica visoke inflacije iz prvih sedmih mesecev, poleg tega pa so bile višje tudi cene energentov in ostalih surovin, predvsem hrane. Pričakovanja o bolj umirjeni rasti cen v ZDA v naslednjih letih so skladna tudi z umirjanjem rasti cen na surovinskih trgih, podobno kot to velja za inflacijo evroobmočja. Tudi predpostavka o rasti cen pri proizvajalcih v Nemčiji je zvišana zaradi višje inflacije v prvih sedmih mesecih. Ob ugodni konjunkturi v Nemčiji ter odsotnosti šokov na surovinskih trgih bo ostala rast cen pri proizvajalcih v Nemčiji v naslednjih dveh letih domala nespremenjena v primerjavi z letom 2007.

V prvi polovici leta je ECB nadaljevala s postopnim dvigovanjem obrestnih mer, medtem ko ameriški sistem centralnih bank ključne obrestne mere ni spreminjal. ECB je letos do septembra dvakrat dvignila obrestno mero, marca in junija, obakrat za 0,25 odstotne točke. Ključna obrestna mera refinanciranja je tako septembra letos znašala 4,0%. Federal Reserve je ključno obrestno mero Federal Funds nazadnje zvišal na 5,25% junija 2006. Pričakovanja tržnih udeležencev glede gibanja ključne obrestne mere v ZDA so se letos zelo spreminjala. Po širjenju težav v zvezi z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili je avgusta na trgu prevladalo prepričanje, da bo obrestna mera Federal Funds do konca leta najverjetneje nekoliko znižana. Do znižanja je prišlo septembra, ko je Federal Reserve ključno obrestno mero spustil na 4,75%. V projekcijah je upoštevana tehnična predpostavka, da se bodo obrestne mere evroobmočja v prihodnje gibale v skladu s pričakovanji finančnih trgov, ki so prevladovala v začetku septembra 2007.

Evro je do ameriškega dolarja letos do septembra pretežno apreciral, za obdobje projekcij pa predpostavljena medvalutna razmerja ostajajo nespremenjena. Na apreciacijo EUR do USD so letos vplivali predv-

Slika 2.4: Devizni tečaj EUR/USD in centralnobančni obrestni meri



Vir: ECB, Federal Reserve.

sem ugodnejši kazalniki gospodarske rasti v evroobmočju kot v ZDA, poleg tega je približno do maja na trgu prevladovalo prepričanje, da se bo obrestni razmik širil v korist evra. Gibanje valutnega para EUR/USD je bilo letos precej volatilno in pod vplivom spreminjajočih se obetov glede gospodarskih razmer v evroobmočju in ZDA ter s tem povezanimi pričakovanji glede sprememb obrestnih mer.

3 Gospodarska gibanja in trg dela

Bruto domači proizvod se je v prvi polovici leta 2007 povečal za 6,5%, projekcije pa nakazujejo na postopno zmanjševanje gospodarske aktivnosti v obdobju projekcij na raven dolgoročnega povprečja.[4] Gospodarska rast je bila v prvi polovici 2007 precej višja od pričakovane, kar je vplivalo tudi na projekcije celoletne rasti. Občutni popravki projekcij o gospodarski rasti navzgor so predvsem posledica visoke dinamike investicijske porabe. Poleg tega se bo nadaljeval visok izvozni cikel, saj bo v skladu s predpostavkami gospodarska rast v državah, ki so pomembnejše gospodarske partnerice Slovenije, še naprej ugodna. K vzdrževanju visoke ravni domačega trošenja bodo poleg spodbud iz zunanjega okolja prispevali še vedno dokaj ugodni pogoji financiranja, visoka raven zaupanja v industriji in gradbeništvu, visoki dobički, v 2007 spremenjena davčna zakonodaja, ki podpira visoko rast razpoložljivega dohodka, ter zmanjševanje brezposelnosti. Projekcije ob tem kažejo, da se bo rast BDP v naslednjih dveh letih umirila, kar je skladno z upočasnitvijo tekoče dinamike v drugem četrtletju in s predhodnimi projekcijami. Pričakovana rast, nekaj nad 4% v naslednjih dveh letih, bo podobna kot znaša ocenjena rast dolgoročnega trenda. Takšna rast bo še naprej omogočala proces realne konvergence proti razvitejšim državam EU, saj bo

Tabela 3.1 Aktivnost, zaposlenost in plače

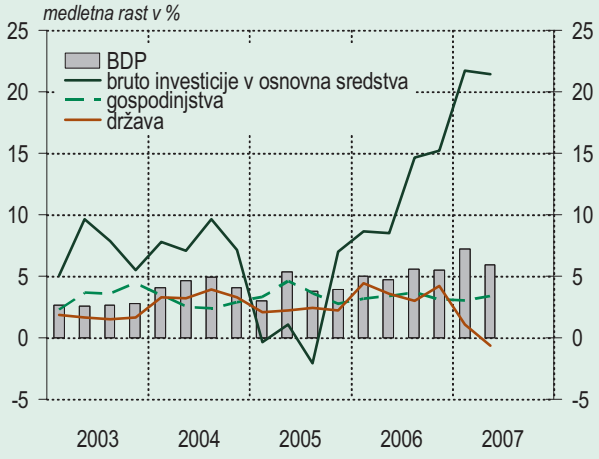
						Projekcije					
						2007		2008		2009	
	2002	2003	2004	2005	2006	**okt**	Δ	**okt**	Δ	**okt**	Δ
	realne stopnje rasti v %										
Realni BDP	3,7	2,8	4,4	4,1	5,7	**5,7**	1,1	**4,4**	0,0	**3,9**	-0,1
Zaposlenost	1,5	-0,2	0,4	0,7	1,2	**2,2**	1,1	**0,5**	-0,1	**0,3**	-0,2
Neto plače	2,1	1,8	0,8	3,6	2,6	**5,0**	1,0	**3,3**	0,5	**3,0**	0,3
Bruto plače	2,1	1,9	1,0	2,2	2,3	**3,0**	0,3	**3,3**	0,5	**3,0**	0,3
Produktivnost	2,2	3,0	4,0	3,4	4,5	**3,5**	-0,1	**3,9**	0,1	**3,6**	0,1

Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, marec 2007.
Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.

[4] Projekcije so bile narejene na podlagi podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 12. septembra 2007. Ker objavljeni podatki SURS o nacionalnih računih na letni ravni za obdobje 2000-2006 ter četrtletni podatki do 2. četrtletja (objava 10. september 2007) med seboj niso skladni, prav tako pa četrtletni podatki niso usklajeni z revidiranimi podatki o plačilni bilanci, so ob naslednjih objavah statistike nacionalnih računov (predvidoma decembra 2007) možna večja odstopanja od trenutno znane dinamike in ravni podatkov iz nacionalnih računov.

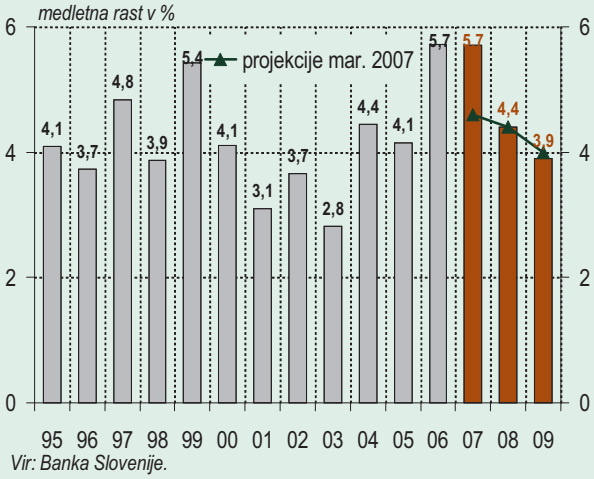
Projekcije makroekonomskih dejavnikov, predstavljene v tem Poročilu o cenovni stabilnosti, temeljijo na predpostavkah o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja in na nekaterih domačih dejavnikih, ki so pogojeni z odločitvami ekonomskih politik. Domači dejavniki, ki so pod vplivom ekonomskih politik in so eksogeno vključeni v proces izdelave napovedi, so trošenje in investiranje javnega sektorja, plače v javnem sektorju, gibanje nadzorovanih cen ter nekatere druge spremenljivke fiskalne narave. Vrednosti predpostavk, uporabljene v projekcijah, niso enake predpostavkam, ki jih v svojih projekcijah uporablja ESCB.

Slika 3.1: Domače povpraševanje in BDP



Vir: SURS; preračun Banka Slovenije.

Slika 3.2: Projekcije rasti BDP



Vir: Banka Slovenije.

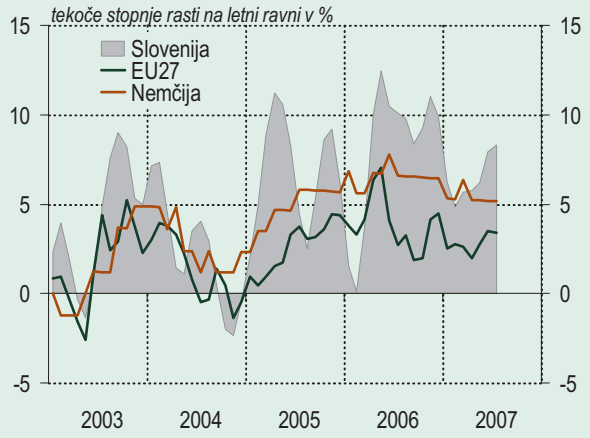
rast BDP v Sloveniji v primerjavi z gospodarsko rastjo v starih članicah EU hitrejša. Hkrati bo po pričakovanjih takšna rast BDP vzdrževala gospodarsko aktivnost in agregatno povpraševanje nad ponudbenim potencialom kar pomeni pozitivno proizvodno vrzel in pritiske na rast cen v celotnem obdobju projekcij.

Struktura rasti dodane vrednosti je v prvi polovici leta ostala domala nespremenjena glede na lansko leto. Največji pospešek rasti dodane vrednosti je bil tako kot v letu 2006 dosežen v gradbeništvu, finančnem posredništvu ter v trgovini in predelovalni dejavnosti. Obseg industrijske proizvodnje se je v prvi polovici leta povečal kar za 8,6%. Tako visoka rast je precej odstopala od tiste v evroobmočju, vendar se je v drugem četrtletju umirjala enako kot v tujini. Struktura gospodarske rasti kaže na ugoden gospodarski cikel doma in v tujini, saj so močan pospešek rasti dodane vrednosti zabeležila tako podjetja, ki so vezana predvsem na domače povpraševanje kot podjetja, ki proizvajajo pretežno za tuje trge.

Domače povpraševanje bo predvidoma ostalo gonilo gospodarskega cikla v letošnjem letu, ocene pa kažejo tudi na zmeren porast ponudbenega potenciala. K ohranjanju pomembnega prispevka domačega povpraševanja h gospodarski rasti bo tudi v letu 2007 doprinesla relativno hitra rast investicij. Med komponentami domačega trošenja so v prvi polovici 2007 najhitreje rasle investicije na področju nestanovanjske gradnje, ki so deloma zaradi nizke osnove iz 2006 in ugodnih vremenskih razmer v prvem četrtletju ter visoke investicijske aktivnosti državnih podjetij v povprečju porasle za 30,1%. Na močno investicijsko trošenje v prvi polovici leta 2007 so kljub postopnemu višanju obrestnih mer vplivali še vedno relativno ugodni pogoji financiranja, pričakovana rast domačega in tujega povpraševanja, nekateri enkratni dogodki ter predhodno pričakovan konec prehodnega obdobja znižane stopnje DDV za stanovanjsko gradnjo in obnovo stanovanj ob koncu leta 2007.[5] Hitra rast investicij bo hkrati s pričakovano visoko rastjo zaposlovanja še naprej deloma prispevala k povečevanju obsega ponudbenih

[5] Evropska Komisija je sicer v začetku julija 2007 ugodila prošnji Slovenije in nekaterih drugih novih držav članic, da se obdobje uporabe znižane stopnje davka na dodano vrednost (DDV) za gradnjo, obnovo in vzdrževanje stanovanjskih objektov, ki se ne opravljajo v okviru socialne politike, podaljša s prej določenega roka 31. 12. 2007 na 31. 12. 2010. Slovenija je prošnjo za ohranitev 8,5% stopnje DDV od gradnje, obnove in vzdrževanja stanovanjskih objektov, ki si jo je izposlovala v pristopnih pogajanjih z EU, na Komisijo naslovila konec marca 2007. Po sedanji veljavni ureditvi bi morali prodajalci novogradenj v letu 2008 začeti obračunavati DDV v višini 20% in ne več po znižani, 8,5% stopnji. V skladu z direktivo EU o DDV je mogoče znižano stopnjo DDV uporabljati le za gradnjo stanovanj v okviru socialne politike, ne pa tudi za ostala stanovanja. Predlog Evropske komisije za triletno podaljšanje obstoječih odstopanj za posamezne države članice, vključno za Slovenijo, mora soglasno odobriti še Svet EU. Omenjeno podaljšanje obdobja, v katerem je mogoča uporaba znižane stopnje DDV, se nanaša tudi na storitve, povezane s pripravo jedi.

Slika 3.3: Industrijska proizvodnja

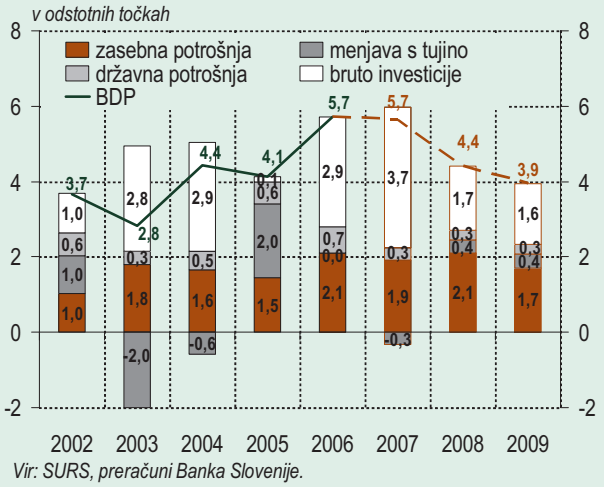


Vir: Eurostat; preračuni Banka Slovenije.

zmogljivosti gospodarstva, kar daje osnovo za vztrajnejšo in vzdržno gospodarsko rast tudi na srednji rok. Kljub temu pa je potrebno upoštevati, da je dobršen del porasta zaposlenosti in pospeška pri investicijah ciklične narave, kar zgolj poglablja gospodarski cikel in da bo postopoma prišlo do obrata v dinamiki teh dejavnikov, ko se bo gospodarska aktivnost ponovno vrnila na raven ponudbenega potenciala. V letu 2007 bo prispevek menjave s tujino negativen, medtem ko je bil v preteklem letu nevtralen. Izvoz bo ob nekoliko manjšemu tujemu povpraševanju, predvsem zaradi visoke rasti v prvi polovici leta, rasel hitreje kot lani. Na drugi strani se bo rast uvoza, skupaj z visoko domačo porabo in skladno z visoko uvozno komponento izvoza, nekoliko pospešila.

Do konca obdobja projekcij se bo prispevek domačega povpraševanja k agregatnemu povpraševanju zmanjšal. Kljub zmanjšanju bo v obdobju 2007-2009 domače povpraševanje k oblikovanju agregatnega povpraševanja še naprej prispevalo večinski delež, prispevek menjave s tujino pa bo v povprečju pozitiven. Zmanjšanje prispevka domače porabe bo v največji meri posledica ohlajanja investicijskega trošenja po močnem povečanju celotnih investicij v 2007.

Slika 3.4: Prispevki komponent trošenja k rasti BDP



Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.

Trošenje gospodinjstev se je v prvi polovici 2007 povečalo za 3,2% medletno, solidna rast pa se pričakuje tudi v prihodnje. Prispevek porabe gospodinjstev h gospodarski aktivnosti se bo v obdobju projekcij v primerjavi s prispevkom iz 2006 malenkostno zmanjšal. Rast trošenja gospodinjstev se je v drugem

Tabela 3.2 Komponente domačega povpraševanja

						Projekcije					
						2007		2008		2009	
	2002	2003	2004	2005	2006	**okt**	Δ	**okt**	Δ	**okt**	Δ
	realne stopnje rasti v %										
Domače povpraševanje	2,6	4,8	4,9	2,2	5,7	**6,2**	1,7	**4,0**	0,1	**3,4**	-0,4
Zasebna potrošnja	1,8	3,5	3,0	2,9	4,0	**3,8**	0,3	**4,0**	0,6	**3,4**	0,2
Potrošnja države	3,4	1,9	3,1	3,2	4,4	**1,7**	-1,5	**1,9**	-0,8	**1,5**	-1,2
Bruto investicije	3,8	10,2	10,5	0,4	9,9	**13,5**	7,5	**5,5**	0,1	**4,8**	-0,4

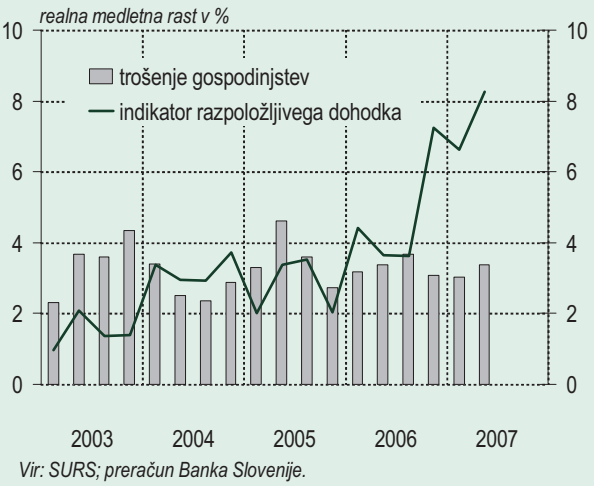
Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, marec 2007.
Vir: Banka Slovenije.

četrtletju nekoliko pospešila in je bila v prvi polovici leta le nekoliko nižja od pričakovanj. Relativno visoka rast trošenja gospodinjstev se v prihodnje pričakuje predvsem zaradi razmer na trgu dela, ki povečujejo optimizem potrošnikov. Kazalci zaupanja potrošnikov so namreč v prvi polovici leta dosegali najvišje ravni v zadnjih nekaj letih, izboljševanje pričakovanj za prihodnja gospodarska dogajanja pa se je v poletnih mesecih nekoliko zaustavilo. Na visoko raven trošenja gospodinjstev utegnejo še naprej, vendar v vedno manjši meri, vplivati tudi relativno ugodni pogoji kreditiranja. Kljub temu bodo nekatere pričakovane spremembe na davčnem področju ter predpostavljeno zaostrovanje pogojev financiranja preprečevale presežno trošenje prebivalstva. Predvidena hitrejša rast cen bo omejevala tudi realni razpoložljivi dohodek in s tem rast trošenja gospodinjstev. Ob tem pomemben dejavnik tveganja tokratnih projekcij trošenja gospodinjstev predstavlja predvsem obseg morebitnega prenosa višje rasti cen v plače. Prebivalstvo bo k dolgoročnejšim oblikam varčevanja tudi v prihodnje spodbujalo že uvedene institucionalne spremembe na področju pokojninskega zavarovanja ter nove alternativne oblike varčevanja.

Rast trošenja gospodinjstev v zadnjem letu zaostaja za dokaj hitro rastjo razpoložljivega dohodka. Rast razpoložljivega dohodka naj bi tudi v prihodnje ostala na visoki ravni, velik del njegovega pospeška pa je vezan na rast zaposlenosti in na učinke davčne reforme. Obseg razpoložljivega dohodka se letos povečuje tako zaradi rasti povprečnih prejemkov kot zaradi hitre rasti zaposlenosti. Čeprav so se v začetku leta 2007 zaradi spremenjene davčne zakonodaje občutno povečale neto plače, ki predstavljajo večinski delež razpoložljivega dohodka, so nekatere ostale komponente razpoložljivega dohodka rasle dokaj umirjeno. Ker so pri tem neto plače najbolj porasle v višjih dohodkovnih razredih s praviloma nižjo mejno nagnjenostjo k trošenju, njihovo povečanje ni imelo pomembnejšega vpliva na trošenje gospodinjstev. Število prejemnikov dohodkov v gospodinjstvih se je v prvi polovici leta povečalo predvsem zaradi hitre rasti zaposlenosti. Medtem, ko je v prvi polovici leta število prejemnikov pokojnin naraslo za okoli 7.000 oziroma za slab 1,5%, se je močno zmanjšalo število prejemnikov nadomestil za brezposelne, za okoli 16.000, in prejemnikov raznih denarnih socialnih pomoči, za približno 11.000. Ker velik del povečevanja zaposlenosti v letošnjem letu izvira iz dodatnega zaposlovanja tuje delovne sile, se povečanje razpoložljivega dohodka v dokaj veliki meri ne odraža v trošenju gospodinjstev. Po oceni je obseg realnega razpoložljivega dohodka v prvi polovici leta 2007 porasel za okoli 7,5%, kar je precej več od povprečne rasti, nekaj pod 5% v 2006. Na povečano rast razpoložljivega dohodka v prihodnjih letih v primerjavi s predhodnimi projekcijami vpliva predvsem hitrejša rast plač v javnem sektorju.

Trošenje gospodinjstev bo po osnovnih projekcijah tudi v prihodnje zaostajalo za rastjo BDP ter ostalo stabilno, tako da naj ne bi bilo dejavnik dodatnih pritiskov na inflacijo. Med dejavniki, ki najpomembneje vplivajo na trošenje gospodinjstev, predstavlja največje tveganje še ne docela definiran sklop ukrepov na davčnem področju (npr. davek na nepremičnine, DDV) na eni strani ter že realizirana rast cen, ki bi lahko spodbudila dodatna usklajevanja plač, ob zatečeni rasti plač, ki jo omogoča trenutna ugodna konjunktura. Ker je rast pokojnin v sredini leta 2005 postala vezana na bruto plače predstavlja tveganje za uresničitev napovedi trošenja gospodinjstev tudi razpoložljivi dohodek iz naslova pokojnin.

Slika 3.5: Trošenje gospodinjstev in razpoložljivi dohodek



Vir: SURS; preračun Banka Slovenije.

Po razpoložljivih podatkih o prihodnjem gibanju državne porabe, naj bi bil prispevek trošenja države k skupnemu povpraševanju v celotnem obdobju projekcij nižji od povprečja iz zadnjih nekaj let. Opazna je umiritev končne porabe države v prvi polovici 2007, ki je znašala le 0,2% in je bila predvsem posledica nižjih izdatkov za kolektivno potrošnjo. Zaradi relativno visoke dinamike v lanskem letu je bila predpostavka o porabi države za letos popravljena navzdol, razlika glede na predpostavko iz predhodnih projekcij pa znaša 1,5 odstotne točke. Tudi v letih 2008 in 2009 je predpostavka realnega trošenja države glede na predhodne projekcije znižana in kaže na še naprej zelo umirjeno rast trošenja države. Tako naj bi se v prihodnjih dveh letih rast porabe države ustalila na ravni pod 2%. Pri tem se je zmanjšala nominalna rast porabe države v 2007, medtem ko se je predpostavka o nominalni porabi države v 2008 zaradi predvidenih višjih izdatkov za plače nekoliko povečala.

Za oceno učinkovanja fiskalne politike na gospodarski cikel sta ključnega pomena gibanje strukturnega primanjkljaja javnih financ ter pregledna slika investicijskih programov, ki so pod nadzorom države. Kakšen bo dejanski strukturni primanjkljaj[6] javnega sektorja v letošnjem letu, je še nejasno. Javnofinančna gibanja so letos pod vplivom visokega gospodarskega cikla, zaradi česar se bodo povečali prihodki glede na predpostavke iz proračuna in znižal javnofinančni primanjkljaj. Ministrstvo za finance v Programu stabilnosti iz decembra 2006 navaja, da je srednjeročni cilj javno-finančne politike doseganje strukturnega primanjkljaja države v višini 1% BDP, kar naj bi Slovenija dosegla v letu 2009. Program stabilnosti je za letošnje leto predvideval ohranjanje strukturnega primanjkljaja na lani doseženi ravni 1,7% BDP. Po zadnjih ocenah ministrstva za finance naj bi letos država izkazala primanjkljaj v višini 0,6% BDP, kar je precejšnje izboljšanje v primerjavi z načrtovanimi 1,5% BDP v Programu stabilnosti in v letošnji aprilski notifikaciji. Novi uradni izračuni o gibanju strukturnega primanjkljaja bodo predvidoma objavljeni šele v novem Programu stabilnosti ob koncu leta. Po grobi oceni, ob predpostavki, da raven BDP presega raven ponudbenega potenciala za od 1 do 1,5 odstotne točke, bi strukturni primanjkljaj salda javnih financ v letu 2007 lahko znašal med 1,1 in 1,5% BDP.[7] V danih razmerah gospodarskega cikla bi bilo potrebno izvajati še bolj izrazito proticiklično fiskalno politiko in poleg zaviralnega učinkovanja na inflacijo ustvarjati rezerve za spodbujanje gospodarske aktivnosti, ko se leta upočasni. Nominalna rast potrošnje države je v letošnjem letu nizka predvsem zaradi nizke rasti sredstev za plače. Z načrtovanim porastom plač v javnem sektorju v naslednjem letu se bo po ocenah trošenje države povišalo. Negotovost predstavlja tudi načrtovano financiranje železniške infrastrukture, izven sektorja države pa še posebej infrastrukturni projekti pod nadzorom vlade (npr. investicije DARS-a), ki v letošnjem letu z izrednim pospeškom investiranja deluje izrazito prociklično.

Bruto investicije v osnovna sredstva so se v prvi polovici 2007 povečale za 21,6%, kar občutno presega ocene iz spomladanskih projekcij. Dinamika investicijske dejavnosti je bila močna že v lanskem letu in se je ob začetku letošnjega leta še pospešila. Pri tem so bile najhitreje rastoče komponente investicij v osnovna sredstva nestanovanjska in stanovanjska gradnja ter investicije v transportno opremo. Visoka rast investicij na področju nestanovanjske gradnje je bila v začetku leta deloma posledica ugodnih vremenskih razmer, ki so pospešile predvsem že sicer v letošnjem letu načrtovano gradnjo avtocest. Investicije na tem področju so hitro rasle tudi zaradi izgradnje objektov, namenjenih trgovinski dejavnosti, ter izgradnje in obnove objektov v okviru priprav na predsedovanje Slovenije EU v prvi polovici 2008. Visoka dinamika investicij v stanovanjsko gradnjo je bila deloma posledica visokega povpraševanja deloma pa posledica medčasovne menjave oziroma povečane gradnje stano-

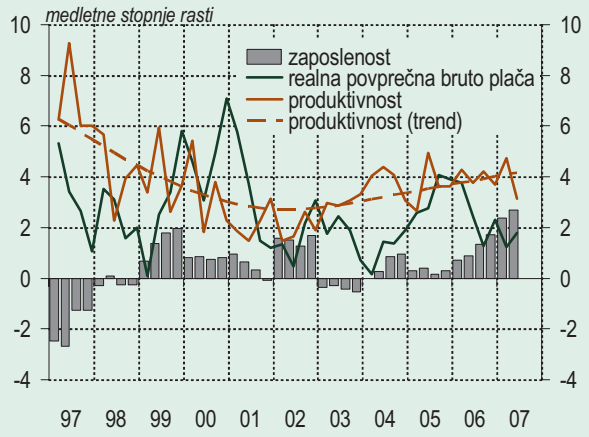
[6] Strukturni primanjkljaj je primanjkljaj, prilagojen za vplive gospodarskega cikla ter enkratne in začasne ukrepe na položaj sektorja države, ki predstavljajo prehodne vplive na javnofinančna gibanja in lahko zakrivajo poslabševanje/izboljševanje dejanskega javnofinančnega položaja.
[7] Upoštevana je v tej publikaciji uporabljena ocena proizvodne vrzeli ob predpostavljeni elastičnosti javnofinančnega salda na gospodarsko aktivnost v višini 0.5%. Glej Cajner: Cyclically adjusted budget balances in Slovenia (Banka Slovenije: Prikazi in analize, 2005).

vanj pred predvidenim prenehanjem prehodnega obdobja uporabe nižje stopnje DDV, ki naj bi se po pričakovanjih iz pričetka leta iztekla ob koncu 2007. Kljub podaljšanju prehodnega obdobja se tudi v prihodnje pričakuje dokaj visoka dinamika rasti investicij v stanovanjsko gradnjo. Takšna predvidevanja med drugim potrjujejo kazalniki izdanih gradbenih dovoljenj za gradnjo stanovanj, ki so poleg tega v prvi polovici leta izkazovali visoko rast tudi na področju objektov, namenjenih gostinski dejavnosti. Čeprav so skupne investicije v opremo v prvi polovici leta medletno porasle za 17%, so pri tem najhitreje rasle investicije v transportno opremo. Hitra rast investicij v transportno opremo v prvi polovici leta 2007 je bila vsaj deloma pogojena z nekaterimi enkratnimi transakcijami, predvsem nakupom letal v drugem četrtletju. Nekoliko bolj umirjeno rast investicij v transportno opremo je ob tem pričakovati v prihodnje.

Najhitreje rastoča komponenta bruto investicij v osnovna sredstva bodo po pričakovanjih investicije v nestanovanjske objekte. Kljub nekoliko povečanim investicijam v stroje in opremo zaradi ugodne konjunkture in visoke ravni izkoriščenosti proizvodnih kapacitet ter nadaljevanju visoke rasti investicij v stanovanjske zgradbe bodo ob visoki investicijski porabi države za izgradnjo cestne infrastrukture najvišje stopnje rasti izkazovale investicije v nestanovanjske objekte. Rast investicij v zgradbe in objekte bo po pričakovanjih v prihodnje sicer nekoliko počasnejša kot v prvi polovici leta, na kar nakazujejo rezultati anket o poslovnih tendencah v gradbeništvu v zadnjih mesecih. Rast investicij države ter investicij javnih podjetij pod državnim nadzorom (predvsem DARS-a) se bo v prihodnjih letih po pričakovanjih postopno umirjala. Predpostavljena rast realnih investicij države znaša 5,6%, 6,3% ter 4,3% v letih 2007, 2008 in 2009. Na investicije zasebnega sektorja bo tudi v prihodnje ugodno vplivala hitra rast izvoza, spodbujalo pa jih bo tudi postopno zmanjševanje stopnje davka na dobiček, ki se iz 25% stopnje v 2006 do leta 2010 postopno znižuje na 20%. Na drugi strani bodo v naslednjih letih investicijsko porabo omejevali predvsem nekoliko bolj umirjena konjunktura v tujini, pričakovano zaostrovanje pogojev financiranja, še posebej zaradi povečanih premij za tveganje ob zadnjih dogodkih na finančnih trgih ter odprava olajšav za investicije pri obračunu davka na dobiček, ki je začela veljati z začetkom letošnjega leta.

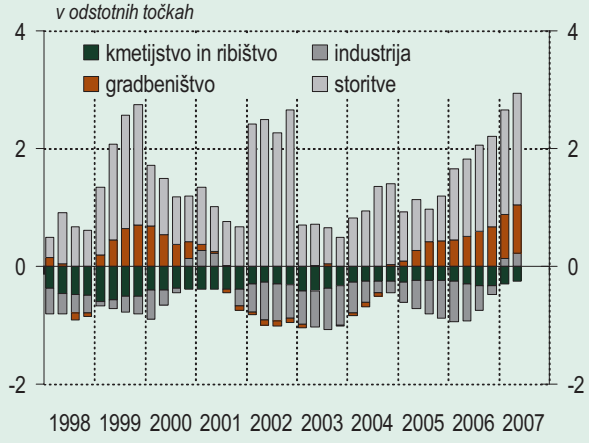
Vse večja izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti je poleg hitre rasti investicij pospešila tudi rast zaposlenosti v prvi polovici 2007. Podjetja v predelovalni dejavnosti, ki je v letu 2006 predstavljala okoli 88% industrije oziroma 21% celotnega BDP, so tudi med letom 2007 poročala o povečevanju izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti, tako človeških kot tehnoloških. V tem obdobju je tudi vse manj podjetij navedlo, da razpolagajo z ustreznimi proizvodnimi zmogljivostmi glede na pričakovano pov-

Slika 3.6 : Produktivnost, zaposlenost in realna povprečna bruto plača



Vir: SURS; preračun Banka Slovenije.

Slika 3.7 : Prispevki posameznih dejavnosti k rasti zaposlenosti

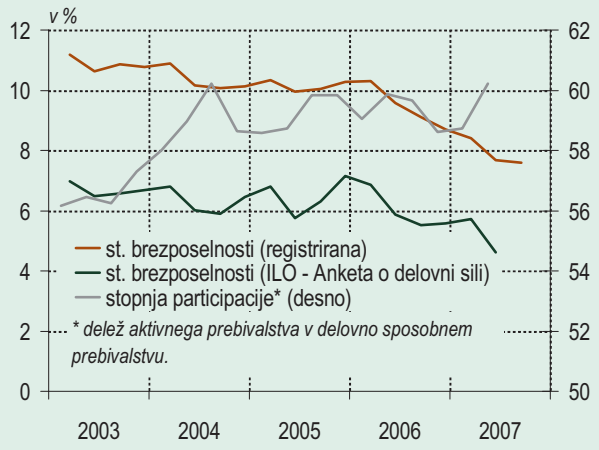


Vir: SURS - nacionalni računi; preračuni Banka Slovenije.

praševanje v naslednjih dvanajstih mesecih. Posledično so podjetja bistveno povečala zaposlovanje, ki je v prvi polovici leta 2007 doseglo visoko, 2,5% medletno rast.

Večina neto novih delovnih mest je bila tudi v letu 2007 ustvarjenih v sektorjih storitev in gradbeništva. V prvi polovici leta je medletna rast zaposlenih v sektorju storitev dosegla 4,7%, v gradbeništvu pa 10,1%. Od prvega četrtletja 2007 se je začela povečevati tudi zaposlenost v industriji, ki se je sicer v celotnem obdobju po osamosvojitvi zmanjševala, še posebej v delovno intenzivnih panogah. V prvi polovici leta se je nadaljevalo tudi zmanjševanje zaposlenosti v kmetijstvu in ribištvu. V tem obdobju se je nadaljeval trend povečevanja deleža zaposlenih za določen čas in za delovni čas krajši od polnega, ki sta v drugem četrtletju 2007 dosegla 17,8% oziroma 9,3% rast.

Slika 3.8: Stopnja brezposelnosti in stopnja participacije



Vir: SURS, Anketa o delovni sili.

Skladno z ugodnim gospodarskim ciklom in naraščanjem zaposlenosti se na trgu dela nadaljuje tudi trend zmanjševanja brezposelnosti iz leta 2006. Stopnja brezposelnosti po Anketi o delovni sili in registrirana stopnja brezposelnosti sta se tudi v drugem četrtletju 2007 bistveno zmanjšali na zgolj 4,6% oziroma 7,6%. Zmanjševanje brezposelnosti in povečevanje zaposlenosti lahko spodbudi določeni del neaktivnega prebivalstva, da aktivno vstopi na trg dela, kar bi prispevalo k povečevanju stopnje aktivnega prebivalstva. Rekordno nizke stopnje brezposelnosti pa so odraz zaostrenih razmer na trgu dela, kar praviloma omogoča povečano pogajalsko moč sindikatov v procesu pogajanja za plače.

V obdobju projekcij naj bi rast števila zaposlenih postala bolj zmerna, skladno z umiritvijo gospodarskega cikla. Največja umiritev se pričakuje v sektorjih, kjer se je zaposlenost najbolj povečevala pod vplivom gospodarskega cikla. Izpostaviti velja predvsem gradbeništvo, deloma pa tudi dejavnosti prometa in posredovanja nepremičnin, ki sta v prvi polovici 2007 zabeležila v povprečju 5,4% oziroma 6,9% medletno rast. Pričakovati je, da se bo zaposlenost zmanjšala predvsem na račun zmanjšanja zaposlenih s pogodbami za določen čas, ki predstavljajo „fleksibilni" segment trga dela oziroma tisti segment trga dela, ki je najbolj odziven na spremenjene razmere na trgu dela. Na kratek rok pa indikatorji gospodarske klime o zaposlovanju v prihodnjih treh mesecih ostajajo še naprej zelo ugodni, še posebej v trgovini na drobno in v gradbeništvu. Močno se je v zadnjem letu povečalo tudi število podjetjih v predelovalni dejavnosti, ki pričakuje dodatno zaposlovanje v naslednjih treh mesecih.

Poleg nizke brezposelnosti tudi drugi indikatorji kažejo na vedno bolj zaostrene razmere na trgu delovne sile. Od začetka leta 2006 vse večje število podjetij poroča o pomanjkanju delovne sile, predvsem pa ustrezno izobražene delovne sile. V kolikor bi podjetja lahko črpala dodatno delovno silo iz povečevanja aktivnega prebivalstva (na osnovi povečevanja delovno sposobnega prebivalstva ali pa povečanja stopnje participacije na trgu dela), bi lahko ta dodatna razpoložljiva delovna sila nekoliko umirila plačne pritiske. Medletna stopnja rasti aktivnega prebivalstva je od začetka 2006 v povprečju znašala zgolj 0,7%, kar je ob ugodnem gospodarskem ciklu lahko indikator zaostrenih razmer na trgu dela. Pri tem so k povečevanju ponudbe dela v največji meri prispevale migracije, še posebej v sektorjih z največjim pomanjkanjem delovne sile. Dodatna indikatorja razmer na trgu dela sta še število prostih delovnih mest na brezposelnega in število nezasedenih prostih delovnih mest. Število prostih delovnih mest na brezposelnega se je od začetka 2006

povečalo za 0,5 na 1,3 v drugem četrtletju 2007, deloma zaradi večjega števila prostih delovnih mest in deloma zaradi zmanjšanja števila brezposelnih oseb. Hkrati se je od začetka 2006 tudi več kot podvojilo število prijavljenih prostih delovnih mest pri Zavodu Republike Slovenije za zaposlovanje, ki so ostala nezasedena. V avgustu je bilo

Slika 3.9 : Pomanjkanje delavcev, gibanje aktivnega prebivalstva

Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.

teh nezasedenih prostih delovnih mest 9.830 oziroma polovica vseh razpisanih prostih delovnih mest. Porast deleža nezasedenih prostih mest obenem kaže tudi na neskladnost povpraševanja po delu s ponudbo dela, predvsem glede izobrazbene strukture iskalcev dela. Podatki Eurostata kažejo, da je večina nezasedenih delovnih mest najavljena v dejavnostih gradbeništva, posredovanja nepremičnin, trgovine in kmetijstva.

Povečano zaposlovanje se je odrazilo v povečani rasti skupnih realnih stroškov dela, razpoložljivi podatki o rasti stroškov dela na enoto proizvoda v povprečju prvega polletja pa še ne kažejo na pritiske na inflacijo – tudi, ko se izloči elemente produktivnosti vezane na ciklično aktivnost. Zaradi visokega cikla gospodarske aktivnosti, ki povečuje proizvod na zaposlenega, ter zaradi visokih deflatorjev, so vsi realni indikatorji stroškov dela na enoto proizvoda v prvi polovici leta 2007 nizki oziroma v precejšnji meri negativni. To pomeni zaostajanje stroškov dela za produktivnostjo. Tabela 3.3 pri-

Tabela 3.3 Stroški dela

	2002	2003	2004	2005	2006	07Q1	07Q2
	medletna rast v %						
Povprečna realna bruto plača na enoto proizvoda+	-0,2	-1,4	-2,7	-0,4	-1,5	-3,5	-1,4
Realna sredstva za zaposlene na enoto proizvoda+*	-0,7	-1,8	-0,8	-2,8	-0,6	-4,6	-1,5
Povprečna realna bruto plača v predelovalnih dejavnostih na enoto proizvoda+	1,3	-1,4	-2,5	-0,9	-5,0	-7,8	-5,7
Realni stroški dela na enoto proizvoda+**	-0,6	-1,6	-0,7	-2,6	-1,2	-5,2	-2,1
Povprečna bruto plača (nominalno)	9,8	7,6	4,6	4,9	4,8	5,4	5,6
Povprečna bruto plača v zasebnem sektorju (nominalno)	9,5	7,8	5,3	5,4	5,3	6,4	6,3
Povprečna bruto plača v javnem sektorju (nominalno)	11,6	6,7	2,7	3,3	3,4	3,5	4,6
Stroški dela na zaposlenega* / produktivnost**	7,1	3,9	2,5	-1,2	1,8	-0,4	2,6
Stroški dela na zaposlenega* / 10-letno povprečje produktivnosti**	5,3	3,3	2,7	-1,2	2,1	0,7	2,0
Povp. sredstva za zaposlene / produktivnost (nacionalni računi)	6,4	5,0	3,6	1,5	1,2		
Povp. sredstva za zaposlene / 10-letno povprečje produktivnosti (nacionalni računi)	4,9	4,7	4,2	1,9	2,0		

+ Pri deflacioniranju je uporabljen deflator BDP.
** Sredstva za zaposlene vključujejo bruto plače (SURS), ostale prejemke iz delovnega razmerja (AJPES) ter socialne prispevke delodajalcev (MF).*
*** Stroški dela vključujejo bruto plače (SURS), ostale prejemke iz delovnega razmerja (AJPES), ter socialne prispevke delodajalcev in davek na izplačane plače (MF).*
**** Stroški dela vključujejo bruto plače (SURS) in ostale prejemke iz delovnega razmerja (AJPES).*
Vir: SURS, AJPES, Ministrstvo za finance Republike Slovenije; preračun Banka Slovenije

kazuje še posebno močno zaostajanje realne rasti stroškov dela glede na enoto proizvoda v industriji, za več kot 6 odstotnih točk, zaradi visoke stopnje rasti obsega proizvodnje v prvi polovici leta. Na znižanje realnih stroškov dela na enoto proizvoda nakazujejo tudi podatki za celotno gospodarstvo, v prvi polovici leta za okoli dve odstotni točki medletno. Do izboljšanja je prišlo tudi zaradi postopnega zmanjševanja stopnje davka na izplačane plače. Primerjava rasti nominalnih stroškov dela in rasti povprečne dolgoletne (desetletne) produktivnosti je prikazana z namenom izločitve učinkov gospodarskega cikla na oceno produktivnosti ter izločitve učinkov nihanj v deflatorjih. Ta indikator kaže na inflacijski del stroškov dela, če bi bil gospodarski cikel uravnotežen. Stopnja rasti indikatorja pod dvema odstotkoma v prvem polletju zaenkrat ne nakazuje pomembnejših inflacijskih pritiskov. Kljub temu pa nekateri indikatorji kažejo, da se rast stroškov dela v drugem četrtletju nekoliko povečuje in da je takšna rast hitrejša od rasti istih indikatorjev v predhodnih treh letih. Do hitrega poslabšanja teh indikatorjev v prihodnje lahko pride ob občutnejšem obratu trenutno visoke rasti gospodarske aktivnosti, kot se je zgodilo po letu 1999. Rast bruto plač je letos nekoliko višja kot v lanskem letu, v zadnjih mesecih pa se njihova rast celo pospešuje, pri čemer pa bruto plače ne vsebujejo informacije o ugodnem učinku na stroške dela zaradi zniževanja davka na izplačane plače. Tudi sicer so podatki o stroških dela precej negotovi, saj četrtletni podatki o stroških dela iz nacionalnih računov niso razpoložljivi, precejšnje razlike med podatki o stroških dela, s katerimi razpolagamo na četrtletni in mesečni ravni, ter letnimi podatki iz nacionalnih računov pa so prikazane v tabeli 3.3.

Pogajanja med delodajalci in sindikati v zadnjem četrtletju 2007 bodo ključna za uresničitev plačnih pritiskov v zasebnem sektorju. 20. septembra 2007 se bodo začela pogajanja o Kolektivni pogodbi o načinu usklajevanja plač, povračilu stroškov v zvezi z delom in regresu za letni dopust za leti 2008 in 2009. Ta pogodba zadeva vse zaposlene v zasebnem sektorju, ki ne pripadajo nobeni izmed sklenjenih kolektivnih pogodb dejavnosti. Glede na to, da kolektivne pogodbe dejavnosti neformalno upoštevajo določila Kolektivne pogodbe o načinu usklajevanja plač, povračilu stroškov v zvezi z delom in regresu za letni dopust za leti 2008 in 2009, bo razplet pogajanj med delodajalci in sindikati pomemben za morebitno uresničitev plačnih pritiskov v privatnem sektorju v prihodnje. Za letošnje leto je bila na ravni dejavnosti avgusta za leto 2007 sklenjena večina kolektivnih pogodb med delodajalci in sindikati o povečanju izhodiščnih plač. Pretežni del uskladitvenega zneska za plače je bil realiziran v razponu med 2,5% in 3%, pri čemer podjetja, ki imajo v primerjavi s kolektivno pogodbo že višje plače, teh določil niso bila dolžna upoštevati. Pri uskladitvi plač je bila upoštevana predvsem inflacija, medtem ko se, podobno kot lani, uskladitev iz naslova produktivnosti ne ureja na ravni teh pogodb, ampak na ravni podjetij.

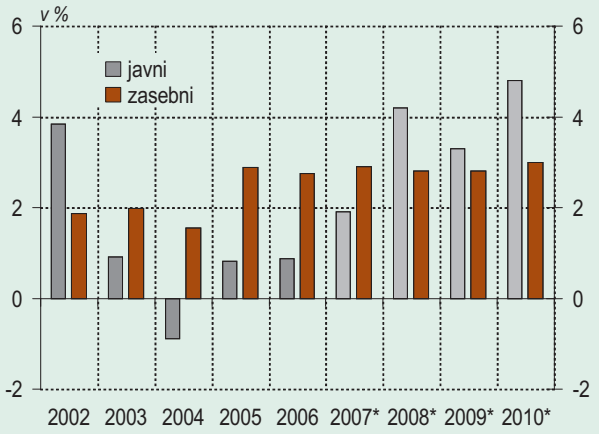
Projekcije kažejo na nekoliko višjo rast realne povprečne bruto plače, tudi zaradi višje rasti bruto plač v javnem sektorju, vendar ostaja predpostavka o plačni politiki nespremenjena glede na zadnja leta. Na osnovi visoke rasti realne povprečne bruto plače in pospešene gospodarske aktivnosti iz začetka leta se v letu 2007 pričakuje 3% rast realne povprečne bruto plače. V preostalem obdobju projekcij se bo rast realne povprečne bruto plače zviševala predvsem zaradi višje rasti realne povprečne bruto plače v javnem sektorju, ki bo prehitevala rast realne povprečne bruto plače v zasebnem sektorju (glej okvir 3.1). Zaradi davčnih sprememb na področju dohodnine bo realna neto plača v letu 2007 rasla občutno hitreje od realne bruto plače, na ravni okoli 5%, v preostalem obdobju projekcij pa je moč pričakovati rast povprečne realne neto plače v skladu z rastjo povprečne realne bruto plače.

Okvir 3.1: Gibanje plač v javnem sektorju v obdobju projekcij

V letu 2008 bo v javnem sektorju predvidoma uveden nov plačni sistem. Zakon o sistemu plač v javnem sektorju je bil sprejet v letu 2002 in je postavil temelje za odpravo plačnih nesorazmerij. Sredi julija letos so vlada in večina sindikatov javnega sektorja parafirali Kolektivno pogodbo za javni sektor. Ta določa orientacijska delovna mesta, dodatke in delovno uspešnost ter tako ureja področje plač za celotni javni sektor. Prehod na nov sistem je načrtovan s 1.1.2008, ko se načrtuje tudi začetek odpravljanja plačnih nesorazmerij. Pred tem pa je potrebno skleniti še panožne kolektivne pogodbe oz. aneks k njim. Osnovne plače v javnem sektorju so se letos uskladile v višini 62% predvidene inflacije, v letih 2008 in 2009 pa je dogovorjena uskladitev v višini polovice predvidene inflacije. Dodatne uskladitve osnovnih plač so predvidene tudi v januarju naslednjega leta, v kolikor inflacija v tekočem letu preseže predvideno stopnjo, in sicer za razliko med pričakovano in dejansko inflacijo. Osnovne plače so se letos julija povišale za dogovorjenih 1,3% in dodatno za 0,45%, vključno s poračunom za mesece od januarja do junija.[1]

Po ocenah vlade bo za odpravo ugotovljenih plačnih nesorazmerij do leta 2010 potrebnih 270 mio EUR, sredstva pa se zbirajo že od leta 2005 dalje. V preteklih nekaj letih je bila uskladitev osnovnih plač praviloma skromna, drug del uskladitve pa je bil namenjen oblikovanju sklada za odpravo nesorazmerij. Tako so se osnovne plače v juliju 2005 uskladile za 2%, medtem ko je bilo za odpravo nesorazmerij namenjenih 0,5%. V letu 2006 in 2007 je redna julijska uskladitev osnovnih plač znašala le 1,3%, medtem ko je bilo za odpravo nesorazmerij namenjenih 1,05% oz. 1,26%. Nesorazmerja v plačah se bodo odpravljala po četrtinah, predvideni pa so naslednji datumi: 1.1.2008, 1.9.2008, 1.9.2009 in 1.3.2010. Po ocenah UMAR-ja bo posledično rast plač v javnem sektorju v letih 2008-2010 višja kot v preteklih letih in tudi višja od rasti plač v zasebnem sektorju (glej sliko). Najvišje povišanje plač je pričakovano v dejavnosti kulture, socialnega varstva in v zdravstvu (predvsem zdravstvena nega), najmanj pa v dejavnosti izobraževanja. Glede na makroekonomske okoliščine parafirana Kolektivna pogodba za javni sektor omogoča hitrejše ali nekoliko počasnejše odpravljanje plačnih nesorazmerij v javnem sektorju.

Slika: Rast povprečnih realnih plač v javnem in v zasebnem sektorju 2002-2010



Vir: Kolektivna pogodba za javni sektor (ocene UMAR).

Kljub nominalnemu povečanju izdatkov za plače v javnem sektorju, bi delež le-teh v BDP ob ugodnih gospodarskih gibanjih lahko ostal približno nespremenjen. Sredstva za zaposlene so lani predstavljala četrtino izdatkov sektorja država oz. 11,4% BDP, kar je manj kot v predhodnih letih. V primeru uresničitve v tem poročilu predvidenih ugodnih makroekonomskih gibanj, ocenjene rasti povprečne plače v javnem sektorju in ob ohranjanju ali manjšem krčenju zaposlenosti v javnem sektorju, se delež izdatkov za plače v javnem sektorju v BDP v letih 2008 in 2009 ne bi povečeval.

[1] Lani je bila uskladitev izvršena v skladu z Dogovorom v mesecu juliju v višini 1,3%. Ker je bila povprečna inflacija višja od načrtovane, je bila potrebna uskladitev od letošnjega januarja naprej v višini razlike.

4 Zunanje ravnovesje in konkurenčnost

Saldo tekočega računa plačilne bilance se postopoma poslabšuje že od leta 2003, projekcija do leta 2009 pa kaže, da se bo primanjkljaj tekočega računa po povečanju v 2007 postopno zmanjševal. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance je v letu 2006 dosegel 2,9% BDP in naj bi se v letošnjem letu povečal še za dodatne 0,4 odstotne točke. Povečanje primanjkljaja v primerjavi s preteklim letom in prejšnjimi projekcijami naj bi povzročili: hitrejša rast uvoza od izvoza, nadaljevanje negativnih gibanj v računu dohodkov ter manj ugodni tokovi uradnih transferov (iz EU). Tako naj bi se primanjkljaj tekočega računa od 857 mio EUR[8] v letu 2006 v letu 2007 povečal na 1,1 mrd EUR in bi se v naslednjih dveh letih postopoma zniževal v povprečju za okoli 100 mio EUR letno. Primanjkljaj tekočega računa naj bi po ocenah dosegel 3,3% BDP v 2007, 2,6% v 2008 ter 2,2% BDP v 2009. Dinamika rasti izvoza in uvoza je v letih 2007 do 2009 v primerjavi s predhodnimi projekcijami popravljena navzgor. Do največjih popravkov prihaja v letu 2007, saj že realizirani podatki o blagovni menjavi v prvem polletju letos močno presegajo pričakovanja Na hitrejšo rast izvoza je vplivalo močnejše povpraševanje po proizvodih za investicije in po blagu za široko potrošnjo iz držav članic EU izven evroobmočja, saj se je izvoz v te države v prvi polovici letošnjega leta nominalno povečal za več kot 50%. Po drugi strani pa je nadaljevanje visoke rasti domačega trošenja tudi v začetku letošnjega leta vplivalo na visoko rast uvoza, še posebej uvoza proizvodov za investicije ter v drugem četrtletju blaga za široko potrošnjo. Projekcije kažejo, da bosta tudi v letu 2008 dinamiki izvoza in uvoza nekoliko višji od predhodnih projekcij. Na izvozni strani bo do tega prišlo predvsem zaradi pričako-

Tabela 4.1 Tekoči račun plačilne bilance

						Projekcije					
						2007		2008		2009	
	2002	2003	2004	2005	2006	**okt**	Δ	**okt**	Δ	**okt**	Δ
	realne stopnje rasti v %										
Izvoz blaga in storitev	6,8	3,1	12,5	10,1	12,3	**13,3**	4,9	**11,6**	1,9	**8,5**	0,7
Uvoz blaga in storitev	4,9	6,7	13,3	6,7	12,2	**13,8**	5,7	**10,9**	1,9	**8,0**	0,7
Tekoči račun: v mio EUR	329	-127	-720	-559	-858	**-1.100**	-500	**-900**	-200	**-800**	-170
v % BDP	1,4	-0,5	-2,8	-2,0	-2,9	**-3,3**	-1,3	**-2,6**	-0,5	**-2,2**	-0,4
Pogoji menjave*	1,9	0,8	-1,0	-2,0	-0,6	**-0,2**	-0,2	**0,0**	0,1	**0,3**	0,3

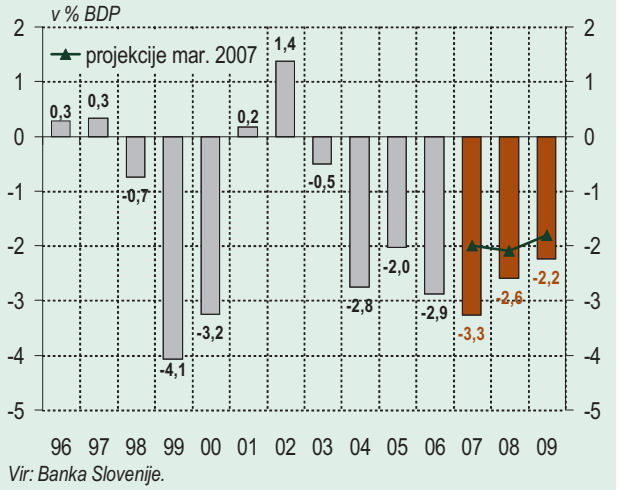
Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, marec 2007.
** Na podlagi deflatorjev nacionalnih računov.*
Vir: Banka Slovenije.

[8] Ob redni letni reviziji podatkov plačilne bilance je bil primanjkljaj tekočega računa v letu 2006 povečan za 80 mio EUR oziroma 0,3% BDP. Najbolj so bili s septembrsko revizijo spremenjeni podatki v menjavi storitev, v največji meri zaradi hkratne spremembe v metodologiji spremljanja potovanj.

vanega dodatnega izvoza avtomobilske industrije. V predhodnih projekcijah je bilo za letošnje leto predvideno izboljšanje neto tokov transferov glede na realizacijo v letu 2006 za okoli trikrat. Glede na realizirane tokove v letošnjem letu kaže, da se bodo neto odlivni transferi glede na spomladansko projekcijo poslabšali in bodo v primerjavi z letom 2006 nižji za dobro tretjino ter bodo dosegli 130 mio EUR.

Ugodna izvozna rast naj bi se ohranjala tudi v prihodnje ter omogočala postopno zmanjševanje primanjkljaja v plačilni bilanci. Čeprav bo relativno močno domače povpraševanje spodbujalo uvoz, pa bo nadaljevanje tuje konjunkture zagotavljalo tudi ohranjanje rasti izvoza na relativno visoki ravni. V prvi polovici leta 2007 sta tako realni izvoz blaga in storitev kot realni uvoz blaga in storitev rasla po stopnjah blizu 15%. Pri tem je dinamika storitvene menjave močno presegala rast menjave blaga. Visoka konjunktura v Evropi, še posebej v novih državah članicah EU, je vplivala na večje povpraševanje po izvozu slovenskega blaga in storitev, kot je to bilo pričakovano glede na oceno tujega povpraševanja v začetku letošnjega leta. Del pospeška pri izvozu v evroobmočje pa je moč pripisati vedno večji integraciji slovenskega gospodarstva z ostalimi članicami evroobmočja. Gre predvsem za učinke na spremembo ravni in dinamike menjave blaga in storitev, pri čemer bodo učinki spremembe ravni najbolj zaznavni v letu 2007, učinki sprememb v dinamiki rasti izvoza in uvoza pa bodo bolj prišli do izraza v naslednjih letih. Dodatno bosta k rasti izvoza prispevala pospešena proizvodnja in izvoz avtomobilske industrije, ki pa je – tako kot večina izvoza – tesno povezana z uvozom opreme in materiala ter bo tako prispevala tudi k ohranjanju visoke uvozne dinamike. Po ocenah bo znašal prispevek dodatnega izvoza avtomobilske industrije k rasti celotnega izvoza blaga in storitev 0,5 odstotne točke v letu 2007 ter 0,9 odstotne točke v letu 2008. Zaradi predvidenega dodatnega izvoza avtomobilske industrije bo povečan uvoz blaga za vmesno potrošnjo k rasti celotnega uvoza blaga in storitev prispeval 0,3 odstotne točke v 2007 in 0,6 odstotne točke v 2008.

Slika 4.1: Projekcije tekočega računa



Vir: Banka Slovenije.

V blagovni menjavi je pričakovati povečanje primanjkljaja v 2007 ter postopno zmanjšanje v 2008 in 2009. Primanjkljaj blagovne menjave se bo kljub rasti povpraševanja iz tujine in ob močnem domačem povpraševanju povišal na 1,5 mrd EUR oziroma 4,8% BDP v 2007 z 1,2 mrd EUR oziroma 3,9% BDP v 2006. Ob postopnem zniževanju dinamike investicijskega in končnega domačega trošenja bo rast blagovnega uvoza v naslednjih letih zaostajala za rastjo izvoza blaga v povprečju za 0,3 odstotne točke. Hitrejša rast izvoza od uvoza blaga ter sočasno izboljševanje pogojev menjave s tujino bosta vplivala na znižanje deleža primanjkljaja blagovne menjave v naslednjih dveh letih za 0,6 odstotne točke na 4,2% BDP. Glede na predhodne projekcije je bila rast blagovnega izvoza v letu 2007 popravljena navzgor za 4 odstotne točke in uvoza blaga za 5,4 odstotne točke. Na tako visok popravek rasti izvoza blaga je vplivala nadpovprečno visoka rast povpraševanja po proizvodih za investicije in blaga za široko potrošnjo iz novih držav članic EU v prvi polovici 2007. Visoko rast povpraševanja iz novih držav članic EU pospešujejo tako visoka gospodarska rast v teh državah kot izboljšanje konkurenčnosti slovenskega gospodarstva. Hkrati pa se je zaradi pospešene realne in nominalne konvergence v novih državah članicah EU konkurenčnost slovenskega gospodarstva, merjena tako z nominalnim kot realnim efektivnim tečajem, v

zadnjih letih izboljševala. Na visoko rast uvoza blaga je poleg visoke rasti izvoza blaga, zaradi visoke uvozne odvisnosti proizvodnje za izvoz, vplivala tudi visoka rast domačega trošenja v prvem poletju letos. V naslednjih letih se bo dinamika rasti blagovne menjave glede na leti 2006 in 2007 postopoma znižala in se na strani izvoza gibala v skladu z dinamiko rasti tujega povpraševanja. Umirjanje na strani uvoza blaga bo glede na predpostavljeno upočasnjevanje domačega trošenja nekoliko hitrejše. Rast izvoza in uvoza blaga naj bi v naslednjih dveh letih znašala v povprečju med 10% in 11%.

Saldo storitev bo pozitiven v celotnem obdobju projekcij, presežek pa naj bi se postopoma povečeval. Prav saldo storitev bo še naprej glavni dejavnik zmanjševanja primanjkljaja tekočega računa. K povečevanju presežka v menjavi storitev naj bi po pričakovanjih prispevala zlasti ugodno tuje povpraševanje ter v povprečju nekoliko višja rast izvoznih cen storitev glede na njihove uvozne cene. Rast menjave storitev s tujino je bila v letu 2006 počasnejša od blagovne menjave. Nominalni izvoz storitev je za medletno rastjo izvoza blaga zaostajal kar za okoli 7 odstotnih točk, rast uvoza storitev pa je bila od uvoza blaga počasnejša za dobre 4 odstotne točke. Na počasno rast storitvenega izvoza je največ vplival zastoj v turizmu, saj so se prihodki od potovanj v 2006 medletno povečali le za 3,3%. Saldo menjave storitev je kljub takšnim gibanjem v letu 2006 ostal pozitiven in je znašal 2,9% BDP. Ob predvideni rasti storitvenega izvoza, ki bo bolj skladna s predpostavko o dokaj močnem povpraševanju iz tujine pa je pričakovati, da se bo presežek v storitveni menjavi v prihodnje povečeval. Revidirani podatki do julija že nakazujejo pospešeno rast menjave storitev, ki krepko presega rast blagovne menjave v enakem obdobju. To še dodatno povečuje verjetnost povečevanja presežka v menjavi storitev.

Primanjkljaj salda faktorskih dohodkov plačilne bilance je v zadnjih letih skokovito narasel, v horizontu projekcij pa naj bi se še povečeval in v povprečju presegal 1,5% BDP. Takšne projekcije so predvsem posledica predpostavke o relativno visoki ravni obrestnih mer ob zatečenem in predvidenem stanju zunanjega dolga. Saldo dohodkov plačilne bilance je bil v letu 2006 negativen in je znašal 348 mio EUR ter je k primanjkljaju tekočih transakcij plačilne bilance prispeval nekaj manj kot polovico. Saldo dohodkov od dela ostaja pozitiven vendar se iz leta v leto zmanjšuje. Ob skoraj nespremenjenih prejemkih se v zadnjih nekaj letih namreč močno povečujejo izdatki v računu dohodkov od dela. Presežek salda dohodkov od dela se je v zadnjih petih letih znižal za tretjino na 120 mio EUR. Z vstopom v EU so se možnosti za zaposlovanje tuje delovne sile v Sloveniji še povečale, tako se tudi v naslednjih letih pričakuje rast izdatkov v računu dohodkov od dela in zmanjševanje njihovega pozitivnega prispevka k saldu dohodkov.

Največ je k negativnemu saldu dohodkov v letu 2006 prispeval primanjkljaj dohodkov od kapitala, predvsem zaradi visokega zadolževanja v zadnjih letih in naraščanja obrestnih mer na finančnih trgih. V letu 2006 so se občutno povečali neto odlivi v računu dohodkov od obresti, poleg tega pa so se lani močno povečala še plačila dividend in razdeljenega dobička v tujino. Plačila dividend in razdeljenega dobička v tujino so v letu 2005 znašala 134 mio EUR in so se povečala na 366 mio EUR v letu 2006. Pri tem je pomembno opozoriti, da se v zadnjih nekaj letih pospešeno spreminja izdatkovna struktura dohodkov lastniških naložb v slovenska podjetja. Povečuje pa se delež plačanih dividend in razdeljenega dobička v škodo reinvestiranih dobičkov. Od 561 mio EUR dohodkov od lastniškega kapitala je bilo v letu 2006 plačano v tujino 366 mio EUR,[9] reinvestirano v podjetja v Sloveniji pa je bilo le 195 mio EUR. K povečanju primanjkljaja v računu dohodkov od kapitala, ki naj bi v celotnem obdobju projekcij znašal okoli 2% BDP, bosta največ prispevala naraščajoč obseg plačanih obresti ter naraščajoči izdatki za dividende in reinvestirane dobičke. Povečanje plačila obresti je predvideno zaradi večjega akumuliranega dol-

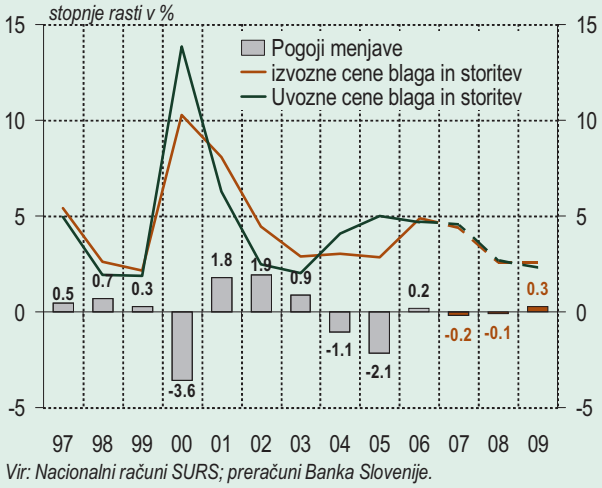
[9] V tem znesku so vključena tudi plačila zadržanih dobičkov od neposrednih naložb dveh večjih podjetij.

ga najetih posojil iz tujine v primerjavi z akumuliranimi posojili tujini ter predvidene višje ravni obrestnih mer. Visoki in naraščajoči izdatki za dividende ter reinvestirane dobičke so na eni strani po obsegu odraz realiziranih tujih neposrednih naložb v Sloveniji v preteklosti, glede dinamike pa odraz predvidenih naraščajočih tujih neposrednih naložb v Sloveniji v prihodnje. Na zmanjšanje primanjkljaja salda dohodkov od kapitala bodo vplivali naraščajoči dohodki od naložb v tuje dolžniške vrednostne papirje, ki naj bi bistveno presegli izdatke od tujih naložb v domače dolžniške vrednostne papirje.

Primanjkljaj tekočih transferjev v višini 173 mio EUR se je v letu 2006 glede na leto 2005 skoraj podvojil in je pomembno prispeval k poslabšanju rezultatov tekočih transakcij plačilne bilance s tujino. Najbolj so se poslabšali transferji zasebnega sektorja, medtem ko se je na strani uradnih transferjev predvsem izboljšala uporaba razpoložljivih sredstev proračuna Evropske unije. Načrtovani tokovi s proračunom Evropske unije so bili na strani prejemkov realizirani v deležu 78%, potem ko je realizacija v letu 2005 znašala še 63%, na strani izdatkov pa je bila realizacija 92%. Rezultat takšnih tokov je bil neto pritok transferov s proračunom EU v višini 66 mio EUR. Glede na tekoča gibanja v obdobju projekcij je moč pričakovati, da se bo močno povečal obseg vseh vrst transferov, še posebno uradnih transferov, salda tako uradnih kot zasebnih transferov pa bosta ostala v primanjkljaju. Pri tem se bo pozitivni saldo prejemkov in izdatkov, povezanih s proračunom EU v letu 2007 ohranil na ravni okoli 50 mio EUR, nato pa se bo v naslednjih dveh letih presežek tokov z EU ustalil na okoli 20 mio EUR. Pri projekcijah tokov, povezanih s proračunom EU, so upoštevani načrtovani zneski ministrstva za finance, medtem ko je pričakovani delež uresničitve načrtovanih tokov glede na tistega iz leta 2006 nekoliko zmanjšan zaradi nizke realizacije v prvih osmih mesecih 2007.

Pogoji menjave se bodo v letu 2007 poslabšali, v naslednjih dveh letih pa predpostavljeni dejavniki iz mednarodnega okolja nakazujejo na njihovo izboljšanje. Rast cen izvoza je v povprečju leta 2006 prehitevala rast uvoznih cen za 0,1 odstotno točko, pri čemer so se pogoji menjave ob koncu leta občutno izboljšali. V povprečju leta so izvozne cene porasle za 4,8%, uvozne cene pa za 4,7%. Takšno gibanje izvoznih in uvoznih cen je bilo precej bolj ugodno od tistega v letu 2005, ko so se pogoji menjave poslabšali kar za 2,1%. Pogoji menjave se bodo zaradi višjih cen nafte ter ob vztrajanju cen ostalih primarnih surovin na visokih ravneh v letu 2007 glede na predhodno leto poslabšali za 0,2 odstotne točke. Do izboljšanja pogojev menjave naj bi po ocenah prišlo v naslednjih dveh letih. Pozitivno bo na pogoje menjave na izvozni strani vplivala pričakovana rast izvoza avtomobilske industrije in po drugi strani počasnejša rast cen primarnih surovin ter predpostavljeno stagniranje cen nafte na svetovnih trgih. Pozitiven prispevek na gibanje pogojev menjave se pričakuje tudi s strani storitev, saj bodo po ocenah v obdobju projekcij izvozne cene storitev rasle za 0,3 do 0,5 odstotnih točk hitreje od uvoznih cen. Ob takšnih predpostavkah bi bili prispevki pogojev menjave k oblikovanju salda tekočih transakcij v letu 2008 nevtralni, leto pozneje pa pozitivni v višini 0,3 odstotne točke.

Slika 4.2: Pogoji menjave



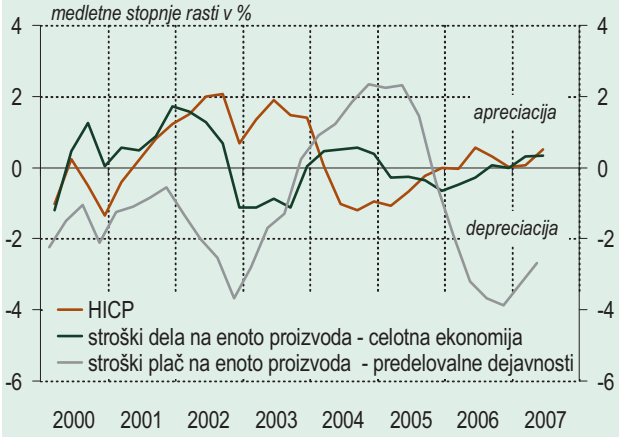
Vir: Nacionalni računi SURS; preračuni Banka Slovenije.

Realni efektivni tečaj na podlagi cen življenjskih potrebščin ter skupnih stroškov dela je v zadnjem letu apreciral, medtem ko je indeks realnega efektivnega tečaja na podlagi stroškov dela v predelovalnih dejavnostih depreciral, vendar se stopnja depreciacije

zmanjšuje.[10] Ta ugotovitev velja za realni efektivni tečaj, računan tako do članic evroobmočja kot tudi do članic EU27. Razlika med obema indikatorjema obstaja v utežeh posameznih držav ter v gibanju nominalnega efektivnega tečaja, ki od vstopa Slovenije v ERM II junija 2004 (ko je tečaj tolarja do evra ostal praktično nespremenjen), ne vpliva na merjenje konkurenčnosti do držav članic evroobmočja. Realni efektivni tečaj, merjen s HICP ter s stroški dela na enoto proizvoda celotne ekonomije do EU27, je v prvem polletju 2007 apreciral za 0,3%, medtem ko je realni efektivni tečaj, merjen s stroški dela na enoto proizvoda v predelovalnih dejavnostih, depreciral za 3,0%. Tako je to edini kazalnik, ki kaže na izboljšanje konkurenčnega položaja slovenskega gospodarstva oziroma predelovalne dejavnosti. Visoka rast proizvodnje in produktivnosti v lanskem in v prvi polovici letošnjega leta sta namreč več kot odtehtali rast mase bruto plač v predelovalni dejavnosti.

Nominalni efektivni tečaj do članic EU27 je v zadnjih štirih letih depreciral, vendar se je stopnja depreciacije zmanjševala. Države evroobmočja so zaradi apreciacije domačih valut ostalih držav članic EU27 do evra v preteklih štirih letih in v letošnjem letu tudi preko gibanja nominalnega efektivnega tečaja pridobivale na konkurenčnosti. Skupna depreciacija nominalnega efektivnega tečaja je v preteklih štirih letih znašala 5%, v prvi polovici letošnjega leta pa 0,5% medletno. Če upoštevamo še menjavo z državami zunaj EU27, pa nominalni efektivni tečaj do 41 držav v zadnjem letu medletno aprecira, v prvi polovici letošnjega leta je tako apreciral v povprečju za 0,7% medletno. Ker je tečaj do držav EU27 v enakem obdobju depreciral, je po oceni nominalni efektivni tečaj do držav nečlanic EU27 v povprečju četrtletno apreciral za okoli 1,2%. V enem letu do avgusta je evro najbolj apreciral do japonskega jena, za 7,1%, in do ameriškega dolarja, za 6,3%. Vrednost evra, izražena v ameriškem dolarju, je septembra presegla raven 1,4 USD. Vrednost

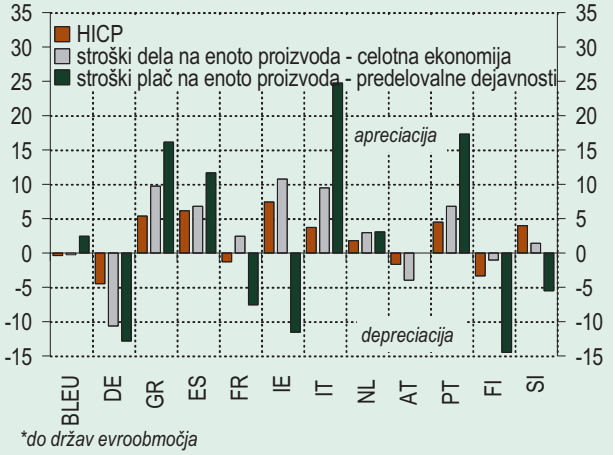
Slika 4.3 : Realni efektivni tečaji*



** do EU27*
Vir: Evropska komisija.

evra do dolarja se je tako v obdobju zadnjih pet let povečala za več kot 40%. Ker so na gibanje vrednosti ameriškega dolarja vezane tudi nekatere valute iz industrijsko razvijajočih se konkurenčnih držav Azije, pomeni takšen porast vrednosti evra pomemben pritisk na konkurenčnost tako evropskega kot tudi slovenskega gospodarstva, ki mu za ohranitev konkurenčnosti ostaja predvsem nadzor nad stroški in povečevanje produktivnosti, tako dela kot kapitala.

Slika 4.4: Realni efektivni tečaji 2006 glede na povprečje 1994 - 2006*



**do držav evroobmočja*
Vir: Evropska komisija.

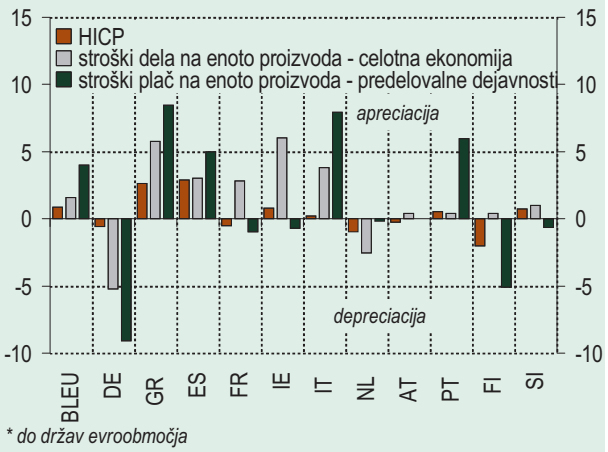
[10] Realni efektivni devizni tečaji so nominalni efektivni devizni tečaji, zmanjšani za tehtano povprečje tujih cen ali stroškov v razmerju do domačih. S tem predstavljajo merila za konkurenčnost cen in stroškov, pri čemer apreciacija realnega efektivnega tečaja kaže smer poslabšanja konkurenčnosti, depreciacija pa njenega izboljšanja. Zaradi primerljivosti z drugimi državami v gradivu uporabljamo realne efektivne tečaje, ki jih objavlja Evropska komisija.

Primerjava gibanja realnih efektivnih tečajev v Sloveniji z ostalimi državami evro območja za leto 2006 kaže, da je gibanje realnega efektivnega tečaja v Sloveniji blizu povprečja držav evroobmočja. Tako kaže primerjava kazalnikov cenovne in stroškovne konkurenčnosti držav članic evroobmočja do preostalih držav evroobmočja v letu 2006 glede na povprečje 1996-2006 ter glede na leto 2004, leto vstopa Slovenije v ERM II in določitve paritetnega tečaja tolarja do evra. Po izbranih kazalcih je bilo zaostajanje konkurenčnosti slovenskega gospodarstva največje v primerjavi z Nemčijo, sledita ji Finska in Avstrija.

Od vstopa v ERM II se je apreciacija realnega tečaja na podlagi HICP ter stroškov dela v celotnem gospodarstvu v primerjavi s povprečjem zadnjih deset let zmanjšala, vendar se je zmanjšala tudi depreciacija realnega efektivnega tečaja na podlagi stroškov dela v predelovalnih dejavnostih. Zmanjšanje depreciacije realnega efektivnega tečaja lahko nakazuje na zmanjšanje prednosti pri stroškovni konkurenčnosti glede na ostale članice evroobmočja.

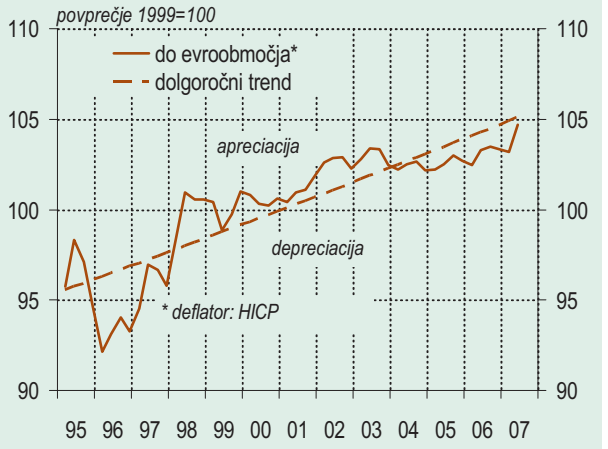
Od leta 1995 je bil v Sloveniji vpliv dolgoročne realne konvergence, ocenjen preko trendne apreciacije realnega efektivnega tečaja, precej zmeren. Trendna apreciacija, skladna s procesom realne konvergence, sicer ne škoduje konkurenčnosti gospodarstva, vendar tudi upoštevanje teh dolgoročnih učinkov kaže na nekoliko poslabšano cenovno konkurenčnost v zadnjih letih. Učinki realne konvergence, ki lahko odražajo tudi učinke tipa Balassa-Samuelson, povzročajo hitrejšo rast cen v nemenjalnem kot v menjalnem sektorju, in se odražajo v trendni apreciaciji realnega efektivnega tečaja hitreje rastočih držav v procesu dohitevanja bolj razvitih držav ter zato nimajo negativnih posledic na cenovno konkurenčnost. Glede na visoko stopnjo dosežene realne konvergence so ti učinki v Sloveniji relativno zmerni in zato naj ne bi občutneje vplivali na odstopanja med inflacijo v Sloveniji in inflacijo v evroobmočju.[11] Slika 4.6 prikazuje loglinearni trend realnega efektivnega tečaja do

Slika 4.5: Realni efektivni tečaji 2006 glede na 2004*

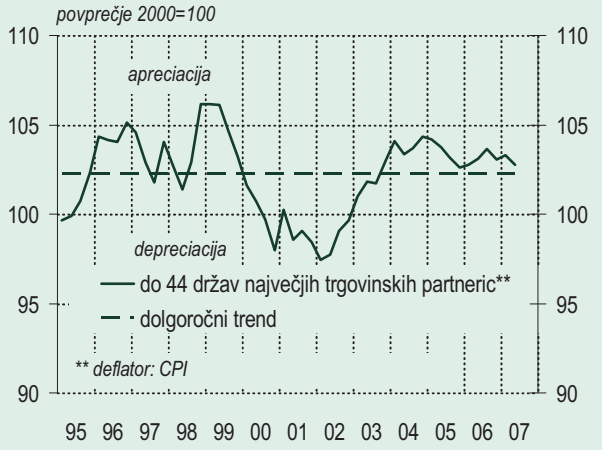


** do držav evroobmočja*
Vir: Evropska komisija.

Slika 4.6: Realni efektivni tečaj



Vir: Evropska komisija



Vir: ECB; preračuni Banka Slovenije

[11] Glej Konvergenčno poročilo ECB za leto 2006.

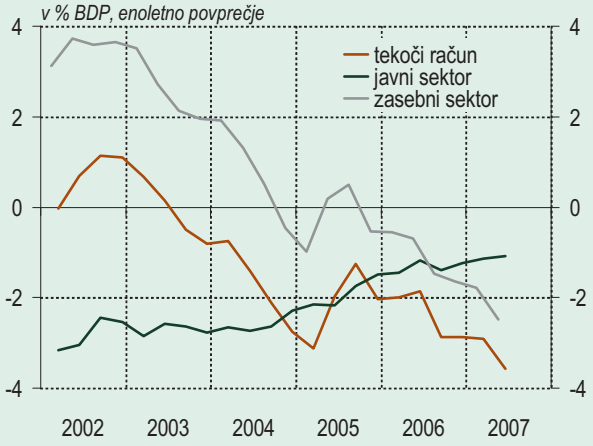
evroobmočja in do 44 držav najpomembnejših trgovinskih partneric. Od leta 1995 realni efektivni tečaj v povprečju praktično ni apreciral, četudi so bila nihanja okoli trendne vrednosti občasno precejšnja. Relativna stabilnost realnega efektivnega tečaja kaže, da je v povprečju realna depreciacija tečaja do manj razvitih držav odtehtala aprecіacijo glede na relativno bolj razvite države. Do evroobmočja, kjer se nahajajo večinoma ekonomsko razvitejše države, pa slovenska valuta dolgoročno zmerno aprecira, v povprečju za okoli 0,8 odstotne točke letno oziroma še manj, če je obdobje ocen krajše. Če je dolgoročni trend povezan s procesom realne konvergence in ne vpliva na cenovno konkurenčnost gospodarstva, je možno razlagati gibanje cenovne konkurenčnosti kot odstopanje od dolgoročnega trenda. Takšna razlaga kaže, da je cenovna konkurenčnost glede na evroobmočje še vedno ugodna, vendar se postopno poslabšuje in je na koncu opazovanega obdobja že domala uravnotežena. Pozicija do vseh držav glavnih trgovinskih partneric hkrati pa kaže na apreciran realni efektivni tečaj od leta 2004, vendar so tudi tu odstopanja trenda relativno majhna ob koncu opazovanega obdobja.

5 Pogoji financiranja

Domače varčevanje ne zadostuje za financiranje hitre rasti investicij. Bruto investicije slovenskega gospodarstva so se povečale od 26,0% BDP v letu 2005, na 27,5% BDP v letu 2006, v prvi polovici 2007 pa so znašale že 29,6% BDP. Narodnogospodarsko varčevanje se je povečalo od 24,1% BDP v letu 2005 na 24,8% BDP v letu 2006 in na 26,1% BDP v prvi polovici 2007, kar pomeni, da se varčevalno-investicijska vrzel, t.j. razlika med varčevanjem in investiranjem, od leta 2005 naprej povečuje.

Tako varčevalno investicijska vrzel javnega sektorja kot varčevalno investicijska vrzel zasebnega sektorja sta v primanjkljaju, kar kaže na potrebo po financiranju z zadolževanjem v tujini. Kot je razvidno iz slike 5.1, se varčevalno investicijska vrzel javnega sektorja nahaja na ravni okoli 1% BDP. Varčevalno investicijska vrzel zasebnega sektorja se postopoma povečuje od začetka leta 2003, po začasnem obratu pa nepretrgoma že od sredine leta 2005 naprej. Tuje varčevanje oziroma zadolževanje v tujini se zato povečuje in se odraža v povečevanju primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance.

Slika 5.1: Varčevalno investicijska vrzel*



Vir: Banka Slovenije, SURS, lastni izračuni.

** Varčevalno investicijska vrzel javnega sektorja je definirana kot primanjkljaj bilance javnega sektorja po metodologiji ESR95. Varčevalno investicijska vrzel zasebnega sektorja je razlika med varčevalno investicijsko vrzeljo javnega sektorja in tekočim računom plačilne bilance.*

Tabela 5.1 Finančni računi (neto)

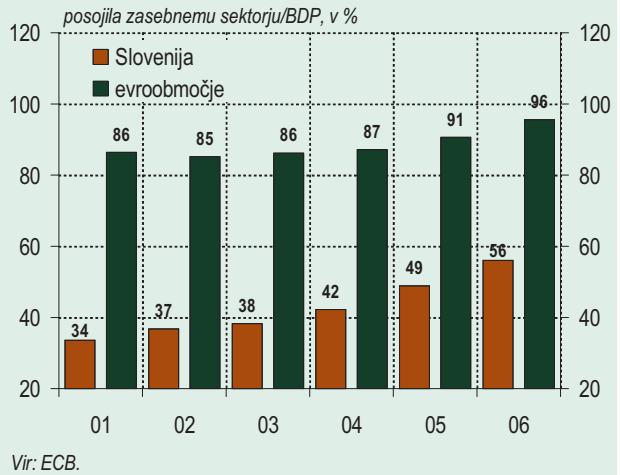
	Nefinančne družbe				Finančne družbe				Država				Gospodinjstva				Tujina			
	2004	2005	2006	07Q1	2004	2005	2006	07Q1	2004	2005	2006	07Q1	2004	2005	2006	07Q1	2004	2005	2006	07Q1
	v % BDP																			
Neto finančne tran.	-8,0	-5,8	-6,4	-10,5	-0,4	0,0	1,0	7,8	-2,3	-1,4	-1,3	-2,6	7,3	3,6	3,4	-1,3	3,4	3,6	3,4	6,5
Posojila	-7,6	-7,6	-9,4	-13,1	3,1	1,8	9,4	19,6	0,0	-0,4	0,3	-1,3	-1,5	-2,5	-4,4	-3,9	6,1	8,7	4,0	-1,3
Vrednostni papirji	0,0	-0,7	0,0	0,0	6,5	3,6	2,0	15,7	-2,3	-0,7	-2,4	-9,1	0,4	-0,4	0,0	0,0	-4,6	-1,8	0,3	-6,5
Gotovina in vloge	0,0	1,8	1,0	2,6	-7,3	-3,6	-8,4	-14,4	0,0	-0,7	1,3	6,5	5,3	4,0	4,0	-2,6	1,9	-1,4	2,0	7,8
Drugo	-0,4	0,7	2,0	0,0	-2,7	-1,8	-2,0	-13,1	0,0	0,4	-0,7	1,3	3,1	2,5	3,7	5,2	0,0	-1,8	-3,0	6,5

+ povečanje terjatev, zmanjšanje obveznosti, - zmanjšanje terjatev, povečanje obveznosti
Vir: Banka Slovenije.

Saldo neto finančnih transakcij gospodinjstev, ki je definiran kot varčevalno-investicijska vrzel gospodinjstev, se od leta 2004 poslabšuje, medtem ko se je saldo neto finančnih transakcij nefinančnih družb od leta 2004 do 2006 izboljševal, letos pa se poslabšuje. Kot je razvidno iz poenostavljene tabele finančnih računov, je bil saldo finančnih transakcij države in tujine od leta 2004 do leta 2006 bolj ali manj nespremenjen. Na drugi strani se je finančni saldo nefinančnih družb izboljšal za 2,6% BDP, finančni saldo gospodinjstev pa poslabšal za 3,9% BDP. Po podatkih za prvo četrtletje 2007, ki zaradi krajšega obdobja in sezonskih vplivov niso popolnoma primerljivi, se je poslabševanju finančnega salda gospodinjstev pridružilo tudi sicer sezonsko poslabševanje finančnega salda javnega sektorja in nefinančnih družb, medtem ko se je finančni saldo tujine izboljševal. To pomeni, da je v letošnjem letu povečano financiranje države in nefinančnih družb podprto z zadolževanjem v tujini.

V zadnjih letih se pri nefinančnih družbah in gospodinjstvih povečuje delež financiranja s posojili, pri državi pa delež financiranja z izdajo vrednostnih papirjev. Zadolževanje nefinančnih družb preko posojil je še v letu 2004 znašalo 7,6% BDP, v letu 2006 9,4% BDP, v prvem četrtletju 2007 pa že 13,1% BDP. V istem obdobju se je zadolževanje gospodinjstev preko posojil povečalo z okoli 1,5% BDP, na več kot 4% BDP.

Slika 5.2: Finančno poglabljanje



Vir: ECB.

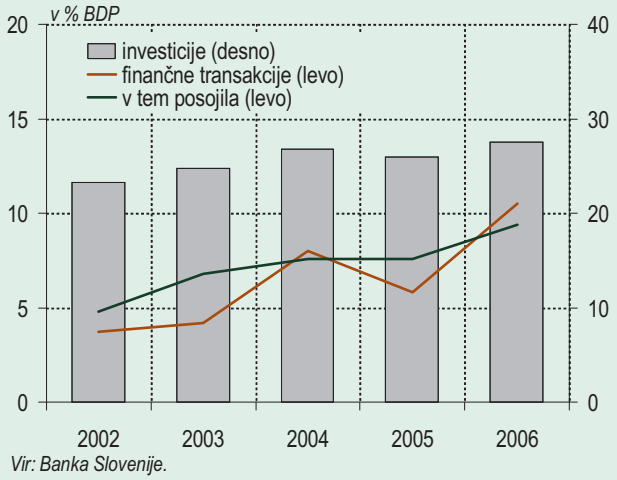
Relativno visok trend rasti zadolževanja podjetij in gospodinjstev pri bankah gre v veliki meri pripisati procesu poglabljanja finančnega posredništva. Visoke ravni zadolževanja so pričakovani del procesa realne konvergence oziroma dohitevanja najrazvitejših članic EU. Globina finančnega posredništva, merjena z deležem posojil zasebnemu sektorju v BDP, se v zadnjih letih v Sloveniji povečuje po nekaj več kot 5 odstotnih točk BDP na leto in stanje že presega 60% BDP. Razlika med tako merjeno globino finančnega poglabljanja med evroobmočjem in Slovenijo se je zmanjšala od več kot 50% BDP v letu 2003, na okoli 40% BDP v letu 2006. Finančno poglabljanje praviloma povečuje gospodarski potencial in ne povzroča pospeševanja inflacije.

Povečevanje zadolževanja nefinančnih družb je deloma tudi ciklične narave, omogoča pospešek pri investicijah in je spodbujeno z relativno nizko ravnijo obrestnih mer, predvsem od prvega polletja 2006.[12] Če dinamika posojil omogoča pospešek gospodarskega cikla nad ponudbeni potencial in povzroča pozitivno proizvodno vrzel, je lahko rast posojil inflacijska. Po podatkih (slika 5.3) se je delež investicij, ki so financirane s posojili povečal iz petine v letu 2002 na nekaj več kot tretjino v letu 2006. Vse manjši delež investiranja nefinančnih družb je financiran iz lastnih sredstev. Kot je razvidno iz tabele 5.1 je tudi izdaja vrednostnih papirjev nefinančnih družb za potrebe financiranja zanemarljiva.

Pogoji financiranja za nefinančne družbe so kljub postopnemu višanju nominalnih obrestnih mer od konca leta 2005 naprej še vedno ugodni. Kot je razvidno iz slike 5.4 so se nominalne obrestne mere za nefinančne družbe po nizkih ravneh v letih 2004 in 2005 pod vplivom zaostrovanja denarne politike ECB začele v evroobmočju povečevati konec leta 2005. Od konca leta 2006

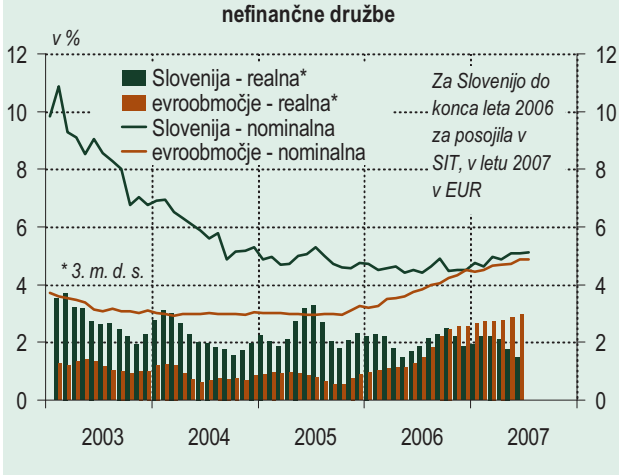
[12] ECB relativno močno kreditiranje nefinančnih družb v evroobmočju pripisuje hitri gospodarski rasti, aktivnostim na področju prevzemov in združevanj in še vedno ugodnim pogojem financiranja. (ECB, Monthly Bulletin, July 2007).

Slika 5.3: Financiranje investicij nefinančnih družb



Vir: Banka Slovenije.

Slika 5.5: Obrestne mere za posojila nad 1 mio EUR za nefinančne družbe

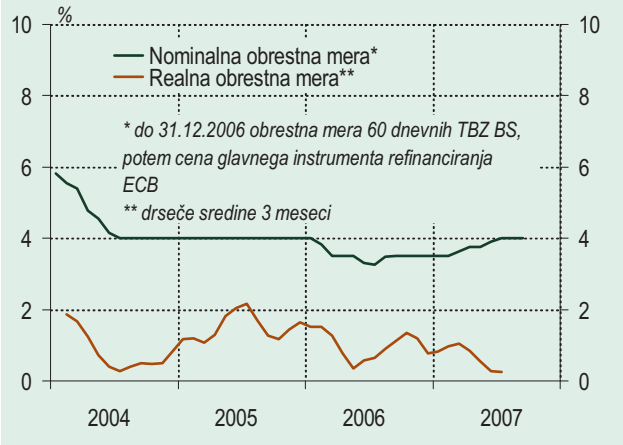


Vir: ECB, Banka Slovenije.

so nominalne obrestne mere za posojila za nefinančne družbe v Sloveniji primerljive s tistimi v evroobmočju, kar kaže na precejšnjo stopnjo integracije finančnega sistema Slovenije z evroobmočjem. Zaradi restriktivnejše denarne politike Banke Slovenije in posledično višjih nominalnih obrestnih mer so bile realne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam v Sloveniji vse do konca leta 2006 višje kot v evroobmočju. Zaradi nekaj višje inflacije v Sloveniji pa so od začetka leta 2007 realne obrestne mere v Sloveniji nižje kot v evroobmočju in v zadnjem času celo padajo. Realni pogoji financiranja za nefinančne družbe so torej v Sloveniji dejansko ugodnejši kot v evroobmočju. Realni pogoji financiranja lahko zaradi tega prispevajo k še naprej visoki rasti kreditiranja nefinančnih družb v Sloveniji, medtem ko so v evroobmočju že vidni prvi znaki postopnega umirjanja.

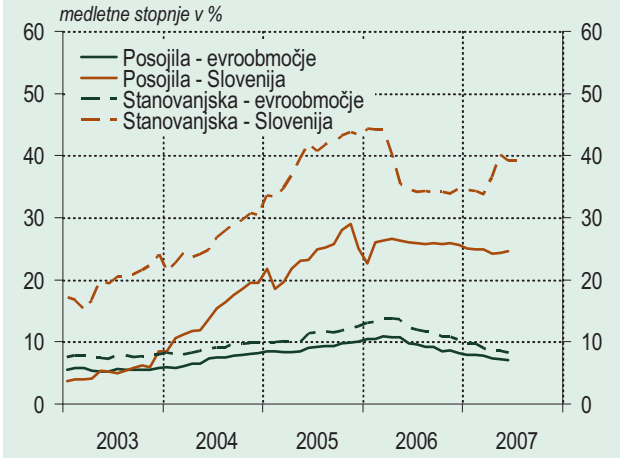
Pričakovana gibanja investicij in obrestnih mer nakazujeta na postopno zmanjševanje medletne stopnje rasti posojil. Poviševanje obrestne mere ECB v zadnjem obdobju je zaostrilo pogoje financiranja, projekcije gospodarskih gibanj pa kažejo na postopno umirjanje investicij. Zato je moč pričakovati postopno zmanjševanje medletnih stopenj rasti kreditiranja nefinančnih družb iz sedanje ravni okoli 30% na pod 20% do konca obdobja projekcij. Tako bi postopno izginila komponenta rasti posojil, ki je vezana na gospodarski cikel. Še naprej pa bo rast posojil

Slika 5.4 Nominalna in realna obrestna mera centralne banke



Vir: Banka Slovenije, ECB, SURS.

Slika 5.6: Struktura kreditiranja gospodinjstev

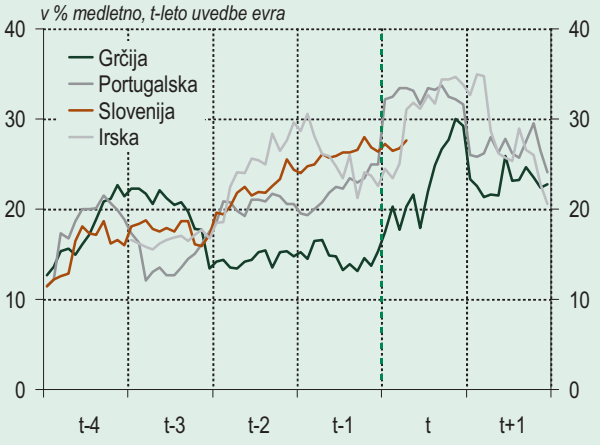


Vir: ECB, Banka Slovenije.

Okvir 5.1: Povečana kreditna aktivnost ob vstopu v evroobmočje

Tudi nekatere druge države, ki so bile ob vstopu v evroobmočje med manj razvitimi članicami EU, so ob uvedbi evra doživele podobno rast posojil bančnega sektorja zasebnemu sektorju kot je trenutno prisotno v Sloveniji. Najpogosteje našteti razlogi za pospešek v rasti kreditov so (1) postopna konvergenca obrestnih mer do uvedbe evra in (2) dohitevanje ekonomske razvitosti razvitejših članic evroobmočja - višja ekonomska rast zahteva večje financiranje, v povezavi s tem pa se povečujeta tudi zadolženost in globina finančnega posredništva.

Slika: Rast kreditov zasebnemu sektorju in uvedba evra



Vir: IFS.

Države, ki so beležile visoko kreditno rast pred in po uvedbi evra so na primer Portugalska, Irska in Grčija. Značilnosti kreditne rasti v omenjenih državah so bile:

- Kreditna rast se je pričela 1-4 leta pred uvedbo evra in je bila največja v letu uvedbe evra. Hitra rast kreditiranja se v nekaterih državah še ni popolnoma zaustavila.
- Največje rasti so bile zabeležene na področju stanovanjskih kreditov in pri kreditiranju podjetij.
- Kljub kreditni rasti, se kazalci uspešnosti in varnosti bančnega sistema niso poslabšali. Kljub močnemu porastu kreditov, se zaradi padanja obrestnih mer breme odplačevanja verjetno ni bistveno povečalo. Poleg tega je bilo začetno stanje kreditov v primerjavi z razvitejšimi članicami evroobmočja nizko.
- Razmerje med krediti in BDP se je med letoma 1995 in 2003 podvojilo.
- Te države so sprejele nekatere ukrepe bančnega nadzora, da bi zmanjšale morebitne negativne posledice kreditne rasti, a ti ukrepi same rasti kreditov niso bistveno zmanjšali. Po uvedbi Mednarodnih standardov računovodskega poročanja (MSRP) s 1.1.2006 se je manevrski prostor bančnih regulatorjev namreč močno zožil in sprejem takšnih ukrepov ni več mogoč.

Lahko ugotovimo, da so značilnosti kreditne rasti v Sloveniji zelo podobne tisti v omenjenih državah pred in po uvedbi evra:

- Kreditna ekspanzija se je pričela okoli tri leta pred uvedbo evra. Trenutni podatki kažejo, da je kreditna ekspanzija najmočnejša prav v letu uvedbe evra.
- Največjo rast imajo stanovanjski krediti, ki trenutno presegajo 40% medletno. Rast kreditov nefinančnim družbam, katerih medletna rast trenutno presega 30%, bistveno presega medletno rast potrošniških kreditov, ki trenutno znaša okoli 15%.
- Kazalci uspešnosti in varnosti bančnega sistema se niso poslabšali. Od leta 2003 naprej se povečujeta tako povprečni donos na aktivo kot povprečni donos na kapital. V istem obdobju se zmanjšujeta tako obrestna kot neobrestna marža. Tudi kazalec kapitalske ustreznosti je v tem obdobju ostal domala nespremenjen.
- Razmerje med krediti in BDP se je v obdobju od leta 2003 do leta 2006 povečalo za preko 60%.
- V Sloveniji tudi zaradi uvedbe MSRP zaenkrat niso bili sprejeti dodatni omejevalni ukrepi bančnega nadzora, z izjemo vplivanja na kapitalsko ustreznost bank preko t.im. „bonitetnega filtra", ki od bank ob kreditni rasti zahteva pridobivanje dodatnega kapitala.

[1] Zasebni sektor vključuje vse domače sektorje razen države.
[2] Glej: Brzezina, Lending booms in the new Member States, will euro adoption matter? (ECB Working Paper No. 543, November 2005)

presegala rast posojil v evroobmočju zaradi procesa realne konvergence ekonomskih struktur, kar se kaže v finančnem poglabljanju.

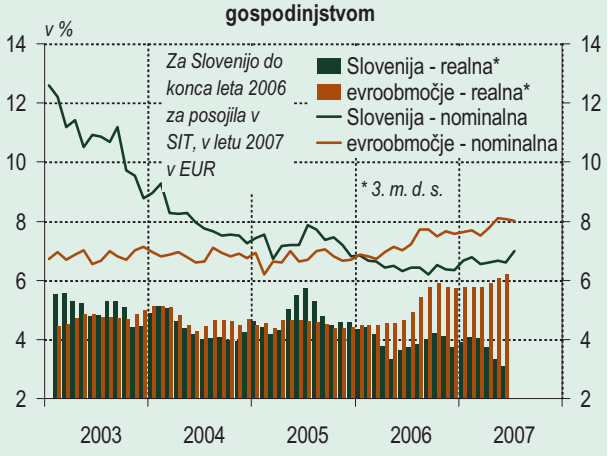
Pri zadolževanju gospodinjstev gre predvsem za močno stanovanjsko kreditiranje. Iz strukture kreditiranja gospodinjstev je razvidno, da se je rast kreditov gospodinjstvom, zlasti za stanovanja, do konca leta 2005 povečevala, od takrat pa se postopoma znižuje. Rast stanovanjskih kreditov vseskozi bistveno presega skupno rast kreditov gospodinjstvom, pri čemer je potrebno upoštevati, da je visoka rast stanovanjskega kreditiranja tudi posledica relativno nizke osnove. Delež stanovanjskih kreditov v vseh kreditih gospodinjstvom se je tako povečal s približno četrtine v začetku leta 2005 na več kot 40% v letošnjem letu. Potrošniški krediti se v zadnjem letu povečujejo po stopnji rasti okoli 15% medletno. To je sicer skladno z gibanjem domače zasebne potrošnje, ki s stopnjo rasti na ravni okoli 3,5% vseskozi precej zaostaja za rastjo BDP.

Tudi pogoji financiranja potrošnje gospodinjstev so v Sloveniji ugodnejši kot v evroobmočju, pri stanovanjskih posojilih pa so nominalne obrestne mere višje. Kot je razvidno iz slike 5.6, so od začetka leta 2006 nominalne, še bolj pa realne obrestne mere, za potrošniška posojila v Sloveniji nižje kot v evroobmočju. Skladno z zgodovinsko nizko ravnijo obrestnih mer se je v evroobmočju[13] rast kreditov gospodinjstvom do konca leta 2005 povečevala, od takrat pa se tudi zaradi povečevanja obrestnih mer rast kreditov zmanjšuje. V Sloveniji so kljub procesu konvergence nominalne in realne obrestne mere za potrošniška posojila do sredine leta 2006 ostale primerljive z evroobmočjem. Od takrat naprej so nižje kot v evroobmočju, kar je eden od razlogov, da se rast potrošniških posojil še ne umirja. Obrestne mere za stanovanjska posojila so v Sloveniji še vedno bistveno višje kot v evroobmočju.

Del povečanega stanovanjskega kreditiranja je tudi posledica povečevanja cen nepremičnin. Cene nepremičnin so se v letu 2005 povečale za 8,0%, v letu 2006 pa za 13,9%. Kot kažejo zadnji razpoložljivi podatki, se rast cen nepremičnin od zadnjega četrtletja 2006 postopoma umirja. Ob rasti stanovanjskega kreditiranja, ki znaša v zadnjih dveh letih med 40% in 50% medletno, bi torej tretjino lahko pripisali zgolj rasti cen nepremičnin, le preostali del pa povečanemu povpraševanju kreditojemalcev po nepremičninah.

Gibanje posojil in obrestnih mer za evrska posojila gospodinjstvom je v Sloveniji podobno kot v evroobmočju. Skladno z zniževanjem obrestnih mer se je v Sloveniji in evroobmočju rast kreditov gospodinjstvom do konca leta 2005 povečevala, od takrat pa se pod vplivom povečevanja obrestnih mer zmanjšuje. Obrestne mere za potrošniške kredite v evrih so v Sloveniji v zadnjih letih celo nekaj nižje kot v evroobmočju, kar je tudi posledica drugačne ročnostne strukture kreditov v Sloveniji kot v evroobmočju. Vendar je potrebno upoštevati, da je bilo še v letih 2005 in 2006 večino potrošniških posojil v domači valuti, kjer je bila obrestna mera nekoliko višja zaradi restriktivnejše naravnane politike Banke Slovenije. Ob uvedbi evra so se torej pogoji za najemanje potrošniških posojil izboljšali. Obrestne mere za stanovanjske kredite so še vedno višje v Sloveniji kot v evroobmočju.

Slika 5.7: Obrestne mere za potrošniška posojila gospodinjstvom



Vir: ECB, Banka Slovenije.

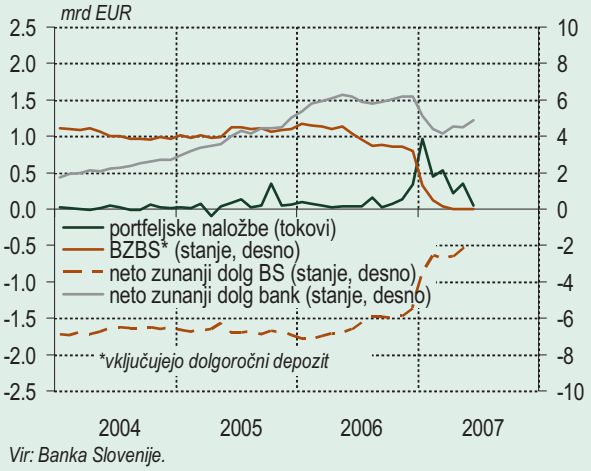
[13] ECB postopno zmanjševanje kreditiranja gospodinjstev v evroobmočju od začetka leta 2007 pripisuje predvsem umirjanju cen nepremičnin in postopnemu povečevanju posojilnih obrestnih mer (ECB, Monthly Bulletin, July 2007).

Okvir 5.2: Prilagoditve nekaterih kategorij plačilne bilance ob uvedbi evra

Z uvedbo evra se namesto instrumentarija Banke Slovenije pri izvajanju denarne politike uporablja instrumentarij ECB, kar je povzročilo velike spremembe v finančnem računu plačilne bilance. V prvih štirih mesecih 2007 je zapadlo za 3,2 mrd EUR blagajniških zapisov in dolgoročnih depozitov pri Banki Slovenije. Poslovne banke so večino sproščene likvidnosti investirale v portfeljske naložbe v tujini, ki so v prvem polletju znašale kar 2,6 mrd EUR. V enakem obdobju lani so portfeljske naložbe bank v tujini znašale le 0,3 mrd EUR. Na drugi strani banke za financiranje dokaj močnega kreditnega povpraševanja niso potrebovale toliko dodatnih virov iz tujine, t. j predvsem vlog. Vloge nerezidentov so tako v prvem polletju 2007 ostale skoraj nespremenjene, medtem ko so se v enakem obdobju lani povečale za 0,5 mrd EUR. Zadolževanje bank v tujini je predvsem zaradi ene večje transakcije ostalo približno na ravni iz lanskega leta in je v prvem polletju letos znašalo 1,3 mrd EUR.

Zapadanje blagajniških zapisov in dolgoročnih depozitov pri Banki Slovenije ter posledično povečevanje portfeljskih naložb bank v tujini se kaže tudi v strukturi zunanjega dolga. Obveznosti Banke Slovenije iz naslova blagajniških zapisov in dolgoročnega depozita nadomeščajo obveznosti Banke Slovenije do Evrosistema, t. j. neto zunanji dolg Banke Slovenije do Evrosistema. Na drugi strani se zmanjšane terjatve iz naslova blagajniških zapisov in dolgoročnih depozitov, ki so jih imele banke do Banke Slovenije, izkazujejo kot portfeljske naložbe v tujino, kar povečuje terjatve do tujine. Zato se je neto zunanji dolg Banke Slovenije v letošnjem letu povečeval, neto zunanji dolg poslovnih bank pa zmanjševal. V prvem polletju letos se je neto zunanji dolg Banke Slovenije povečal, oziroma so se neto terjatve do tujine zmanjšale za 3,5 mrd EUR, medtem ko se je v enakem obdobju lani povečal za 0,3 mrd EUR. Na drugi strani se je neto zunanji dolg poslovnih bank v prvem polletju letos zmanjšal za 1,3 mrd EUR, v enakem obdobju lani pa povečal za 1,2 mrd EUR.

Slika: Zapadanje BZ, portfeljske naložbe in zunanji dolg



Vir: Banka Slovenije.

Z vstopom v evroobmočje so ostala imetja Banke Slovenije v tujini nespremenjena, zmanjšale pa so se mednarodne rezerve. Mednarodne rezerve predstavljajo tujo gotovino v konvertibilnih valutah, vloge v tujini v tuji valuti ter prvovrstne papirje tujih izdajateljev v tuji valuti. Z vstopom v evroobmočje je postal evro domača valuta, tujina pa je definirana kot območje izven evroobmočja. Posledično po 1. januarju 2007 predstavljajo mednarodne rezerve Banke Slovenije le imetja v neevrskih valutah izven evroobmočja. Zato so se mednarodne rezerve zmanjšale s 5,4 mrd EUR konec leta 2006 na 0,8 mrd EUR konec januarja 2007. Na približno tej ravni ostajajo tudi konec junija. S tem se seveda imetja Banke Slovenije niso zmanjšala, niso pa več evidentirana v mednarodnih rezervah.

Tudi pri zadolževanju gospodinjstev je pričakovati postopno zmanjševanje medletne stopnje rasti kreditiranja. Z zmanjšano rastjo cen nepremičnin in postopnim dvigovanjem obrestnih mer postajajo medletne stopnje rasti stanovanjskih posojil tako v Sloveniji kot v evroobmočju postopno bolj zmerne od konca leta 2005. Enaka dinamika se kaže tudi pri ostalih posojilih. Če se bodo ti trendi nadaljevali, bi se lahko medletne stopnje rasti kreditiranja gospodinjstev znižale v obdobju projekcij na raven pod 20% medletno.

Realne obrestne mere za vloge gospodinjstev se v Sloveniji v zadnjih dveh letih postopoma znižujejo, kar je deloma posledica konvergence nominalnih obrestnih mer in predvsem v zadnjem času nekaj višje inflacije v Sloveniji kot v evroobmočju. Zniževanje realnih obrestnih mer v Sloveniji za vloge gospodinj-

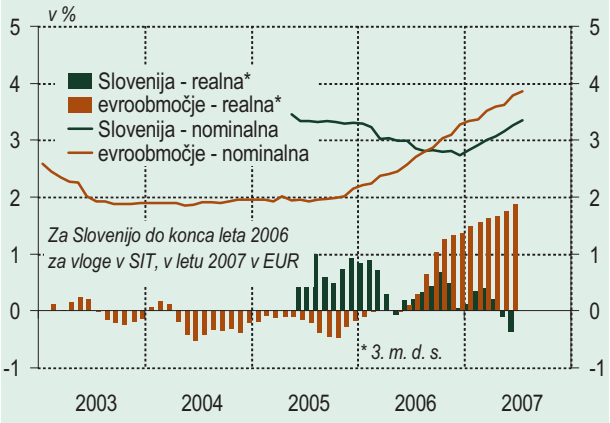
stev povzroča zaradi manjše donosnosti vse manjšo rast vlog in selitev v druge oblike naložb, t.j. predvsem v vzajemne sklade, nepremičnine in v tujino. Po drugi strani povzroča postopno naraščanje tako nominalnih kot realnih obrestnih mer v evroobmočju zaradi povečanih oportunitetnih stroškov zmanjševanje rasti transakcijskega denarja (M1).[14] Gibanje nominalnih obrestnih mer za vloge gospodinjstev v letošnjem letu kaže na visoko stopnjo integracije z evroobmočjem, pri čemer so nominalne in še bolj realne obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta v Sloveniji nižje kot v evroobmočju.

Zaradi vse manj ugodnih pogojev financiranja v tujini je možno tudi v Sloveniji pričakovati nadaljevanje postopnega povečevanja nominalnih depozitnih obrestnih mer. Banke manjšo rast vlog nadomeščajo z večjim zadolževanjem v tujini in z viri, ki so jih pridobile z zapadanjem blagajniških zapisov Banke Slovenije. Z višanjem tujih obrestnih mer in s tem z zaostrovanjem pogojev financiranja v tujini, se lahko pričakuje nadaljevanje postopne rasti nominalnih depozitnih obrestnih mer.

V letu 2007 se nadaljujejo obsežni finančni pritoki iz tujine ter finančni odtoki v tujino. Vpetost Slovenije v mednarodne finančne tokove se je z uvedbo evra in posledično odpravo tečajnega tveganja ter zmanjšanimi tveganji financiranja v tujini še povečala. Finančni pritoki zasebnega sektorja so v letu 2006 presegli 15% BDP in so bili približno enaki finančnim odtokom zasebnega sektorja. Tudi ob neupoštevanju pretvorb naložb bank iz blagajniških zapisov Banke Slovenije v portfeljske naložbe v tujini so se tokovi zasebnega sektorja s tujino v prvem polletju 2007 še okrepili.

Med finančnimi odtoki zasebnega sektorja se najhitreje povečujejo portfeljske naložbe v tujino. Takšno dogajanje je predvsem posledica zapadanja blagajniških zapisov Banke Slovenije.[15] Portfeljske naložbe v tujino so v letu 2006 znašale 2,1 mrd EUR, v prvem polletju 2007 pa že 3,5 mrd EUR. Neposredne naložbe, posojila tujini

Slika 5.8: Obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta



Vir: ECB, Banka Slovenije.

in vloge bank v tujini so že v prvem polletju 2007 presegali raven celega predhodnega leta. Dani komercialni krediti so le nekaj nad ravnijo predhodnega leta, medtem ko se je povečevanje gotovine prebivalstva ustavilo.

Med finančnimi pritoki se najhitreje povečujejo neposredne naložbe, medtem ko so se pritoki prek vlog nerezidentov umirili. Neposredne naložbe iz tujine so v prvem polletju 2007 znašale 431 mio EUR, kar je bistveno več kot v vsem lanskem letu (303 mio EUR). Po drugi strani so pritoki prek vlog rezidentov v lanskem letu znašali kar 991 mio EUR, v prvem polletju letos pa le 53 mio EUR. Posojila iz tujine bankam in podjetjem so ostala približno na ravni iz lanskega leta .

Močno financiranje iz tujine se odraža v povečevanju neto zunanjega dolga ter poslabševanju tekočega računa plačilne bilance. Neto zunanji dolg se je v letu 2004 povečal za 0,8 mrd EUR, v letu 2005 za 1,2 mrd EUR, v letu 2006 za 2,9 mrd EUR. V prvem polletju 2007 se je neto zunanji dolg povečal kar za 2,2 mrd EUR na 5,5 mrd EUR konec junija. S tem se – še posebej v obdobju naraščajočih obrestnih mer - povečuje tudi breme financiranja, ki dodatno poslabšuje tekoči račun plačilne bilance.

[14] ECB, Monthly Bulletin, July 2007.

[15] Glej okvir 5.2.

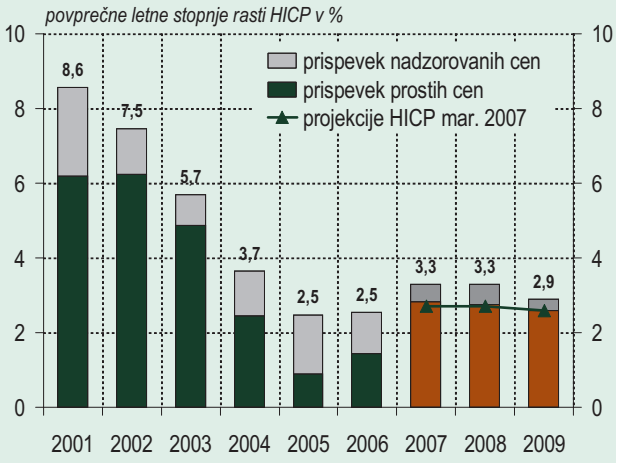
V skladu s preteklimi in trenutnimi trendi se še naprej pričakuje postopno povečevanje tako finančnih odtokov v tujino kot finančnih pritokov iz tujine. Odtoki prek neposrednih naložb in posojil na bi se še naprej povečevali, medtem ko bi se lahko odtoki preko portfeljskih naložb in preko vlog bank v naslednjih letih umirili. V letošnjem letu so bili namreč ti povečani odtoki predvsem posledica zapadanja blagajniških zapisov Banke Slovenije na aktivni strani bančnih bilanc, saj so banke zapadlo likvidnost v precejšnji meri investirale v porfeljske naložbe v tujino. Na strani pritokov se lahko pričakujejo povečane neposredne naložbe, predvsem ob uresničitvi vladnih načrtov prodaje državnega premoženja in naložbe v igralniški turizem. Tudi pritoki posojil iz tujine naj bi se postopoma povečevali in s tem poleg domačih posojil financirali relativno hitro gospodarsko rast.

6 Projekcije gibanja cen in tveganja

Ob pričakovanih makroekonomskih gibanjih in ob upoštevanju predpostavk mednarodnega okolja ter delovanja ekonomskih politik naj bi bila inflacija v celotnem obdobju projekcij višja od povprečne inflacije iz preteklih dveh let. Projekcije kažejo, da bo povprečna letna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), letos višja od lanske za 0,8 odstotne točke in naj bi znašala 3,3%. Na tej ravni naj bi se zadržala še prihodnje leto, v letu 2009 pa naj bi bila nekoliko nižja in naj bi znašala 2,9%. Na višjo rast cen bo letos vplivala predvsem hitrejša rast cen storitev in cen hrane, medtem ko rast cen energentov v povprečju leta ne bo bistveno odstopala od rasti v lanskem letu. Po več kot dveh letih negativne rasti se letos pričakuje ponovno rahlo pozitivna rast cen ostalega blaga, ki bo v povprečju leta znašala 0,2%, v prihodnjem letu pa naj bi bila še nekaj višja, in sicer 0,5%.

Na inflacijska gibanja bodo v prihodnje ključno vplivali predvsem domači dejavniki. Že drugo leto zapored visoka gospodarska aktivnost nakazuje na določeno stopnjo pregrevanja gospodarstva, ki se deloma že odraža v

Slika 6.1: Projekcije inflacije



Vir: Banka Slovenije.

Tabela 6.1 Inflacija

						Projekcije					
						2007		2008		2009	
	2002	2003	2004	2005	2006	**oktober**	Δ	**oktober**	Δ	**oktober**	Δ
	povprečne letne stopnje rasti v %										
Cene življenjskih potrebščin (HICP)	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5	**3,3**	0,6	**3,3**	0,6	**2,9**	0,3
hrana	8,7	6,1	1,3	0,2	2,7	**5,8**	1,9	**5,4**	…	…	…
energenti	4,7	3,4	7,0	11,9	8,5	**2,6**	2,5	**1,8**	…	…	…
ostalo blago	4,9	4,8	1,8	-0,3	-0,9	**0,2**	-0,3	**0,5**	…	…	…
storitve	10,2	7,1	5,8	3,3	3,5	**4,7**	0,0	**4,9**	…	…	…
Proste cene	7,4	5,9	3,0	1,2	1,9	**3,6**	0,5	**3,5**	0,6	**3,3**	0,3
Nadzorovane cene	8,2	4,4	6,1	7,4	4,8	**1,9**	1,4	**2,4**	0,7	**1,0**	0,3

Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, marec 2007.
Vir: Banka Slovenije.

hitrejši rasti prostih cen, še bolj pa naj bi bilo to očitno v prihodnje. Rast prostih cen, ki naj bi v celotnem obdobju projekcij presegala povprečje zadnjih let, je tako predvsem posledica gospodarske rasti, ki je višja od potencialne. Rast prostih cen naj bi se po letošnjem dvigu na 3,6% tudi v prihodnjih dveh letih še zadrževala nad oziroma blizu 3%. V projekcijah naj bi učinke hitre rasti gospodarstva na inflacijo omejevala predvsem ustrezna dohodkovna politika z vzdrževanjem rasti stroškov dela na zmerni ravni, medtem ko naj fiskalna politika ne bi povzročala dodatnih šokov, kar je v projekcijah izraženo s predpostavko o odsotnosti nepričakovanih ukrepov na davčnem področju ter s predpostavkama o nizkih rasteh porabe in investicij države. Ocene v projekcijah kažejo na nadaljnje zaostajanja rasti stroškov dela za rastjo produktivnosti na ravni blizu 0,5 odstotne točke. Postopno umirjanje gospodarske aktivnosti bo predvsem posledica postopnega umirjanja domačega povpraševanja. Rast zasebne potrošnje naj bi ostala zmerna na ravni pod 4%, rast potrošnje države pa pod 2,0%. Obe komponenti končnega trošenja naj bi delovali omejevalno na rast prostih cen.

Pričakovana gibanja v mednarodnem okolju v obdobju projekcij ne prinašajo dodatnih inflacijskih pritiskov. Cene nafte naj bi se stabilizirale na ravni med 70 USD in 75 USD za sod, postopno pa naj bi se pričela umirjati tudi rast cen ostalih primarnih surovin. Inflacija v evroobmočju naj bi po pričakovanjih v obdobju projekcij ostala stabilna na ravni blizu oziroma pod 2%. Na to raven naj bi se v obdobju projekcij znižala tudi rast cen industrijskih proizvodov v Nemčiji, potem ko je bila v zadnjih dveh letih občutno višja. Posreden pritisk na domačo inflacijo iz zunanjega okolja bi lahko predstavljala le pričakovana močnejša rast tujega povpraševanja, ki naj bi po predpostavkah ostala na razmeroma visoki ravni.

V primerjavi s predhodnimi projekcijami so ocene medletnih inflacijskih stopenj popravljene navzgor. Popravek ocene za letošnje leto je v pretežni meri posledica dosedanjih inflacijskih gibanj, ki odstopajo navzgor predvsem zaradi enkratnih šokov pri cenah hrane ter podcenjene predpostavke glede pričakovane rasti cen energentov. Ocena rasti cen hrane je popravljena navzgor za 1,9 odstotne točke, na 5,8% v povprečju letošnje-

Tabela 6.2 Predpostavljeni neposredni učinki na inflacijo kot posledica vladnih ukrepov v letu 2007

Ukrep	pričakovana sprememba	pričakovani učinek na HICP (v o.t.)	dejanska sprememba v obdobju jan. - avg. 2007	dejanski učinek na HICP (v o.t.)
Spremembe pri nadzorovanih cenah:				
- načrtovan dvig marž naftnim trgovcem	1,2% povišanje cen goriv	0,098	brez povišanja	0,000
- sprememba metodologije določanja cen komunalnih storitev	nevtralen vpliv	0,000	metodologija še v pripravi	0,000
- sprememba cen vozovnic železniškega potniškega prometa	dvig cen za 2,3%	0,004	dvig cen za 2,1%	0,004
- sprememba cen nekaterih učbenikov	dvig cen za 2%	0,005	dvig cen za 2%	0,005
Spremembe trošarin:				
- na tobačne izdelke	dvig cen cigaret za 9,8%	0,324	dvig cen cigaret za 7,9%	0,261
- na alkohol za 21,5%	dvig cen alkoholnih pijač za 2,7%	0,049	ni sprememb trošarin	0,000
- na električno energijo	dvig cen elektrike za 1,1%	0,025	ni sprememb trošarin	0,000
Ostali ukrepi:				
- liberalizacija trga električne energije	porast cen elektrike do 10%	0,229	dvig cen elektrike za 5,5%	0,126
Skupni učinek na inflacijo		**0,735**		**0,396**

Vir: Načrt uravnavanja reguliranih cen za leti 2006 in 2007; Zakon o trošarinah (Ztro-UPB3); Proračunski memorandum za leti 2007 in 2008.

ga leta. Za 2,5 odstotni točki je zvišana tudi ocena rasti cen energentov, ki naj bi v povprečju leta znašala okrog 2,6%. Bolj ugodno sliko pa kažejo kratkoročne projekcije cen ostalega industrijskega blaga. Ocene namreč kažejo, da bi bila lahko letos povprečna rast cen industrijskega blaga celo za okrog 0,3 odstotne točke nižja od prvotno ocenjene in bi znašala le 0,2% v povprečju leta. Za razliko od ostalih skupin cen ostaja ocena rasti cen storitev v letošnjem letu nespremenjena.

Rast nadzorovanih cen naj bi ostala tudi v obdobju projekcij nižja od rasti prostih cen, kar predpostavlja nadaljevanje dosedanje politike nadzorovanih cen. Počasnejša rast nadzorovanih cen je v pretežni meri posledica pričakovanega gibanja rasti cen energentov, ki naj bi glede na predpostavke v prihodnjih dveh letih v povprečju leta ostale nespremenjene. Za gibanje ostalih nadzorovanih cen se predpostavlja, da bodo rasle z dinamiko prostih cen, kot predvideva Načrt uravnavanja reguliranih cen za leti 2006 in 2007, saj se ne pričakuje večjih odstopanj od temeljnih smernic obstoječega Načrta. Načrt uravnavanja reguliranih cen za leti 2008 in 2009 naj bi bil predvidoma pripravljen in sprejet do konca letošnjega leta.

Med predpostavljenimi ukrepi ekonomske politike na področju davkov in trošarin niso predvideni ukrepi, ki bi lahko povzročili dodaten dvig cen. Večina potrebnih prilagoditev in usklajevanj trošarin z evropskimi direktivami je bila že izvedena. Inflacija bo zato v prihodnjem letu nižja za okrog 0,2 odstotni točki, kolikor je znašal učinek vsakoletnega dviga trošarin na tobačne izdelke. Večje tveganje predstavljajo le morebitni odloženi učinki liberalizacije cen električne energije.

Projekcije inflacije in gospodarskih gibanj so izpostavljene številnim negotovostim, ki so se glede na predhodne projekcije povečale. Na strani zunanjih dejavnikov izhaja povečanje negotovosti predvsem iz nedavne nestabilnosti na svetovnih finančnih trgih in posledičnega povečanja splošne negotovosti glede gibanja globalne aktivnosti ter cen surovin na svetovnih trgih. Na domači strani so negotovosti povezane predvsem z gibanjem plač, kjer so dogovori glede oblikovanja plač v zasebnem sektorju še v teku. Negotovosti pri oblikovanju plačnih zahtevkov so se povečale zaradi nepričakovanega povišanja inflacije ter povišanja inflacijskih pričakovanj v zadnjih mesecih, in hkratne zelo visoke gospodarske rasti. Precej negotovosti obstaja tudi v zvezi z investicijsko dejavnostjo, predvsem podjetij, ki so pod nadzorom države. Načrt DARS-a za razvoj in obnovo avtocest v letu 2008, ki je že bil posredovan Ministrstvu za gospodarstvo, je najobsežnejši doslej – samo za gradnjo avtocest je predvidenih 800 mio EUR – in bo v večini financiran z najemanjem posojil oziroma z izdajo obveznic.

Zaradi negotovosti, ki so vedno povezane z uresničitvijo predpostavk, Banka Slovenije poleg osnovnega scenarija pripravlja tudi alternativne scenarije projekcij in simulacije, ki kažejo na možna odstopanja od osnovnega scenarija. Predpostavke iz mednarodnega okolja, opisane v 2. poglavju, ter predpostavke glede delovanja fiskalne in dohodkovne politike, opisane v 3. poglavju, so upoštevane v osnovnem scenariju projekcij, alternativni scenariji projekcij pa temeljijo na spremenjenih predpostavkah, predvsem glede gibanja tistih spremenljivk, ki so najbolj izpostavljena tveganjem. S primerjavo scenarijev je možno oceniti vpliv odstopanja predpostavk od tistih, zajetih v osnovnem scenariju, na projekcije (tabela 6.3).

Glede na razpoložljive podatke so tveganja povezana s projekcijami inflacije usmerjena navzgor, medtem ko so tveganja povezana z napovedmi gospodarske rasti, bolj uravnotežena. Tveganja za projekcije inflacije izhajajo tako iz zunanjih kot domačih dejavnikov. Med zunanjimi dejavniki obstaja največje tveganje predvsem glede višjih cen surovin, tako nafte kot ostalih primarnih surovin, pri čemer najbolj izstopajo cene kmetijskih izdelkov. Domači dejavniki, ki predstavljajo največje tveganje za inflacijo, zadevajo predpostavke, ki neposredno vplivajo tako na inflacijo kot tudi na gospodarsko aktivnost, saj gospodarska aktivnost med drugim vpliva tudi na censke pritiske. Inflacijski pritiski se namreč povečujejo, ko agre-

gatno povpraševanje presega ponudbene zmogljivosti gospodarstva, kar se odraža v povečani stopnji izkoriščenosti kapacitet ter v zaostrenih razmerah na trgu dela. Največje tveganje med domačimi dejavniki tako predstavlja višja rast plač od pričakovane, razmere visoke gospodarske rasti pa lahko podjetja laže izkoristijo tudi za oblikovanje cen na ravni, ki so precej višje od stroškovne komponente.

Med zunanjimi dejavniki predstavljajo največje tveganje za gibanje inflacije cene nafte in drugih primarnih surovin, predvsem kmetijskih izdelkov. V zadnjem obdobju so se cene nafte in nekaterih drugih primarnih surovin, predvsem hrane, močno povečale. Gibanje teh cen v prihodnje ter njihov prenos v domače cene ostajata negotova. Obstaja tveganje, da bi bile cene primarnih surovin višje od upoštevanih zaradi večjega svetovnega povpraševanja oziroma zaradi dodatnih šokov na ponudbeni strani. Cene surovin na svetovnih trgih določajo stroške podjetij, njihov prenos na končnega uporabnika (in s tem v HICP) pa je odvisen od številnih dejavnikov, med drugim od tržne strukture in s tem možnosti oblikovanja pribitka na cene. V splošnem velja, da lahko podjetja hitreje in v večjem obsegu prenesejo povišanje cen na končne cene v razmerah manjše konkurence oziroma večje koncentracije na trgu ter višjega agregatnega povpraševanja. Poleg cen na svetovnih trgih vpliva na uvozne cene tudi gibanje tečaja evra. V zadnjem času je apreciacija evra nekoliko pripomogla k zniževanju inflacijskih

Tabela 6.3 Modelske simulacije nekaterih makroekonomskih šokov

	Simulacija	Šok - sprememba	Vrednostna ocena verjetnosti
	a) Tuje okolje		
1.	Cena nafte	višja od cene v napovedih za 5 USD/sod	visoka
2.	Cena primarnih surovin	višja od ravni cen v napovedih za 10%	zmerna
3.	Povpraševanje iz tujine	nižje od rasti v napovedih za 1 o.t.	zmerna
	b) Domače okolje		
4.	Rast plač	višja od rasti plač v napovedih za 1 o.t.	zmerna
5.	Trošenje gospodinjstev	višje od rasti trošenja v napovedih za 1 o.t.	zmerna
6.	Trošenje države	višje od rasti trošenja v napovedih za 1 o.t.	zmerna
7.	Rast nadzorovanih cen	višja od rasti prostih cen iz napovedi za 2 o.t.	zmerna

Simulacija	BDP			Inflacija		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Projekcije - osnovni scenarij	5,7	4,4	3,9	3,3	3,3	2,9
Odzivnost projekcij na šoke:						
a) Tuje okolje						
1. Nafta	5,7	4,3	3,8	3,6	3,5	3,0
2. Primarne surovine	5,7	4,4	3,9	3,4	3,5	3,0
3. Tuje povpraševanje	5,7	4,2	3,8	3,3	3,2	2,9
b) Domače okolje						
4. Plače	5,8	4,6	4,0	3,4	3,7	3,4
5. Trošenje gospodinjstev	5,8	4,7	4,3	3,4	3,6	3,3
6. Trošenje države	5,8	4,5	4,1	3,3	3,4	3,0
7. Nadzorovane cene	5,7	4,3	3,9	3,4	3,5	3,2

Opombe: Medletna rast v %. Simulacije so bile opravljene s pomočjo modela, ki ga Banka Slovenije uporablja pri napovedih. Pri posameznih simulacijah (1,2,3,6) so spremenjene eksogene spremenljivke, pri ostalih simulacijah (4,5,7) pa so vrednostim spremenljivkam iz osnovnega scenarija dodane spremembe, ki definirajo samo simulacijo. Vse ostale predpostavke v izvedenih simulacijah so enake tistim iz osnovnega scenarija. Obdobje trajnih šokov je od tretjega četrtletja 2007 do zadnjega četrtletja 2009.
Vir: SURS, Banka Slovenije; preračuni Banka Slovenije.

pritiskov, ki izvirajo iz rasti cen surovin na svetovnih trgih. Če se tečajna gibanja v prihodnje obrnejo, bi se lahko inflacijski pritiski še dodatno povečali.

Inflacijska tveganja so povezana tudi z gibanjem cen uvoženega blaga, predvsem pri tistih proizvodih, ki so znatno prispevale k znižanju inflacije v preteklih letih. V obdobju po vstopu v EU se je močno povečal uvoz iz držav z nizko ceno delovne sile ter uvoz rabljenih avtomobilov iz držav EU. Poleg neposrednega učinka je imel uvoz cenejših dobrin tudi posreden učinek na znižanje inflacije zaradi spremenjene strukture potrošniške košarice (premik k cenejšim uvoženim dobrinam) ter povečanja posredne konkurence na domačem trgu. Možno je, da bo ugoden vpliv svetovne konkurence oziroma uvoza iz držav z nizko ceno delovne sile sčasoma postal bolj omejen, kar se deloma že kaže v postopoma manjšem negativnem prispevku cen industrijskih proizvodov k skupni inflaciji, kljub temu pa sta časovni horizont in obseg tega dejavnika še precej negotova.

Med domačimi dejavniki so velika tveganja povezana predvsem z rastjo plač v obdobju projekcij zaradi negotovosti glede pogajanj o plačah. Trenutna visoka gospodarska aktivnost, ki se glede na projekcije nahaja nad ponudbenim potencialom gospodarstva, se odraža v tendencah k porastu inflacije, nezadostnih proizvodnih kapacitetah in v zaostrenih razmerah na trgu dela. Če upoštevamo še predvideno visoko uskladitev plač v javnem sektorju v prihodnjih letih, se precej povečujejo tveganja za zahteve po višjih plačah tudi v zasebnem sektorju. Višja rast plač od osnovnega scenarija bi lahko povišala inflacijo, saj po eni strani povečuje stroške podjetij, po drugi strani pa povečuje pritiske na strani povpraševanja. Podjetja lahko namreč povišanje plač prenesejo v povišanje cen, kar je lažje v razmerah visoke gospodarske rasti, ali pa zmanjšajo svoj pribitek na cene (dobiček). V trenutno ugodnih gospodarskih razmerah postaja povišanje cen vse bolj verjeten odziv na prekomerno povišanje plač. Še posebej to velja za sektorje, ki so manj izpostavljeni konkurenci, kot so na primer storitvene dejavnosti. Ker prav te dejavnosti običajno izkazujejo manjšo stopnjo produktivnosti, ki bi lahko absorbirala višje stroške v obliki plač, je tveganje nastanka inflacijskih pritiskov zaradi rasti plač v teh dejavnostih še večje. To sicer pomeni, da morajo biti v novem makroekonomskem okolju, ki je vezano na vstop v denarno unijo, plače tisti dejavnik, ki kratkoročno nosi največje breme pri prilagajanju gospodarstva v neugodnih razmerah. Vendar prav takšna prožna politika na trgu dela na daljše obdobje zagotavlja stabilnejšo gospodarsko rast, večjo stabilnost cen in večjo stabilnost zaposlenosti.

Zaradi zgoraj opisanih tveganj je predstavljen alternativni scenarij polne indeksacije plač na rast cen, kar bi povzročilo spiralno dinamiko cen in stroškov dela, inflacija pa bi lahko presegla 5% že v obdobju projek-

Tabela 6.4 Alternativni scenarij projekcij: višja rast nominalnih plač

	scenarij polne indeksacije na tekočo stopnjo inflacije in proizvod na zaposlenega			odstopanje od osnovnega scenarija		
	2007	**2008**	**2009**	**2007**	**2008**	**2009**
	medletna rast v %			*v odstotnih točkah*		
Bruto plače	3,1	5,1	6,1	0,2	1,8	3,1
Inflacija (HICP)	3,3	3,8	5,3	0,0	0,5	2,5
BDP	5,7	4,4	4,0	0,0	0,0	0,1
Domače povpraševanje	6,1	4,3	4,0	0,0	0,3	0,6
Izvoz	13,3	11,5	8,4	0,0	-0,1	-0,1
Uvoz	13,8	11,2	8,4	0,0	0,2	0,4

Opomba: Scenarij predpostavlja, da se bo rast plač v celotnem obdobju projekcij popolnoma uskladila z rastjo produktivnosti gospodarstva ter z rastjo cen.
Vir: Banka Slovenije.

cij. Scenarij v tabeli 6.4 predpostavlja, da se bo rast plač v celotnem obdobju projekcij popolnoma uskladila z rastjo produkta na zaposlenega in z rastjo cen, zaradi česar bi bila rast plač v obdobju 2008-2009 za okoli 1 odstotno točko višja od tiste v osnovnem scenariju in bi v tem obdobju realno znašala okoli 4%. V primeru uresničitve takšnega scenarija ocene kažejo, da bi inflacija v obdobju projekcij znatno porasla nad projekcijo inflacije v osnovnem scenariju, in bi lahko znašala več kot 5% v primerjavi z 2,9% v letu 2009, hkrati pa bi se zaradi realnega porasta razpoložljivega dohodka nekoliko in zgolj prehodno zvišala gospodarska aktivnost. Scenarij kaže na nevarnost nastanka plačno-inflacijske spirale, če se v rast plač začnejo vgrajevati enkratni censki pritiski ponudbene narave, kot sta rast cen energentov in hrane - ti ne povišujejo produktivnosti dela - in tisti del inflacije ki je vezan na pospešeno gospodarsko aktivnost. Osnovni scenarij projekcij sicer predvideva, da se plačna politika ne bo spremenila glede na obdobje zmerne rasti stroškov dela v zadnjih nekaj letih. Če pride do odstopanj od take politike, močno naraste tudi verjetnost odstopanja od doseganja cenovne stabilnosti.

Ugodne gospodarske razmere in visoko domače povpraševanje ustvarjajo pogoje tudi za povišanje marž podjetij, saj se v takšnih razmerah poveča možnost oblikovanja cen na ravneh, ki ne odražajo le stroškovne komponente. To velja še toliko bolj za trge, ki so manj izpostavljeni konkurenci. Učinek povišanja pribitkov na cene na povišanje inflacije lahko ima zelo pomemben vpliv na inflacijska pričakovanja in s tem na inflacijo, sploh če se nanaša na proizvode, ki jih potrošniki kupujejo pogosto, kot je na primer hrana.

Načrt oblikovanja nadzorovanih cen za obdobje projekcij je še v pripravi, kljub temu pa tveganje, da bi nadzorovane cene odstopale od trenutno predpostavljenih, ni veliko. V projekcijah je predpostavljeno, da rast nadzorovanih cen ne bo presegala rasti prostih cen, kar je skladno s politiko, vodeno na tem področju v zadnjih nekaj letih. Vlada bo Načrt, ki naj se v temeljnih smernicah po pričakovanjih ne bi bistveno razlikoval od dosedanjega, sprejela do konca leta. Pri cenah energije obstaja poleg cen naftnih derivatov še posebna negotovost glede gibanja cen električne energije po odprtju trga julija 2007. V nekaj mesecih po odprtju trga se pričakovani učinek višjih cen še ni uresničil, čeprav so nekatere ocene kazale na potrebo po približno 10% prilagoditvi cen električne energije. Vlada je sicer tik pred odprtjem trga oziroma odpravo nadzora cen električne energije odobrila zvišanje cen za 5,5%, vendar so končni učinki na cene ob liberalizaciji trga električne energije v Sloveniji še v veliki meri negotovi. Jasno pa je, da program nadzorovanih cen in omejevanja davčnih učinkov na cene ne more predstavljati jedra politik za zagotavljanje cenovne stabilnosti – kratkoročni učinki na inflacijo s strani takih politik lahko povzročajo distorzije relativnih cen, kar na daljši rok poslabšuje učinkovitost gospodarstva. Pri nadzorovanih cenah je predvsem potrebno preprečevati, da bi postale inflacijski dejavnik zaradi nezadostnega obvladovanja stroškov v sektorjih katerih cene so pod nadzorom, zato se morajo na tem področju mobilizirati ustrezne strukturne politike.

Tveganja glede projekcij gospodarske aktivnosti so povezana predvsem z nestabilnostjo na svetovnih finančnih trgih ter negotovostjo glede rasti plač in proračunskih izdatkov. Do manjše gospodarske aktivnosti lahko pride predvsem zaradi vpliva nedavne nestabilnosti na svetovnih finančnih trgih na tuje in domače povpraševanje, kar bi lahko v določeni meri omililo inflacijske pritiske. Na drugi strani obstajajo tveganja, da bo rast domačega povpraševanja v obdobju projekcij še višja in še močneje presegala ocenjeno rast ponudbenih zmogljivosti gospodarstva, predvsem če bo rast plač višja od pričakovane ter proračunska poraba ekspanzivnejša, kar bi lahko še povečalo inflacijske pritiske.

Nedavna dogajanja na svetovnih finančnih trgih so povečala tveganja za zaostrovanje likvidnosti in pogojev financiranja, ter znatno upočasnila rast tujega povpraševanja v obdobju projekcij. Obdobje zadnjih nekaj let je zaznamovala obilna likvidnost, ugodni pogoji financiranja ter visoke stopnje rasti kreditov, neda-

vni dogodki na svetovnih finančnih trgih pa bi lahko povzročili preobrat v opisanih gibanjih. Spremenjeni pogoji financiranja lahko negativno vplivajo na svetovno gospodarsko rast, prav tako pa lahko omejevalno vplivajo na domače investiranje in trošenje v primeru, da se odrazijo v višjih obrestnih mer in težjega dostopa do kreditov. Hkrati bi počasnejša gospodarska rast v tujini znižala izvozno povpraševanje po slovenskem izvozu in upočasnila domačo gospodarsko aktivnost, takšen razvoj dogodkov pa bi posledično omejil domače inflacijske pritiske. Glede na modelske ocene elastičnosti makroekonomskih dejavnikov na rast tujega povpraševanja, prikazane v tabeli 6.3, je možno ovrednotiti učinek upočasnitve tujega povpraševanje na slovensko gospodarstvo. Če bi prišlo zaradi nestabilnosti na finančnih trgih do zmanjšanega tujega povpraševanja v obsegu znižanja na ravni tistega iz leta 2001 – v tem letu se je rast tujega povpraševanja zmanjšala za okoli 5 odstotnih točk – bi se v naslednjem letu rast gospodarske aktivnosti znižala za okoli 1 odstotno točko, inflacija pa za okoli 0,5 odstotne točke.

Tveganja, ki se nanašajo na dohodke gospodinjstev (tudi pokojnin, ki so vezane na rast plač) ter na trošenje in investiranju države oziroma podjetij, ki so pod njenim nadzorom (npr. DARS), nakazujejo, da bi lahko domače povpraševanje naraščalo še hitreje, kot je opisano v projekcijah, zaradi česar bi se povečevala pozitivna proizvodna vrzel in s tem inflacijski pritiski. Potrošnjo gospodinjstev bi lahko pospešilo tudi nadaljevanje zadolževanja, ki bi ga spodbudila višja inflacija od tiste v evroobmočju, saj se s tem znižujejo realni stroški zadolževanja. Tudi vpliv premoženja na razpoložljivi dohodek je negotov in se lahko ob nadaljnji rasti predvsem cen nepremičnin oziroma cen vrednostnih papirjev izkaže kot dejavnik ustvarjanja dodatnega domačega povpraševanja. Trošenje države se lahko med drugim poveča tudi zaradi prihajajočih volitev ter deloma v povezavi s predsedovanjem EU, pa tudi zaradi investiranja, pogojenega s sredstvi EU. Vpliv rasti investicij na inflacijo je sicer odvisen od narave investicij in ustreznega povečevanja ponudbenega potenciala. Le-to pa je v trenutnih razmerah negotovo, saj investicije v stanovanjsko gradnjo in gradnjo cest, ki sta trenutno najhitreje rastoči komponenti investicij, povečujejo predvsem ciklično rast in s tem inflacijske pritiske, medtem ko ponudbeni potencial povečujejo predvsem investicije v opremo.

Za vzdržno doseganje inflacije na ustrezno nizki ravni v srednjeročnem obdobju je ključno, da se tveganja za povišanje inflacije ne uresničijo. Medtem ko denarna politika ECB skrbi za doseganje stabilnosti cen v evroobmočju kot celoti, so za obvladovanje inflacije v Sloveniji po vstopu v enotno denarno območje na razpolago le domače politike. Glede na trenutno zaznana tveganja bosta predvsem pomembna odgovorno obnašanje socialnih partnerjev pri plačnih pogajanjih ter restriktivna naravnanost proračunske porabe.

Rast stroškov dela, ki presega rast produktivnosti, povzroča inflacijske učinke. Pri oblikovanju plačnih dogovorov je pomembno upoštevanje dogajanja na podjetniški oziroma sektorski ravni ter gibanje stroškov dela glede na produktivnost v državah, ki konkurirajo na istih trgih. V zadnjih nekaj letih je gibanje celotnih stroškov dela pozitivno prispevalo k doseganju nizkih stopenj inflacije, kar se pričakuje tudi v prihodnje. Pri tem je odločilna zajezitev inflacijskih pričakovanj v skladu s cenovno stabilnostjo. Zato je pomembno, da se nedavno povišanje inflacije ne prelije v plače, saj bi to pomenilo nastanek plačno-inflacijske spirale, na katero je opozorjeno z alternativnim scenarijem v tem poglavju, ter posledično višjo inflacijo na srednji rok. Višje plače bi sicer prehodno pozitivno delovale na gospodarsko aktivnost zaradi povečanega domačega trošenja, vendar bi sočasno povišanje inflacije zmanjšalo kupno moč prebivalstva in konkurenčnost ter posledično tudi gospodarsko rast in zaposlenost. Pri tem je potrebno upoštevati, da rast produktivnosti v menjalnem sektorju običajno prehiteva rast produktivnosti v nemenjalnem sektorju, kar narekuje nižjo rast plač v nemenjalnih dejavnostih, če se želi preprečiti nastanek inflacijskih pritiskov. Za ohranjanje konkurenčnosti je poleg produktivnosti pri oblikovanju plač potrebno

Okvir 6.1: Primerjava napovedi za leti 2007 in 2008 z napovedmi drugih institucij

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

Napovedi gospodarske aktivnosti za leto 2007 so bile tudi tokrat v primerjavi s predhodnim krogom napovedi praviloma popravljene navzgor. Institucije, ki so napovedi pripravile v drugi polovici letošnjega leta izkazujejo mnenje, da bo rast realnega BDP tudi v letošnjem letu presegla 5%. Za leto 2008 še vedno prevladuje mnenje, da se bo rast umirila, vendar naj bi še presegala 4%. Pri saldu tekočega računa je večina institucij spremenila napovedi za obe leti v smeri večjega primanjkljaja, pri čemer je za prihodnje leto praviloma napovedan nekoliko manjši primanjkljaj od letošnjega.

Odstopanja pri napovedih inflacije so v tokratni primerjavi nekoliko večja kot v preteklih primerjavah predvsem zaradi dejstva, da nekatere institucije še niso objavile popravljenih napovedi. Ob tem so napovedi večine institucij, ki so svoje napovedi objavile pred kratkim, popravljene navzgor. Popravki napovedi inflacije navzgor znašajo za letos pri večini institucij okrog pol odstotne točke, institucije pa v povprečju napovedujejo le postopno umirjanje inflacije v letu 2008.

Tabela: Primerjava napovedi za Slovenijo in razlike s predhodnimi napovedmi

	Objava nove/prejšnje napovedi	BDP letna rast v %				Inflacija povprečje leta v %				Tekoči račun delež v BDP v %			
		2007		2008		2007		2008		2007		2008	
		nova	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ
Banka Slovenije	okt. 07 / mar. 07	**5,7**	1,1	**4,4**	0,0	**3,3**	0,6	**3,3**	0,6	**-3,3**	-1,3	**-2,6**	-0,5
EIPF	sep. 07 / jan. 07	**5,2**	0,6	**5,0**	…	**3,1**	0,6	**2,3**	…	**-2,4**	…	**1,1**	…
UMAR	apr. 07 / sep. 06	**4,7**	0,4	**4,4**	0,2	**3,0***	0,3	**2,7***	0,2	**-2,0**	-0,4	**-0,8**	0,4
Consensus Forecasts	sep. 07 / jan. 07	**5,6**	1,3	**4,7**	0,6	**3,0**	0,6	**2,7**	0,4	**-2,9**	-1,1	**-0,8**	0,6
WIIW	jul. 07 / feb. 07	**5,0**	0,5	**5,0**	0,6	**2,6**	0,0	**2,3**	0,0	**-2,2**	0,0	**-1,5**	0,0
Evropska komisija	maj. 07 / nov. 06	**4,3**	0,1	**4,0**	-0,5	**2,6**	0,1	**2,7**	0,1	**-2,4**	-0,6	**-2,3**	-0,9

** Ažurirana pomladanska napoved inflacije za leti 2007 in 2008, julij 2007*
Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, marec 2007.
Vir: Banka Slovenije, EIPF, UMAR, Consensus Economic Forecasts, Evropska Komisija, Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (wiiw); preračuni Banka Slovenije.

upoštevati tudi dogajanja v državah, ki so glavne konkurentke Slovenije.

Fiskalna politika ima poleg dohodkovne politike ključno vlogo pri zagotavljanju cenovne stabilnosti in brzdanju inflacijskih pritiskov. Naravnanost proračunske porabe mora biti proticiklična ter mora zagotavljati ustvarjanje proračunske rezerve v času, ko so proračunski prihodki pod vplivom ugodnega cikla. Kljub trenutno ugodni sliki je potrebna dodatna konsolidacija javnih financ. To še posebno velja v luči visoke gospodarske aktivnosti in nominalnih prihodkov ter glede na dejstvo, da večina projekcij nakazuje, da bi se gospodarski cikel lahko pričel postopno umirjati. Preudarnost pri vodenju fiskalne politike je še toliko bolj pomembna zaradi negotovosti glede stanja javnih financ, saj podatki o tekočem strukturnem primanjkljaju trenutno niso na voljo in je zato natančnejša ocena stanja fiskalne politike nemogoča. Preudarnost narekuje tudi negotovost pri oceni ciklične komponente - sploh kadar so stopnje gospodarske rasti visoke, je možno, da pride do podcenjevanja ciklične komponente. Velika preudarnost in dolgoročnejša naravnanost sta potrebni tudi pri odločitvah o investicijah drža-

ve in podjetij, ki so pod nadzorom države, ter porabi sredstev EU, saj lahko narava in časovni vidik projektov vplivata na inflacijske pritiske s strani povpraševanja. Nosilci makroekonomskih politik morajo zato pravočasno zaznati tveganja in pravočasno pripraviti programe, ki bodo odloženi (na primer cestni program), če se pojavijo tveganja pri inflaciji in pregrevanju gospodarstva. Ti programi bodo lahko na daljši rok delovali kot rezerva za spodbujanje gospodarske aktivnosti in bodo lahko ponovno pospešeni, ko se gospodarski cikel upočasni.

Fiskalna politika ima pomembno vlogo na ostale dele gospodarstva tudi preko določanja plač v javnem sektorju, ki imajo močan demonstracijski učinek na plače v zasebnem sektorju. Zadnji dogovori narekujejo rast plač v javnem sektorju, ki na inflacijo več ne deluje omejevalno. Visoka rast plač je lahko problematična tudi zato, ker so trenutno nekateri dohodki prebivalstva, predvsem pokojnine in socialni transferji, vezani na rast plač.

Poleg makroekonomskih politik so strukturne politike ključnega pomena za doseganje vzdržne gospodarske rasti v srednjeročnem in dolgoročnem obdobju, skladne z ohranjanjem cenovne stabilnosti. Potrebni so predvsem ukrepi za povečanje prožnosti trga dela, izboljšanje konkurenčnosti gospodarstva ter reforme socialnih programov. Ukrepi strukturne politike običajno delujejo na gospodarsko aktivnost z daljšim časovnim odlogom, zato bodo nedavni ukrepi vlade na tem področju delovali šele izven časovnega obdobja tokratnih projekcij, njihovi učinki pa niso zajeti v osnovnem scenariju.

Priloga: Projekcije Banke Slovenije in projekcije Evrosistema

Banka Slovenije sodeluje od jeseni 2006 tudi pri makroekonomskih projekcijah Evrosistema.[1] Projekcije za Slovenijo so bile v projekcije agregatov evroobmočja prvič vključene v Mesečnem biltenu ECB decembra 2006 za leta 2007 in naprej.

Projekcije, ki se izdelujejo v okviru Evrosistema, temeljijo na tesnem sodelovanju ekspertov ECB in ekspertov nacionalnih centralnih bank (NCB).[2] Za izdelavo projekcij je odgovoren Odbor za denarno politiko[3] ob podpori Delovne skupine za napovedovanje[4], ki deluje v njegovem okviru. Prvi korak pri izdelavi projekcij Evrosistema predstavlja dogovor o predpostavkah, ki vsebuje podmene o obrestnih merah, gibanju tečaja, mednarodnem okolju ter o fiskalnih spremenljivkah. V drugem koraku ECB in NCB z uporabo istih predpostavk izdelajo lastne projekcije za posamezne države, ECB pa ob tem pripravi še agregacijo za evroobmočje na podlagi lastnih projekcij in na podlagi projekcij NCB. Po večkratnih iteracijah se določijo dokončne vrednosti projekcij za posamezne države in s tem za evroobmočje, ki jim sledi še priprava poročila za Svet guvernerjev ECB. Izvleček tega poročila je objavljen v biltenu ECB.

Banka Slovenije v projekcijah, ki so prikazane v Poročilu o cenovni stabilnosti, uporablja lastne predpostavke. Te po pravilih, ki veljajo pri izdelavi projekcij Evrosistema, niso identične tistim, ki se uporabljajo v projekcijah Evrosistema, in morajo biti privzete iz drugih institucij.

Tudi javno objavljene projekcije Banke Slovenije[5] ter projekcije Evrosistema niso identične, in se ne izdelujejo istočasno. Posamezne nacionalne centralne banke, članice evroobmočja, lahko objavljajo lastne projekcije izven rednih projekcij Evrosistema, njihova objava pa je pogojena s časovno omejitvijo. Časovni odmik objav projekcij NCB je vezan na javno objavo projekcij Evrosistema, ki so praviloma objavljene dvakrat letno, v začetku junija ter v začetku decembra.[6] Če so projekcije NCB objavljene pred projekcijami Evrosistema, mora objava NCB predhajati objavo projekcij Evrosistema za najmanj dva meseca. V primeru, da so projekcije NCB objavljene v obdobju enega meseca po objavi projekcij Evrosistema, morajo projekcije NCB vsebovati enake predpostavke mednarodnega okolja kot projekcije Evrosistema.

[1] Projekcije ekspertov Evrosistema (ECB in nacionalnih centralnih bank, članic evro območja - NCB) ne odražajo mnenj posameznih centralnih bank oziroma Sveta guvernerjev ECB. Projekcije sicer predstavljajo podporno gradivo za ocene Sveta guvernerjev ECB glede gospodarskih dogajanj in tveganj, povezanih s stabilnostjo cen.
[2] Več o izdelavi projekcij Evrosistema na: http://www.ecb.int/pub/pdf/other/staffprojectionsguideen.pdf
[3] Monetary Policy Committee. Odbor je sestavljen iz visokih uradnikov ECB in NCB.
[4] Working Group on Forecasting. V delovni skupini delujejo eksperti ECB in NCB.
[5] Gre za projekcije Sveta Banke Slovenije, ki jih ta sprejme in odobri za objavo v Poročilu o cenovni stabilnosti (prej: Poročilo o denarni politiki).
[6] Od septembra 2006 dalje so v Biltenu ECB objavljene tudi vmesne projekcije ekspertov ECB, v katerih eksperti NCB ne sodelujejo, in ki so poleg septembra objavljene še marca.