BANKA SLOVENIJE

POROČILO O DENARNI POLITIKI

OKTOBER 2006

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 15. septembra 2006, razen, če je navedeno drugače.

This publication is also available in English.

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

Pregled vsebine:

1 POVZETEK 5

2 GOSPODARSKA GIBANJA IN INFLACIJA 7

2.1 Makroekonomska gibanja 7

2.2 Dejavniki inflacije 15

3 DENARNA POLITIKA 23

3.1 Denarna politika in makroekonomska gibanja 23

3.2 Instrumenti denarne politike v ERM II 27

3.3 Izvajanje strukturnih prilagoditev za lažji prehod v evrosistem 28

4 PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ 33

4.1 Mednarodno okolje 33

4.2 Aktivnost, zaposlenost in plače 36

4.3 Komponente trošenja 38

4.4 Plačilna bilanca 40

4.5 Pogoji financiranja 43

4.6 Inflacija 45

4.7 Primerjava z napovedmi drugih institucij 47

5 EKONOMSKE POLITIKE V LUČI UVEDBE EVRA 50

5.1 Pomen doseganja nominalne konvergence 50

5.2 Možnost odstopanj od napovedi 53

5.3 Koordinacija makroekonomskih politik 55

5.4 Strukturne reforme za prožno delovanje makroekonomskih politik 58

Pregled tabel, slik in okvirjev:

Tabele:

Tabela 2.1: Tekoča in medletna dinamika BDP in njegovih komponent po izdatkovni strukturi 9
Tabela 4.1: Predpostavke mednarodnega okolja 33
Tabela 4.2: Aktivnost, zaposlenost in plače 36
Tabela 4.3: Komponente trošenja 38
Tabela 4.4: Tekoči račun plačilne bilance 40
Tabela 4.5: Finančni tokovi s tujino 43
Tabela 4.6: Inflacija 45
Tabela 4.7: Primerjava napovedi za Slovenijo in razlike glede na predhodne napovedi 47
Tabela 4.8: Izbor glavnih kazalnikov 49
Tabela 5.1: Odzivnost makroekonomskih spremenljivk na simulacije šokov 53
Tabela 5.2: Možna razlika javnofinančnega salda zaradi odstopanja gospodarske rasti od napovedane ... 57

Slike:

Slika 2.1: Doseganje cenovne stabilnosti 7
Slika 2.2: Gospodarska rast evroobmočja in tekoče projekcije Evropske komisije 8
Slika 2.3: Cene nafte, primarnih surovin ter gibanje tečaja EUR/USD 9
Slika 2.4: Rast BDP po četrtletjih 11
Slika 2.5: Komponente trošenja BDP po četrtletjih 11
Slika 2.6: Gibanje brezposelnosti 12
Slika 2.7: Skupna in osnovna inflacija 16
Slika 2.8: Kazalnik gibanja proizvodne vrzeli med leti 1995 in 2006 16
Slika 2.9: Pritiski posameznih skupin cen na inflacijo 19
Slika 2.10: Gibanje posameznih skupin cen 20
Slika 2.11: Gibanje cen hrane v zadnjih petih letih 20
Slika 2.12: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih 21
Slika 2.13: Primerjava cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih (brez cen energentov) 22
Slika 3.1: Obrestne mere Banke Slovenije 24
Slika 3.2: Devizni trgi in plačilnobilančni tokovi 25
Slika 3.3: Denar in krediti 26
Slika 3.4: Tržni devizni tečaji in odstopanja od centralnega tečaja 27
Slika 3.5: Presežna ponudba/povpraševanje na trgih tujega denarja 28
Slika 3.6: Povečevanje tolarskih BZ kot posledica zmanjševanja BZ v tujem denarju 30
Slika 4.1: Poslovne tendence v tujini in v Sloveniji 34
Slika 4.2: HICP v evroobmočju in PPI v Nemčiji 35
Slika 4.3: Projekcije BDP 36
Slika 4.4: Projekcija prispevkov komponent trošenja 39
Slika 4.5: Projekcije tekočega računa 42
Slika 4.6: Projekcije inflacije 46
Slika 5.1: Inflacijske stopnje pred vstopom v evroobmočje 51
Slika 5.2: Tekoči račun pred vstopom v evroobmočje 51
Slika 5.3: Javnofinančni primanjkljaj pred vstopom v evroobmočje 52
Slika 5.4: Realna rast stroškov na enoto proizvoda 58

Okvirji:

Okvir 2.1: Evidenca brezposelnih in trg dela 13
Okvir 2.2: Pogoji denarne politike in dezinflacijski trend 18
Okvir 3.1: Pozitivna ocena za Slovenijo v Konvergenčnih poročilih ECB in Evropske Komisije 23
Okvir 3.2: Kronološki pregled ukrepov Banke Slovenije od vstopa v ERM II 31
Okvir 4.1: Nov dogovor o usklajevanju plač 37
Okvir 4.2: Revizija plačilne bilance 41
Okvir 5.1: Možni prehodni učinki dviga davka na dodano vrednost (DDV) 54

1 POVZETEK

Banka Slovenije in Vlada Republike Slovenije uspešno uresničujeta Program vstopa v ERM II in prevzema evra (Program). Po dveh letih sodelovanja v mehanizmu menjalnih tečajev ERM II je Svet EU na podlagi Konvergenčnih poročil ECB in Evropske komisije ugotovil, da Slovenija izpolnjuje pogoje za uvedbo evra. Obe Poročili ugotavljata, da Slovenija vzdržno izpolnjuje maastrichtske kriterije cenovne stabilnosti, ravni obrestnih mer, kriterija javnofinančnega primanjkljaja in dolga, ter kriterij stabilnosti tečaja tolarja do evra. Poročili ocenjujeta, da je k stopnjevanju dezinflacije po letu 2000 in k doseganju kriterija pomembno prispeval okvir vodenja denarne politike. Na podlagi Poročil je Evropska komisija predlagala Svetu EU za nepreklicno izhodno pariteto tečaj 239,640 SIT za EUR, kar je hkrati tudi centralni tečaj v ERM II. Soglasno sprejetje menjalnega razmerja potrjuje ustreznost takratne odločitve in ocen, da je izbrani tečaj skladen z vzdrževanjem notranjega in zunanjega ravnovesja. Tako bo lahko uvedba evra izpeljana s 1. januarjem 2007.

Gospodarska gibanja v mednarodnem okolju so bila v prvem polletju večinoma zelo ugodna, cene surovin pa na visoki ravni. Gospodarska rast je bila nad pričakovanji predvsem v evroobmočju, kjer naj bi letos presegla 2 %. Tudi v novih članicah EU, Rusiji, državah bivše Jugoslavije ter na Kitajskem in Japonskem je gospodarska aktivnost visoka, upočasnjuje pa se v ZDA. Visoka konjunktura in nekatera geopolitična trenja so vplivala na nadaljnjo rast cen nafte in drugih primarnih surovin. Četudi ni znakov, da bi slednje povzročale upočasnjevanje gospodarske aktivnosti, so bili pritiski na rast cen bolj očitni do septembra, ko so se cene nafte močno znižale. Inflacija v ZDA se giblje na ravni 4%, v evroobmočju pa med 2 in 2,5%. Še višjo rast izkazujejo cene industrijskih proizvajalcev. Na inflacijo in gospodarsko aktivnost se centralne banke odzivajo s postopnim zaostrovanjem denarnih politik.

Domača gospodarska gibanja so ugodna in izkazujejo veliko mero procikličnosti z evroobmočjem. Zaradi visoke rasti v prvem polletju 2006 so napovedi gospodarske rasti za letošnje leto povišane na 4,5%, za prihodnji dve leti pa ostajajo nespremenjene na ravni okoli 4%. Projekcije kažejo, da bo trošenje gospodinjstev še naprej zaostajalo za rastjo gospodarstva za okoli odstotno točko, predvsem zaradi zmerne rasti plač, tudi ob upoštevanju enkratnih učinkov davčne reforme v letu 2007. Hitreje od gospodarske rasti bodo rasle investicije, ki jih dodatno spodbuja zmanjševanje zalog ter poviševanje naložb v stanovanjsko in transportno infrastrukturo. Zmerna rast stroškov dela in ugodna gospodarska klima omogočata precejšnjo rast zaposlenosti, kumulativno okoli 2% v obdobju projekcij, ob upoštevanju, da okoli tretjino pričakovanega porasta predstavlja javni sektor.

Nekoliko poslabšana projekcija tekočega računa plačilne bilance na raven med -2,5 in -3% BDP odraža predvsem metodološke prilagoditve, ki so tekoči račun poslabšale za slabo odstotno točko BDP. Dodatno sta na poslabšanje napovedi tekočega računa vplivala večji popravek navzgor pri uvozni glede na izvozno dinamiko, ter poslabšanje salda dohodkov od kapitala, ki je nastalo zaradi hitrejšega poviševanja obrestnih mer. Po drugi strani pa so se pogoji menjave poslabšali manj kot je bilo predhodno napovedano, kar je povzročilo censke učinke v smeri izboljševanja salda.

Napovedana gospodarska gibanja ostajajo skladna z ohranjanjem cenovne stabilnosti. Napovedi inflacije se gibljejo med 2,5 in 3% in so nekoliko popravljene navzgor za obdobje napovedi. Popravek navzgor v letošnjem letu je posledica visokih cen naftnih derivatov v drugem četrtletju, učinek le-teh pa se bo predvidoma v prihodnje oslabil. Bolj srednjeročno naj bi se postopoma poviševala rast prostih cen, z nizke ravni v zadnjem obdobju na raven blizu treh odstotkov. Glavni razlog za to je delno preseganje agregatnega povpraševanja nad rastjo potencialnega proizvoda, oziroma pozitivna proizvodna vrzel. Večjih inflacijskih pritiskov pa zaradi tega ni pričakovati, v kolikor bodo stroški dela, kot glavni stroškovni dejavnik pri oblikovanju cen, rasli po napovedani zmerni dinamiki.

Kratkoročna tveganja pri inflaciji, ki so bila izpostavljena ob prejšnjih napovedih, so se nekoliko oddaljila. Tržna pričakovanja kažejo na manjšo verjetnost večjih porastov cen nafte. Vodenje politike nadzorovanih cen je ustrezno, namere Vlade

RS pa kažejo na majhno verjetnost potrebe po povišanju davka na dodano vrednost. Ocene kažejo, da bi dvig davka na dodano vrednost za 1 o.t. pri nižji in višji stopnji lahko neposredno vplival na cene v višini 0.7 odstotne točke, še več pa, če bi prišlo do prenosa na plačno dinamiko. Ob realizaciji ostalih naštetih tveganj pa bi se lahko inflacija prehodno občutno povišala prav v obdobju uvedbe evra. Če bi inflacija ušla izpod nadzora, bi se inflacijski pritiski lahko začeli vgrajevati v rast stroškov dela in povzročili vztrajnost inflacije na višji ravni. Tak dvig inflacije bi poslabšal cenovno konkurenčnost gospodarstva ter zmanjšal verodostojnost makroekonomskih politik pri vzdrževanju cenovne stabilnosti, le-ta pa je ključna za uspešno sidranje inflacijskih pričakovanj na nizki ravni.

Tudi srednjeročna nevarnost občutnejšega inflacijskega cikla pregrevanja gospodarstva je omejena. Pri tej oceni je upoštevano, da je SURS ocenil tekoče rasti BDP v prvih dveh četrtletjih močno nad dolgoročnim trendom in predhodnimi napovedmi. Ker je ta porast v večji meri moč pripisati nekaterim enkratnim dejavnikom ni pričakovati, da bi dinamika agregatnega povpraševanja trajneje presegala ponudbeni potencial in pregrevanje gospodarstva. Verjetnost pregrevanja dodatno omejujejo zmerna rast prejemkov prebivalstva, hitrejše zaostrovanje denarne politike v evroobmočju od pričakovanega ter krepitev ponudbene strani gospodarstva preko pospešenega investiranja in zaposlovanja.

Banka Slovenije je v zadnjem obdobju zadrževala svoje obrestne mere nekoliko nad obrestnimi merami ECB. S tem je želela preprečiti, da bi denarna politika delovala stimulativno v času relativno visoke rasti agregatnega povpraševanja. Dodatno je s tem omogočila zvezno približevanje med domačimi obrestnimi merami in obrestnimi merami v evroobmočju. Glede na postopno dviganje obrestnih mer ECB je to tudi preprečilo nepotrebna nihanja obrestnih mer, kar bi lahko negativno vplivalo na stabilnost finančnega sistema. Pričakovana konvergenca obrestnih mer bo tako na ravni, ki bo ustrezala domačemu gospodarskemu ciklu.

2 GOSPODARSKA GIBANJA IN INFLACIJA

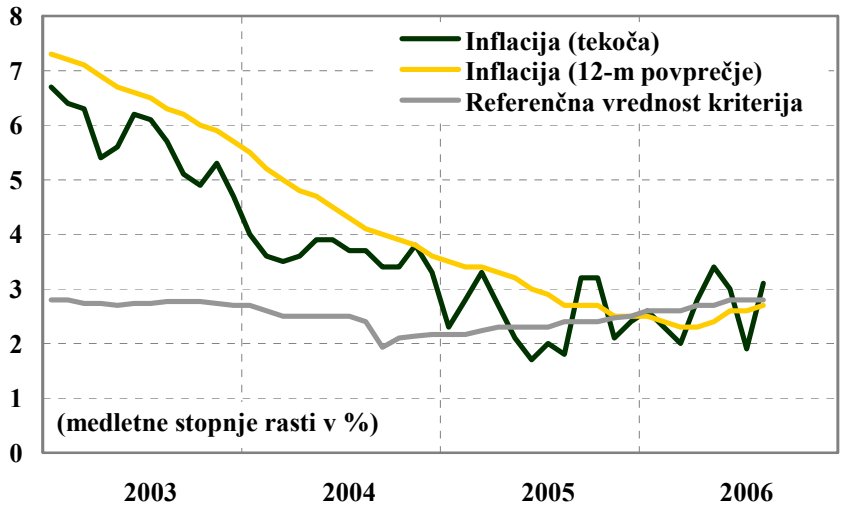
2.1 Makroekonomska gibanja

Censka gibanja ostajajo ugodna tudi v letu 2006, saj se inflacija, merjena s HICP, že od sredine 2005 giba na ravni okoli 2,5%, v povprečju devetih mesecev letos pa je dosegla 2,6%. To kaže, da je bila cenovna stabilnost v postopnem procesu dezinflacije, ki se je pričel v letu 2001, dosežena na vzdržen način, in bo tako tudi v prihodnje omogočeno vztrajanje inflacije na doseženi dolgoročno ravnotežni ravni.

Vzdržna raven inflacije je tudi v letošnjem letu posledica ustreznega nabora ekonomskih politik ob razmeroma ugodnih razmerah v domačem in deloma neugodnih gibanjih v mednarodnem ekonomskem okolju. Denarna politika je kljub postopni nominalni konvergenci obrestnih mer še naprej zagotavljala ustrezno raven obrestnih mer, ki je bila skladna z doseganjem stabilnosti deviznega tečaja, hkrati pa je preprečevala presežno končno trošenje. Tudi fiskalna politika je uspela v ugodnih makroekonomskih razmerah znižati javnofinančni primanjkljaj in tako ni spodbujala agregatnega povpraševanja, hkrati pa prav zaradi njene naravnanosti ukrepi, ki bi zviševali stroške gospodarstva niso bili potrebni. To je bilo še posebej očitno ob zmerni inflaciji nadzorovanih cen brez upoštevanja energentov. Kljub nekoliko izboljšanim razmeram na trgu dela so stroški dela rasli relativno umirjeno, kar je omogočilo ohranjanje konkurenčnosti v razmerah stabilnega deviznega tečaja.

Censki dejavniki iz mednarodnega okolja, predvsem cene nafte in ostalih primarnih surovin, so tudi letos neugodno vplivali na inflacijska gibanja, hkrati pa so letos v manjši meri kot lani dezinflacijsko delovali različni domači mikroekonomski dejavniki. Po ocenah predstavlja slednje zgolj konec obdobja izredno nizkih stopenj rasti cen nekaterih proizvodov iz zadnjih let, do katerih je prišlo zaradi prilagajanja relativnih cen znotraj EU po njeni širitvi 2004 in povečani konkurenci s Kitajske.

Slika 2.1: Doseganje cenovne stabilnosti



Vir: SURS, Eurostat, preračun ARC.

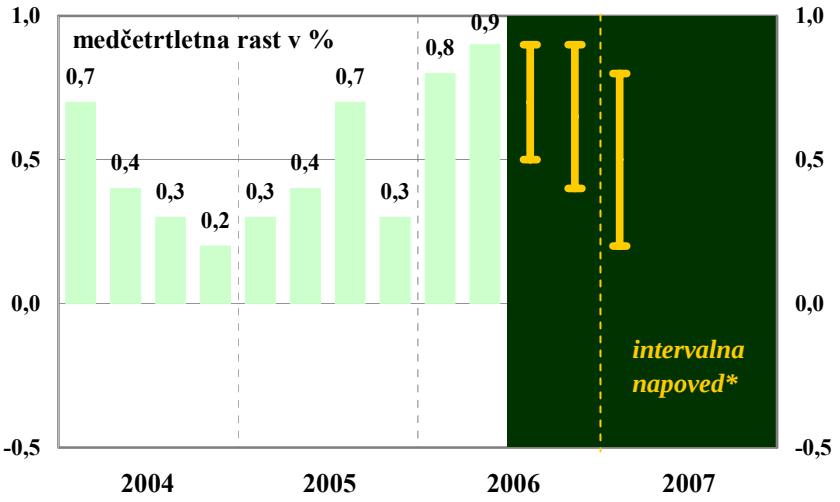
Mednarodno okolje

Dinamika gospodarske rasti evroobmočja se je v prvem in drugem četrtletju 2006 pospešila, po prvi oceni Eurostata je znašala 0,8% oziroma 0,9%.[1] Povečanje gospodarske rasti, ki je višje od potencialne stopnje rasti evroobmočja, je navkljub močnemu porastu cen nafte največje po letu 2000. Posebnost tokratnega okrevanja gospodarstva je, da temelji predvsem na izboljšanem domačem povpraševanju in ne le zgolj na ugodnih izvoznih tokovih. Predvsem se je zaradi ugodnih pogojev financiranja, visokih dobičkov podjetij, pričakovane rasti domačega zasebnega povpraševanja ter rasti tujega povpraševanja močno povečalo investicijsko trošenje. Zaradi izboljšanja razmer na trgu dela (stopnja brezposelnosti evroobmočja je julija 2006 znašala 7,8% oziroma 0,8 odstotne točke manj kot leto poprej) se je izboljšalo tudi zaupanje potrošnikov, vendar rast zasebne potrošnje zaenkrat ostaja relativno nizka. Na podlagi gospodarskega zagona iz prve polovice 2006 so Evropska komisija, ECB in MDS popravili napovedi gospodarske rasti za evroobmočje v letu 2006 za 0,4 odstotne točke navzgor, na 2,4% oziroma 2,5%. Za drugo polovico leta 2006 nekateri kratkoročni indikatorji, ki so poleti dosegli najvišje vrednosti, že napovedujejo oslabitev gospodarske rasti. Verjetni razlogi za pričakovano ohlajanje gospodarstva so odloženi učinki visokih cen nafte ter apreciacija evra do dolarja, pozitivno pa bo na gospodarsko rast vplivalo večje trošenje v Nemčiji pred zvišanjem stopnje DDV v 2007. V ZDA se je še močna gospodarska aktivnost iz prvega četrtletja, ki je znašala 1,4%, po pričakovanjih v drugem četrtletju umirila na 0,7%. Na gospodarski dinamiki v ZDA so se v drugem četrtletju 2006 začeli odražati vplivi visokih cen nafte ter zvišanih obrestnih mer preko ohlajanja nepremičninskega trga in oslabljenega domačega, tako zasebnega, kakor tudi investicijskega trošenja.

Na mednarodnih trgih se nadaljuje hitra rast cen primarnih surovin, zlasti kovin

Na mednarodnih blagovnih borzah se je v letošnjem letu nadaljevala hitra rast cen energentov in ostalih primarnih surovin. Naraščanje cen nafte je bilo v letošnjem letu predvsem pod vplivom političnih napetosti v Nigeriji in Iranu, nihanj zalog nafte v ZDA, špekulativnih nakupov nafte, sredi poletja pa so se cene nafte začasno močno dvignile, in sicer na 78 USD za sodček oziroma na najvišjo raven letos, zaradi zaostrovanja med Izraelom in Libanonom ter motenj v dobavi nafte z Aljaske. Hitro naraščajo tudi cene primarnih surovin, med katerimi najbolj izstopa rast cen kovin, ki je v povprečju sedmih mesecev znašala kar 57%.

Slika 2.2: Gospodarska rast evroobmočja in tekoče projekcije Evropske komisije



Vir: Evropska komisija, avgust 2006; projekcije Evropske komisije za prihodnja tri četrtletja.

[1] http://epp.eurostat.ec.europa.eu/pls/portal/docs/PAGE/PGP_PRD_CAT_PREREL/PGE_CAT_PREREL_YEAR_2006/PGE_CAT_PREREL_YEAR_2006_MONTH_09/2-01092006-EN-AP.PDF

Tabela 2.1: Tekoča in medletna dinamika BDP in njegovih komponent po izdatkovni strukturi

	BDP				Gospodinjstva				Državna potrošnja			
	2005		2006		2005		2006		2005		2006	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
medčetrtletna rast v%												
Evroobmočje	0,6	0,3	0,8	0,9	0,7	0,1	0,7	0,3	0,7	0,2	0,8	0,4
EU25	0,6	0,5	0,8	0,9	0,6	0,2	0,7	0,5	0,7	0,2	0,6	0,5
US	1,0	0,4	1,4	0,7	1,0	0,2	1,2	0,6	1,0	-0,5	1,1	-0,1
medletna rast v %												
Evroobmočje	1,7	1,8	2,1	2,6	1,8	1,1	1,8	1,7	1,5	1,7	2,3	2,0
EU25	1,9	2,0	2,4	2,8	1,8	1,3	1,9	2,0	1,9	1,8	2,2	2,0
US	3,4	3,1	3,7	3,6	3,8	2,9	3,4	3,0	1,1	0,9	1,6	1,5

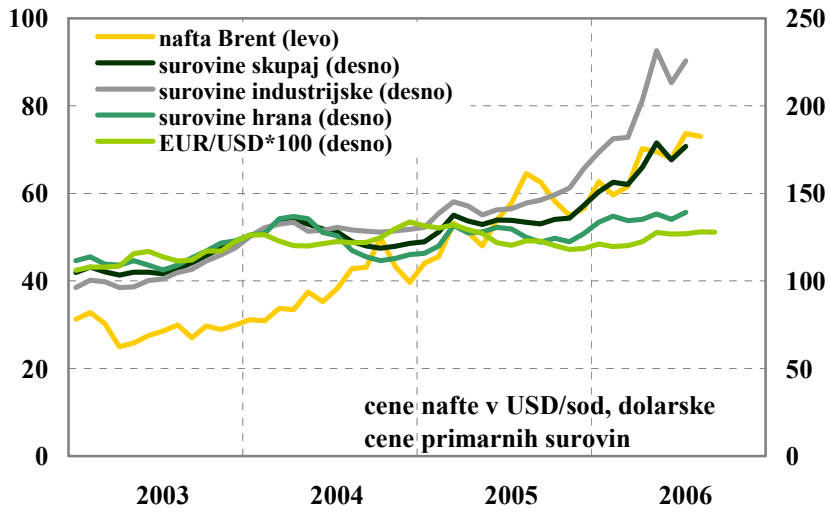
	Bruto investicije v osnovna sredstva				Izvoz				Uvoz			
	2005		2006		2005		2006		2005		2006	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
medčetrtletna rast v%												
Evroobmočje	1,2	0,4	0,9	2,1	2,6	0,9	3,9	1,3	2,5	1,6	2,9	1,2
EU25	1,6	0,7	1,1	1,9	2,6	1,4	4,0	1,9	2,5	1,9	3,4	1,9
US	1,3	0,8	2,0	0,1	0,8	2,3	3,3	1,2	0,6	3,1	2,2	0,1
medletna rast v %												
Evroobmočje	3,4	3,3	3,7	4,6	5,4	5,0	9,6	9,0	5,8	5,6	9,9	8,3
EU25	3,8	4,2	4,6	5,4	6,2	6,3	10,8	10,2	6,1	6,3	11,0	10,0
US	6,3	6,2	6,5	4,1	6,8	6,7	9,0	7,9	4,9	5,2	6,4	6,2

Vir: Eurostat

Postopno povečanje osnovne inflacije v evroobmočju ter naraščanje osnovne inflacije v ZDA

Visok porast cen nafte in primarnih surovin tudi v prvih osmih mesecih leta 2006 ostaja glavni vir ohranjanja inflacije na relativno visoki ravni v ZDA ter nad srednjeročnim inflacijskim ciljem ECB v evroobmočju. Inflacija se je v evroobmočju v prvih osmih mesecih 2006 gibala na ravni okoli 2,4%, osnovna inflacija pa na ravni 1,5%. Ohranjanje vrzeli med inflacijo in osnovno inflacijo kaže, da je za zdaj prenos visokih cen energentov v ostale cene v evroobmočju omejen. Kljub temu se je v prvih osmih mesecih 2006 postopno zviševala osnovna inflacija, tudi zaradi močnega domačega povpraševanja. Nekoliko so se pospešila inflacijska pričakovanja, vendar ostajajo vzdržna. V zadnjih mesecih so se povečali cenovni pritiski na strani cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih, vendar močna konkurenca proizvajalcem trenutno še preprečuje večji prenos višjih cen nafte ter primarnih surovin v cene končnih proizvodov. Sekundarni prenosi povečanja rasti cen nafte na plače so bili do sedaj omejeni, poleg tega pa stabilna rast produktivnosti prispeva k vzdržno nizki ravni stroškov

Slika 2.3: Cene nafte, primarnih surovin ter gibanje tečaja EUR/USD



Vir: Reuters, The Economist; preračun ARC.

dela na enoto proizvoda, ki tako ne povzročajo inflacijskih pritiskov. V ZDA je osnovna inflacija v prvih osmih mesecih 2006 začela hitro naraščati, zaradi česar se je vrzel med inflacijo in osnovno inflacijo začela hitro zmanjševati. Povečevati so se začela tudi inflacijska pričakovanja. V povprečju prvih osmih mesecev 2006 se je inflacija ZDA gibala na ravni 3,9%, osnovna inflacija pa na ravni 2,4%. Medtem ko je inflacijska vrzel še januarja znašala 1,9 odstotne točke, se je do avgusta, predvsem zaradi povečanja osnovne inflacije, zmanjšala na 1 odstotno točko. Zaradi umirjanja domačega povpraševanja v ZDA, ki se v prvi polovici 2006 že odraža na trgu nepremičnin, se pričakuje, da se bodo pritiski na osnovno inflacijo med letom umirili.

Inflacijska gibanja v mednarodnem okolju ostajajo pod nadzorom centralnih bank

Visoke cene nafte in primarnih surovin pomembno vplivajo na odločitve o vodenju monetarne politike z namenom zajezitve inflacijskih pritiskov. ECB je decembra 2005, prvič po oktobru 2000, ob inflacijskih tendencah nekoliko nad svojim ciljem ter visoki razpoložljivosti likvidnih sredstev v evroobmočju začela normalizirati nizko raven obrestne mere ter obrestno mero refinanciranja do avgusta 2006 postopoma povečala za eno odstotno točko, na 3%. Po drugi strani ameriški sistem centralnih bank (Federal Reserve) avgusta in septembra 2006 prvič po juniju 2004 ni zvišal obrestne mere ter jo je ohranil na ravni 5,25%. Povečanje obrestne mere Federal Reserve od junija 2004 za kar 4,25 odstotnih točk se je namreč v drugem četrtletju 2006 že začelo odražati na umiritvi gospodarske rasti.

Razmik obrestnih mer je vplival na gibanje tečaja EUR/USD

Pričakovanja finančnih trgov o gibanju obrestnih mer ter dejansko gibanje razmika v obrestnih merah ECB in Federal Reserve je vplivalo na gibanje deviznega tečaja evra do ameriškega dolarja. Medtem ko je vrednost evra do dolarja v lanskem letu zaradi nepretrganega povečevanja obrestnih mer Federal Reserve ter ob nespremenjenih obrestnih merah ECB trendno upadala, se je v letu 2006 gibanje tečaja obrnilo v korist evra. Vrednost evra do dolarja se je od decembra 2005 do avgusta 2006 povečala za 8,4% kot posledica pričakovanj o prenehanju zviševanja obrestnih mer v ZDA ter zaostrovanja denarne politike v evroobmočju.

Gospodarska aktivnost

Gospodarska dinamika se je v prvi polovici 2006 pospešila…

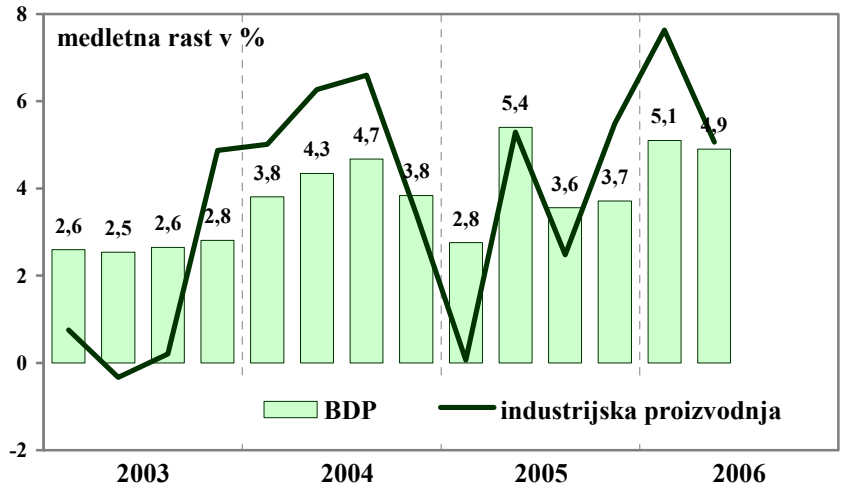
Gospodarska dinamika v Sloveniji se je v prvi polovici leta 2006 bistveno pospešila, medletno na raven 5%. BDP se je v prvem in drugem četrtletju 2006 povečal realno za 5,1% oziroma za 4,9%, pri čemer se je v drugem četrtletju BDP, desezoniran in prilagojen za število delovnih dni, povečal za kar 5,6%. Realizirane stopnje rasti nekoliko presegajo ocenjene rasti ponudbenih zmogljivosti gospodarstva. Za razliko od lanskega leta se težišče gospodarske aktivnosti premika v korist domačega povpraševanja, neto prispevek menjave s tujino pa se je zmanjšal.

…ob povečanju prispevka domačega trošenja h gospodarski rasti…

Z vidika analize agregatnega povpraševanja je prispevek domačega trošenja h gospodarski rasti v prvem četrtletju 2006 znašal 4,1 odstotne točke oziroma približno 80% celotne rasti, v drugem četrtletju pa se je še povečal na 4,5 odstotne točke oziroma na približno 90% celotne rasti. V največji meri so ta prispevek ustvarile bruto investicije, zlasti investicije v osnovna sredstva, ki so se v zadnjem četrtletju 2005 pospešile ter se v prvi polovici 2006 povečale za 8,9% medletno. Nekoliko se je zmanjšal tudi negativni prispevek zalog h gospodarski rasti, in sicer iz 0,6 odstotne točke, dosežene v povprečju leta 2005, na 0,5 odstotne točke v prvi polovici 2006. Medletna rast končne potrošnje je ostala v prvi polovici 2006 razmeroma visoka, na ravni okoli 3,5%, medtem ko

se je za kar 1,5 odstotne točke glede na povprečje 2005, na 3,7%, povečala rast državne potrošnje.[2]

Slika 2.4: Rast BDP po četrtletjih

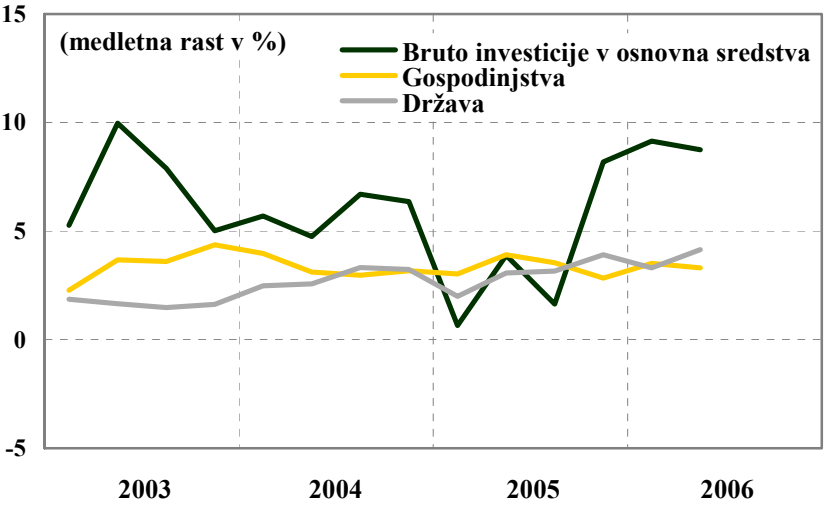


Vir: SURS; preračun ARC.

…zlasti zaradi povečanja bruto investicij v osnovna sredstva…

Gonilo povečanja bruto investicij v osnovna sredstva ter gospodarske rasti sta od zadnjega četrtletja 2005 gradnja zgradb in objektov ter naložbe v opremo in stroje. Najbolj, in sicer v povprečju za 16,8%, so se v prvih dveh četrtletjih 2006 povečale investicije v transportno opremo, predvsem zaradi predvidenih poslabšanih censkih pogojev za določene vrste transportne opreme od 2007 ter nizke lanskoletne osnove. V prvem četrtletju so se za kar 16% povečale tudi investicije v drugo opremo, njihova rast se je zatem v drugem četrtletju umirila na 9,6%. Dolgotrajnejši investicijski zagon je najbolj očiten pri stanovanjskih zgradbah, saj te investicije dosegajo nadpovprečne medletne stopnje rasti že od sredine 2004, nad 10% pa že sedmo četrtletje zapored.

Slika 2.5: Komponente trošenja BDP po četrtletjih



Vir: SURS; preračun ARC.

[2] V sredini septembra objavljeni revidirani letni podatki za BDP in njegove komponente po izdatkovni strukturi za obdobje 2001-2005 še niso skladni z razpoložljivimi četrtletnimi podatki. Za leto 2005 v naših izračunih upoštevamo za BDP in njegove komponente po izdatkovni strukturi letne podatke.

…in navkljub zmanjšanju prispevka menjave s tujino.

Prispevek salda menjave s tujino je bil pomemben generator gospodarske rasti v povprečju lanskega leta, njegov pomen pa je od zadnjega četrtletja 2005 manjši. Saldo menjave s tujino je k rasti BDP v povprečju 2005 prispeval 2,3 odstotne točke, v zadnjem četrtletju 2005 se je znižal na raven 0,9 odstotne točke, ostal na ravni 1 odstotne točke v prvem četrtletju 2006 ter se zatem v drugem četrtletju 2006 zmanjšal na zgolj 0,4 odstotne točke. Premik v smeri zmanjšanega prispevka tujine je skladen z umirjanjem rasti izvozne industrije, še zlasti avtomobilske in kemične, ter investicijskim okrevanjem in povečanim optimizmom potrošnikov.

V prvi polovici 2006 so stopnje rasti uvoza in izvoza blaga in storitev nihale

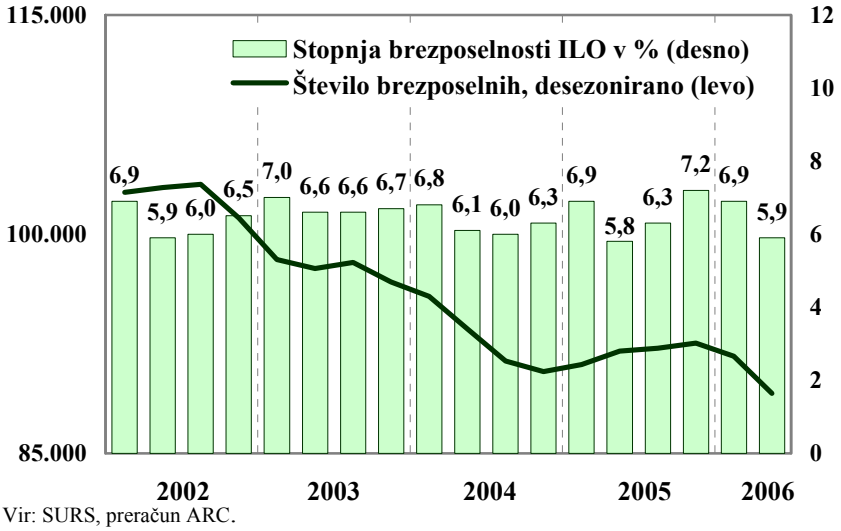
V prvi polovici 2006 so stopnje rasti uvoza in izvoza blaga in storitev precej nihale. Stopnje rasti uvoza in izvoza blaga ter uvoza storitev so se po enkratnem povečanju v prvem četrtletju 2006, ko so dosegle vrednosti med 13% in 16%, v drugem četrtletju vrnile na ravni med 7% in 9% oziroma približno na ravni iz lanskega leta. Dinamika povečanja uvoza in izvoza se ujema s tekočo dinamiko izvozno orientiranih panog, še zlasti v predelovalni dejavnosti, kjer se je 8% medletna stopnja rasti industrijske proizvodnje, realizirane v prvem četrtletju, spustila na 4,8% v drugem četrtletju. Visoke stopnje rasti dodane vrednosti so v prvem četrtletju zabeležili tudi promet, gostinstvo in trgovina, vendar je bilo njihovo zmanjšanje v drugem četrtletju bistveno manjše. Ker se je v drugem četrtletju močno zmanjšal izvoz storitev in ker je bilo zmanjšanje rasti večje na strani izvoza kot na strani uvoza blaga se je v tem obdobju zmanjšal tudi prispevek salda menjave s tujino h gospodarski rasti.

Trg dela

Ugodna gibanja na trgu dela ter zmanjšanje registrirane in anketne stopnje brezposelnosti

Gibanja na trgu dela so bila v prvih sedmih mesecih 2006 glede na konec lanskega leta 2005 ugodna. Število aktivnega prebivalstva se je v tem obdobju povečalo za 0,5%, delovno aktivnega prebivalstva za kar 1,4%, število registriranih brezposelnih pa se je zmanjšalo za 7,5%. Zaposlovanje se je povečevalo tako v drobnem sektorju, ki vključuje samozaposlene osebe in zaposlene osebe pri samozaposlenih, kot v podjetjih. V drobnem sektorju sta se močno okrepili tako tekoča kakor tudi medletna dinamika, medtem ko je v podjetjih umirjena dinamika iz začetka leta začela od marca naraščati. V povprečju šestih mesecev se je zaposlenost v podjetjih najbolj povečala v gradbeništvu ter v nekaterih dejavnosti tržnih storitev, najbolj pa se je zmanjšala v delovno intenzivnih panogah. Ugodna gibanja na trgu dela potrjujejo tudi četrtletni podatki o zaposlenosti po nacionalnih računih, zaposlenost se je v prvem četrtletju medletno povečala za 0,8%, v drugem četrtletju pa za kar 1,0%.

Slika 2.6: Gibanje brezposelnosti



Vir: SURS, preračun ARC.

Kljub temu pa podatki kažejo (glej okvir 2.1), da je odliv registriranih brezposelnih oseb iz evidenc Zavoda RS za zaposlovanje v prvih osmih mesecih2006 glede na enako obdobje lani deloma posledica zaposlitve teh oseb na račun ugodne gospodarske dinamike v prvi polovici 2006, predvsem pa strožjih evidenc obravnave registriranih brezposelnih oseb. Vsekakor pa je ugodna gospodarska dinamika letos vplivala na anketno stopnjo brezposelnosti, ki se je zmanjšala iz 7,2% v zadnjem četrtletju 2005 na kar 5,9% v drugem četrtletju 2006.

Okvir 2.1: Evidenca brezposelnih in trg dela

Glede na precejšnje povečanje števila odjavljenih oseb iz evidenc Zavoda RS za zaposlovanje v prvih osmih mesecih 2006 je zanimivo podati okvirno oceno, v kolikšni meri je to zmanjšanje števila registriranih brezposelnih oseb posledica strožjih evidenc, uvedenih konec 2005. Še posebej zato, ker sta bila v prvih osmih mesecih 2006 glede na enako obdobje lani struktura in obseg na novo prijavljenih oseb praktično enaka, hkrati pa je bilo v prvih osmih mesecih 2006 število odjavljenih oseb iz evidenc Zavoda RS za zaposlovanje za kar 9596 več, kot v enakem obdobju lani.

Struktura vseh odjavljenih oseb iz evidenc Zavoda RS za zaposlovanje se je tudi zaradi strožjih evidenc spremenila. Grafi kažejo, da se je v prvih osmih mesecih 2006 glede na enako obdobje lani delež brezposelnih oseb, ki se je zaposlil, zmanjšal za 6,8 odstotnih točk, medtem ko se je za 3,4 odstotne točke povečal delež tistih odjavljenih brezposelnih oseb, ki niso bile na razpolago za zaposlitev oziroma so zaposlitev odklonile[1]. Ta primerjava kaže, da bi lahko bilo zmanjšanje registriranih brezposelnih oseb letos deloma posledica institucionalnih sprememb pri obravnavi brezposelnih.

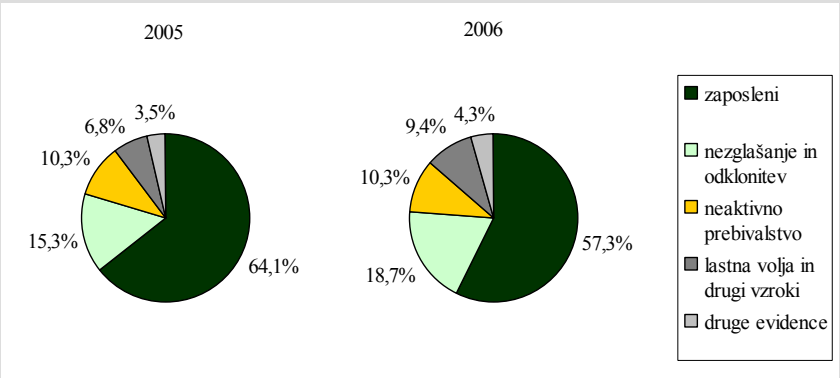
Še bolj nazorno medletno razliko kaže struktura neto odliva oseb (razlika med celotnim prilivom in odlivom registriranih brezposelnih oseb) iz evidenc Zavoda RS za zaposlovanje. Letos je bilo v prvih osmih mesecih glede na enako obdobje lani kar 39% dodatno odjavljenih tistih oseb, ki niso bile na razpolago za zaposlitev oziroma so zaposlitev odklonile, kar verjetno kaže na strožja pravila pri evidentiranju brezposelnih v evidencah, ter 17% dodatno odjavljenih oseb, ki so se zaposlile, kar je najverjetneje posledica ugodnejše gospodarske klime. Preostalih 45% dodatno odjavljenih brezposelnih oseb je bilo prenesenih v druge evidence, predstavlja prehod v neaktivno prebivalstvo (izobraževanje in upokojitev) oziroma odjavo po lastni volji ali iz drugih vzrokov.[2]

Iz te analize, ob upoštevanju omejitev, izhaja, da gre okoli 40% znižanja števila registriranih brezposelnih v prvi polovici 2006 pripisati institucionalnim spremembam oziroma spremenjeni zakonodaji na področju trga dela ob koncu 2005. To pa še ne pomeni nujno, da se tako odjavljene brezposelne osebe dejansko tudi niso zaposlile.

[1] V natančnejši definiciji Zavoda RS za zaposlovanje so to odjavljene brezposelne osebe zaradi nerazpoložljivosti za zaposlitev, odklonitve zaposlitve, neaktivnosti pri iskanju zaposlitve, odklonitve vključitve v ukrepe zaposlovanja, kršitve obveznosti iz teh ukrepov, dela na črno ali neresničnih podatkov.

[2] Takšna analiza primerjave med obdobjema je možna zaradi praktično enake strukture in obsega na novo prijavljenih brezposelnih oseb v prvih osmih mesecih lani in letos ter ob predpostavki, da se dodatno odjavljene osebe ustvarjajo iz povečanega neto odliva brezposelnih oseb letos.

Slika 1: Struktura odjavljenih brezposelnih oseb iz evidenc Zavoda RS za zaposlovanje



Vir: Zavod RS za zaposlovanje

Nadaljuje se zmerna rast stroškov dela

V prvi polovici 2006 se je nadaljevala zmerna rast stroškov dela glede na lansko leto. V sredini septembra 2006 objavljeni podatki o stroškovni strukturi kažejo, da se je masa sredstev za zaposlene v letu 2005 povečala za 6%, realno na zaposlenega v povprečju pa za 3,2%. Najbolj se je povečala masa sredstev za zaposlene v dejavnosti oskrbe z elektriko, plinom, paro in vodo (nominalno za 10,1%, realno na zaposlenega v povprečju za 6,7%) ter dejavnosti prometa, skladiščenja in zvez (nominalno za 8,9%, realno na zaposlenega v povprečju za 5%). V predelovalni dejavnosti je bilo povečanje mase prejemkov pod povprečjem in je znašalo 4,4% oziroma realno na zaposlenega 3,8%. V letu 2006 je v povprečju prvih šestih mesecev medletna rast povprečne bruto plače znašala 5,1% oziroma realno 2,4%. Pri tem je povprečna medletna rast plač v javnem sektorju v višini 3,6% zaostajala za povprečno rastjo plač v zasebnem sektorju, ki je znašala 5,6%, kar je odraz ugodnih pogojev poslovanja v zasebnem sektorju, restriktivne plačne politike v javnem sektorju kakor tudi statističnega učinka zmanjševanja zaposlenih z najnižjimi plačami v zasebnem sektorju. Ob realni rasti BDP v višini 5% in rasti zaposlenosti v višini 0,9% je ocenjena rast produktivnosti dela v prvi polovici 2006 znašala 4%. Posledično rast realne bruto plače zaostajala za produktivnostjo za 1,6 odstotne točke. Dolgoročnejše gibanje rasti realne bruto plače in produktivnosti pa kaže na zaostanek rasti realne bruto plače za srednjeročno produktivnostjo v višini 0,9 odstotne točke. Na odsotnost inflacijskih pritiskov stroškovne narave kažejo tudi četrtletni podatki o stroških dela na opravljeno uro, ki so se medletno v povprečju prvih šestih mesecev, predvsem zaradi nizke rasti stroškov dela na opravljeno uro v javnem sektorju, povečali za zgolj 3,4% oziroma 2,2 odstotni točki manj kot v povprečju preteklega leta. Razlogi za znižanje stroškov dela so različni, je pa k znižanju stroškov dela med drugim prispevalo tudi postopno ukinjanje davka na izplačane plače.

Plačilna bilanca

Povečanje primanjkljaja tekočega računa v prvi polovici 2006 glede na enako obdobje lani…

Po trenutnih ocenah se je plačilno bilančni primanjkljaj v prvih sedmih mesecih glede na enako obdobje lani podvojil na 279,8 mio EUR. Razlogi za poslabšanje plačilno bilančnega primanjkljaja so predvsem v povečanju negativnega salda neto dohodkov in transferov navkljub povečanju presežka v menjavi storitev.

…manj zaradi nekoliko večjega primanjkljaja v blagovni menjavi…

V prvih sedmih mesecih se je upočasnila tekoča dinamika rasti menjave blaga, in sicer na strani uvoza hitreje kot na strani izvoza, kljub temu pa medletne stopnje rasti ostajajo razmeroma visoke. Uvoz blaga je bil v prvih sedmih mesecih 2006 predvsem pod vplivom censkih učinkov, to je višjih cen nafte in kovin, medtem ko je na izvoz blaga vplivalo povečano tuje povpraševanje, ki močneje vpliva na hitrejšo dinamiko rasti slovenske industrije že od drugega četrtletja lani. Pričakovanja o večjem tujem povpraševanju so povzročila večja vlaganja podjetij v osnovna sredstva ter večji uvoz investicijskih proizvodov, hkrati pa se je za kar 20% medletno povečal izvoz repromaterialov, medtem ko se je izvoz investicijskega blaga povečal za 16%. Desezonirani podatki kažejo, da so se v drugem četrtletju povečala tudi izvozna naročila, in sicer za 6 odstotnih točk, glede na enako obdobje lani pa za kar 19 odstotnih točk. Zaostajanje rasti uvoza za izvozom, kljub visoki uvozni komponenti slovenskega izvoza, gre v največji meri pripisati zmanjševanju zalog končnih izdelkov v predelovalni dejavnosti. Iz geografskega vidika se je blagovna menjava z državami nečlanicami EU povečevala hitreje od blagovne menjave z državami članicami EU, pri čemer je bil saldo blagovne menjave z državami nečlanicami EU, kljub močnemu povečanju rasti uvoza, pozitiven, z državami članicami EU pa negativen. Presežek salda storitev se je v prvih sedmih mesecih 2006 glede na enako obdobje lani še povečal, navkljub počasnejši rasti izvoza od uvoza storitev. K prihodku storitev so najbolj prispevale storitve, povezane z blagovno menjavo,

kot so prihodki od transportnih storitev, povečali pa so se tudi prihodki od turizma ter ostalih poslovno tehničnih storitev.

…predvsem zaradi bolj odlivnih dohodkov od kapitala in tekočih transferjev.

Primankljaja v računih dohodkov od kapitala ter tekočih transferjev sta se glede na enako obdobje lani povečala, nekoliko se je zmanjšal tudi presežek dohodkov od dela. K povečanemu negativnemu saldu dohodkov od kapitala so poleg povečanih odhodkov od naložb nerezidentov v domače vrednostne papirje ter višjih plačanih obresti na odobrena posojila iz tujine, predvsem bank, ki so močno povečale neto zadolževanje v tujini v zadnjih letih, prispevali tudi nekateri enkratni učinki. Na strani tekočih transferjev so k večjemu primanjkljaju prispevali neto odlivni uradni transferji, kot posledica povečanih neto vplačil v proračun ter nižjih načrpanih sredstev iz proračuna EU, in neto odlivni zasebni transferji.

Finančni pritok iz lanskega leta je letos postal finančni odtok…

Relativno močna gospodarska aktivnost ter povečane finančne naložbe zasebnega sektorja v tujino so med letošnjim letom vplivali na finančne tokove. Še v lanskem letu je bil v prvih sedmih mesecih 2005 realiziran visok neto finančni pritok v višini 557 mio EUR, ki je v primerljivem obdobju letos postal neto finančni odtok v višini 273 mio EUR. Finančne odtoke je s svojimi naložbami v tujino ustvarjal zasebni sektor, medtem ko je sektor država iz tujine na račun portfeljskih naložb nerezidentov sprejemal neto pritoke.

…zlasti zaradi povečanih finančnih naložb zasebnega sektorja v tujino

V strukturni naložb zasebnega sektorja so izstopale po obsegu portfeljske in neposredne naložbe, nadaljeval pa se je tudi porast kreditiranja izvoza s posojili in komercialnimi krediti. Med portfeljskimi naložbami bank so prevladovale naložbe v prvovrstne vrednostne papirje, vzajemni skladi pa so v začetku leta nadaljevali s prestrukturiranjem svojih naložb, tako da se je delež tujih naložb v njihovih portfeljih ustalil na ravni okoli 50%. Pri neposrednih naložbah v tujino so v preteklih letih prevladovala vlaganja v lastniški kapital podjetij, letos pa je bila dobra polovica naložb realiziranih v obliki posojil in komercialnih kreditov. Od leta 2004 narašča tudi obseg finančnih posojil tujini s strani bank, in sicer zlasti tujim podjetjem na območju bivše Jugoslavije. Naraščajoči komercialni krediti pa so letos predvsem odraz ugodne izvozne dinamike.

Med finančnimi pritoki izstopajo portfeljske naložbe tujcev

Na strani finančnih pritokov so v začetku leta prevladovale vloge nerezidentov, glede na lansko leto pa letos izstopajo portfeljske naložbe tujcev. Sektor države, za razliko od prejšnjih let, ko se je neto razdolževal, letos beleži neto pritoke, deloma tudi zaradi reinvestiranja nerezidentov po lanskem izplačilu evroobveznic. Zadolževanje bank v tujini je v sedmih mesecih približno na ravni primerljivega obdobja lani, se je pa nizek obseg zadolževanja v prvih štirih mesecih močno povečal maja. Maja in junija so se močneje povečale tudi tuje neposredne naložbe v Slovenijo, vendar le v obliki zadolževanja med povezanimi podjetji.

.

2.2 Dejavniki inflacije

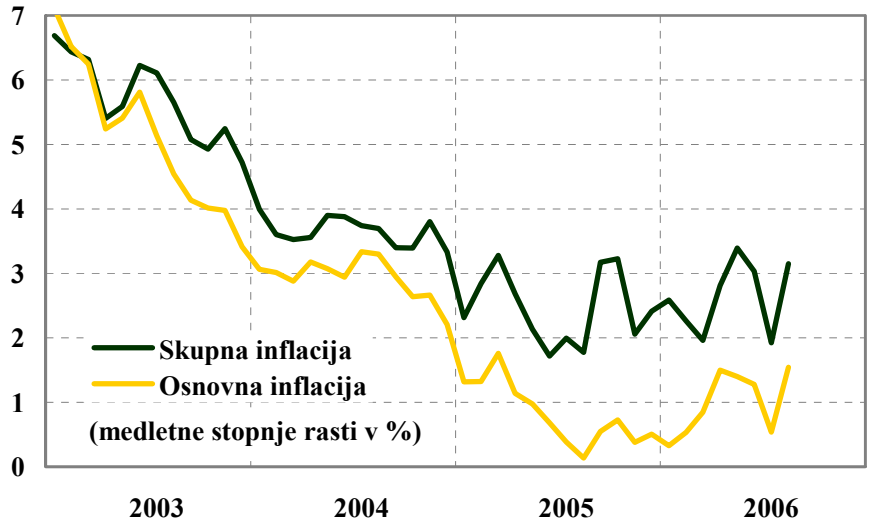
Inflacija letos ugodna, kljub visokim mesečnim nihanjem

Inflacijska gibanja ostajajo tudi letos ugodna, kljub visokim mesečnim nihanjem medletnih stopenj. Povprečna letna rast cen, merjena s harmoniziranim indeksom življenjskih potrebščin, se je letos do tretjega četrtletja umirila na ravni 2,6% in je tako le za 0,1 odstotne točke višja od lanskoletne. Malo višja letna rast cen je predvsem posledica hitrejše rasti cen v drugem četrtletju, medtem ko ostaja povprečna četrtletna rast na ravni okoli 0,6%. Hitrejša rast cen v drugem četrtletju je bila v pretežni meri posledica dviga osnovne inflacije[3] na eni strani ter nadaljnje

[3] Osnovna inflacija predstavlja rast cen življenjskih potrebščin brez upoštevanja rasti cen energentov, sezonskih proizvodov ter vplivov davčnih sprememb.

rasti cen energentov na drugi strani. Osnovna inflacija se je tako po letu dni izredno nizkih stopenj v drugem četrtletju letos dvignila na raven okrog 1,5%.

Slika 2.7: Skupna in osnovna inflacija

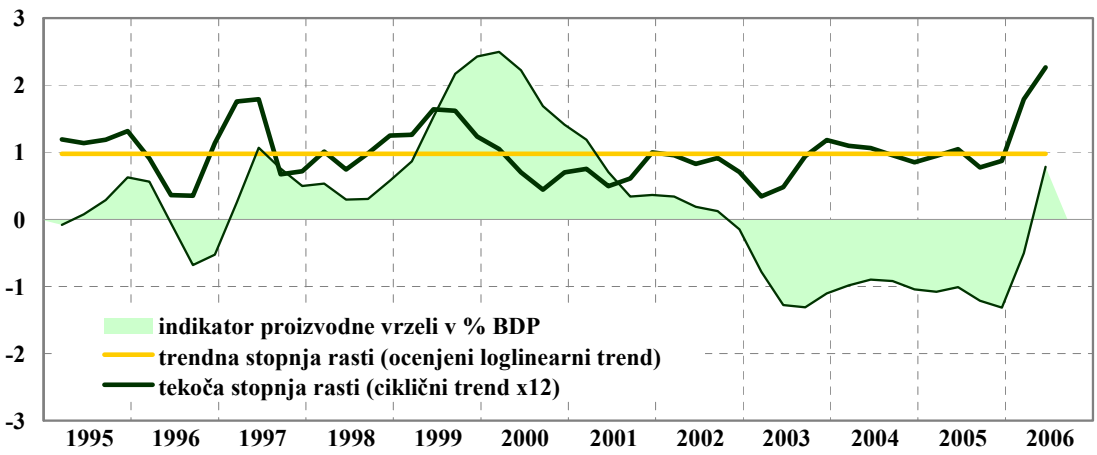


Vir: SURS, preračun ARC.

Vpliv domačih dejavnikov na inflacijo razmeroma negotov

Kazalniki domačega makroekonomskega okolja kažejo letos, v nasprotju s preteklimi leti, bolj mešano sliko glede inflacijskih pritiskov. Občutno hitrejša gospodarska rast od potencialne je v prvi polovici leta prekinila večletno negativno proizvodno vrzel, ki je tako v drugem četrtletju že postala pozitivna. Ker večina pospeška gospodarske rasti izvira pretežno iz bruto investicij v stanovanjske in poslovne zgradbe ter proizvodno opremo in stroje, pozitivna proizvodna vrzel še ne predstavlja večje nevarnosti za občutnejše inflacijske pritiske, ki bi lahko nastali, če bi bila gospodarska rast pretežno posledica povečane državne ali zasebne končne potrošnje. Hitrejšo rast bruto investicij predstavlja tudi širjenje proizvodnih kapacitet, s tem pa tudi višjo rast potencialnega domačega proizvoda v prihodnje. Ob ugodni gospodarski rasti se je povečala tudi zaposlenost, kar kaže, da se razmere na trgu dela postopoma izboljšujejo. Kljub temu ostaja rast stroškov dela še naprej zmerna in zaostaja za rastjo produktivnosti. Medletna rast povprečne bruto plače je namreč do junija znašala le 2,4% realno, lani v enakem obdobju pa 3,5%. Ob ocenjeni 4% rasti produktivnosti dela pomeni to 1,6 odstotne točke zaostanka realne rasti plač za rastjo proizvoda na zaposlenega. Stroške dela je letos zniževalo tudi postopno ukinjanje davka na izplačane plače, dodatno

Slika 2.8: Kazalnik gibanja proizvodne vrzeli med leti 1995 in 2006



Vir: Ocena ARC.

pa so tveganja njihove hitrejše rasti omejena s sprejetjem dogovora o usklajevanju plač tako v javnem kot zasebnem sektorju. Vpliv domačih dejavnikov na inflacijo je zato še razmeroma negotov, nedvomno pa bi v primeru nadaljevanja močne gospodarske aktivnosti lahko pričakovali stopnjevanje inflacijskih pritiskov tudi s strani domačega okolja.

Dejavniki iz mednarodnega okolja letos ponovno pritiskajo na cene

Največ pritiskov na cene še naprej povzročajo dejavniki mednarodnega okolja. Močna rast cen nafte iz zadnjih dveh let se je nadaljevala tudi v prvi polovici leta. Dolarska cena nafte Brent se je v tem obdobju zvišala za okrog 30%, prav toliko pa znaša tudi povprečna letna rast tega obdobja. Slednja se sicer v zadnjem letu postopoma znižuje, a je še vedno visoka. Do večjega padca cen nafte je prišlo šele v zadnjih dveh mesecih, avgusta in septembra, ko se je umiril spor glede iranskega jedrskega vprašanja, prav tako sezona orkanov letos ni povzročila večje škode naftni industriji, dodatno pa se je ob koncu turistične sezone v ZDA umirilo tudi povpraševanje po nafti. Poleg rasti cen slednje se je letos nadaljevalo poviševanje rasti cen tudi nekaterih ostalih surovin, predvsem cinka, bakra in zlata. Rast dolarskih cen kovin je bila tako po letu 2004 ponovno najhitrejša med surovinami in je znašala julija medletno okrog 82%, v povprečju prvih sedmih mesecev pa okrog 57%. Med razloge za ponovno hitro rast cen surovin analitiki navajajo ugodna pričakovanja glede gospodarske aktivnosti v svetu, še vedno močno povpraševanje Kitajske ter špekulativno obnašanje posameznih akterjev na trgu. Prav slednje naj bi po nekaterih ocenah prispevalo celo do 50% k rasti v prvih štirih mesecih letos[4]. Vpliv visoke rasti cen surovin na domače cene je letos deloma nadomestila apreciacija evra in s tem tudi tolarja do ameriškega dolarja, kot posledica začetka postopnega zmanjševanja obrestnega razmika med evroobmočjem in ZDA. Rast uvoznih cen je bila zato za okrog 7,5 odstotnih točk manjša.

Usklajenost ekonomskih politik

V skladu z zastavljenim ciljem uvedbe evra so domače ekonomske politike delovale usklajeno v smeri omejevanja inflacijskih pritiskov. Banka Slovenije s politiko postopne konvergence nominalnih obrestnih mer zadržuje raven obrestnih mer višje od obrestnih mer ECB, a še vedno v skladu z ohranjanjem stabilnega nominalnega tečaja tolarja do evra. Stabilna inflacijska pričakovanja sta letos še podkrepili pozitivni oceni Evropske komisije in ECB glede stabilnosti slovenskega gospodarstva in vzdržnosti makroekonomskih ravnovesij, ki sta ju podali v spomladanskih Konvergenčnih poročilih.

Rast cen energentov je povzročala hitrejšo rast nadzorovanih cen glede na proste cene

Skladno z načrtom uravnavanja reguliranih cen je Vlada RS letos bolj dosledno izvajala politiko nadzorovanih cen. Medletna rast slednjih, brez upoštevanja energentov, se je v prvi polovici leta približala rasti prostih cen in je avgusta znašala 1,8%. Kljub temu pa skupna rast nadzorovanih cen ostaja še naprej hitrejša od rasti prostih cen, saj je bila rast cen energentov ponovno visoka. Medletna rast slednjih je znašala v prvi polovici leta v povprečju 12,2%, Vlada RS pa že od julija lani ni imela možnosti prilagajanja trošarin, saj so bile te na minimumu dovoljenih. Šele ob koncu avgusta letos, ko so se cene nafte občutneje znižale, je lahko Vlada RS ponovno dvignila trošarine in si tako ustvarila določeno rezervo pri morebitnih kasnejših ponovnih porastih naftnih cen. To pomeni nadaljevanje politike proticikličnega uravnavanja trošarin, s katero je vlada že v letih 2004 in 2005 zmanjševala nihanja domačih maloprodajnih cen naftnih derivatov.

Politika trošarin je tudi letos pod vplivom direktiv EU

V skladu z direktivami EU in Zakonom o trošarinah je Vlada RS tudi letos nadaljevala z dvigom trošarin na tobačne proizvode. Vpliv trošarin na tobak na inflacijo bo letos najverjetneje 0,1 odstotne točke manjši kot je bil lani, saj januarska uskladitev letos ni bila potrebna zaradi stabilnega tečaja tolarja do evra v lanskem letu. Vpliv na inflacijo bi bil lahko še manjši, če se proizvajalci ne bi odločili, da z oktobrom še dodatno povišajo nabavne cene. Velikost povišanja lahko razumemo kot enega izmed primerov zaokroževanja cen pred dokončno

[4] http://www.unctad.org/templates/Page.asp?intItemID=3824&lang=1

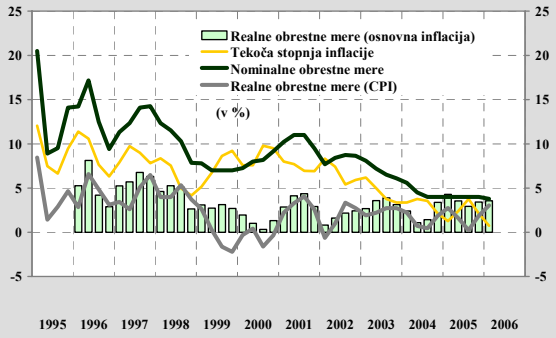
Okvir 2.2: Pogoji denarne politike in dezinflacijski trend

Denarna politika lahko vpliva na inflacijo preko transmisije obrestnih mer, tečaja ali kombinacije obeh instrumentov. Srednjeročno denarna politika vpliva na inflacijo preko transmisijskega mehanizma obrestnih mer z učinkovanjem na agregatno povpraševanje oziroma proizvodno vrzel, na dolgi rok pa z nadzorom količine denarja v obtoku. Tečajna transmisija na inflacijo poteka na kratek rok preko vplivanja na uvozne cene ali cene menjalnega sektorja, srednjeročno pa preko učinkovanja le-teh na ostale cene ali tudi preko neposrednega vpliva na agregatno aktivnost. V tem okvirju je prikazana naravnanost obeh glavnih instrumentov denarne politike Banke Slovenije in njun vpliv na dezinflacijski trend v zadnjem srednjeročnem obdobju.

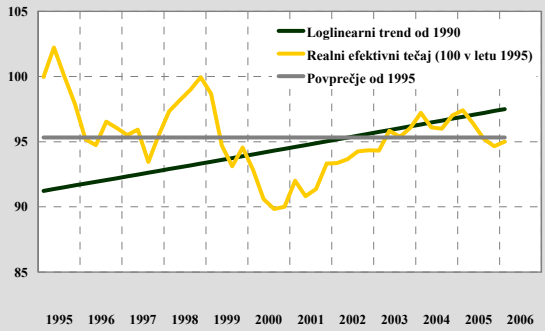
Po inflacijskih šokih v letu 1999 je Banka Slovenije močno zaostrovala denarno politiko. Postopno, a obsežno povečevanje obrestnih mer do sredine 2001 je težilo k zajezitvi močno presežnega agregatnega povpraševanja (pozitivne proizvodne vrzeli) v tistem obdobju. Višje nominalne obrestne mere so se odrazile v višjih realnih obrestnih merah, ki so se iz negativnih vrednosti v pretežnem delu obdobja 1999 – 2000 povišale na raven okoli 4% v sredini leta 2001 ter v naslednjih letih ostale na ravni okoli 2%. Z zmerno restriktivno denarno politiko je Banka Slovenije od leta 2001 vzdrževala dezinflacijski trend. Zaradi razmeroma močnih inflacijskih pritiskov na strani ponudbe v tem obdobju, med drugim tudi zaradi fiskalnih učinkov, je smiselno realne obrestne mere izraziti glede na stopnjo osnovne inflacije, ki teh učinkov ne upošteva. Po tem indikatorju je bila denarna politika Banke Slovenije dejansko še bolj zaostrena.

Na sliki 2 nižje ravni realnega efektivnega tečaja (depreciiran tečaj) predstavljajo pritiske na povišev anje inflacije, višje ravni pa na njihovo zniževanje oziroma zniževanje inflacije (apreciiran tečaj). Gibanje realnega efektivnega tečaja glede na povprečje zadnjih deset let in glede na (loglinearni) trend od leta 1990 nakazujeta, da je obdobju pretežno apreciiranega realnega efektivnega deviznega tečaja do leta 2000 sledilo obdobje pretežno podcenjenega realnega efektivnega tečaja do začetka leta 2003. Četudi je bil instrument tečaja v tem obdobju verjetno v polju pritiskanja na povečevanje inflacije, pa ni preprečil ponovne vzpostavitve dezinflacijskega trenda po letu 2000. Pri ponovni vzpostavitvi dezinflacijskega trenda po letu 2000 so tako prevladali dejavniki z močnejšim vplivom na inflacijo, pod posrednim ali neposrednim vplivom denarne politike. Čeprav raven realnega tečaja po letu 2000 ni prispevala k zniževanju inflacije, kar je verjetno zniževanje inflacije nekoliko upočasnilo, je gibanje tečaja omogočilo vzdrževanje zunanjega ravnovesja in enakomernejšo obremenitev menjalnega in nemenjalnega sektorja v procesu dezinflacije.

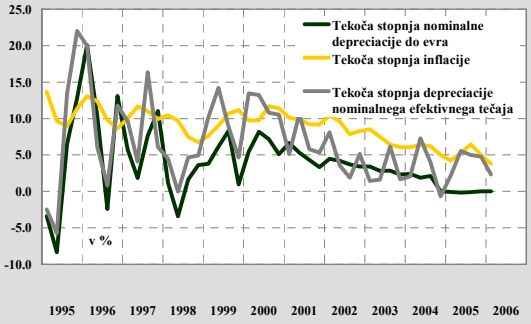
Slika 1: Obrestne mere Banke Slovenije



Slika 2: Realni efektivni tečaj



Slika 3: Inflacija in tečajna dinamika



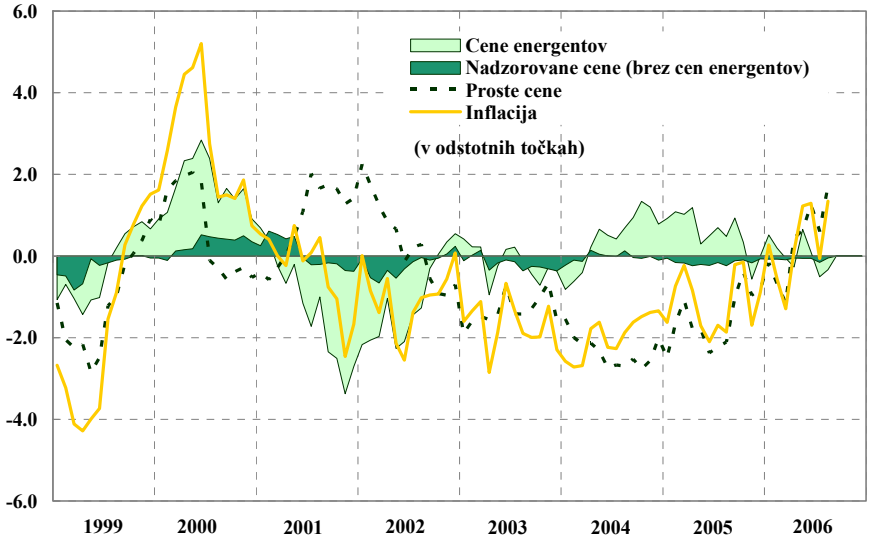
Zniževanje inflacije ob ohranjanju zunanjega in notranjega ravnovesja je odraz okvirja vodenja denarne politike Banke Slovenije[1]. Da je Banka Slovenije lahko vodila denarno politiko naravnano na domače makroekonomsko okolje, je morala tečajno dinamiko usmerjati v območju skladnim z nekrito obrestno pariteto; domače obrestne mere so morale biti enake tujim, s pribitkom pričakovane nominalne depreciacije tečaja in različnih premij (za tveganje, likvidnost, premija začasne prodaje deviz pri BS, itd.). Táko delovanje je s prep-

rečevanjem obrestno-elastičnih pritokov tuje likvidnosti omogočalo neodvisno delovanje obrestne transmisije. Banka Slovenje je izkoriščala manevrski prostor pri uravnavanju nominalnega tečaja tako, da je bilo to uravnavanje srednjeročno inflacijsko nevtralno in skladno z doseganjem zunanjega ravnovesja. Ker je depreciacijski trend načeloma sovpadal z deziflacijskim trendom, je tudi dinamika tistih cen, ki so vezane na tuje valute, srednjeročno sledila trendu ostalih cen. Posledično pričakovana dinamika depreciacije načeloma ni sistematično vplivala na zmanjševanje ali višanje inflacijskih pričakovanj[2]. Banka Slovenije je prilagajala obrestne mere in depreciacijo tolarja do evra skladno z zmanjševanjem inflacije in inflacijskih pričakovanj. Ob vstopu v ERM II, ko je Banka Slovenije stabilizirala nominalni tečaj do evra je bil proces dezinflacije praktično zaključen, projekcije inflacije pa skladne z doseganjem Maastrichtskega kriterija cenovne stabilnosti.

[1] Usmeritve denarne politike Banke Slovenije (2001)
[2] Tečajna dinamika je z akomodiranjem inercije inflacije posnemala oziroma ustvarjala pogoje delovanja denarne politike v "zaprti ekonomiji" in omogočala učinkovitost transmisije preko obrestnih mer

zamenjavo valute, saj znašajo maloprodajne cene najbolje prodajanih cigaret po novem natančno 2,00 EUR in ne več 1,98 EUR v tolarski protivrednosti. Najverjetneje pa gre v tem primeru predvsem za omejitve pri tehničnih rešitvah prodaje proizvodov na avtomatih, kot tudi dejstvo, da so proizvajalci svoje cene že dvignili hkrati z dvigom trošarin julija letos. Vse bolj omejevalna je tudi politika držav EU do tobačne industrije, kar veča razliko med presežno ponudbo in manjšim povpraševanjem po cigaretah, kar bi moralo teoretično nabavne cene cigaret omejevati navzgor.

Slika 2.9: Pritiski posameznih skupin cen na inflacijo

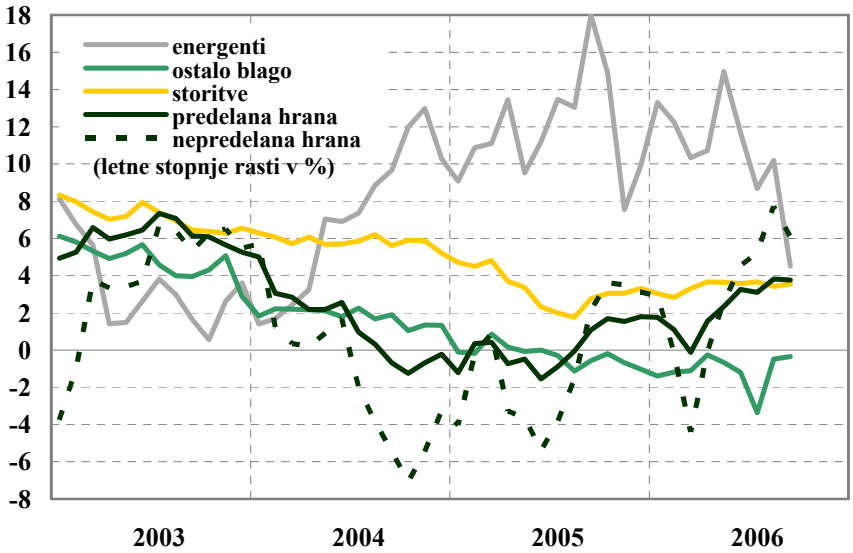


Vir: ARC.

Proste cene stopnjujejo inflacijske pritiske

Po več kot treh letih dezinflacijskega trenda se proste cene letos v skladu s pričakovanji postopno povišujejo. Slednje je povezano deloma s postopnim prenosom višjih stroškov transportnih storitev ter ostalih stroškov vhodnih proizvodov v maloprodajne cene, deloma pa z izjemno nizko rastjo nekaterih cen proizvodov v lanskem letu, ki se letos normalizira. Omenjena gibanja pa niso specifična samo za Slovenijo, saj se je rast cen energentov začela postopoma prenašati v cene življenjskih potrebščin tudi v drugih državah EU, inflacijski pritiski pa se krepijo tudi v evroobmočju. Kljub temu pa analiza neposrednih učinkov rasti cen energentov na slovensko inflacijo kaže, da ti letos niso bistveno vplivali na spremembe v inflacijskih stopnjah, saj so v povprečju prvih osmih mesecev zviševali medletno stopnjo inflacije glede na lanski december le za slabe 0,04 odstotne točke. Še manjši, oziroma celo negativni pa so bili prispevki s strani nadzorovanih cen brez energentov, ki so v enakem obdobju v povprečju zniževali inflacijo za slabe 0,08 odstotne točke.

Slika 2.10: Gibanje posameznih skupin cen



Vir: SURS, preračun ARC.

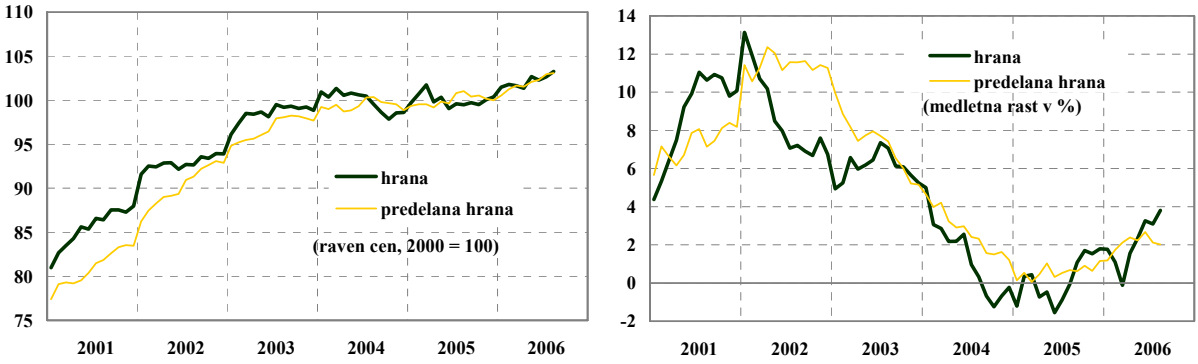
Konec obdobja relativnega prilagajanja cen po širitvi EU in povečani konkurenci s Kitajske

Da prihaja do določenih inflacijskih pritiskov s strani prostih cen, kaže tudi podrobnejša analiza gibanja cen posameznih podskupin. Ob nadaljnji visoki rasti cen energentov, ki se giblje med 8% - 15% medletno, so se začele vztrajno povečevati medletne rasti cen tudi ostalih proizvodov, ki so imele v preteklih letih trend zniževanja. Več kot leto dni trajajoče obdobje negativnih medletnih stopenj rasti cen ostalega blaga[5] se tako postopoma končuje. S tem se zaključuje tudi obdobje prilagajanja cen določenih proizvodov (predvsem obleke in obutve), ki so bili v zadnjih letih pod močnejšim pritiskom konkurence in relativnega prilagajanja cen znotraj Evropske unije.

Rast cen storitev ostaja stabilna

Rast cen storitev se po lanski upočasnitvi letos umirja na ravni lanskoletnega povprečja okrog 3.3% in tako bistveno ne povečuje prispevka k agregatu inflacije. Postopno dvigovanje medletnih stopenj rasti cen storitev, ki ga je opaziti od sredine lanskega leta, je namreč le korekcija medletnih stopenj zaradi lanskoletnih enkratnih sprememb pri cenah počitnic v paketu in bolniških storitev.

Slika 2.11: Gibanje cen hrane v zadnjih petih letih



Vir: ARC.

Cene hrane pod pritiski višjih stroškov transporta in pridelave

Cene hrane so se letos začele postopoma zviševati, predvsem zaradi postopnega prenosa višjih stroškov transporta ter umetnih gnojil, kjer je cena nafte velik del vhodnih stroškov. Najprej so se začele povečevati cene predelane hrane, sledila pa jim je še rast cen nepredelane hrane. Medletne stopnje rasti cen predelane hrane se tako zvišujejo že od polovice lanskega leta in so se šele ob koncu dru-

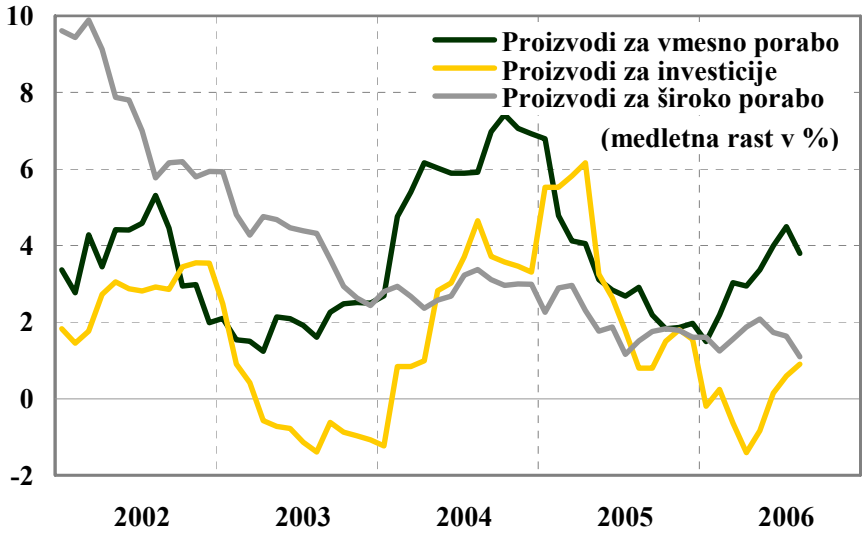
[5] Med ostalo blago štejemo vso blago, ki ne sodi v skupine energentov, hrane in pijač ter tobačnih izdelkov.

gega četrtletja letos začele postopoma umirjati na raven okrog 2%. Podoben trend naraščanja imajo tudi cene nepredelane hrane, ki za razliko od cen predelane hrane neprimerno bolj nihajo, njihova medletna rast pa je avgusta dosegla raven 8%. Slednja je v pretežni meri posledica neugodnih vremenskih razmer v drugem in tretjem četrtletju letos, seveda poleg višjih stroškov pridelave.

Inflacijskih pritiskov s strani cen domačih proizvajalcev še ni zaznati

Po obdobju bolj umirjene rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih ob koncu lanskega leta se je njihova medletna rast letos pospešila. Hitrejša rast je izključno posledica hitrejše rasti cen proizvodov za vmesno porabo, ki se je v prvi polovici leta zvišala za dobri dve odstotni točki, na okrog 4% medletno. Najbolj je izstopala hitrejša rast cen energentov, ki je bila posledica enkratnega dviga cen v začetku leta, ki ni bil kompenziran z znižanjem cen v kasnejših mesecih, kot se je zgodilo lani. Kljub temu pa mesečna dinamika rasti cen energentov ostaja nizka, v zadnjih mesecih celo negativna in kaže na postopno umirjanje rasti teh cen. Za razliko od cen energentov pa ostaja mesečna dinamika rasti cen ostalih surovin tako v drugem kot v tretjem četrtletju relativno močna in znaša v povprečju od začetka leta na letni ravni okrog 5%. Kljub hitrejši rasti cen proizvodov za vmesno porabo, pa ostaja rast cen proizvodov za široko potrošnjo in rast cen proizvodov za investicije bolj umirjena. Medletna rast cen prvih se v zadnjem letu giblje med 1% - 2%, medtem ko je medletna rast cen drugih v prvi polovici leta močneje zanihala navzdol in je bila celo negativna. Postopen dvig medletne rasti cen proizvodov za investicije v zadnjih mesecih je tako le izravnava nivojskih učinkov, pri čemer ostaja mesečna dinamika relativno umirjena in je v povprečju zadnjih osmih mesecev na letni ravni 0,3%. Dosedanja gibanja cen domačih proizvajalcev, z izjemo nekoliko hitrejše rasti cen surovin, predvsem kovin, tako ne kažejo posebnih pritiskov na cene življenjskih potrebščin.

Slika 2.12: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih



Vir: SURS, preračun ARC.

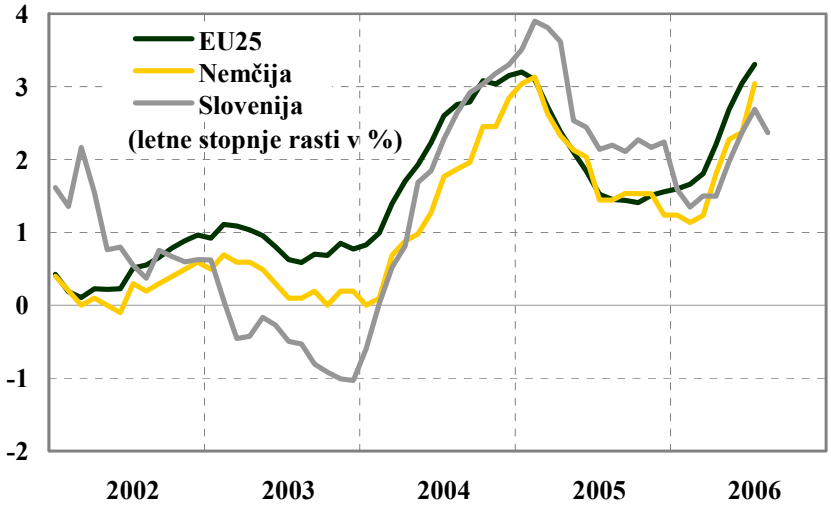
Prenos višjih cen energentov v cene ostalih proizvodov domačih proizvajalcev najverjetneje z zamikom

Tekoča gibanja cen proizvajalcev, ki kažejo na odsotnost občutnejših inflacijskih pritiskov, je potrebno obravnavati v luči nekaterih tveganj. V prihodnje je lahko pričakujemo postopen prenos višjih cen energentov in ostalih primarnih surovin tudi v ostale cene proizvajalcev ter preko njih v inflacijo. Po navedbah tujih institucij[6] naj bi se v tujini že kazali postopni pritiski na cene proizvajalcev tudi potrošnih dobrin, predvsem zaradi naraščajočih stroškov vhodnih proizvodov, v razmerah visokih cen surovin, ter močnejšega domačega trošenja. Hkrati primerjava rasti cen proizvajalcev s povprečjem držav EU kaže, da je rast cen proizvodov brez energentov v Sloveniji letos podpovprečna, kar lahko pomeni, da bo do pritiskov šele prišlo in da se bodo odrazili z manjšim zamikom. Da do tega ne bi

[6] ECB – Monthly Bulletin, September 2006.

prišlo je zelo malo verjetno, saj je bila rast teh cen v preteklosti neprimerno skladna, hkrati pa je konvergenca ravni cen na tem delu trga najverjetneje še posebej močna.

Slika 2.13: Primerjava cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih (brez cen energentov)



Vir: Eurostat.

3 DENARNA POLITIKA

Temeljni cilj Banke Slovenije je stabilnost cen. Banka Slovenije vodi denarno politiko v skladu z Zakonom o Banki Slovenije, Usmeritvami denarne politike Banke Slovenije, sprejetimi novembra 2001, ter Programom vstopa v ERM II in prevzema evra. Slednjega sta Banka Slovenije in Vlada RS sprejeli novembra 2003 ter se v njem skupno zavzeli za vstop v ERM II do konca leta 2004 in za ustvarjanje pogojev, ki bodo omogočali prevzem evra v začetku leta 2007.

1. januarja 2007 bo Slovenija uvedla evro

V skladu s Programom vstopa v ERM II in prevzema evra je Slovenija 28. junija 2004 vstopila v mehanizem deviznih tečajev ERM II, kar je eden od pogojev za uvedbo evra. Ker je Slovenija v sredini leta 2006 izpolnila vse pogoje za uvedbo evra, je Svet EU odločil, da se s 1. januarjem 2007 Slovenija vključi v evroobmočje in uvede evro kot domače plačilno sredstvo (glej Okvir 3.1).

3.1 Denarna politika in makroekonomska gibanja

Zadrževanje ustreznih realnih obrestnih mer Banke Slovenije

Banka Slovenije je v okviru omejitev, ki jih prinašata bivanje v ERM II in skorajšnja uvedba evra, svoje obrestne mere prilagajala glede na potrebe vezane na domačo gospodarsko aktivnost in postopno nominalno konvergenco. Zato je zadrževala obrestne mere na ravni, višji od ECB. Obrestna mera 60 dnevnih tolarskih blagajniških zapisov je od vstopa v ERM II do februarja 2006 znašala 4,0%, nato pa se je postopoma zniževala do ravni 3,25% julija. Avgusta je Banka Slovenija omenjeno obrestno mero povišala na 3,5%. Realna obrestna mera 60 dnevnih tolarskih blagajniških zapisov, izračunana kot razlika med nominalno obrestno mero in tekočo osnovno inflacijo, je od sredine leta 2005 do začetka

Okvir 3.1: Pozitivna ocena za Slovenijo v Konvergenčnih poročilih ECB in Evropske Komisije

ECB in Evropska komisija sta 16. maja 2006 izdali Konvergenčni poročili za Slovenijo. V omenjenih poročilih obe instituciji potrjujeta, da je Slovenija izpolnila pogoje za uvedbo evra. V skladu s tem je 11. julija 2006 Svet EU odločil, da Slovenija s 1. januarjem 2007 uvede evro in se priključi evroobmočju.

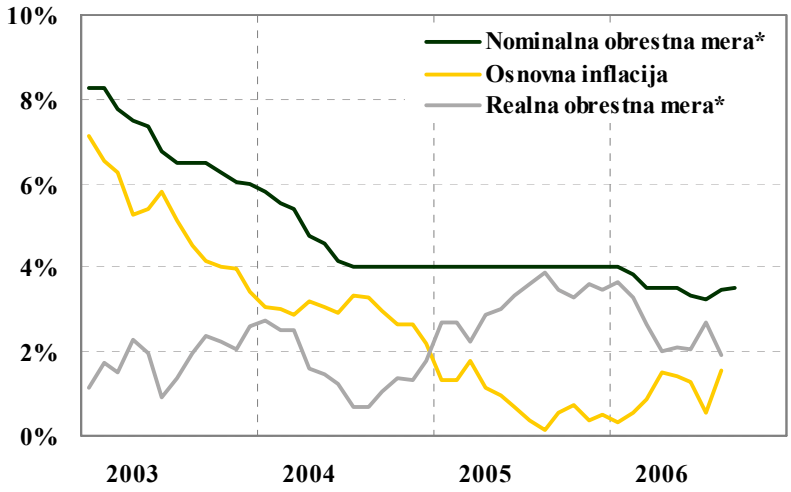
Svet EU je potrdil tečaj zamenjave tolarjev v evre, ki je enak centralnemu tečaju ob vstopu Slovenije v ERM II 28. junija 2006 Slovenija v času bivanja v ERM II ni devalvirala centralnega tečaja, prav tako pa tržni tečaji med tolarjem in evrom niso bistveno odstopali od centralnega tečaja. Tako znaša tečaj zamenjave tolarjev v evre 239,640 SIT za EUR. ECB in Banka Slovenije bosta v skladu s sporazumom o mehanizmu deviznih tečajev ERM II še naprej spremljali gibanje tržnega tečaja tolarja do evra.

Odločitev o širitvi evroobmočja predstavlja mejnik tako za evroobmočje kot za Slovenijo. Slovenija bo prva izmed novih članic EU, ki se bo vključila v evroobmočje. Prednosti vključitve v evroobmočje so: zmanjšanje tečajnih tveganj, cenovna in stroškovna preglednost, zmanjšanje transakcijskih in informacijskih stroškov ter večja odpornost proti ekonomskim in finančnim šokom. Evroobmočje za Slovenijo torej predstavlja bolj stabilno okolje, s kredibilno denarno politiko, cenovno stabilnostjo in nizkimi dolgoročnimi obrestnimi merami. Ob tem Svet EU poziva Slovenijo k nadaljevanju vodenja ustreznih ekonomskih politik, predvsem na področju fiskalne politike, strukturnih reform in vzdrževanja konkurenčnosti. Slovenija bo lahko izkoristila vse prednosti velikega valutnega območja, če se bo v to območje popolno integrirala, kar pomeni odpravo še obstoječih omejitev predvsem na področju mobilnosti delovne sile. Odprti, konkurenčni in fleksibilni trgi so še posebej pomembni za delovanje evroobmočja in učinkovito vodenje enotne denarne politike.

Vir: Monthly Bulletin (ECB, August 2006).

leta 2006 v povprečju znaša nekaj nad 3%. V zadnjih mesecih le-ta znaša okoli 2% in je deloma posledica nekaj višje osnovne inflacije ter postopne konvergence nominalnih obrestnih mer Banke Slovenije proti obrestnih meram ECB.

Slika 3.1: Obrestne mere Banke Slovenije



* 60 dnevni tolarski blagajniški zapis
Vir: Banka Slovenije, preračun ARC.

Nadaljevanja konvergence obrestnih mer v začetku 2006

Banka Slovenije je v začetku leta 2006 obrestne mere na instrumente denarne politike prilagajala v smeri nominalne konvergence. Tako je od konca leta 2005 do marca zmanjšala obrestno mero na 60 dnevne tolarske blagajniške zapise za 0,5 odstotne točke, na 3,5%. S tem se je ob postopnem povečevanju obrestnih mer ECB za skupno 0,5 odstotne točke razlika med obrestno mero na 60 dnevne tolarske blagajniške zapise in obrestno mero refinanciranja pri ECB zmanjšala z dveh na eno odstotno točko.

Strukturna prilagoditev obrestnih mer junija

Pri znižanju obrestne na 60 dnevne tolarske blagajniške zapise in na dolgoročni depozit v začetku junija gre predvsem za strukturno prilagoditev. Od junija do avgusta je tako obrestna mera na 60 dnevne blagajniške zapise znašala 3,25%, na dolgoročni depozit pa 3,45%, kar je nekaj manj kot obrestna mera refinanciranja pri Banki Slovenije (seštevek cene začasnega odkupa deviz od bank in obrestne mere refinanciranja pri ECB). Le-ta se je namreč s povečanjem obrestne mere refinanciranja pri ECB za 0,25 odstotne točke povečala na 3,5%.

Zvišanje obrestnih mer signalizira konec obdobja zmanjševanja obrestnih mer

V začetku avgusta je Banka Slovenije povečala obrestne mere za 0,25 odstotne točke in s tem signalizirala, da je obdobje zniževanja obrestnih mer končano. Od takrat znašajo obrestne mere na 60 dnevni tolarski blagajniški zapis 3,5%, na dolgoročni depozit 3,7%, na depozit čez noč 2,5%, na lombardno posojilo 4,75% in za refinanciranje pri Banki Slovenije 3,75%. Ob hkratnem povečanju obrestnih mer ECB za 0,25 odstotne točke ostaja razlika med obrestno mero 60 dnevnega tolarskega blagajniškega zapisa in obrestno mero refinanciranja pri ECB 0,5 odstotne točke.

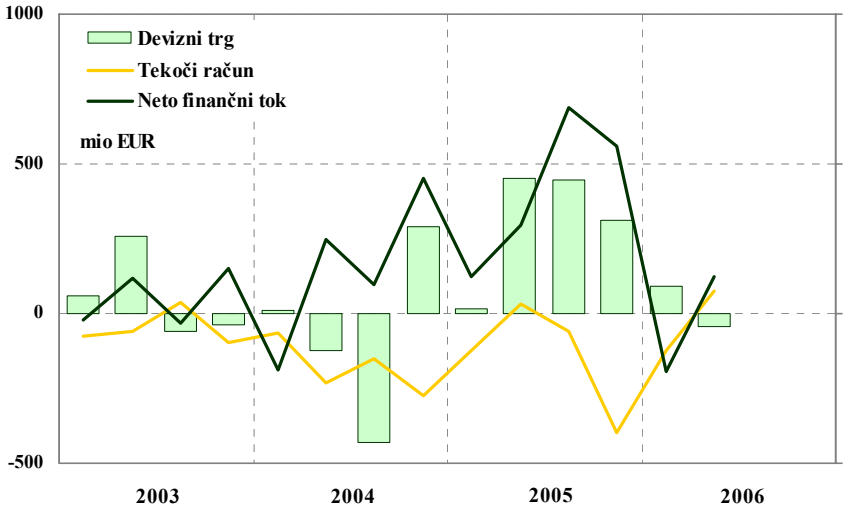
Povečani finančni pritoki in odtoki s tujino

Neto finančni pritok zasebnega sektorja, ki je predstavljal glavni vir presežne ponudbe deviz na trgih tujega denarja v letu 2005, se je v letu 2006 zmanjšal. Neto finančni pritok zasebnega sektorja je v letu 2005 znašal več kot 6% BDP, v prvi polovici leta 2006 pa je ta tok celo nekoliko odliven. Razlog za zmanjšanje neto pritoka je predvsem povečanje neto odliva in sicer predvsem portfeljskih naložb v tujino ob sicer nespremenjenih dokaj visokih pritokih iz tujine, ki znašajo skoraj 10% BDP. Močni finančni tokovi v in iz tujine potrjujejo vse večjo vpetost Slovenije v mednarodne finančne tokove. Z dokončno odločitvijo Sveta EU, da Slovenija lahko s 1. januarjem 2007 uvede evro, pa sta se še dodatno zmanjšali valutno in deželno tveganje Slovenije.

Zmanjšana presežna ponudba deviz na trgih tujega denarja

Z zmanjšanjem neto finančnega pritoka, ki v veliki meri določa ponudbo in povpraševanje na trgih tujega denarja, se je v letu 2006 zmanjšala tudi presežna ponudba deviz in s tem pritiski na devizni tečaj. V letu 2006 je presežna ponudba deviz znašala 1,2 mrd EUR, v prvem četrtletju 2006 pa le še 91 mio EUR. V drugem četrtletju 2006 je bilo povpraševanje po devizah celo večje kot ponudba deviz (41 mio EUR).

Slika 3.2: Devizni trgi in plačilnobilančni tokovi



Vir: Banka Slovenije

Rast denarnega agregata M1 skladna z gospodarsko aktivnostjo

Gibanje denarnega agregata M1 odraža predvsem relativno pospešeno gospodarsko aktivnost. Dodatno je k rasti M1 ob koncu leta 2004 in v začetku leta 2005 prispevala dinamika prejemkov prebivalstva, ki je bila posledica spremenjene obdavčitve nekaterih prejemkov, predvsem avtorskih honorarjev. Rast M1 se je v drugem polletju 2005 umirjala, a se pod vplivom hitre gospodarske rasti v prvem polletju 2006 zopet pospešuje. Medletna stopnja rasti omenjenega denarnega agregata je znašala v povprečju leta 2005 21,9%, v povprečju prvega polletja 2006 pa 16,3%. Nekaj višjo rast M1 v zadnjih dveh letih lahko pripišemo tudi postopnemu zmanjševanju obrestnih mer ter povečanim transakcijam zaradi naložb v alternativne oblike, t. j. predvsem v vzajemne sklade in v tujino.

Rast širokih denarnih agregatov ostaja nizka, kot posledica širjenja alternativnih naložb

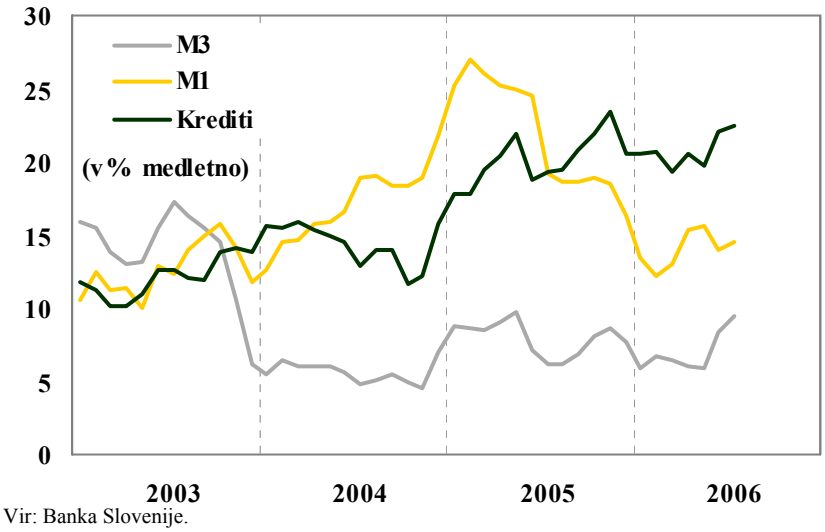
Rast širokih denarnih agregatov ostaja še naprej nizka, kar je posledica širjenja alternativnih načinov varčevanja. Medletna rast M2 in M3 je v letu 2005 v povprečju znašala 7,3% oziroma 8,0%, v letu 2006 do julija pa v povprečju 7,2% oziroma 7,0%. Nizko rast teh agregatov povzroča deloma tudi povečanje portfeljskih naložb v tujino. Le-te se vse pogosteje selijo v tujino, kot posledica tako konvergence obrestnih mer kot spremenjene zakonodaje, ki investicijskim skladom omogoča povečane naložbe v tujino. Neto odliv portfeljskih naložb je leta 2004 znašal 0,7 mrd EUR, leta 2005 1,7 mrd EUR, v letu 2006 do julija pa 1,0 mrd EUR. Širjenje v alternativne oblike varčevanja je zelo opazno tudi pri gospodinjstvih, kjer so se v letu 2005 najbolj povečale naložbe v vzajemne sklade (504 mio EUR), sklade življenjskega zavarovanja (208 mio EUR) in sklade dodatnega pokojninskega zavarovanja (192 mio EUR). Vloge gospodinjstev pri bankah so se v tem obdobju povečale za približno toliko kot vloge v vzajemne sklade.

Rast deviznih vlog se povečuje, tolarskih pa zmanjšuje

V začetku leta 2006 se je nadaljeval trend povečevanja tolarskih vezanih vlog in zmanjševanje deviznih vlog, od drugega četrtletja naprej pa se povečujejo devizne vloge, medtem ko se tolarske vezane vloge zmanjšujejo. Medletna stopnja rasti tolarskih vezanih vlog je ostala v prvem četrtletju okoli 10%, deviznih vlog pa okoli 5%, trenutno pa je rast tako deviznih kot tolarskih vezanih vlog okoli 8%. Povečevanje deviznih vlog in zmanjševanje tolarskih vezanih vlog je v veliki meri posledica postopnega povečevanja obrestnih mer na vloge v evrih in

zmanjševanja obrestnih mer na tolarske vezane vloge. Obrestne mere na tolarske vloge z ročnostjo od enega do treh mesecev so se zmanjšale z 2,9% marca na 2,7% julija, medtem ko so se obrestne mere na vloge v evrih v enakem obdobju povečale z 1,8% na 2,1%.

Slika 3.3: Denar in krediti



Vir: Banka Slovenije.

Visoka kreditna aktivnost posledica finančnega poglabljanja in preusmeritve gospodarstva od tujih na domače vire financiranja

Relativno visoka kreditna aktivnost bank pospešuje finančno poglabljanje in preusmerjanje gospodarstva od tujih na domače vire financiranja. Globina finančnega posredništva, merjena z razmerjem med krediti privatnemu sektorju in BDP, je v Sloveniji relativno nizka in je znašala ob koncu leta 2004 okoli 45%, ob koncu leta 2005 60%, julija 2006 pa že skoraj 65%. Ker je globina finančnega posredništva v veliki meri povezana z ekonomsko razvitostjo, je-le ta v starih članicah EU precej večja kot v Sloveniji in pri večini presega 100%, pri nekaterih pa celo 150%. Proces finančnega poglabljanja je torej v veliki meri posledica dohitevanja razvitejših članic EU. V Sloveniji bi se ob 4% rasti realnega BDP in 20% nominalni rasti kreditov privatnemu sektorju razmerje med krediti privatnemu sektorju in nominalnim BDP povečevalo za približno 10 odstotnih točk na leto. Pomembno je k povečanju kreditiranja prispevala preusmeritev gospodarstva od tujih k domačim virom financiranja zaradi zmanjševanja razlik med domačimi in tujimi obrestnimi merami. V celotnem financiranju gospodarstva v letu 2004 je delež financiranja v tujini znašal skoraj tretjino, medtem ko od leta 2005 naprej znaša le okoli 15%. Dodatno so k povečanemu kreditiranju privatnega sektorja, predvsem gospodinjstev, prispevali tudi povečano stanovanjsko kreditiranje, povečana konkurenca na trgu kreditov in zmanjšani stroški najema kreditov. Poleg tega imajo banke v pogojih prostega pretoka kapitala in procesu približevanja evroobmočju vse lažji in cenejši dostop do virov financiranja v tujini, ki jim omogočajo kreditiranje domačih sektorjev.

Omejeni inflacijski pritiski s strani agregatnega povpraševanja

Zmerno pozitivne realne obrestne mere Banke Slovenije preprečujejo, da bi denarna politika delovala ekspanzivno na gospodarsko aktivnost. Gospodarska aktivnost je sicer relativno močna, vendar še vedno zmerno domače trošenje nakazuje, da so inflacijski pritiski s strani agregatnega povpraševanja omejeni. Realni BDP se je v prvem polletju povečal kar za 5,0% medletno, kar je največ po letu 1999, in presega rast potencialnega BDP. Najpomembnejše je k rasti BDP prispevala rast bruto investicij, ki so porasle 5,7% medletno. Realna rast trošenja gospodinjstev je v omenjenem obdobju znašala 3,4% in je za 1,6 odstotne točke zaostajala za rastjo realnega BDP. Inflacija je predvsem pod vplivom cen nafte na svetovnih trgih ter premikov sezone dokaj volatilna. Kljub temu osnovna inflacija ostaja dokaj nizka in se v zadnjih mesecih giblje na nekaj več kot 1%.

Ostali makroekonomski indikatorji v skladu s pričakovanji

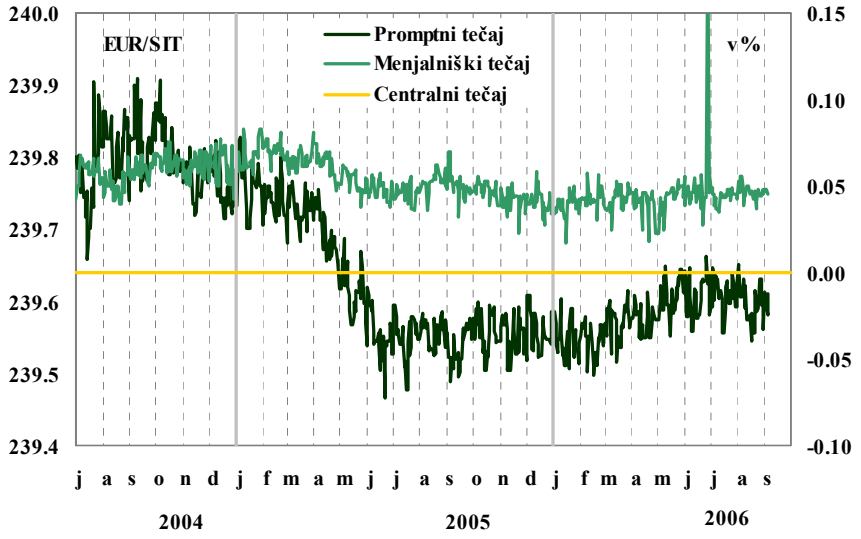
Ostali makroekonomski indikatorji – tekoči račun plačilne bilance, javnofinančni primanjkljaj in stroški dela so bili v skladu s pričakovanji. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance se je v letu 2005 glede na predhodno leto izboljšal za 0,7% BDP in je znašal 2,0% BDP, v letu 2006 do julija pa znaša 1,7% ocenjenega BDP. Javnofinančni primanjkljaj se je v letu 2006 zmanjšal za 0,9% BDP, na 1,4% BDP, podatki do julija pa kažejo, da bo ostal na podobni ravni tudi v letošnjem letu. Povprečne bruto plače se v zadnjem letu povečujejo za približno 5% medletno oziroma realno okoli 2,5% in zaostajajo za rastjo produktivnosti.

3.2 Instrumenti denarne politike v ERM II

Odstopanja tržnih deviznih tečajev od centralnega tečaja so tudi v letu 2006 zanemarljiva

Od vstopa v ERM II je denarna politika Banka Slovenije vodena v skladu z vzdrževanjem stabilnosti nominalnega deviznega tečaja tolarja do evra. V dosedanjem obdobju bivanja v ERM II so odstopanja tržnih deviznih tečajev od centralnega tečaja zanemarljiva. Tako je od vstopa v ERM II 28. junija 2004 do začetka septembra 2006 znašalo povprečno odstopanje tečaja na promptnem deviznem trgu[7] od centralnega tečaja 0,04%, menjalniškega tečaja pa 0,05%. Pri tem se je tečaj na propmtnem deviznem trgu od vstopa v ERM II do sredine leta 2005 gibal na depreacijski strani, od takrat naprej pa na apreciacijski strani centralnega tečaja. Menjalniški tečaj se pod vplivom presežnega povpraševanja vseskozi giblje na depreciacijski strani centralnega tečaja.

Slika 3.4: Tržni devizni tečaji in odstopanja od centralnega tečaja



Vir: Banka Slovenije.

V letu 2006 se tečaj na promptnem deviznem trgu v glavnem giblje na apreciacijski strani centralnega tečaja. V prvem četrtletju je znašalo povprečno odstopanje omenjenega tečaja od centralnega 0,04%, od aprila do začetka septembra pa le 0,02%. Menjalniški tečaj je v letu 2006 v povprečju odstopal od centralnega za 0,04% na depreciacijski strani centralnega tečaja.

Dolgoročno so trgi tujega denarja v ravnovesju

Po vstopu v ERM II na vseh trgih tujega denarja skupaj ni bilo večje presežne ponudbe ali povpraševanja po tujem denarju, kar kaže na to, da je centralni tečaj na ravni dolgoročno vzdržnega deviznega tečaja. V letu 2006 do avgusta je kljub kratkoročnejšim nihanjem v ponudbi in povpraševanju po tujem denarju skupna

[7] Promptni trg je namenjen sklepanju poslov, ki se poravnajo najkasneje v dveh delovnih dneh od sklenitve pogodbe. Pri izračunu tečaja se uporablja vse evro transakcije bank s podjetji, gospodinjstvi in nerezidenti ter vse evro transakcije med bankami.

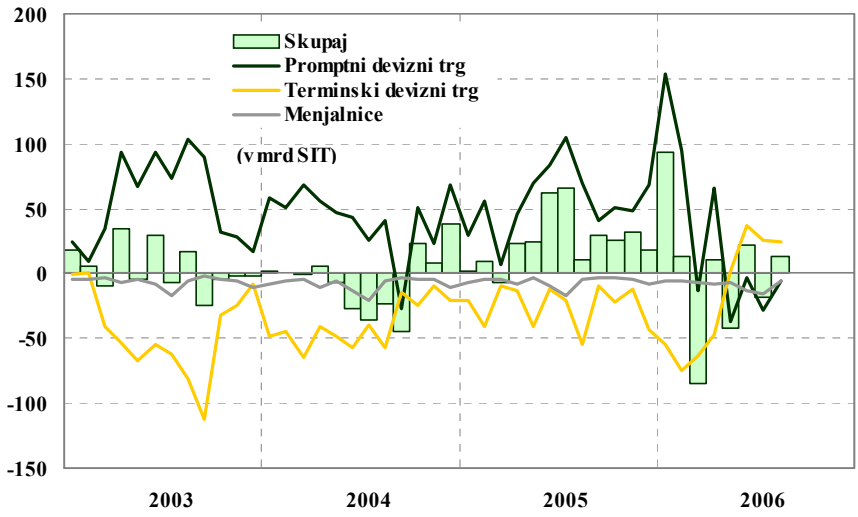
presežna ponudba deviz na trgih tujega denarja znašala le 7,1 mrd SIT, kar znaša v povprečju 0,1% BDP. Nekoliko večja neravnotežja so bila le januarja s presežno ponudbo 92,8 mrd SIT in marca s presežnim povpraševanjem 84,2 mrd SIT.

Na promptnem deviznem trgu je do aprila ponudba deviz presegala povpraševanje po devizah, od maja naprej pa povpraševanje po devizah presega ponudbo deviz, medtem ko je bil na terminskem deviznem trgu položaj obrnjen, t. j. do aprila presežno povpraševanje po devizah, od maja naprej pa presežna ponudba deviz. Od januarja do aprila je tako presežna ponudba deviz na promptnem deviznem trgu znašala 299,6 mrd SIT, presežno povpraševanje po devizah na terminskem trgu pa 240,0 mrd SIT, od maja do avgusta pa je presežno povpraševanje na promptnem deviznem trgu znašalo 72,8 mrd SIT, presežna ponudba na terminskem deviznem trgu 87,9 mrd SIT. Prehod iz presežne ponudbe v presežno povpraševanje na promptnem deviznem trgu je predvsem posledica zmanjšanja tolarskih naložb tujcev ob zviševanju tujih obrestnih mer in ustalitvi domačih obrestnih mer. Presežna ponudba na terminskem deviznem trgu od maja naprej je v veliki meri posledica izvršitve terminskih prodaj deviz nekaterih domačih podjetij, ki so se sklepali ob koncu leta 2005 in v začetku leta 2006.

Zaradi majhnih odstopanj tržnih deviznih tečajev od centralnega tečaja ni bilo potrebe po tečajnih intervencijah

Manjša, kratkotrajna odstopanja med povpraševanjem in ponudbo na trgih tujega denarja, so se sicer odrazila v gibanju tržnega tečaja tolarja, ker so bila odstopanja od centralnega tečaja zelo majhna, ni bilo potrebe po tečajnih intervencijah Banke Slovenije. Banka Slovenije je tako zadnjič aktivno vplivala na oblikovanje deviznega tečaja v prvem mesecu po vstopu v ERM II, ko je trgu želela posredovati svojo namero o vzdrževanju stabilnega tečaja tolarja do evra.

Slika 3.5: Presežna ponudba/povpraševanje na trgih tujega denarja



Vir: Banka Slovenije.

3.3 Izvajanje strukturnih prilagoditev za lažji prehod v evrosistem

Zaradi načrtovane uvedbe evra je Banka Slovenije nadaljevala z izvajanjem nekaterih strukturnih prilagoditev pri instrumentih denarne politike, katerih namen je omogočiti lažji prehod v pogoje poslovanja v evrosistemu. Te prilagoditve se nanašajo na zamenjavo ponudbe 270 dnevnih tolarskih blagajniških zapisov z dolgoročnim depozitom, postopne sprostitve minimalno predpisane

devizne likvidnosti, omejitve iz likvidnostne lestvice, obseg začasno odkupljenih deviz in sistem obveznih rezerv.

Dolgoročni depozit kot instrument sterilizacije

Banka Slovenija je tudi v letu 2005 do julija ponujala dolgoročni tolarski depozit z namenom sterilizacije presežne likvidnosti iz zapadanja 270 dnevnih tolarskih blagajniških zapisov, izdanih ob prevzemu Leka ob koncu leta 2002. Ponujena obrestna mera dolgoročnega tolarskega depozita je bila za 0,2 odstotni točki višja od obrestne mere 60 dnevnih tolarskih blagajniških zapisov, zapadlost depozita pa sega v čas po načrtovani uvedbi evra. Banka Slovenije je od julija 2004, ko je bila dana prva ponudba, do julija 2005 prek omenjenega instrumenta umaknila za 203,5 mrd SIT primarnega denarja. V enakem obdobju se je stanje 270 dnevnih tolarskih blagajniških zapisov zmanjšalo za 199,7 mrd SIT, kar pomeni, da operacija zamenjave 270 dnevnih blagajniških zapisov z dolgoročnim depozitom ni bistveno vplivala na obseg primarnega denarja v obtoku.

Dokončna ukinitev minimalno zahtevane devizne likvidnosti in nadomeščanje začasnih z dokončnimi odkupi deviz

Za povečanje prilagodljivosti bank pri poslovanju na trgih tujega denarja je Banka Slovenije postopno sproščala minimalno predpisano devizno likvidnost in ponujala zamenjavo začasnih nakupov deviz z dokončnimi odkupi. V letu 2004 je Banka Slovenije znižala najmanjši obseg likvidnega premoženja v tujem denarju, ki ga morajo zagotavljati banke, z 80% na 70%. V aprilu 2006 je bila ta obveznost dodatno znižana na 50% kratkoročnih obveznosti v tuji valuti. Z določitvijo nepreklicnega tečaja zamenjave tolarjev v evre julija je bil ta obveznost znižana na 30%, v celoti pa se je odpravila s 1. oktobrom. Odstotek obveznega vpisa blagajniških zapisov v tujem denarju je bil že v letu 2004 znižan s 45% na 35% in nadalje v letu 2005 na 25% likvidnega premoženja v tuji valuti. Julija 2005 je bil obvezen vpis blagajniških zapisov v tujem denarju dokončno ukinjen. Junija oziroma avgusta 2006 je Banka Slovenije ukinila blagajniške zapise v tujem denarju v USD in vse 120 dnevne blagajniške zapise v tujem denarju. Stanje blagajniških zapisov v tujem denarju se zato postopono zmanjšuje. Aprila 2004 je bilo stanje blagajniških zapisov v tujem denarju največje in je znašalo 584,5 mrd SIT, konec avgusta 2006 pa je znašalo le še 151,7 mrd SIT. Banka Slovenije je tudi v letu 2005 in 2006 ponujala bankam možnost dokončne prodaje deviz iz kumuliranih začasno prodanih deviz Banki Slovenije. Prek omenjene ponudbe je v letu 2004 dokončno odkupila od bank za 331,8 mrd SIT, v letu 2005 za 414,9 mrd SIT in v letu 2006 do konca avgusta za 149,9 mrd SIT deviz. Posledično se je zmanjševalo stanje začasno odkupljenih deviz pri Banki Slovenije, konec leta 2004 je znašalo 225,7 mrd SIT, konec leta 2005 164,8 mrd SIT, konec septembra pa je bilo to stanje zanemarljivo.

Prilagajanje instrumenta obveznih rezerv ureditvi v evroobmočju

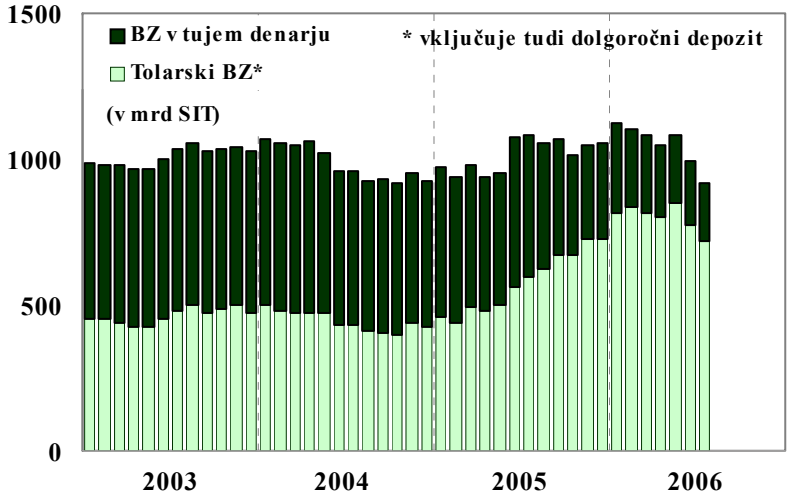
Banka Slovenije je nadaljevala s prilagajanjem instrumenta obveznih rezerv standardom ECB. Marca 2005 je znižala stopnjo obveznih rezerv za tolarske obveznosti do 90 dni s 4,5% na 2%. Tako znaša stopnja obveznih rezerv za vse obveznosti z ročnostjo do dveh let 2%, v skladu z ureditvijo v evrosistemu. Stopnja za obveznosti nad dve leti ostaja 0%. Banka Slovenije je želela likvidnostni učinek spremembe premakniti v obdobje po uvedbi evra. Zato so morale banke in hranilnice presežno likvidnost iz naslova znižanja obveznih rezerv, v višini 37 mrd SIT, obvezno naložiti v dolgoročni depozit pri Banki Slovenije, ki ima rok dospelosti konec marca 2007. Od konca septembra 2006 se obvezne rezerve računajo iz stanja na zadnji dan v mesecu in ne več kot povprečje, obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv je prilagojeno koledarju izpolnjevanja obveznih rezerv evrosistema, prav tako je ureditvi v evrosistemu prilagojena obravnava odpovednega roka pri vezanih depozitih s pogodbeno določeno možnostjo predčasne odpovedi in obravnava obročnega varčevanja. Do konca leta bo instrument obveznih rezerv popolnoma prilagojen standardom ECB.

Povečevanje tolarskih blagajniških zapisov kot posledica strukturnih prilagoditev

Omenjene strukturne spremembe instrumentov Banke Slovenije je pomembno upoštevati pri analizi gibanja stanja tolarskih blagajniških zapisov. Sprememba stanja tolarskih blagajniških zapisov in dolgoročnega depozita ne kaže le količine sterilizirane devizne intervencije, ampak tudi del sproščene likvidnosti iz zmanjševanja blagajniških zapisov v tujem denarju in zmanjšanja obveznosti iz

naslova obveznih rezerv. Kot je razvidno iz slike 3.7, je stanje blagajniških zapisov v tujem denarju in tolarskih blagajniških zapisov v zadnjih treh letih med 900 mrd SIT in 1.100 mrd SIT. Bistveno se spreminja razmerje med tolarskimi in deviznimi blagajniškimi zapisi, delež tolarskih blagajniških zapisov se od leta 2004, ko je znašal okoli 45%, postopno povečuje in je avgusta 2006 že skoraj dosegel 80%.

Slika 3.6: Povečevanje tolarskih BZ kot posledica zmanjševanja BZ v tujem denarju



Vir: Banka Slovenije.

Prilagajanje bonitetnega instrumenta likvidnostne lestvice

Banka Slovenije tudi instrument likvidnostne lestvice postopno prilagaja ureditvi v evrosistemu. Tako je ukinjena možnost upoštevanja tolarskih kreditov bonitete A z ročnostjo nad 180 dni pri izpolnjevanju količnikov likvidnosti v prvem razredu (preostala zapadlost do 30 dni) in vzpostavljeno je tehtanje vpoglednih vlog gospodinjstev in gospodarstva, ki znaša v prvem razredu 85% in v drugem razredu (preostala zapadlost do 180 dni) 60%. Banke so imele možnost poslovati po novem sistemu od julija 2005, obvezno pa so morale preiti na nov sistem s 1. januarjem 2006. Od septembra je dovoljeno vključevanje kreditov neposrednim uporabnikom državnega proračuna oziroma kreditov s poroštvom Republike Slovenije v oba razreda likvidnostne lestvice. Omenjeni krediti bodo po 1. januarju 2007 morali za vključitev v likvidnostno lestvico izpolnjevati kriterije primernosti.

Banka Slovenije bo ob koncu leta 2006 z namenom zavarovanja evrogotovine izdala kratkoročni depozit. Depozit se bo izdajal ob zapadanjih 60 dnevnih tolarskih blagajniških zapisov, zapadal pa bo februarja in marca 2007.

Okvir 3.2: Kronološki pregled ukrepov Banke Slovenije od vstopa v ERM II

28.junij 2004
- Banka Slovenije vstopi v ERM II. Centralni tečaj znaša 239,640 SIT/EUR, spodnja točka interveniranja 203,694, zgornja 275,586 SIT/EUR (+/- 15% od centralnega tečaja).
- Banka Slovenije zniža ceno deviznega swapa z 1,5% na 1,0%.
- Banka Slovenije posredno poseže na trg tujega denarja z določanjem izhodiščnega tečaja. Signaliziran devizni tečaj znaša 239,64 SIT/EUR. Interveniranje traja do 1. julija 2004.

2. julij 2004
Banka Slovenije poviša ceno obratnega deviznega swapa z 0,25% na 1,0% in s tem bankam omogoči cenejši dostop do devizne likvidnosti. S tem umirja depreciacijske pritiske na tolar.

20. julij 2004
Banka Slovenije zniža obrestno mero za 270-dnevne tolarske blagajniške zapise s 4,25% na 4,20%.

27. julij 2004
Banka Slovenije s prodajo deviz neposredno intervenira na medbančnem deviznem trgu.

30. julij 2004
Banka Slovenije prvič ponudi bankam vpis dolgoročnega tolarskega depozita, kot zamenjavo za 270 dnevne tolarske blagajniške zapise. Obrestna mera je za 0,2 odstotni točki višja od obrestne mere 60 dnevnih tolarskih BZ. Do julija 2005 banke vpišejo za 203,5 mrd SIT dolgoročnega tolarskega depozita.

27. oktober 2004
Banka Slovenije nadaljuje s prilagoditvijo instrumenta obveznih rezerv standardom ECB. Tako je:
- med obveznike za obvezne rezerve vključila gospodarske družbe, ki izdajajo elektronski denar,
- ukinila obvezno 50% dnevno izpolnjevanje obveznih rezerv,
- uredila obveznost izpolnjevanja obveznih rezerv v primeru stečaja in
- določila 0% stopnjo obveznih rezerv za repo posle.

24 - 25. november 2004
Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom odkupi od bank za 75,3 mrd SIT deviz.

3 -10. december 2004
Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom odkupi od bank za 22,6 mrd SIT deviz.

23. december 2004
Banka Slovenije poviša ceno deviznega swapa z 1,0% na 1,25% ter s tem ceno refinanciranja s 3,0% na 3,25%. Namen omenjene strukturne prilagoditve je zagotavljanje nadaljnje stabilnosti na denarnem trgu.

1. februar 2005
Banka Slovenije odpravi določbo, po kateri so morale kreditne institucije, ki do zaključka plačilnega prometa niso vrnile likvidnostnega posojila čez dan, črpati lombardno posojilo po obrestni meri lombardnega posojila povečani za 4 odstotne točke. Po novi določbi lahko črpajo posojilo po lombardni obrestni meri brez pribitka.

11. februar 2005
Banka Slovenije zniža odstotek obveznega vpisa blagajniških zapisov v tujem denarju s 35% na 30% likvidnega premoženja v tuji valuti.

27. marec 2005
Banka Slovenije nadaljuje s prilagoditvijo instrumenta obveznih rezerv standardom ECB. Tako je znižala stopnjo obveznih rezerv za tolarske vloge do 90 dni s 4,5% na 2,0%. V znesku sproščene likvidnosti (36,9 mrd SIT) morajo obvezniki 29. marca vpisati dolgoročni depozit pri Banki Slovenije, ki dospe v izplačilo 30. marca 2007.

8. april 2005
Banka Slovenije zviša ceno začasnega odkupa deviz za 7 dni z 1,25% na 1,5%. Zniža odstotek obveznega vpisa blagajniških zapisov v tujem denarju s 30% na 25% likvidnega premoženja v tuji valuti.

13 - 19. april 2005
Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom od bank odkupi za 70,6 mrd SIT deviz.

10 -16. junij 2005
Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom odkupi od bank za 46,9 mrd SIT deviz.

14. julij 2005
Banka Slovenije odpravi obvezen vpis blagajniških zapisov v tujem denarju.

20 - 26. julij 2005
Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom odkupi od bank za 83,9 mrd SIT deviz.

19 - 23. september 2005
Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom odkupi od bank za 117,7 mrd SIT deviz.

5 - 12. december 2005
Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom od bank odkupi za 95,7 mrd SIT deviz.

6. december 2005
Zaradi zvišanja obrestne mere refinanciranja ECB z 2,0% na 2,25% se zviša obrestna mera refinanciranja pri Banki Slovenije s 3,5% na 3,75%.

10. februar 2006
Banka Slovenije zniža obrestne mere za:
- refinanciranje pri Banki Slovenije s 3,75% na 3,5%,
- lombardno posojilo s 5,0% na 4,75%,
- 60 dnevne tolarske blagajniške zapise s 4,0% na 3,75%,
- ceno začasnega odkupa deviz za 7 dni z 1,5% na 1,25%,
- ceno začasne prodaje deviz za 7 dni z 1,0% na 0,75%.

14 - 20 februar 2006
Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom od bank odkupi za 118,7 mrd SIT deviz.

3. marec 2006
Banka Slovenije zniža obrestne mere za:
- refinanciranje pri Banki Slovenije s 3,5% na 3,25% (upoštevano tudi zvišanje obrestne mere refinanciranja ECB z 2,25% na 2,5% 8. marca),
- lombardno posojilo s 4,75% na 4,5%,
- 60 dnevne tolarske blagajniške zapise s 3,75% na 3,5%,
- ceno začasnega odkupa deviz za 7 dni z 1,25% na 0,75%,
- ceno začasne prodaje deviz za 7 dni z 0,75% na 0,25%.

1. april 2006
Banka Slovenije zniža najmanjši obseg likvidnega premoženja v tujem denarju s 70% na 50% kratkoročnih obveznosti v tuji valuti.

1. junij 2006
Banka Slovenije ukine možnost vpisa blagajniških zapisov v tujem denarju, nominiranih v USD.

9. junij 2006
Banka Slovenije zniža obrestne mere za:
- 60 dnevne tolarske blagajniške zapise s 3,5% na 3,25%,
- dolgoročni depozit s 3,7% na 3,45%.

Zaradi povečanja obrestne mere ECB z 2,5% na 2,75% se poveča obrestna mera refinanciranja pri Banki Slovenije s 3,25% na 3,5%.

26 – 29 junij 2006
Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom od bank odkupi za 31,2 mrd SIT deviz.

11. julij 2006
Banka Slovenije zniža najmanjši obseg likvidnega premoženja v tujem denarju s 50% na 30% kratkoročnih obveznosti v tuji valuti.

19. julij 2006
Banka Slovenije je nadaljevala s prilagoditvijo instrumenta obveznih rezerv standardom ECB. Tako se od septembra:
- obvezne rezerve računajo iz stanja na zadnji dan v mesecu in ne več kot povprečje,
- spremeni vir podatkov za izračun,
- obdobje izpolnjevanja prilagodi koledarju izpolnjevanja obveznih rezerv evrosistema,
- prilagodi obravnava odpovednega roka pri vezanih depozitih s pogodbeno določeno možnostjo predčasne odpovedi in obravnava obročnega varčevanja.

4. avgust 2006
Banka Slovenije zviša obrestne mere za:
- 60 dnevne tolarske blagajniške zapise s 3,25% na 3,5%,
- dolgoročni depozit s 3,45% na 3,7%,
- depozit čez noč z 2,25% na 2,5%,
- lombardno posojilo s 4,5% na 4,75%.

Zaradi povečanja obrestne mere ECB z 2,75% na 3,0% se poveča obrestna mera refinanciranja pri Banki Slovenije s 3,5% na 3,75%.

29. avgust 2006
Banka Slovenije ukine možnost vpisa blagajniških zapisov v tujem denarju z rokom dospelosti 120 dni.

13. september 2006
Banka Slovenije dovoljuje vključevanje kreditov neposrednim uporabnikom državnega proračuna oziroma kreditov s poroštvom Republike Slovenije v oba razreda likvidnostne lestvice.

1. oktober 2006
Banka Slovenije dokončno odpravi zahtevan najmanjši obseg likvidnega premoženja v tujem denarju.

4 PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ[8]

Ob ugodni svetovni konjunkturi ter povečanju domačega povpraševanja bo rast BDP do leta 2008 ostala relativno visoka, na ravni nekaj nad 4%. Napovedi kažejo, da bo stopnja rasti cen ob koncu letošnjega leta znašala okoli 2,6% ter se nato ob predpostavljeni odsotnosti novih naftnih šokov v prihodnjih dveh letih ustalila blizu te ravni. Ob postopnem umirjanju visokih stopenj rasti izvoza in uvoza se bo tekoči račun plačilne bilance zaradi neugodnih pogojev menjave ter negativnih gibanj v računu odhodkov poslabšal na okoli 2,5% BDP.

V prvem delu tega poglavja so predstavljena predvidena gibanja izbranih dejavnikov iz mednarodnega okolja. Sledi opis projekcij gospodarske aktivnosti, zaposlenosti in plač. Tretji del prikazuje gibanje domačega povpraševanja po posameznih elementih trošenja. Zunanje ravnovesje in pogoji financiranja so analizirani v četrtem in petem delu. V zadnjem delu predstavljamo napovedi gibanja cen. Povzetek napovedi in primerjava z ocenami iz maja 2006 sta prikazana v Tabeli 4.9 ob koncu tega poglavja.

4.1 Mednarodno okolje

Krepitev domačega povpraševanja v tujini bo prispevala k solidni rasti v Sloveniji, poleg ponudbenih pa se povečujejo tudi dejavniki tveganja na strani povpraševanja

Gospodarska rast v najpomembnejših trgovinskih partnericah Slovenije bo letos višja kot lani. K temu poleg še naprej ugodnega prispevka menjave s tujino prispeva tudi okrevanje domačega povpraševanja v državah evroobmočja. Le-to je bilo v zadnjih nekaj letih precej skromno tako zaradi upočasnjene investicijske aktivnosti, kot zaradi šibkega trošenja gospodinjstev, v prihodnje – in še posebej letos – pa naj bi se ob povečani investicijski porabi pričelo tudi večanje trošenja gospodinjstev. Zaradi močnejšega domačega povpraševanja in s tem povezanih inflacijskih pritiskov se pričakuje nadaljevanje zaostrovanja denarne politike v evroobmočju. Vsaj v letošnjem letu bodo zaradi hitre rasti cen surovin relativno močni tudi censki pritiski s ponudbene strani v tujini. Ponudbeni dejavniki bodo tako v prihodnje ostali najpomembnejši dejavnik tveganja, ki bi lahko povzročil občutnejše inflacijske pritiske iz tujine, hkrati pa se bo povečala vloga dejavnikov tveganja na strani povpraševanja.

Tabela 4.1: Predpostavke mednarodnega okolja

					2006 Napovedi		2007 Napovedi		2008 Napovedi	
	2002	2003	2004	2005	okt	Δ	okt	Δ	okt	Δ
	letne stopnje rasti v %									
Tuje povpraševanje*	1,9	3,7	5,3	4,7	**7,0**	**1,0**	**6,5**	**0,5**	**6,0**	**0,0**
USD/EUR	0,94	1,13	1,24	1,25	**1,25**	**0,0**	**1,27**	**0,1**	**1,27**	**0,1**
Nafta (USD/sodček)	25	29	38	54	**67**	**2,0**	**70**	**5,0**	**70**	**5,0**
Primarne surovine	4,6	11,3	16,0	6,0	**25,0**	**10,0**	**10,0**	**7,0**	**5,0**	**2,0**
Inflacija v EMU	2,2	2,1	2,1	2,2	**2,3**	**0,1**	**2,4**	**0,2**	**2,0**	**0,0**
PPI Nemčija	-0,6	1,7	1,6	4,6	**5,4**	**2,5**	**2,7**	**1,0**	**1,7**	**0,0**
EURIBOR 3m (%)	3,3	2,3	2,3	2,3	**3,5**	**0,5**	**4,3**	**0,8**	**4,5**	**1,0**

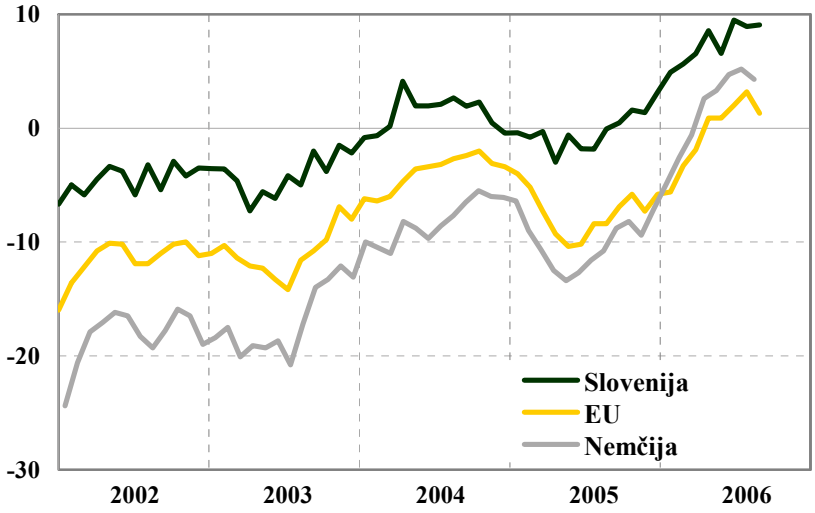
* Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.
Vir: Eurostat, Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook, IMF World Economic Outlook

[8] Napovedi so bile narejene na podlagi podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 15. septembra 2006. Projekcija makroekonomskih dejavnikov, predstavljena v tem poglavju, temelji 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 gibanje tečaja tolarja, trošenje in investiranje javnega sektorja, plače v javnem sektorju, gibanje nadzorovanih cen ter nekatere druge spremenljivke fiskalne narave.

Povpraševanje v tujini poganjata tako investicijsko kot končno trošenje

Povpraševanje iz tujine se je po začasnemu zastoju ob koncu lanskega leta začelo povečevati že v prvi, še bolj občutno pa naj bi se povečalo v drugi polovici letošnjega leta. Napovedi Consensusa o gospodarski rasti v Nemčiji v 2006 so se tako v zadnjih šestih mesecih zvišale kar za 0,5 odstotne točke, nekoliko manj občutno pa je tudi povečanje napovedi glede rasti v 2007. Na povečano gospodarsko aktivnost v tujini kažejo poleg visoke rasti BDP tudi kazalci zaupanja v pomembnejših zunanjetrgovinskih partnericah ter podatki o rasti industrijske proizvodnje, investicijski dejavnosti in prodaji v trgovini na drobno. Slednjo letos podpira predvsem predvideno povečanje stopnje DDV v Nemčiji v začetku naslednjega leta. Še bolj občutno se je povečala investicijska dejavnost v evroobmočju, do česar je prišlo zaradi močno povečanih dobičkov podjetij ter vztrajanja ugodnih konjunkturnih signalov iz tujine. K visokim dobičkom so pomembno prispevale zaostrene razmere na trgu dela v zadnjih nekaj letih, ki so hkrati omejevale okrevanje trošenja gospodinjstev. Dokaj omejena rast plač v preteklosti je predvsem v Nemčiji občutno izboljšala konkurenčnost in bo še naprej pomembno prispevala k visoki rasti izvoza. Ugodno izvozno dinamiko evroobmočja naj bi vsaj še letos vzdrževala dokaj solidna aktivnost svetovnega gospodarstva. Kljub trenutno ugodnim kazalcem pa bo tako v letu 2007 kot v 2008 zaradi vztrajanja visokih cen nafte, zaostrovanja pogojev financiranja, zvišanja davkov ter počasnejše rasti v ZDA prišlo do postopnega ohlajanja trenutno visoke konjunkture v evroobmočju. Medtem bo povpraševanje iz držav vzhodne in jugovzhodne Evrope tudi v prihodnje ostalo na relativno visoki ravni, čeprav rast ne bo tako visoka kot letos, predvsem zaradi umiritve trenutno visokega investicijskega trošenja na Hrvaškem. Z visokimi rastmi povpraševanja bo izstopala Rusija, kjer bosta tako investicijsko povpraševanje kot poraba gospodinjstev ob vztrajanju visokih cen nafte ostala precej močna.

Slika 4.1: Poslovne tendence v tujini in v Sloveniji



Vir: SURS, Eurostat, preračun ARC.

Vrednost evra v letu 2006 do dolarja v vzponu

Naraščanje vrednosti evra do dolarja zaradi izboljševanja razmer v evropskem gospodarstvu, pričakovanj o zaključku zviševanja obrestnih mer v ZDA ter o postopnem povečevanju obrestnih mer v evroobmočju in posledičnemu zmanjševanju razlike med obrestnimi merami v ZDA in v evroobmočju je postalo posebej očitno od drugega četrtletja 2006 naprej. Na podlagi pričakovanj o spreminjanju obrestnih mer v ZDA in evroobmočju se bo trend zmerne apreciacije evra verjetno še nadaljeval. V naših napovedih smo za celotno obdobje projekcij uporabili tehnično predpostavko konstantnega razmerja v višini 1,27 USD/EUR, kar ustreza dejanskemu tečaju v povprečju zadnjih treh mesecev, in je zelo blizu napovedim tujih institucij.

Cene nafte ostajajo na visokih ravneh…

Rast cen nafte naj bi se v prihodnje umirila, a naj bi ostale na visoki ravni. Po kratkem premoru ob koncu lanskega leta so cene nafte v letošnjem letu pretežno naraščale, občutneje so se umirjale le septembra. Visoko raven cen nafte na eni

strani spodbuja visoka poraba, ki naj bi se po 1,2% rasti v 2005 predvsem zaradi vztrajanja povpraševanja iz Kitajske in ostalih hitro rastočih azijskih gospodarstev v 2006 povečala za 1,4%, v letu 2007 pa za 1,5%. Na ponudbeni strani so poglavitni dejavniki, ki še naprej vplivajo na vztrajanje visokih cen nafte nizka raven presežnih proizvodnih zmogljivosti in zmogljivosti za predelavo nafte ter zaostrene politične in geopolitične razmere v nekaterih največjih proizvajalkah nafte oziroma v njihovi soseščini. Večina analitikov tako pričakuje ohranjanje cen nafte na visokih ravneh, sklenjene terminske pogodbe pa kažejo na gibanje cen nafte na ravneh okoli 70 USD/sod. Takšna predpostavka pomeni zvišanje predpostavke o ceni nafte iz predhodnih napovedi.

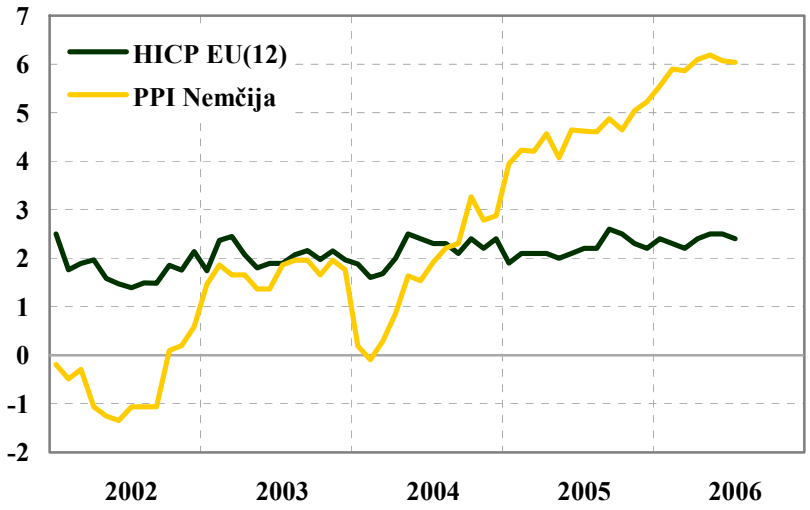
…enako kot cene ostalih primarnih surovin, …

Cene primarnih surovin tudi letos rastejo izredno hitro, k čemur so prispevale vse komponente, še posebej pa izstopa hitra rast cen kovin. Hitra rast na eni strani odraža nadaljevanje visokega povpraševanja iz Kitajske in držav JV Azije, kot tudi povečevanja povpraševanja iz razvitih držav, na drugi strani pa izkazuje prilagajanja pogodbenih cen nekaterih surovin, npr. jekla, s katerimi se ne trguje neposredno na trgu. Dosežena raven cen v letu 2006 je tako močno presegla rekordne ravni iz konca osemdesetih let prejšnjega stoletja. Pri tem tekoče stopnje rasti dolarskih cen vseh komponent košarice cen primarnih surovin presegajo 0.7% na mesec, najhitreje pa rastejo cene kovin, več kot 5.5% na mesec, in najpočasneje cene hrane, 0,7% na mesec. Prav zaradi izredno visoke tekoče dinamike, ki še ne kaže znakov umirjanja, je predpostavka o gibanju cen primarnih surovin glede na predhodne napovedi že drugič zapored občutno popravljena navzgor.

…ter tako bistveno prispevajo k višjim cenam v tujini, pojavljati pa so se pričeli tudi prvi znaki prenosa cen energentov v druge cene

Predpostavka o gibanju inflacije v evroobmočju, ki v letih 2006 in 2007 presega ciljno vrednost ECB, je predvsem posledica visoke rasti cen energentov, zviševanja posrednih davkov ter tudi okrevanja domačega povpraševanja. Potem, ko se je osnovna inflacija v evroobmočju ob koncu leta 2005 spustila pod 1,5%, se je inflacija brez upoštevanja cen energentov in nepredelane hrane v 2006 ustalila na ravni 1,5% Rahlo zvišanje predpostavke o inflaciji v evroobmočju glede na predhodne projekcije je predvsem posledica višjih cen nafte. Tudi na rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v Nemčiji v zadnjem času močno vpliva hitra rast cen energentov ter ostalih primarnih surovin. Cene v ostalih sektorjih sicer rastejo precej počasneje, čeprav se že pojavljajo znaki, da prihaja ob močnejšem domačem povpraševanju do delnega prenosa visokih cen energije v cene ostalih industrijskih proizvodov. Kljub temu se predvsem zaradi pričakovanega umirjanja cen energentov ter zaradi umirjanja svetovne gopsodarske rasti pričakuje postopno umirjanje skupnih cen proizvajalcev.

Slika 4.2: HICP v evroobmočju in PPI v Nemčiji



Vir: Eurostat.

Zaostrovanje denarne politike v evroobmočju

ECB od decembra 2005 postopno zvišuje obrestne mere na svoje glavne instrumente. Uporabljena predpostavka o gibanju obrestnih mer temelji na tržnih pričakovanjih o nadaljevanju postopnega zviševanja obrestnih mer v evroobmočju. V obdobju projekcij se tako pričakuje nadaljevanje postopnega višanja obrestnih mer, kar je v skladu z inflacijskimi pritiski, ki izhajajo iz ponovne rasti domačega povpraševanja, dokaj visoke rasti posojil ter ostalih tveganj, ki so povezana zlasti z možnim prenosom visokih cen energentov v ostale cene.

4.2 Aktivnost, zaposlenost in plače

Vztrajanje gospodarske rasti na ravni nad 4%

Napoved gospodarske rasti za letos je popravljena navzgor na 4,5%, medtem ko ostaja za leti 2007 in 2008 nespremenjena oziroma na ravni okoli 4%. Rast BDP bo tako v celotnem obdobju projekcij višja od ocenjene rasti dolgoročnega trenda, ki znaša nekaj manj kot 4%. Takšna rast bo še naprej omogočala proces realne konvergence k razvitejšim državam EU, saj bo gospodarska rast v primerjavi s povprečno gospodarsko rastjo v EU hitrejša, hkrati pa bo višja rast od ocenjene potencialne rasti dodatno odprla pozitivno proizvodno vrzel.

Tabela 4.2: Aktivnost, zaposlenost in plače

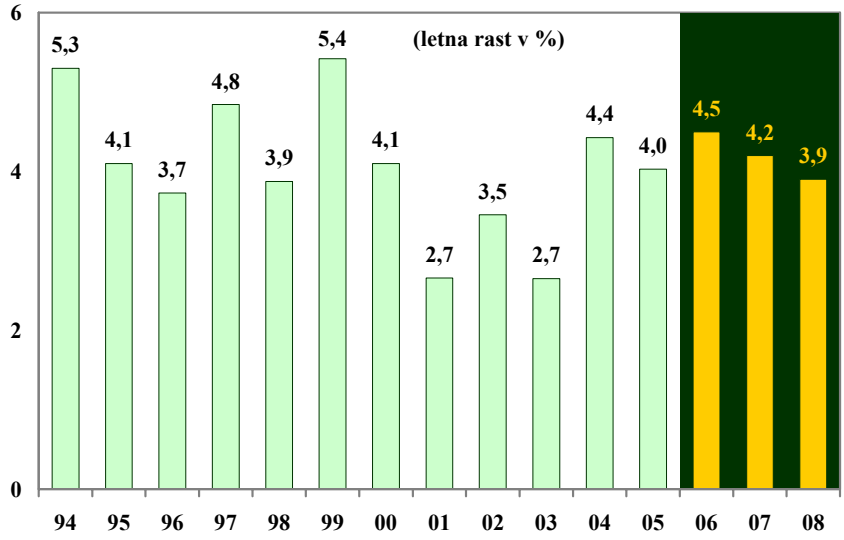
					2006 Napovedi		2007 Napovedi		2008 Napovedi	
	2002	2003	2004	2005	okt	Δ	okt	Δ	okt	Δ
	realne stopnje rasti v %									
Realni BDP	3.5	2.7	4.4	4.0	4.5	0.3	4.2	0.0	3.9	0.0
Zaposlenost	1.5	-0.4	0.5	0.3	0.9	0.5	0.6	0.3	0.5	0.2
Neto plače	2.1	1.8	0.8	3.6	2.5	-0.4	4.0	1.1	2.9	0.3
Bruto plače	2.1	1.9	1.0	2.2	2.5	-0.4	2.6	-0.3	2.9	0.3
Produktivnost	2.0	3.1	3.9	3.7	3.5	-0.4	3.6	-0.3	3.4	-0.2

Vir: ARC.

Ugodna gibanja zaposlenosti se bodo nadaljevala

Ob dokaj ugodni konjunkturi bi se ohranila visoka dinamika zaposlovanja iz prve polovice 2006. Nadaljevanje pozitivne dinamike zaposlovanja bo predvsem rezultat zaposlovanja v javnem sektorju, medtem ko naj bi bila gibanja v zasebnem sektorju nekoliko manj ugodna. Relativno visoka dinamika gospodarske

Slika 4.3: Projekcije BDP



Vir: ARC.

aktivnosti se v letu 2006 bolj pozitivno odraža v dogajanjih na trgu dela, čeprav so podatki ob koncu lanskega leta in v začetku letošnjega leta kazali na zastoj, zaposlenost pa se je v povprečju lanskega leta povečala le za 0,3%. Tako se je ob ugodni konjunkturi povečevala brezposelnost, kar bi lahko nakazovalo na povečevanje strukturne brezposelnosti, zaradi težav z neustrezno usposobljenostjo iskalcev dela. Kljub temu je ob ugodni konjunkturi in zmerni rasti stroškov dela moč pričakovati rast zaposlenosti tudi v zasebnem sektorju. Pri tem bo hitrejšo rast zaposlovanja v zasebnem sektorju ob strukturnih premikih v gospodarstvu preprečevalo predvsem krčenje zaposlenosti v tradicionalno industrijskih delovno intenzivnih panogah.

Pričakovana vzdržna rast plač…

Po hitri rasti neto plač v letu 2005 je letos njihova dinamika bolj umirjena in izenačena z rastjo bruto plač. Najverjetneje bo zaradi davčnih sprememb na področju dohodnine v letu 2007 ponovno prišlo do bistvenega odstopanja med rastjo bruto in neto plač, pri čemer bodo slednje rasle za skoraj 1,5 odstotne točke hitreje od bruto plač. Ob tem bodo ostale komponente stroškov dela rasle podobno kot bruto plače, pri čemer se bo zaradi njegovega postopnega zmanjševanja in dokončne odprave z letom 2009 krčil prispevek davka na izplačane plače. Medtem, ko socialni sporazum za obdobje 2006-2009 še ni sprejet, pa so se socialni partnerji strinjali z enim od njegovih temeljnih izhodišč, namreč, da mora realna rast plač tudi v prihodnje zaostajati za rastjo produktivnosti. Na podlagi tega sta bili junija določeni uskladitvi plač v javnem in v zasebnem sektorju za naslednja leta.

Okvir 4.1: Nov dogovor o usklajevanju plač

Delodajalci in sindikati so ob izteku dogovora o usklajevanju plač, ki je veljal za obdobje 2003-2005 oziroma do 30.6. 2006, konec junija podpisali nova dogovora o usklajevanju plač v zasebnem sektorju za obdobje 2006-2007 in v javnem sektorju za obdobje 2006-2009. V obeh primerih je maksimalna rast plač določena z izhodiščem socialnega sporazuma, po katerem morajo plače zaostajati za rastjo produktivnosti.

Dogovor o uskladitvi plač v zasebnem sektorju določa, da se bodo plače letos in v naslednjem letu uskladile za 2,0%, pri čemer je mogoče dodatno usklajevanje če bo inflacija v katerem od obeh let presegla 2,3%. V tem primeru se bodo plače dodatno uskladile za razliko med dejansko inflacijo in 2,3%.

V javnem sektorju znaša predvidena skupna uskladitev plač v letu 2007 2,56 odstotka, v letu 2008 3,13 odstotka in v letu 2009 3,75 odstotka. Tudi tu je v dogovor vključena tudi varovalka, da se v primeru, ko bo dejanska inflacija na letni ravni višja od napovedane, plače s 1. januarjem dodatno uskladijo za razliko. Dosežen je bil tudi dogovor, da se rast v višini inflacije razporedi tako, da bo v prihodnjem letu 62 odstotkov namenjenih za splošno rast plač in 38 odstotkov za odpravo nesorazmerij plač v javnem sektorju, v naslednjih dveh letih pa za vsakega od omenjenih namenov 50 odstotkov.

… je povezana z nekaj tveganji

Po nizki rasti povprečnih realnih plač v javnem sektorju za 0,9% v letu 2005, lahko na podlagi proračunskih dokumentov za naslednja leta pričakujemo porast realnih plač. V letu 2006 naj bi se plače v javnem sektorju realno povečale za 1,2%, v letu 2007 pa za 2,0%. Rast plač v zasebnem sektorju bo v naslednjih letih ob ugodni konjunkturi prehitevala rast plač v javnem sektorju za 1,0 - 1,5 odstotne točke. Ob takšnih ocenah bo gibanje celotnih stroškov dela v prihodnjih letih v skladu s pričakovanim gibanjem produktivnosti in zato ne bo povzročalo inflacijskih pritiskov stroškovne narave. V nasprotnem primeru bi se lahko prehitra rast elementa, ki predstavlja večino stroškov v podjetjih, odrazila v inflacijskih pritiskih, slabšanju konkurenčnosti ter v upočasnjenem zaposlovanju.

4.3 Komponente trošenja

Prevladujoč prispevek domačega povpraševanja ob pozitivnem prispevku menjave s tujino

Prispevek domačega povpraševanja h gospodarski rasti se bo v obdobju projekcij povečal, medtem ko se bo prispevek menjave s tujino k rasti BDP glede na prispevek iz leta 2005 zmanjšal, a bo ostal pozitiven. Povečanje prispevka domače porabe je v največji meri posledica povečanega investicijskega trošenja po zmanjšanju obsega celotnih investicij v 2005.

Tabela 4.3: Komponente trošenja

					2006 Napovedi		2007 Napovedi		2008 Napovedi	
	2002	2003	2004	2005	okt	Δ	okt	Δ	okt	Δ
	realne stopnje rasti v %									
Domače povpraševanje	2.4	4.7	4.9	2.0	**4.5**	**0.8**	**4.2**	**0.3**	**3.6**	**0.1**
Zasebna potrošnja	1.4	3.5	2.6	3.5	**3.5**	**0.3**	**3.4**	**0.3**	**3.1**	**0.0**
Potrošnja države	3.2	1.6	3.4	2.2	**3.7**	**1.0**	**2.8**	**0.0**	**2.8**	**0.1**
Bruto investicije	4.0	10.1	11.4	-1.1	**6.5**	**1.1**	**6.2**	**0.2**	**5.1**	**0.2**

Vir: ARC.

Tveganje za napoved gospodarske rasti predvsem na strani izvoza

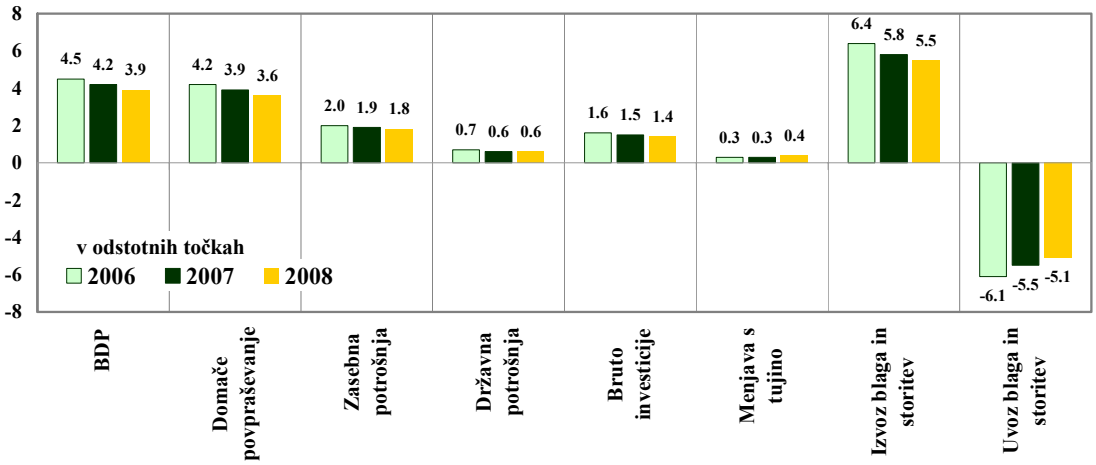
Domače povpraševanje bo poglavitni dejavnik gospodarskega cikla v celotnem obdobju projekcij. K povečani vlogi domačega povpraševanja bo v letu 2006 glede na leto 2005 največ, nekaj nad 70%, prispevala hitra rast investicij, k preostanku povečanega prispevka domačega trošenja h gospodarski rasti glede na pretekla leta pa bosta enakomerno prispevala trošenje gospodinjstev in poraba države. Pri tem se bo v letu 2006 prispevek menjave s tujino zmanjšal tako zaradi nekoliko upočasnjene rasti izvoza, kot zaradi povečane rasti uvoznega povpraševanja, ki je skladno s povečanjem domače porabe. Ohlajanje izvozne dinamike je ob pričakovanem povečanju tujega povpraševanja v največji meri posledica pričakovanj o ustaljeni rasti izvoza avtomobilske industrije, ki je bila glavna gonilna sila visoke rasti izvoza blaga v letu 2005. V povprečju let 2007-2008 bo domače povpraševanje h gospodarski rasti še naprej prispevalo večinski, po ocenah okoli 90% delež, prispevek menjave s tujino pa bo ostal pozitiven. Nižjo gospodarsko rast v Sloveniji od trenutno pričakovane bi lahko v obdobju projekcij povzročil predvsem dodaten odlog v pospeševanju gospodarske aktivnosti v najpomembnejših trgovinskih partnericah ter močnejši upad izvozne aktivnosti avtomobilske industrije.

Trošenje gospodinjstev na visoki, a vzdržni ravni, ter povezano s precej tveganji

Trošenje gospodinjstev bo v prihodnje ostalo na visoki ravni, a bo z zaostajanjem za rastjo BDP ostalo vzdržno in ne bo povečevalo inflacijskih pritiskov. Prispevek porabe gospodinjstev h gospodarski aktivnosti se bo v primerjavi s prispevkom iz 2005 le malenkostno povečal. K vztrajanju dokaj visoke in hkrati vzdržne porabe gospodinjstev bodo prispevali predvsem relativno visok razpoložljivi dohodek, ki ga bodo po pričakovanjih omejevali sporazum o politiki plač ter relativno ugodni pogoji financiranja, ki pa se bodo od leta 2007 naprej po pričakovanjih nekoliko zaostrili. Predvsem v letu 2007 bosta k vztrajanju porabe gospodinjstev na visoki ravni vplivala predvidena odprava prehodnega obdobja, v katerem je bila dovoljena uporaba nižje stopnje DDV za stanovanja, ter davčna reforma na področju dohodnine, ki bo zvišala neto plače in s tem razpoložljivi dohodek. Na drugi strani bodo nekatere pričakovane spremembe na davčnem področju ter zaostrovanje denarne politike v evroobmočju in posledično zviševanje obrestnih mer preprečevale presežno trošenje prebivalstva. Prebivalstvo bodo k dolgoročnejšim oblikam varčevanja še naprej spodbujale že uvedene institucionalne spremembe na področju pokojninskega zavarovanja. Med dejavniki, ki najpomembneje vplivajo na trošenje gospodinjstev, predstavlja največje tveganje še nedefiniran sklop reform na davčnem področju na eni strani ter rast cen, ki bi spodbudila dodatna usklajevanja plač, ob morebitno zatečeni visoki rasti plač, ki

bi jo omogočila ugodna konjunktura. Ker je rast pokojnin od sredine leta 2005 postala vezana na bruto plače, je tveganje za realizacijo napovedi trošenja gospodinjstev tudi razpoložljivi dohodek iz naslova pokojnin. Kakršnekoli spremembe na področju posrednega obdavčevanja oziroma predvsem spremembe obstoječih stopenj davka na dodano vrednost bi spremenila predpostavke, na podlagi katerih smo določili dinamiko trošenja gospodinjstev. V tem primeru bi se verjetno sprožil proces medčasovne zamenjave trošenja, podobno kot leta 1999, ter hitro povečanje trošenja gospodinjstev v letu pred spremembo stopenj DDV, v letu spremembe DDV pa bi se rast porabe gospodinjstev zelo upočasnila.

Slika 4.4: Projekcija prispevkov komponent trošenja



Vir: ARC.

…investicijska aktivnost bo močna;…

Dinamika investicijske dejavnosti se je pospešila že ob koncu lanskega in še občutneje v začetku letošnjega leta. Pri tem sta najhitreje rastoči komponenti investicij v osnovna sredstva stanovanjska gradnja in investicije v transportno opremo. Vztrajanje visoke dinamike investicij v stanovanjsko gradnjo v letu 2006, ki se bo predvidoma nadaljevalo tudi v 2007, je posledica povečane gradnje stanovanj pred predvidenim prenehanjem prehodnega obdobja uporabe nižje stopnje DDV, ki se izteče ob koncu 2007. V prehodnem obdobju je Slovenija lahko uporabljala nižjo stopnjo DDV pri gradnji in popravilih stanovanj ter drugih objektov, namenjenih za trajno bivanje. Na drugi strani je bila hitra rast investicij v transportno opremo v prvi polovici leta vsaj deloma pogojena z dejavniki enkratne narave oziroma medčasovno menjavo zaradi manj ugodnih censkih pogojev nakupa določenih vrst transportne opreme od 1.1.2007 naprej. Tako bodo v prihodnje, ob nekoliko povečanih investicijah v stroje in opremo zaradi ugodne konjunkture ter povečani investicijski porabi države za izgradnjo cestne infrastrukture, visoke rasti izkazovale predvsem investicije v stanovanjske zgradbe. Pomemben prispevek k visokim investicijam letos in v naslednjem letu bo imela tudi predvidena investicija v avtomobilsko industrijo, ki hkrati predstavlja pomemben dejavnik tveganja glede gibanja celotnih investicij. Na drugi strani bodo investicijsko porabo omejevali pričakovano zaostrovanje pogojev financiranja, umirjanje konjunkture v tujini ter odprava olajšav za investicije pri obračunu davka na dobiček, ki bo predvidoma stopila v veljavo z začetkom prihodnjega leta.

…poraba države se bo po visoki rasti v 2006 umirila

Prispevek trošenja države h gospodarski rasti bo v celotnem obdobju projekcij z izjemo leta 2006, ostal na zelo podobni ravni kot v nekaj predhodnih letih. Pri tem velja opozoriti na povečano porabo države v letošnjem letu, ki je posledica visokih izdatkov za kolektivno porabo – ti so v prvi polovici leta realno porasli za 4,2%. Ocenjujemo, da bodo letos najhitreje rasli izdatki države za blago in

storitve, njihova rast pa naj bi se v prihodnjih dveh letih umirila. Zato smo predpostavko o porabi države za letos občutno popravili navzgor, razlika glede na predpostavko iz predhodnih napovedi pa znaša kar eno odstotno točko, v naslednjih dveh letih pa je predpostavka glede na predhodne napovedi nespremenjena. Tako pričakujemo, da se bo v prihodnjih dveh letih rast porabe države ustalila na ravni nekaj pod 3,0%.

4.4 Plačilna bilanca

Dokaj velika odstopanja tokratnih projekcij glede na predhodne

Ocenjeni primanjkljaj tekočega računa se bo v prihodnjem obdobju povečal za nekaj več kot pol odstotne točke iz ravni 2% BDP v letu 2005. Do povečanja primanjkljaja v primerjavi s prejšnjimi napovedmi pride kljub višji ocenjeni rasti izvoza zaradi hkrati zvišane ocene o rasti uvoza, predvsem pa spremenjene metodologije in negativnih gibanj v računu dohodkov. Dinamika rasti izvoza in uvoza je tako v letu 2006 kot v letu 2007 popravljena navzgor, pri čemer znaša popravek v 2007 približno polovico popravka v letošnjem letu. Vzroka za odstopanje v napovedih sta na strani povečane rasti izvoza hitrejše tujega povpraševanja ter na strani uvoza tudi hitrejša rast domače porabe v letih 2006 in 2007.

Tabela 4.4: Tekoči račun plačilne bilance

					2006 Napovedi		2007 Napovedi		2008 Napovedi	
	2002	2003	2004	2005	okt	Δ	okt	Δ	okt	Δ
	realne stopnje rasti v %									
Izvoz blaga in storitev	6.7	3.1	12.5	10.5	**8.9**	**1.5**	**7.8**	**0.7**	**7.2**	**0.0**
Uvoz blaga in storitev	4.8	6.7	13.4	7.0	**8.5**	**1.8**	**7.5**	**0.9**	**6.7**	**0.0**
Tekoči račun: v mio EUR	247.21	-195.7	-719.7	-547.5	**-770**	**-190.0**	**-850**	**-150**	**-810**	**-250.0**
v % BDP	1.0417	-0.785	-2.746	-2.001	**-2.6**	**-0.6**	**-2.7**	**-0.4**	**-2.4**	**-0.7**
Pogoji menjave	0.5	1.3	-1.0	-2.7	**-1.0**	**0.6**	**-0.5**	**-0.4**	**-0.1**	**-0.5**

Opomba: Upoštevani so podatki na podlagi revizije nekaterih postavk plačilne bilance iz septembra 2006.
Vir: ARC.

Primanjkljaj tekočega računa okoli 2,5% BDP zaradi metodoloških sprememb…

Ocenjeni primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance se bo iz 547 mio EUR v letu 2005 poslabšal v letih 2006 in 2007 na 770 mio EUR oziroma na 850 mio EUR. To poslabšanje skoraj v celoti izhaja iz sprememb v metodologiji spremljanja nekaterih postavk plačilne bilance ter neugodnih gibanj v računu dohodkov od kapitala.

Manjši delež k povečanju ocenjenega primanjkljaja bo prispevalo tudi zvišanje domače porabe in s tem povezanega večjega uvoza. V letu 2008 se bo ocenjeni primanjkljaj tekočega računa, kljub dodatnemu poslabšanju salda dohodkov od kapitala, ob izboljšanju salda blaga in storitev, izboljšal na raven okoli 800 mio EUR.

…neugodnih gibanj pogojev menjave…

V letu 2006 se zaradi hitre rasti cen primarnih surovin predvideva nadaljevanje neugodnega gibanja pogojev menjave, v nadaljnjih dveh letih pa se z umiritvijo cen primarnih surovin pričakuje bolj nevtralen prispevek pogojev menjave k saldu tekočega računa. Pri tem se bodo pogoji menjave kljub neugodnim cenam surovin glede na predhodne projekcije izboljšali za 0,6 odstotne točke. Takšen popravek je posledica izboljšanih pogojev menjave v prvi polovici 2006, ko so se merjeno z deflatorjem iz nacionalnih računov uvozne cene povečale za 4,9%, v povprečju lanskega leta pa za 5,7%. Na drugi strani se je rast enako merjenih

Okvir 4.2: Revizija plačilne bilance

Septembra je bila izvedena obsežna revizija plačilne bilance za obdobje 2002-2005. Ob reviziji se je saldo tekočega računa občutno poslabšal, najbolj v letu 2005, ko se je primanjkljaj povečal skoraj za 250 mio EUR.

Revizija plačilne bilance se je izvedla v skladu s priporočili Evropske centralne banke. Podatki se lahko praviloma spremenijo za največ dve leti pred revidiranim letom, v primeru večjih metodoloških sprememb pa je lahko obdobje revidiranja tudi daljše. Zaradi poročevalskih zahtev ECB in postopnega vključevanja direktnega poročanja (EC 2506/2001) je bilo predmet zadnje revizije obdobje od leta 2002.

Podatki plačilne bilance se ob revidiranju preteklih izkazovanj praviloma spremenijo zaradi metodoloških sprememb oziroma dopolnitev metodologije ter zaradi običajnega osveževanja virov.

Metodološke spremembe, ki so prispevale k največjim spremembam salda tekočega računa, se nanašajo na zasebne transfere (pokojnine), kjer je za pokojnine, ki jih Republika Slovenija nakazuje nerezidentom, zamenjan vir podatkov (prejšnji vir je te pokojnine podcenjeval). Tudi pri dohodkih od dela je prišlo do zamenjave vira podatkov, hkrati pa so se dohodki pričeli prikazovati v bruto zneskih, davki in prispevki od teh dohodkov pa se po novem prikazujejo v postavki transferi kot vračilo tega dela dohodkov. Po novem viru se bruto dohodki od dela ne razlikujejo bistveno od prejšnjih neto dohodkov (oziroma so bili prej precenjeni), vendar sedaj transferi davkov in prispevkov od teh dohodkov bremenijo odhodkovno stran transferov, oziroma posledično celotni tekoči račun.

V finančnem računu plačilne bilance je dopolnjena metodologija pri postavki prebivalstvo, ki po novem vključuje tudi spremembe na računih prebivalstva v tujih bankah (upoštevane države članice BIS-a). Zaradi te spremembe, in ob na novo ocenjenih dohodkih od dela v gotovini, se je ta postavka spremenila v vseh letih, še posebej opazno v letu 2005.

Računi prebivalstva pri bankah v tujini so priključeni (z obratnim znakom kot pri prebivalstvu) tudi postavki "računi v tujini", kjer so bili doslej zajeti le pravni subjekti.

Portfeljske naložbe se od leta 2004 dalje zajemajo iz novega vira, kar je ob boljšem pokritju teh transakcij dvignilo portfeljske naložbe na bistveno višjo raven.

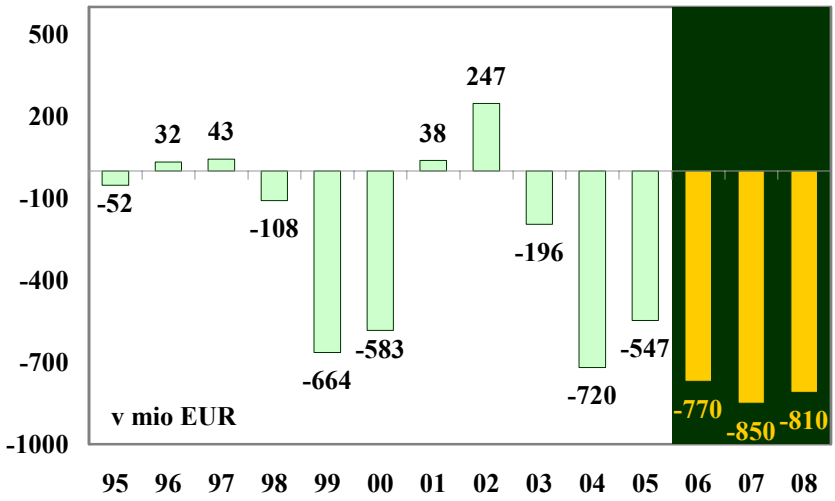
Tabela 1: Spremenjene vrednosti posameznih postavk tekočega računa

	2002	2003	2004	2005
	mio EUR			
Tekoči račun	**-97**	**-115**	**-176**	**-246**
Dohodki	-14	-46	-72	-58
Transferi	-82	-68	-105	-155
Finančni račun	**148**	**57**	**51**	**-314**
Portfeljske naložbe			-62	-400
Prebivalstvo	5	91	126	330
Računi v tujini	84	13	-23	-205

Vir: Finančna statistika BS.
Opomba: Prikazane so razlike med novimi ter zadnjimi veljavnimi podatki posameznih postavk tekočega računa plačilne bilance.

izvoznih cen v primerjavi s povprečjem lanskega leta povečala s 3,5% na 4,4%, razloge pa gre verjetno iskati predvsem v postopnem prenosu visokih cen surovin v cene neenergentov v tujini. Tako bo v letu 2006 rast uvoznih cen prehitevala rast izvoznih cen za odstotno točko in bo prispevala k povečanju primanjkljaja tekočega računa v tem letu ter ohranjanju primanjkljaja na razmeroma visoki ravni v prihodnjih letih. Izključitev neugodnega gibanja pogojev menjave bi znatno izboljšala saldo tekočega računa. Saldo tekočega računa, očiščen neugodnega gibanja pogojev menjave, bi se tako v letu 2006 zmanjšal na okoli 600 mio EUR, v letu 2007 na okoli 560 mio EUR in v letu 2008 na okoli 480 mio EUR. Skupni negativni prispevek pogojev menjave bo tako v prihodnjih letih prispeval k primanjkljaju tekočega računa v razponu med 0,6% BDP in 1,0% BDP.

Slika 4.5: Projekcije tekočega računa



Vir: ARC.

…ki se bodo odrazila v višjem primanjkljaju blagovne menjave

V naslednjih letih naj bi rast blagovnega izvoza presegala rast blagovnega uvoza v višini med 0,2 in 0,5 odstotne točke. Visoke rasti blagovnega izvoza v letih 2004 in 2005, povezane z dokončno odpravo carin ob vključitvi Slovenije v trgovinski prostor EU, ter visoko rastjo izvoza avtomobilske industrije, naj bi se v prihodnje ustalile na ravni nekoliko nad 7%. Te projekcije so podobne predhodnim in so skladne z izboljšanjem gospodarske aktivnosti v najpomembnejših trgovinskih partnericah Slovenije. Rast blagovnega uvoza je povezana tako z rastjo blagovnega izvoza, kakor tudi z rastjo domačega trošenja. V naslednjih letih se ob umirjanju izvozne dinamike in skladno s povečevanjem domačega povpraševanja predvideva višja rast uvoza blaga kot v letu 2005. Glede na predhodne napovedi je rast blagovnega uvoza za 0,7 odstotne točke večja v letu 2006 ter skoraj enaka v letu 2007.

Največja tveganja so pri uresničitvi pogojev menjave

Projekcije salda tekočega računa so odraz trenutnih predpostavk, tveganja pa predstavljajo zlasti spremembe v predpostavkah, na podlagi katerih ocenjujemo rasti izvoza in uvoza blaga in storitev ter pogojev menjave. Pri napovedovanju rasti izvoza in uvoza blaga in storitev se tveganja v največji meri nanašajo na obseg gospodarske aktivnosti v trgovinskih partnericah Slovenije ter na dinamiko rasti domačega povpraševanja. Predpostavljeni pogoji menjave prispevajo precejšen delež k poslabšanju salda tekočega računa v prihodnjem obdobju. Glede na to, da je Slovenija majhna država, sprememba v domačem povpraševanju ne more povzročiti pritiska na cene tujih dobrin, zaradi močne konkurence na domačem trgu pa tudi sprememba v tujem povpraševanju po domačih dobrinah ne more občutneje spremeniti cen domačih dobrin. Zato slovenske pogoje menjave oziroma cene izvoznih in uvoznih dobrin določajo ponudba in povpraševanje ter šoki na svetovnih trgih, pri čemer bodo slednji, kot npr. cene nafte in primarnih surovin, tudi v prihodnje bistveno vplivali na realizacijo projekcij trgovinske bilance ter s tem tudi salda tekočega računa.

Stabilno naraščanje pozitivnega salda storitev ter negativnega salda dohodkov

Saldo storitev bo v vseh naslednjih letih pozitiven. K takšnemu gibanju bodo prispevali zlasti ugodno tuje povpraševanje ter nekoliko višja rast izvoznih cen storitev glede na uvozne cene storitev v letih 2006 in 2007. Saldo dohodkov se bo občutno, za okoli 200 mio EUR, poslabšal v letu 2006, v letih 2007 in 2008 pa bo nato ostal skoraj nespremenjen. K poslabšanju bo poleg naraščajočega obsega plačanih obresti ter naraščajočih izdatkov za dividende in reinvestirane dobičke največ prispevalo enkratno izplačilo zadržanega dobička tujemu investitorju za pretekla tri leta v sredini leta 2006. Porast plačila obresti je predvidena zaradi vse večjega akumuliranega dolga najetih posojil ter vlog iz tujine, pa tudi višjih predvidenih obrestnih mer. Visoki in naraščajoči izdatki za dividende ter reinvestirane dobičke so na eni strani po obsegu odraz realiziranih tujih neposre-

dnih naložb v Sloveniji v preteklosti, glede dinamike pa odraz predvidenih naraščajočih tujih neposrednih naložb v Sloveniji v prihodnosti. K zmanjšanju primanjkljaja salda dohodkov bodo v prihodnjem obdobju vplivali naraščajoči dohodki od naložb v tuje dolžniške vrednostne papirje, ki naj bi bistveno presegli izdatke od tujih naložb v domače dolžniške vrednostne papirje. Saldo dohodkov od dela bo zaradi višjih stopenj rasti prejemkov v primerjavi z izdatki za delo v prihodnjem obdobju ostal pozitiven in se bo celo rahlo izboljšal.

Pričakovan je negativen saldo transferjev

Saldo transferjev bo v prihodnjih letih negativen, ob pozitivnem saldu zasebnih transferjev ter negativnem saldu uradnih transferjev. Po vstopu Slovenije v EU so se povečali tako prejemki iz EU proračuna, kakor tudi izdatki v EU proračun. Saldo teh prejemkov in izdatkov bo v prihodnjem obdobju rahlo pozitiven ter bo nekoliko zmanjševal negativni saldo uradnih transferjev.

4.5 Pogoji financiranja

K večanju obsega finančnih transakcij s tujino…

Predpostavke iz projekcij nakazujejo na nadaljnje povečevanje celotnega obsega finančnih transakcij s tujino. K visokem obsegu finančnih tokov bosta tako kot v preteklih letih največ prispevala zadolževanje bank v tujini ter visok obseg izhodnih portfeljskih naložb. Ob tem se bodo z uvedbo evra v letu 2007 spremenile tudi ravni nekaterih najpomembnejših finančnih odtokov oziroma terjatev do tujine. Portfeljske naložbe se bodo zaradi spremenjenega zaobjema deviznih rezerv povečale za tisti del portfeljskih naložb bank v prvovrstne vrednostne papirje nominirane v evrih, ki so doslej spadale med njihove devizne rezerve. Evrske vloge bank in tudi Banke Slovenije na računih v tujini bodo prav tako iz deviznih rezerv pretvorjene v "navadne" terjatve do tujine. Omenjene spremembe, ki še niso dokončno metodološko dorečene, zaenkrat onemogočajo opredelitev agregata neto finančnih tokov iz tujine.

…bo na strani pritokov največji delež prispevalo zadolževanje zasebnega sektorja,…

V letu 2006 bodo neto finančni tokovi iz tujine dosegli 2,7% bruto domačega proizvoda. Visoki letošnji pritoki iz tujine bodo v največji meri izhajali iz zadolževanja zasebnega sektorja. Država se ne bo neposredno zadolževala v tujini, preko njenih vrednostnih papirjev, izdanih v Sloveniji, bo neto priteklo okrog pol milijarde evrov portfeljskih naložb tujcev, ki bodo v veliki meri pomenile reinvestiranje maja lani izplačanih evroobveznic, zaradi razlik v donosnosti tovrstnih papirjev pa tudi nove naložbe.

Tabela 4.5: Finančni tokovi s tujino

					2006 Napovedi		2007 Napovedi		2008 Napovedi	
v % BDP	2002	2003	2004	2005	okt	Δ	okt	Δ	okt	Δ
Neposredne tuje naložbe, neto	6,6	-0,6	0,9	-0,2	**-0,2**	**-0,7**	**1,8**	**-0,1**	**0,0**	**-1,4**
Portfeljske naložbe, neto	-0,5	-0,8	-2,0	-3,8	**-3,1**	**-2,2**	**-5,2**	**-4,2**	**-5,1**	**-4,3**
Posojila, neto	2,5	3,7	5,3	8,2	**7,1**	**1,8**	**8,2**	**2,1**	**8,4**	**2,4**
Zunanji dolg (st. v mio EUR)	11.483	13.259	15.271	19.565	**23.222**	**557**	**27.336**	**1.091**	**31.788**	**1.763**
- delež v % BDP	48,5	53,3	58,4	71,5	**80,1**	**1,6**	**89,6**	**4,6**	**97,5**	**6,5**

Vir: Banka Slovenije, ocene ARC

…predvsem se bodo zadolževale banke,…

Podjetja se bodo tudi v prihodnje financirala predvsem pri domačih bankah, ki bodo vire za domača posojila pretežno zagotavljale v tujini. Pogoji financiranja podjetij pri domačih bankah so od letošnjega leta za devizna posojila praktično enaki kot v tujini, ob raznovrstni in konkurenčni ponudbi načinov obrestovanja. Zato ocenjujemo, da bodo podjetja le v manjši meri neposredno posegala po tujih posojilih. Skupni obseg posojil iz tujine bo, ob nadaljnji hitri letošnji rasti kredi-

tov ter nekoliko počasnejši v prihodnjih dveh letih, dosegal med 2,6 mrd EUR v 2006 in 3,5 mrd EUR v letu 2008.

….predvideni pa so tudi visoki pritoki od neposrednih tujih naložb.

V prihodnjih letih, posebej v letu 2007, se v primeru realizacije vladnih načrtov prodaje državnega premoženja obetajo visoki pritoki od neposrednih tujih naložb v višini 1,2 mrd EUR, ki pa se bodo v naslednjem letu ponovno vrnili na nižjo raven. Bolj stabilno rast bodo imele izhodne neposredne naložbe, ki bodo dosegle do leta 2008 700 mio EUR in se tako ponovno izenačile z neposrednimi naložbami tujcev v Slovenijo.

Na strani odtokov bodo najpomembnejše portfeljske naložbe…

Med finančnimi odtoki bodo prevladovale portfeljske naložbe v tujino, ki bodo na letni ravni dosegle med 1,5 in 2,2 mrd EUR. V naslednjih letih sicer napovedujemo upočasnjevanje njihove rasti, ki je že nakazano v letošnji dinamiki, vendar bo zaradi prej omenjenega širšega zajetja portfeljskih naložb v letu 2007 prišlo do metodološko pogojenega preskoka celotnega agregata na višjo raven. Ob novih pritokih svežega denarja v vzajemne sklade pričakujemo še naprej rast naložb v tujino, delno tudi zaradi nadaljevanja prestrukturiranja njihovih portfeljev. Med ostalimi udeleženci na tem trgu omenimo še zavarovalnice in pokojninske sklade, ki bodo ob naraščajočem obsegu vplačanih sredstev, iskali dodatne možnosti plemenitenja v tujini.

…ter financiranje izvozne dejavnosti

Slovenski izvozniki neposredno ali s posredovanjem domačih bank iz leta v leto večji del izvoza podpirajo s posojili in komercialnimi krediti. Ocenjujemo, da se bo financiranje tujine v tej obliki povečevalo tudi v prihodnjih letih. Ob realni rasti blagovne in storitvene menjave s tujino lahko obseg komercialnih in finančnih kreditov tujini v letu 2008 preseže milijardo evrov.

Nadaljevanje relativno močnega kreditiranja z upadajočo dinamiko…

Domače kreditiranje bo prihodnjem obdobju nekaj večje kot v predhodnih napovedih, še naprej pa velja predpostavka o postopnem umirjanju dinamike. Takšna gibanja so skladna z nekaj višjo ocenjeno gospodarsko aktivnostjo, predvsem v letu 2006. Globina finančnega posredništva, merjena z deležem kreditov privatnemu sektorju glede na BDP, se bo tako v prihodnjem obdobju povečala iz 65% v sredini leta 2006 na okoli 90% konec leta 2008, pri čemer se bo tudi dinamika poglabljanja finančnega posredništva znotraj obdobja napovedi začela nekoliko zmanjševati.

…zaradi kreditiranja privatnega sektorja

V okviru kreditiranja privatnega sektorja se tudi v teh napovedih predvideva zmanjšanje medletne stopnje rasti, tako kreditiranja gospodarstva kot tudi gospodinjstev. Medletna stopnja rasti kreditiranja gospodarstva in gospodinjstev naj bi se tako zmanjšala iz okoli 25% v sredini leta 2006 na pod 20% v letu 2008. Takšen obseg povečanja kreditov je skladen z zgoraj omenjenim povečevanjem globine finančnega posredništva. Glede na predhodne napovedi je predvideno nekaj večje zadolževanje gospodarstva zaradi večje gospodarske in investicijske aktivnosti. Še naprej predvidevamo relativno nizek delež zadolževanja gospodarstva v tujini, ki naj ne bi bistveno presegel 10% skupnega zadolževanja gospodarstva doma in v tujini. Obseg kreditiranja gospodinjstev bo prihodnjih letih zaradi rahlo višje napovedi potrošnje gospodinjstev le nekaj večji kot v prejšnjih napovedi. Zadolžitev države v prihodnjem obdobju odraža potrebo po pokritju predvidenega javnofinančnega primanjkljaja ter je v skladu s predvidenim prestrukturiranjem dolga. Tako se bo tudi v prihodnje povečevalo zadolževanje države na domačem trgu na račun razdolževanja v tujini.

Še naprej bodo prevladovali dolgoročni krediti

Zaradi kreditiranja bank iz tujine in bližajoče se uvedbe evra, bodo med domačimi krediti v letu 2006 še naprej prevladovali devizni krediti, kar je skladno z valutnim usklajevanjem aktivne in pasivne strani bilanc bank. Zaradi relativno močne investicijske dejavnosti in relativno obsežnih stanovanjskih kreditov tudi v prihodnje napovedujemo večje zadolževanje preko dolgoročnih kot kratkoročnih kreditov.

K rasti širokega denarja bo še naprej prispevala predvsem domača kreditna aktivnost

V prihodnjih letih bo k oblikovanju širokega denarja prispevala predvsem domača kreditna aktivnost. Negativen prispevek plačilnobilančnih tokov k rasti širokega denarja se bo v obdobju projekcij postopoma zmanjševal. Glede na predhodne napovedi pa bo zaradi nekaj večjih odlivov v tujino negativen prispevek tokov s tujino k rasti širokega denarja večji, zato bo tudi rast tega denarnega agregata manjša. Zaradi uvedbe evra se bo z vključitvijo dela deviznih vlog v vpogledne vloge v domači valuti raven ožjega denarja bistveno povečala.

Postopno podaljševanje ročnosti vlog

Ročnostna struktura tolarskih vlog se bo v prihodnje najverjetneje podaljševala, saj so se z dokončno določitvijo tečaja konverzije med tolarjem in evrom ter datuma uvedbe evra zmanjšala tveganja glede gibanja tečaja tolarja. Spreminjanje ročnosti strukture tolarskih vlog v korist povečanja deleža kratkoročnih vlog v prvem polletju 2006 je v veliki meri povezano z zmanjševanjem nagiba krivulje obrestnih mer.

4.6 Inflacija

Inflacija ostaja na ravni ocenjenega dolgoročnega ravnotežja

Po zaključenem obdobju trendnega zniževanja inflacije, merjene s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin, se dosežena raven, 2,6% v povprečju devetih mesecev letos, nahaja v območju dolgoročnega ravnotežja, ki ga lahko pričakujemo v gospodarstvu, ki se še nahaja v procesu realne konvergence. Ob upoštevanju eksogenih spremenljivk in predpostavk o ekonomski politiki bo inflacija letos in prihodnje leto ostala na podobni ravni kot v letu 2005, torej blizu 2,5%, medtem ko lahko v letu 2008 pričakujemo rahlo zvišanje povprečne inflacije, na raven okoli 2,7%.

Tabela 4.6: Inflacija

					2006 Napovedi		2007 Napovedi		2008 Napovedi	
	2002	2003	2004	2005	okt	Δ	okt	Δ	okt	Δ
	letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)									
Cene življenjskih potrebščin (HICP)	6,9	5,0	3,5	2,6	**2,6**	**0,7**	**2,6**	**0,3**	**2,8**	**0,1**
Proste cene	6,7	5,3	2,3	1,4	**2,0**	**0,2**	**3,0**	**0,5**	**3,1**	**0,2**
Nadzorovane cene	7,9	3,6	9,5	8,2	**7,6**	**5,1**	**0,8**	**-0,6**	**0,9**	**-0,7**
	povprečne letne stopnje rasti v %									
Cene življenjskih potrebščin (HICP)	7,5	5,7	3,7	2,5	**2,6**	**0,4**	**2,7**	**0,5**	**2,7**	**0,1**
Proste cene	7,6	5,9	3,0	1,1	**1,6**	**0,2**	**2,8**	**0,5**	**3,1**	**0,3**
Nadzorovane cene	6,7	4,6	6,9	9,1	**8,8**	**3,9**	**2,5**	**1,0**	**0,9**	**-0,7**

Vir: ARC.

Popravki rasti cen navzgor so posledica hitrejše rasti nadzorovanih cen od pričakovane

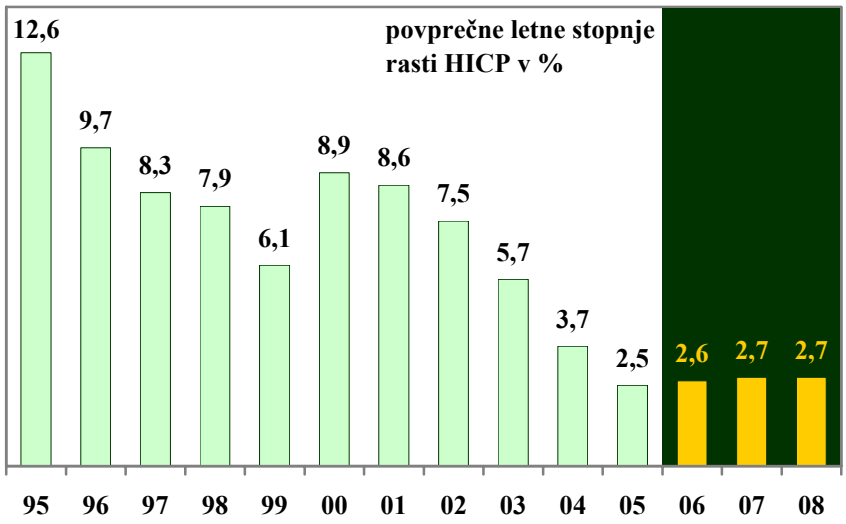
V primerjavi z majskimi napovedmi je popravek ocen o gibanju skupne inflacije navzgor za leto 2006 narejen skoraj izključno na podlagi hitre rasti nadzorovanih cen, ki je bila predvsem posledica visoke rasti cen nafte na svetovnih trgih. Popravek navzgor v letu 2007 deloma odraža prenos cen energentov v proste cene ter prehod prostih cen na dolgoročno bolj ravnotežne ravni po obdobju izredno nizkih rasti prostih cen, ki jih je spodbudil predvsem vstop v EU.

Rast prostih cen se postopoma giblje proti pričakovanemu dolgoročnemu ravnovesju

Projekcije dejavnikov domačega makroekonomskega okolja nakazujejo na postopno povečevanje inflacije prostih cen proti pričakovanemu dolgoročnemu ravnovesju. Rast prostih cen se bo zato po lanskoletni izredno nizki rasti v prihodnje postopoma zviševala. Po naših ocenah bo v povprečju zadnjega četrtletja 2006 medletna rast prostih cen znašala 2,0%, v letu 2007 in 2008 pa bo rast prostih cen višja in bi lahko v zadnjem četrtletju 2007 dosegla 3,0% oziroma 3,1% ob koncu 2008. Ugodna gospodarska aktivnost je v nasprotju s pričakovanji že v prvi polovici leta zaprla negativno proizvodno vrzel, zaradi česar pritiskov na

zniževanje inflacije, ki so bili prisotni v zadnjih letih, ne moremo več pričakovati. Ob pričakovani zmerni rasti bruto plač v celotnem obdobju projekcij ter njihovem zaostajanjem za rastjo produktivnosti se ne bodo pojavljali inflacijski pritiski s strani stroškov dela. Takšna predpostavka o gibanju stroškov dela je še skladna s predpostavko o gibanjih na trgu dela, ki v zadnjem obdobju izkazujejo dokaj ugodno sliko, hkrati pa jo zagotavlja upoštevanje dogovora o usklajevanju plač v zasebnem in v javnem sektorju. Predvsem v letu 2007 bo rast neto plač in s tem razpoložljivega dohodka, zaradi predvidenih sprememb na področju davčne zakonodaje, višja od predhodno pričakovane, zaradi česar bi se lahko ob že sicer visoki ravni domačega trošenja ter dodatni rasti neto plač pojavili pritiski na strani povpraševanja. Glede na projekcije domačih in tujih cenovnih gibanj bo realni efektivni tečaj še naprej uravnotežen in ne bo pomembneje vplival na cene in konkurenčnost. Nekoliko večje kot v predhodnih projekcijah je tudi tveganje glede postopnega prenosa visokih rasti cen energentov v proste cene v okolju relativno močnega domačega povpraševanja.

Slika 4.6: Projekcije inflacije



Vir: ARC.

Umirjanje censkih pritiskov iz tujine šele proti koncu obdobja projekcij

Eksogene predpostavke iz mednarodnega okolja pa ne kažejo na umirjanje censkih pritiskov iz tujine. Ravno nasprotno, rast cen življenjskih potrebščin v evroobmočju naj bi se letos in prihodnje leto še pospešila ter se šele ob koncu tokratnega obdobja projekcij upočasnila na raven 2,0%. Prav tako naj bi se letos nadaljevala tudi hitra rast cen proizvajalcev v Nemčiji, ki je največja trgovinska partnerica Slovenije, pri čemer naj bi poleg cen energentov hitreje rasle tudi druge komponente indeksa cen industrijskih proizvajalcev. Kljub predpostavkam o restriktivnejši denarni politiki v tujini, bi lahko močnejša gospodarska aktivnost v tujini na podlagi domačega povpraševanja, predstavljala pritisk na cene v Sloveniji.

Pričakovana umirjena rast nadzorovanih cen

Napovedana dinamika nadzorovanih cen, ki predpostavlja nespremenjene cene energentov, zaostaja za dinamiko prostih cen. Pri gibanju nadzorovanih cen je predvidena cena nafte na svetovnih trgih nespremenjena, posledično pa tudi cene naftnih derivatov na domačem trgu. Hkrati naj bi se v skladu s sprejetim makroekonomskim okvirjem cene vseh ostalih nadzorovanih cen gibale skladno z gibanjem prostih cen. Tako bo letos rast skupnih nadzorovanih cen še prehitevala rast prostih cen, v letih 2007 in 2008 pa bodo nadzorovane cene zaradi ničelne rasti cen naftnih derivatov v povprečju leta zaostajale za rastjo prostih cen. Bistveno tveganje pri tem tudi v tokratnih projekcijah predstavlja gibanje cen nafte, ki bi lahko ob občutnem odstopanju od naših predpostavk onemogočilo predvideno zniževanje rasti nadzorovanih cen.

Fiskalna politika in politika nadzorovanih cen odločilni pri ohranjanju cenovne stabilnosti

Fiskalna politika in politika nadzorovanih cen bosta v prihodnjih letih prevzeli odločilno vlogo pri ohranjanju cenovne stabilnosti. Prva bo morala z ohranjanjem stabilnih javnih financ zagotavljati vzdržnost tudi ostalih makroekonomskih ravnovesij, ki omogočajo dolgoročno stabilnost inflacijskih pričakovanj. Politika nadzorovanih cen pa bo morala še bolj dosledno uresničevati svoje cilje in preprečevati stroškovno neupravičeno poviševanje cen, ki so pod nadzorom. V primeru nespremenjenih cen nafte na svetovnih trgih, kot sledi iz naših predpostavk, so ocene narejene pod podmeno, da bodo cene naftnih derivatov ostale nespremenjene oziroma, da bo vlada trošarine ohranila nespremenjene. V projekcijah smo upoštevali tudi, da Vlada RS z diskrecijskim spreminjanjem posrednega obdavčevanja, poleg že napovedanega usklajevanja trošarin na tobak, ne bo bistveno prispevala k višanju cen.

Možna so odstopanja posameznih komponent inflacije navzgor in navzdol

Zadnje razpoložljive informacije nakazujejo na možnost odstopanja od projekcij pri posameznih komponentah inflacije. Prvič, precej nižje cene nafte v septembru utegnejo znižati dinamiko nadzorovanih cen glede na napoved. Vlada v tem primeru ni delovala proticiklično, in je trošarine ob občutnem padcu cen nafte na svetovnih trgih le rahlo zvišala. Ob vztrajanju trenutno nizkih cen nafte na svetovnih trgih lahko prispevek nižjih cen naftnih derivatov pomeni znižanje povprečne inflacije v letu 2007 za 0,5 odstotne točke. Nekaj negotovosti je povezano tudi s spremenjenim obdobjem izračuna cen naftnih derivatov, ki se bo v začetku oktobra z 28 dni skrajšalo na 14 dni. Po prvih ocenah bi to lahko povprečno inflacijo v 2007 znižalo še za dodatne 0,1 odstotne točke. Drugo večje tveganje pa je povezano z politiko trošarin, drugačno od predpostavljene. K višji inflaciji v letu 2007 bo po ocenah okoli 0,1 odstotne točke prispevala pospešitev uskladitve trošarin na tobak in tobačne izdelke k stopnjam, ki jih zahtevajo direktive EU, okoli 0,3 odstotne točke pa naj bi po prvih ocenah znašal tudi prispevek predvidenega višanja trošarin na alkohol in naftne derivate ter uvedbe trošarin na elektriko. Oba tipa tveganj se sicer po trenutnih ocenah izničujeta in tako ne spreminjata napovedi skupne rasti cen.

4.7 Primerjava z napovedmi drugih institucij

Primerjava napovedi različnih 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 informacij. To je še posebej očitno v tokratni primerjavi, kjer pri napovedih večine institucij še niso upoštevani podatki o nacionalnih računih za drugo
.

Tabela 4.7: Primerjava napovedi za Slovenijo in razlike glede na predhodne napovedi

	Objava nove/prejšnje napovedi	BDP letna rast v %				Inflacija povprečje leta v %				Tekoči račun delež v BDP v %			
		2006		2007		2006		2007		2006		2007	
		nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ
Banka Slovenije	okt 06 / maj 06	**4,5**	0,3	**4,2**	0,0	**2,6**	0,4	**2,7**	0,5	**-2,6**	-0,6	**-2,7**	-0,4
EIPF	sep 06 / jan 06	**4,7**	0,2	**4,1**	…	**2,5**	0,3	**2,2**	…	**-1,9**	-0,6	**-1,2**	…
UMAR	sep 06/ mar 06	**4,7**	0,5	**4,3**	0,3	**2,7**	0,6	**2,7**	0,6	**-2,4**	-0,7	**-1,6**	-0,3
Mednarodni denarni sklad	sep 06 / apr 06	**4,2**	0,2	**4,0**	0,0	**2,5**	0,1	**2,3**	-0,1	**-2,0**	-1,7	**-2,3**	-2,4
WIIW	jul 06 / feb 06	**4,0**	0,1	**4,0**	0,1	**2,6**	0,2	**2,4**	0,1	**-1,2**	-0,5	**-1,0**	-0,7
Consensus Forecasts	sep 06 / mar 06	**4,4**	0,6	**4,1**	0,1	**2,6**	0,3	**2,3**	0,2	**-0,8**	0,0	**-1,0**	-0,2

Viri: Banka Slovenije, EIPF, IMF World Economic Outlook, Consensus Economic Forecasts, Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (wiiw), UMAR .

četrtletje 2006 ter o reviziji plačilne bilance za obdobje 2002-2005. Poleg tega napovedi temeljijo na različnih predpostavkah, tako glede gibanja eksogenih spremenljivk iz mednarodnega okolja kot glede delovanja ekonomskih politik

…kaže na precejšnjo podobnost…

Glede gospodarske aktivnosti prevladuje mnenje, da se bo rast BDP v letih 2006 in 2007 glede na rast iz leta 2005 ohranila oziroma še nekoliko povečala, pri čemer so bile praviloma napovedi za letošnje leto nekoliko popravljene navzgor. Razpon napovedi salda tekočega računa ostaja podoben kot v prejšnjih krogih napovedi, ko so bile značilne nekoliko večje razlike v napovedih med domačimi in tujimi institucijami. Tokrat je Mednarodni denarni sklad, ki je pri svojih zadnjih napovedih za leto 2007 napovedoval minimalen presežek, precej popravil svoje napovedi za obe leti v smeri večjega primanjkljaja, manjše popravke v enaki smeri pa je naredila tudi večina ostalih institucij.

…tudi glede napovedi inflacije

Pri napovedih inflacije so tudi v tokratni primerjavi odstopanja majhna, saj ocene povprečne letne inflacije za leto 2006 znašajo med 2,5% in 2,7%, za leto 2007 pa med 2,2% in 2,7%, pri čemer so, v primerjavi s prejšnjim krogom napovedi, značilni popravki navzgor.

Tabela 4.8: Izbor glavnih kazalnikov

	2002	2003	2004	2005	2006 Napovedi okt	2006 Napovedi Δ	2007 Napovedi okt	2007 Napovedi Δ	2008 Napovedi okt	2008 Napovedi Δ
Aktivnost, zaposlenost, plače	*realne stopnje rasti v %*									
Realni BDP	3,5	2,7	4,4	4,0	**4,5**	**0,3**	**4,2**	**0,0**	**3,9**	**0,0**
Zaposlenost	1,5	-0,2	0,4	0,7	**0,9**	**0,5**	**0,6**	**0,3**	**0,5**	**0,2**
Neto plače	2,1	1,8	0,8	3,6	**2,5**	**-0,4**	**4,0**	**1,1**	**2,9**	**0,3**
Bruto plače	2,1	1,9	1,0	2,2	**2,5**	**-0,4**	**2,6**	**-0,3**	**2,9**	**0,3**
Produktivnost	2,0	2,9	4,0	3,2	**3,5**	**-0,4**	**3,6**	**-0,3**	**3,4**	**-0,2**
Domače povpraševanje	*realne stopnje rasti v %*									
Domače povpraševanje	2,4	4,7	4,9	2,0	**4,5**	**0,8**	**4,2**	**0,3**	**3,6**	**0,1**
Zasebna potrošnja	1,3	3,4	2,6	3,4	**3,5**	**0,3**	**3,4**	**0,3**	**3,1**	**0,0**
Potrošnja države	3,2	1,6	3,4	2,2	**3,7**	**1,0**	**2,8**	**0,0**	**2,8**	**0,1**
Bruto investicije	4,0	10,1	11,4	-1,1	**6,5**	**1,1**	**6,2**	**0,2**	**5,1**	**0,2**
Plačilna bilanca	*realne stopnje rasti v %*									
Izvoz blaga in storitev	6,7	3,1	12,5	10,5	**8,9**	**1,5**	**7,8**	**0,7**	**7,2**	**0,0**
Uvoz blaga in storitev	4,8	6,7	13,4	7,0	**8,5**	**1,8**	**7,5**	**0,9**	**6,7**	**0,0**
Tekoči račun: v mio EUR	247	-196	-720	-547	**-770**	**-190**	**-850**	**-150**	**-810**	**-250**
v % BDP	1,0	-0,8	-2,7	-2,0	**-2,6**	**-0,6**	**-2,7**	**-0,4**	**-2,4**	**-0,7**
Pogoji menjave*	0,5	1,3	-1,0	-2,7	**-1,0**	**0,6**	**-0,5**	**-0,4**	**-0,1**	**-0,5**
Cene	*letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)*									
Cene življenjskih potrebščin (HICP)	6,9	5,0	3,5	2,6	**2,6**	**0,7**	**2,6**	**0,3**	**2,8**	**0,1**
Proste cene	6,7	5,3	2,3	1,4	**2,0**	**0,2**	**3,0**	**0,5**	**3,1**	**0,2**
Nadzorovane cene	7,9	3,6	9,5	8,2	**7,6**	**5,1**	**0,8**	**-0,6**	**0,9**	**-0,7**
	povprečne letne stopnje rasti v %									
Cene življenjskih potrebščin (HICP)	7,5	5,7	3,7	2,5	**2,6**	**0,4**	**2,7**	**0,5**	**2,7**	**0,1**
Proste cene	7,6	5,9	3,0	1,1	**1,6**	**0,2**	**2,8**	**0,5**	**3,1**	**0,3**
Nadzorovane cene	6,7	4,6	6,9	9,1	**8,8**	**3,9**	**2,5**	**1,0**	**0,9**	**-0,7**
Mednarodno okolje	*letne stopnje rasti v %*									
Tuje povpraševanje**	1,9	3,7	5,3	4,7	**7,0**	**1,0**	**6,5**	**0,5**	**6,0**	**0,0**
USD/EUR	0,94	1,13	1,24	1,25	**1,25**	**0,04**	**1,27**	**0,06**	**1,27**	**0,06**
Nafta (USD/sodček)	25	29	38	54	**67**	**2,0**	**70**	**5,0**	**70**	**5,0**
Primarne surovine	4,6	11,3	16,0	6,0	**25,0**	**10,0**	**10,0**	**7,0**	**5,0**	**2,0**
Inflacija v EMU	2,2	2,1	2,1	2,2	**2,3**	**0,1**	**2,4**	**0,2**	**2,0**	**0,0**
PPI Nemčija	-0,6	1,7	1,6	4,6	**5,4**	**2,5**	**2,7**	**1,0**	**1,7**	**0,0**
EURIBOR 3m (%)	3,3	2,3	2,3	2,3	**3,5**	**0,5**	**4,3**	**0,8**	**4,5**	**1,0**

Opomba: Upoštevani so podatki na podlagi revizije nekaterih postavk plačilne bilance iz septembra 2006.
* Na podlagi deflatorjev nacionalnih računov.
** Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.
Vir: ARC. Eurostat, Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook, IMF World Economic Outlook

5 EKONOMSKE POLITIKE V LUČI UVEDBE EVRA

Slovenija ob visoki stopnji vzdržne konvergence vstopa v evroobmočje …

Po sklepu Sveta ekonomskih in finančnih ministrov dne 11. julija 2006 bo Slovenija s 1. januarjem postala članica evroobmočja in uvedla skupno evropsko valuto. S tem se bo tudi dokončno spremenilo makroekonomsko okolje Slovenije, ki od vstopa v evroobmočje naprej ne bo več vodila lastne denarne politike, temveč bo sodelovala pri oblikovanju in izvrševanju skupne denarne politike evroobmočja. Odločitev Sveta je sledila priporočilu Evropske komisije z dne 16. maja 2006, ki na podlagi svojega Konvergenčnega poročila ter ločenega Konvergenčnega poročila Evropske centralne banke ugotavlja, da Slovenija izpolnjuje visoko stopnjo vzdržne konvergence in s tem vse pogoje za vstop v evroobmočje.[9]

5.1 Pomen doseganja nominalne konvergence

… in dokazuje sposobnost uvesti denarno politiko ECB …

Slovenija je v okviru uspešnega delovanja znotraj mehanizma ERM II dokazala, da je sposobna uvesti denarno politiko ECB. Doseganje nominalne konvergence namreč pogojuje možnost, da bo denarna politika ECB ustrezna glede na makroekonomska gibanja v Sloveniji.

… potem ko je v ERM II ohranila vsa ravnovesja v razmerah stabilnega deviznega tečaja

V zadnjih dveh letih so gospodarska gibanja v Sloveniji združevala ugodno gospodarsko rast in ohranjanje poglavitnih makroekonomskih ravnovesij. Delovanje makroekonomskih politik je bilo uspešno, kljub temu, da je bilo oteženo zaradi nekaterih neugodnih okoliščin, kot npr. precejšnji naftni šok. Sodelovanje v ERM II pa seveda ne predstavlja le enkratnega preizkusa, temveč v veliki meri ponazarja bodoči manevrski prostor ekonomskih politik Slovenije znotraj denarne unije.

Doseženo je trajno znižanje inflacije …

V letu 2005 je medletna stopnja rasti harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP) znašala 2,5%, s čemer se je uspešno zaključil od leta 2000 trajajoči dezinflacijski proces. Ta je bil posledica prilagoditev v vodenju ekonomskih politik, med drugim uvedbe novega okvirja denarne politike,[10] katerega cilj je bil zagotoviti postopno, a trajno znižanje inflacije. Poudarek na *trajnosti* in *vzdržnosti* nizke inflacije predpostavlja, da v domačem gospodarstvu ne prihaja do inflacijskih sunkov, z namenom popravkov notranjih ali zunanjih neravnovesij.

… s čemer lahko Slovenija v evroobmočju deluje brez izgube cenovne konkurenčnosti …

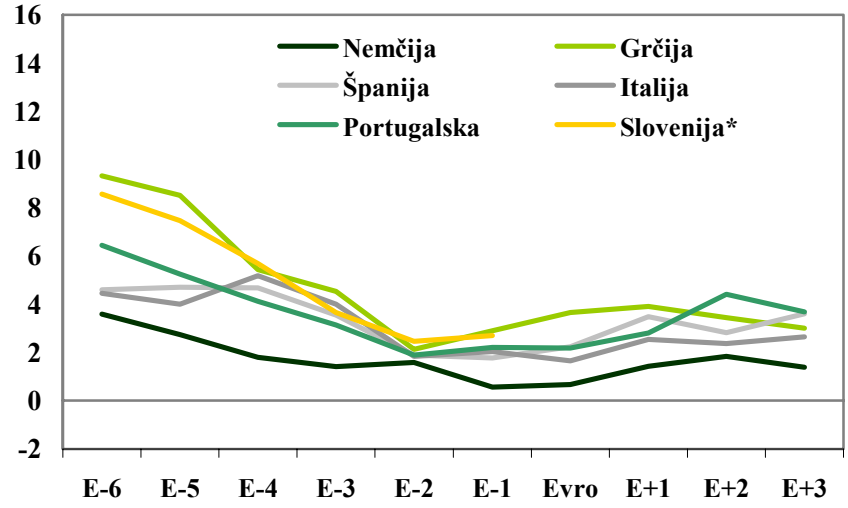
Izpolnjevanje inflacijskega kriterija pomeni, da je slovensko gospodarstvo sposobno delovati znotraj evroobmočja in pod pogoji skupne denarne politike, brez izgubljanja zunanje cenovne konkurenčnosti. Ravnotežna stopnja inflacije bo v Sloveniji sicer vse do realne konvergence k povprečni gospodarski razvitosti evroobmočja zaradi učinkov tipa Balassa-Samuelson nekoliko višja od povprečne inflacije v evroobmočju. Vendar to odraža le postopno dohitevanje ravni cen nemenjalnih dobrin, ki je v Sloveniji nižja od povprečja v denarni uniji, kar ne vpliva na zunanjo konkurenčnost gospodarstva.

---

[9] *Report From the Commission Convergence Report 2006 on Slovenia*, Brussels, 16 May 2006; http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/convergence/2006/report_slovenia.pdf#search=%22report%20from%20the%20commission%20convergence%20report%202006%20on%20slovenia%22 in
Konvergenčno poročilo, Evropska centralna banka, Maj 2006. http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr2006sl.pdf

[10] http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_den_pol.pdf

Slika 5.1: Inflacijske stopnje pred vstopom v evroobmočje

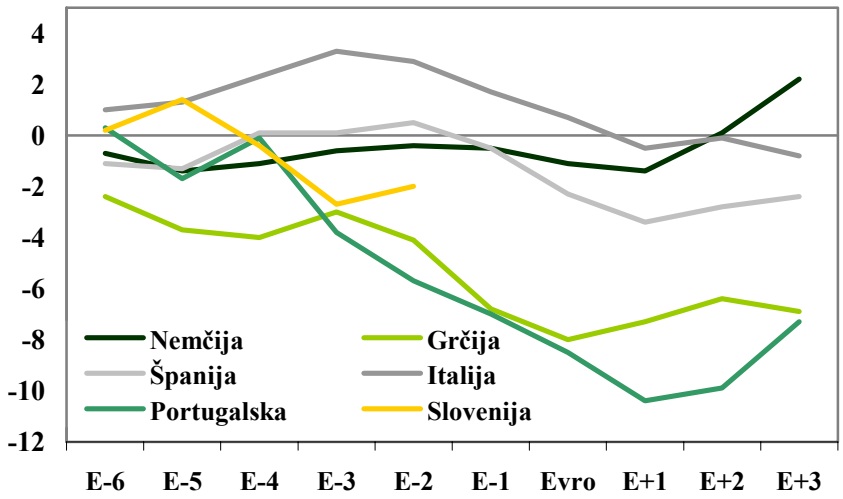


Opomba: Leta. HICP za Slovenijo, CPI za ostale države do leta 1996, nato HICP; "Evro" predstavlja leto 2001 za Grčijo, leto 2007 za Slovenijo in leto 1999 za ostale države.
* Za Slovenijo je za leto 2006 predstavljena povprečna medletna inflacija do avgusta.
Vir: Eurostat

… če rast stroškov in agregatno povpraševanje še naprej ustrezata ponudbenemu potencialu

Vzdržna nominalna konvergenca stopnje inflacije pomeni, da se bo inflacija v prihodnje predvidoma gibala na doseženi ravni, če bo rast stroškov ostala skladna z rastjo produktivnosti oziroma pod pogojem, da agregatno povpraševanje v domačem gospodarstvu ne bo prehitevalo njegovih ponudbenih zmogljivosti. Ključna naloga makroekonomskih politik bo – kot je to bilo uspešno storjeno v ERM II – po potrebi uravnavati rast stroškov in agregatno povpraševanje v skladu s ponudbenim potencialom.

Slika 5.2: Tekoči račun pred vstopom v evroobmočje



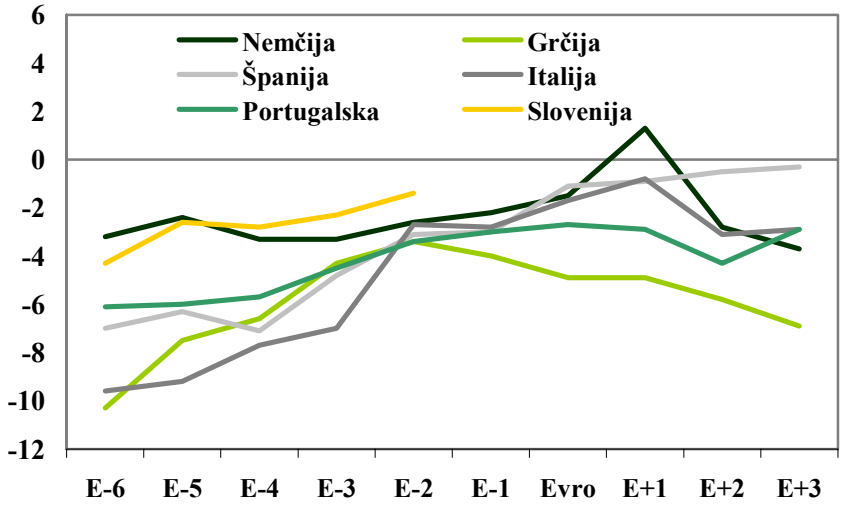
Opomba: Leta; "Evro" predstavlja leto 2001 za Grčijo, leto 2007 za Slovenijo in leto 1999 za ostale države.
Vir: Eurostat

Centralna pariteta je nevtralno naravnana, kar je med drugim razvidno iz tekočega računa

Ob odločitvi Sveta ekonomskih in finančnih ministrov o sposobnosti Slovenije za uvedbo evra je bil na predlog Evropske komisije tudi določen končni devizni tečaj tolarja do evra, ki ostaja enak dosedanjemu centralnemu tečaju v razmerju 239,640 SIT za 1 EUR. Odločitev Sveta, da Slovenija vstopi v evroobmočje po sedanji centralni pariteti, potrjuje ustreznost centralnega tečaja v luči doseganja notranjega in zunanjega ravnovesja. Stabilnost cen kaže na odsotnost inflacijskih pritiskov, ki bi izhajali iz podcenjene domače valute, medtem ko tekoči račun v

bližini ravnovesja odraža dejstvo, da domača valuta ni precenjena. Stanje tekočega računa sicer ni eden od osnovnih kriterijev nominalne konvergence, vendar bi močan porast primanjkljaja tekočega računa znotraj ERM II po vsej verjetnosti sprožil dvome o ustrezni naravnanosti tečaja. Z ustrezno ravnijo menjalnega tečaja je zagotovljeno, da se slovenskemu gospodarstvu ob uvedbi evra ne bo treba cenovno prilagajati, kar bi se lahko odražalo v pretirani inflaciji ali dodatni dezinflaciji.

Slika 5.3: Javnofinančni primanjkljaj pred vstopom v evroobmočje



Opomba: Leta. ESA95 za Slovenijo, ESA79 za ostale države do leta 1996, nato ESA95; "Evro" predstavlja leto 2001 za Grčijo, leto 2007 za Slovenijo in leto 1999 za ostale države.
Vir: Eurostat, SURS

Z ustreznim proračunskim stanjem je izkazana odgovorna fiskalna politika …

Slovenija izpolnjuje tudi ustrezno proračunsko stanje države, s čemer izkazuje, da je bila – in da je – njena fiskalna politika vzdržna in previdna. Sorazmerno nizka raven dolga sektorja države pomeni srednjeročno vzdržnost javnega zadolževanja. Zmanjšanje javnofinančnega primanjkljaja v obdobju od vstopa v ERM II pa je navsezadnje tudi signal zrelosti fiskalne politike, ki je dokazala sposobnost varčevanja v ugodnem makroekonomskem obdobju. Ker se skupna denarna politika v evroobmočju ne more odzivati na asimetrične šoke v posameznih gospodarstvih, je za brezhibno makroekonomsko delovanje v evroobmočju ključna proticiklična fiskalna politika, tako na ravni evroobmočja, kot tudi še posebej na ravni posameznih držav.

… ki jo odražajo nizke dolgoročne obrestne mere

Pomemben pomen imajo tudi nizke dolgoročne obrestne mere, ker so pokazatelj zaupanja zasebnih investitorjev v nominalno konvergenco slovenskega gospodarstva. Konvergenčno poročilo ECB ocenjuje, da so se "gledano v celoti, […] dolgoročne obrestne mere v Sloveniji vztrajno približevale obrestnim meram v evroobmočju, kar kaže predvsem na zaupanje trgov v splošna gospodarska in fiskalna gibanja v Sloveniji […]."[11] Na dolgi rok je to velika pridobitev za slovensko gospodarstvo, saj zagotavlja sorazmerno nizke realne obrestne mere ob nizki inflaciji." Pod pogojem, da bo fiskalna politika tudi v prihodnje delovala odgovorno, bodo dolgoročne obrestne mere ostale nizke, kar znižuje stroške pri zadolževanju države, podjetij in gospodinjstev.

[11] *Konvergenčno poročilo*, Evropska centralna banka, Maj 2006.
http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr2006sl.pdf

5.2 Možnost odstopanj od napovedi

Ekonomske politike morajo biti vnaprej pripravljene na nepričakovane šoke

Ekonomske politike morajo biti pravočasno pripravljene na ustrezno odzivanje na možna odstopanja od napovedanih makroekonomskih gibanj. V skladu s tem je smiselno vnaprej simulirati scenarije gospodarske dinamike ob pojavu nekaterih makroekonomskih šokov in si ustvariti predstavo o možnem obsegu njihovih učinkov. V nadaljevanju zato prikazujemo nekatere možne scenarije, na katere bi morala biti ekonomska politika v prihodnje pripravljena s pravočasnim ukrepanjem. Namen takih izračunov ni le pripravljenost na nepričakovane šoke, temveč tudi spodbujanje k vnaprejšnjem preprečevanju določenih pojavov. Ker se šoki delijo na šoke ponudbene in povpraševalne narave, jih je potrebno ustrezno ločiti, kajti njihovi učinki ne terjajo različnih pristopov ekonomske politike glede na to opredelitev.

Tabela 5.1: Odzivnost makroekonomskih spremenljivk na simulacije šokov

	Simulacija	Šok - sprememba	Vrsta šoka	Obdobje šoka
	a) Tuje okolje			
1.	Cena nafte	višja od cene v napovedih za 5 USD/sod	Ponudbeni	Q306-Q207
2.	Cena primarnih surovin	višja od ravni cen v napovedih za 10%	Ponudbeni	Q306-Q207
3.	Povpraševanje iz tujine	višje od ravni v napovedih za 1%	Povpraševalni	Q306-Q207
	b) Domače okolje			
4.	Rast plač	višja od rasti plač v napovedih za 1 o.t.	Ponudbeni	Q306-Q207
5.	Trošenje gospodinjstev	višje od rasti trošenja v napovedih za 1 o.t.	Povpraševalni	Q306-Q207
6.	Trošenje države	višje od rasti trošenja v napovedih za 1 o.t.	Povpraševalni	Q306-Q207
7.	Rast nadzorovanih cen	višja od rasti prostih cen iz napovedi za 2 o.t.	Ponudbeni	Q306-Q207

Simulacija	BDP			Inflacija			Tekoči račun		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Napovedi - osnovni scenarij	4,5	4,2	3,9	2,6	2,7	2,7	-2,7	-2,8	-2,5
a) Tuje okolje									
1. Nafta	4,4	4,0	3,8	2,8	3,2	3,0	-2,8	-3,1	-2,9
2. Primarne surovine	4,5	4,1	3,9	2,7	2,9	2,8	-2,8	-2,9	-2,6
3. Tuje povpraševanje	4,6	4,4	4,0	2,6	2,8	2,7	-2,6	-2,5	-2,3
b) Domače okolje									
4. Plače	4,6	4,4	4,0	2,6	3,1	2,9	-2,8	-3,1	-2,7
5. Trošenje gospodinjstev	4,6	4,6	4,3	2,7	3,1	3,2	-2,8	-3,2	-2,9
6. Trošenje države	4,6	4,3	4,1	2,6	2,9	2,9	-2,7	-2,9	-2,6
7. Nadzorovane cene	4,4	4,1	3,9	2,6	2,9	3,0	-2,7	-2,9	-2,5

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) smo spremenili eksogene spremenljivke, pri ostalih simulacijah (4,5,7) pa smo vrednostim spremenljivk iz osnovnega scenarija dodali spremembo, ki definira samo simulacijo. Vse ostale predpostavke v izvedenih simulacijah so enake tistim iz osnovnega scenarija.
Vir: SURS, Banka Slovenije, preračuni ARC.

Šoki na strani ponudbe

Med ponudbene šoke štejemo šok v cenah nafte in primarnih surovinah, …

Med popolnoma eksogene spremenljivke znotraj ponudbenih šokov spada povišanje cen nafte in primarnih surovin v primerjavi s predpostavkami, saj je njihova cena povsem neodvisna od dogajanj v domačem gospodarstvu. Iz izračunov je razvidno, da bi utegnil trajni dvig cen soda nafte za 5 USD inflacijo v tretjem četrtletju do konca leta 2006 zvišati za 0,2 odstotne točke, v letu 2007 za 0,5 odstotne točke, nato pa za 0,3 odstotne točke v letu 2008. Pri tem utegne biti gospodarska rast za 0,1%-0,2% nižja od pričakovane. Za 10% višje kot napovedane cene primarnih surovin imajo podoben učinek, vendar le v manjši razsežnosti.

... prehitro naraščanje nadzorovanih cen …

Dodatni ponudbeni šok predstavlja tudi rast nadzorovanih cen, s katerimi ima politika neposreden učinek tako na inflacijo, kakor tudi na gospodarsko aktivnost. Učinek višje rasti reguliranih cen od prostih za dve odstotni točki bi bil močan zlasti v letih 2007 in 2008, saj bi zvišal skupno inflacijo za 0,2 oziroma 0,3 odstotne točke. Hkrati je razvidno, da rast nadzorovanih cen ne viša le inflacije, temveč se tudi negativno odraža v gospodarski rasti. Ker hitra rast nadzorovanih cen vpliva negativno tako na splošno inflacijo kot tudi na gospodarsko aktivnost, jo je zaželeno omejiti v okviru vzdržne rasti teh cen. Za ekonomsko politiko to pomeni zlasti omejevanje rasti stroškov v reguliranih panogah z monopolno strukturo trga.

… in tudi presežno rast plač

Zaradi hitrejše od napovedane rasti plač bi gospodarstvo doživelo ponudbeni šok, saj bi se stroški dela povišali, hkrati pa še šok povpraševanja, ko bi se višje plače začele odražati v potrošnji. V tem primeru bi se gospodarska rast zaradi večje potrošnje kratkoročno pospešila, ravno tako pa se utegne zaradi naraščanja stroškov močno zvišati inflacija. Kot lahko razberemo iz navedenih simulacij, bi višja rast plač od tiste v osnovnem scenariju za eno odstotno točko zlasti v začetnem obdobju močno vplivala na inflacijo.

Šoki agregatnega povpraševanja

Dodatno inflacijsko tveganje predstavlja presežno povpraševanje

Na strani šokov povpraševanja gre zlasti omeniti presežno rast zasebne potrošnje. Pri višjem trošenju od napovedanega za eno odstotno točko bi se gospodarska rast znatno pospešila – za 0,4 odstotne točke v letih 2007 in 2008. Taka rast bi bila manj vzdržna glede na ponudbene zmogljivosti slovenskega gospodarstva. To se odraža v visoki inflaciji in/ali močnem poslabšanju tekočega računa. Iz simulacij je razvidno, da bi moralo trošenje države v okviru ustrezne fiskalne politike v takem primeru močno zaostajati za napovedmi, da bi preprečilo hitro pregrevanje gospodarstva.

Pri nizkem tujem povpraševanju se je bolje izogniti davkom, ki dvigujejo inflacijo

Nenapovedani šoki se utegnejo kopičiti, kar terja dodatno pripravljenost za odzivanje ekonomskih politik. Med temi velja še zlasti omeniti nevarnost šokov, ki povzročajo t.im. stagflacijo, se pravi nizko gospodarsko rast ob močni stopnji inflacije. Taka kombinacija utegne izvirati iz nižjega povpraševanja od napovedi, npr. zaradi nižjega tujega povpraševanje, katerega odstopanje za eno odstotno točko od napovedi po tukajšnjih simulacijah zniža gospodarsko rast za 0,1-0,2 odstotne točke. Nižja gospodarska rast posledično negativno vpliva na javnofinančne prihodke. V takem primeru bi se bilo bolje izogibati dviganju davkov, ki neposredno dvigujejo inflacijo, kot je npr. DDV, in tako preprečiti stagflacijo.

Okvir 5.1: Možni prehodni učinki dviga davka na dodano vrednost (DDV)

Davek na dodano vrednost je v ekonomski stroki obravnavan kot učinkovit davek. Težko se mu je izogibati ter manj kot drugi davki ustvarja distorzije med varčevanjem in potrošnjo, med delom in prostim časom, in med cenami različnih proizvodov (razen, ko je to zaželeno s strani ekonomske politike in je prisotnih več stopenj DDV). V tem smislu je DDV načeloma davek, ki manj obremenjuje gospodarsko aktivnost kot progresivni davki na delo (dohodnina) ali na kapital.

Kljub dolgoročni učinkovitosti DDV pa samo *poviševanje* tega davka utegne sprožiti nekatere neugodne tranzicijske učinke. Neposredno se tak dvig praviloma odrazi na ravni cen, če pa slednje spodbudi še prilagajanje plač, lahko pride do inflacijsko-plačne spirale. Taka spirala pogosto povzroči na srednji rok sobivanje višje inflacije in nižje gospodarske rasti. Podobni učinki so se v Sloveniji zgodili ob uvedbi DDV in zvišanju njegovih stopenj v letih 1999 (kjer so inflacijo povišali tudi drugi dejavniki) oziroma le v manjši meri v 2002.[1]

* * *

Simulacije s standardnim makroekonomskim modelom, ocenjenim na podatkih za Slovenijo, prikazujejo dinamični učinek dviga DDV. Ker

DDV predstavlja neposredni stroškovni učinek za vsa podjetja, se praviloma predpostavlja polna transmisija teh stroškov v cene za potrošnika. Neposredni učinek tega davka je zato zmanjšanje zasebne na račun javnofinančne kupne moči. Glede na delež dobrin, obdavčenih z DDV v BDP tako lahko predpostavimo, da povečanje stopnje DDV za eno odstotno točko sproži povišanje cen v obsegu približno 0,7 odstotne točke.[2] Model nam omogoča, da ocenimo, kako bi takšen neposreden učinek na cene in na znižanje razpoložljivega dogodka lahko vplival na inflacijsko dinamiko in gospodarsko aktivnost skozi čas.

Razvidno je, da lahko tovrsten dvig stopnje DDV srednjeročno dvigne inflacijo trajneje kot zgolj v obsegu neposrednega učinka 0,7 odstotne točke. Inflacija bi bila višja od napovedane za 0,8 odstotne točke v letu 2007, pa tudi v letu 2008 za okoli 0,3 odstotne točke in 0,2 odstotne točke v letu 2009. Dvig inflacije bi poslabšal relativne cene domačega gospodarstva in zato zmanjšal njegovo konkurenčnost in rast izvoza za 0,4 odstotne točke. Zmanjšana kupna moč bi znižala potrošnjo. Obe postavki bi sicer znižali tudi gospodarsko aktivnost, deloma pa bi se znižala rast uvoza iz naslova manjše potrošnje in potreb izvoza. Kumulativni učinek na gospodarsko rast je tako ocenjen na okoli 0,2 odstotne točke.

Prikazana simulacija je seveda podvržena mnogim omejitvam. Pri simulaciji se upošteva, da se vsi makroekonomski agregati na ekonomske šoke odzivajo enako kot v obdobju ocene modela. Če bi dohodkovna politika v večji meri zajezila dinamiko plač, bi bili inflacijski učinki manjši. Model poleg tega ne zajema dodatnih tipičnih negativnih učinkov dviga DDV na agregatno povpraševanje, kot so neposredna izguba konkurenčnosti v obmejnih regijah, ali pa negativni psihološki učinki na zaupanje potrošnikov. Prav tako ni upoštevan možen učinek na potrošnjo pred dvigom DDV, ki poviša povpraševanje pred dvigom in ga zmanjša po dvigu. (Takšen učinek je verjetno močan predvsem takrat, kadar dvig DDV prestopi določen prag, in potrošnike s tem motivira k vnaprejšnji potrošnji, kot npr. v obdobju konec leta 1998 v Sloveniji.)

Izvedena simulacija prikazuje le delno sliko, saj se v resnici z dvigom DDV povečajo javnofinančni prihodki, ali se omogoči znižanje drugih, manj učinkovitih davkov. Vendar tudi v primeru zniževanja drugih davkov prehoden dvig ravni cen in inflacije ni odpravljen, če primerljiva sprememba znižanja davka ne učinkuje na cene enako hitro ali enako intenzivno, kot DDV deluje inflacijsko. Zato bi inflacijske učinke najbolj omejilo postopno in predvidljivo dvigovanje stopenj DDV, če bi se želelo nadomestiti izpad drugih davkov.

[1] Glej Konvergenčno poročilo Evropske Komisije
[2] Glej npr. Jonker, Nicole & Carsten Folkertsma & Harry Blijenberg, 2004. *An Empirical Analysis of Price Setting Behaviour in the Netherlands in the Period 1998-2003 Using Micro Data*, Working Paper Series 413, European Central Bank.

Tabela 1: Odzivnost makroekonomskih spremenljivk na dvig DDV

Simulacija	Obdobje		
	2007	2008	2009
	razlika glede na napoved v o. t.		
Inflacija HICP	0,76	0,26	0,22
BDP	-0,12	-0,04	-0,04
Trošenje gospodinjstev	-0,68	0,13	-0,02
Izvoz	-0,40	0,03	0,10
Uvoz	-0,68	0,27	0,12
Realni stroški dela na enoto proizvodnje	0,56	0,42	0,25
Neto plače	0,45	0,36	0,24

Opomba: Povprečna stopnja DDV se dvigne za približno eno odstotno točko.
Vir: Banka Slovenije, izračuni ARC.

5.3 Koordinacija makroekonomskih politik

Domače ekonomske politike nosijo breme stabilizacije povpraševanja in inflacije …

Po uvedbi evra bo novi okvir vodenja makroekonomskih politik, ki je z vstopom v ERM II doživel prvo prelomnico, prešel v svojo končno obliko. To pomeni, da za namen stabilizacije agregatnega povpraševanja in inflacije ne bo več na razpolago domača denarna politika, celotno breme glajenja cikličnih nihanj pa bodo morale prevzeti preostale domače ekonomske politike. Pri tem je bistveno ločiti učinke politike stabilizacije agregatnega povpraševanja od politike preprečevanja stroškovnih nihanj, ki bi neposredno vplivala na povišanje cen. Pogosto sta ta

dva namena namreč nasprotna, vsaj kratkoročno, kot v primeru dviga davkov, ki po eni strani zmanjšuje povpraševanje in tako inflacijske pritiske, po drugi strani pa povečuje stroškovno breme in s tem neposredno viša raven cen. Ustrezna makroekonomska politika se izkazuje v tem, da z različnimi instrumenti najde takšno kombinacijo ukrepov, ki čim bolj preprečuje nastanek razlogov, ki privedejo do inflacijskih razmer.

… med katere sodi ponovno zviševanje obrestnih mer

Slovenija bo v evroobmočje vstopila v obdobju dvigovanja obrestnih mer ECB. Glede na to, da ocenjena proizvodna vrzel v Sloveniji prehaja na pozitivno stran in bi se tako lahko ob njenem dodatnem odpiranju pričeli ustvarjati dodatni inflacijski pritiski s strani povpraševanja, je višanje obrestnih mer v evroobmočju za Slovenijo ugodno in tudi kaže na usklajenost slovenskega poslovnega cikla s poslovnim ciklom evroobmočja. Pričakovati je, da bodo višje obrestne mere na srednji rok lahko stabilizirale gospodarski cikel in preprečile, da bi prišlo do pregrevanja gospodarstva.

Fiskalna politika

Ustrezna fiskalna politika je proticiklična …

Vloga stabilizacije agregatnega povpraševanja in inflacije pripada v novonastalih razmerah predvsem fiskalni politiki. Optimalno naravnana fiskalna politika v času ugodnega poslovnega cikla blaži domače povpraševanje ter ga podpira v času neugodnega cikla. Ta mehanizem deluje delno samodejno, saj se pri ugodnih ekonomskih gibanjih običajno davčna osnova in s tem pobran davek povečata, potreba po transferih pa zmanjša, kar pozitivno vpliva na ciklični primanjkljaj. Poleg tega je zaželeno, da fiskalna politika to delovanje še dodatno podpira z zniževanjem javnofinančnega primanjkljaja v času ugodnih ekonomskih gibanj, in obratno, ko se poslovni cikel obrne na slabše. Takšno prilagajanje lahko zahteva ustvarjanje strukturnega presežka javnofinančnega salda in ne samo njegove nevtralne pozicije v časih ugodne gospodarske konjunkture.

… in s tem spoštuje načela Pakta o stabilnosti in rasti, tako, da se pripravlja na obrat v poslovnem ciklu

Fiskalna politika se mora z vstopom v evroobmočje iz tega naslova ravnati po načelih Pakta o stabilnosti in rasti. Ta med drugim predvideva, da se strukturni primanjkljaj v obdobju ugodnih gospodarskih gibanj zmanjšuje za vsaj 0,5 odstotne točke, in to brez upoštevanja enkratnih učinkov. Ravno tako naj bi se srednjeročno po pravilih Pakta strukturni javnofinančni saldo gibal med -1% BDP in ravnovesjem oziroma presežkom. Fiskalna politika bo v primeru obrata v poslovnem ciklu potrebovala možnost sprostitve zadostnih rezerv prek primanjkljaja z namenom preprečevanja morebitnega trdnega pristanka in glajenja agregatnega povpraševanja. To je, izraženo v obliki danih zavez v Paktu stabilnosti in rasti, osnovni razlog za potrebno fiskalno konsolidacijo v časih ugodnih makroekonomskih gibanj.[12]

Ob negotovosti glede davčnih reform je ustreznost konsolidacije nejasna …

Za leto 2006 se predvideva manjši javnofinančni primanjkljaj, kot je bil pričakovan, za leti 2007 in 2008 pa zaradi negotovosti glede davčnih reform obseg javnofinančnega primanjkljaja ostaja nejasen. V zadnji dopolnitvi Konvergenčnega programa decembra 2005 je Vlada RS za leto 2006 ob neupoštevanju najnovejših predlogov davčnih reform napovedala javnofinančni primanjkljaj v višini 1,7% BDP oziroma strukturni primanjkljaj v višini 1,6% BDP.[13] V letih 2007 in 2008 naj bi celoten, kakor tudi ciklično prilagojen, javnofinančni saldo znašal -1,4% oziroma -1,0% BDP. Svet Evropske Unije je v svojem Mnenju kot realistične ocenil napore zmanjševanja javnofinančnega primanjkljaja, vendar sočasno ugo-

[12] Primer Portugalske, ki je v evroobmočje vstopila tik pred začetkom dvigovanja obrestnih mer ECB, opozarja na nevarnost obrata cikla s posledico trdega pristanka. Ko se je v letih 2000 in 2001 poslovni cikel na Portugalskem obrnil, je bil javnofinančni primanjkljaj namreč že tako obsežen, da fiskalna politika ni imela zadostnega manevrskega prostora za podporo agregatnemu povpraševanju. Prav obratno, ob nizki gospodarski rasti so javne finance začele delovati restriktivno, kar je še dodatno krčilo agregatno povpraševanje, posledice pa je bili recesija, večletna nizka gospodarska rast in dolgotrajno naraščanje brezposelnosti. Glej recimo *The Portuguese Economy After The Boom*, European Commission, 2004; in *Poročilo o denarni politiki*, Banka Slovenije, April, 2005, str. 50.

[13] *Konvergenčni program, dopolnitev*, december 2005; http://www.gov.si/mf/slov/tekgib/konvergencni_program_2005.pdf

tavlja, da je zmanjševanje strukturnega primanjkljaja počasnejše od obsega 0,5% BDP, ki ga predvideva Pakt o stabilnosti in rasti.[14]

… mora pa biti pripravljena tudi na tveganje, ki izhaja iz nižje gospodarske rasti …

Poleg zniževanja davkov predstavljajo negotovosti glede gospodarske rasti dodatno tveganje za javnofinančni primanjkljaj. Ocene kažejo, da razlika v ciklični gospodarski rasti v višini ene odstotne točke od napovedane na saldo javnofinančnega proračuna vpliva v obsegu približno 0,5 odstotne točke.[15] Tveganje glede napovedi o gospodarski rasti je sicer stalno prisotno pri vodenju fiskalne politike, vendar utegne biti ob uvedbi nove valute in verjetnem vrhu gospodarskega cikla še toliko bolj izrazito.

Tabela 5.2: Možna razlika javnofinančnega salda zaradi odstopanja gospodarske rasti od napovedane

	Javnofinančni saldo v letu 2007 (v % BDP)*	
Konvergenčni program (dopolnitev; dec 05) -napoved rasti BDP v 2007: 4.0%	**-1,4**	
	Izračun	Razlika
Predpostavljena rast BDP v 2007 (v %)		
3,0	**-1,9**	-0,5
3,5	**-1,7**	-0,3
4,0	**-1,4**	0,0
4,5	**-1,2**	0,3
5,0	**-0,9**	0,5

* Izračun ARC, Banka Slovenije, na podlagi odstopanja gospodarske rasti od napovedi v dopolnitvi Konvergenčnega programa.
Viri: Konvergenčni program – dopolnitev. Ministrstvo za finance, december 2005.

… in se ne sme zanašati na nekatere enkratne učinke

Fiskalna politika se ob konsolidaciji strukturnega primanjkljaja ne sme zanašati na enkratne proračunske popravke zaradi nepričakovanih izboljšanj na odhodkovni ali prihodkovni strani. V letu 2005 se je tako npr. po najnovejših podatkih SURS-a javnofinančni primanjkljaj v primerjavi z napovedmi zmanjšal za 0,4 odstotne točke,[16] kar gre pretežno pripisati zakonski spremembi davka od prihodkov pravnih oseb in s tem povezanim načinom obračunavanja tega davka. Vendar je pri tem potrebno upoštevati, da je le del tega učinka trajen, ostali delež pa je po metodologiji ESA95 samo začasne narave.

Dohodkovna politika

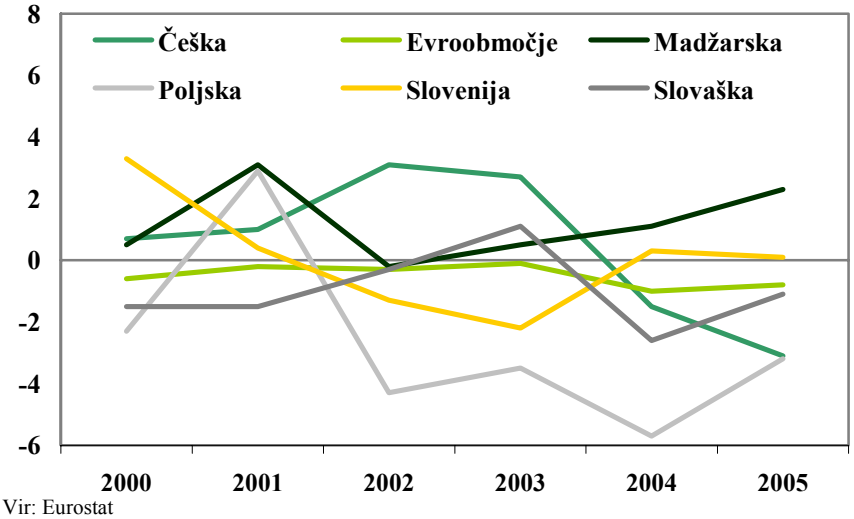
Pri tem ima restriktivna dohodkovna politika ključno vlogo …

Skladno s fiskalno politiko ima dohodkovna politika osrednjo vlogo pri preprečevanju inflacijskih pritiskov povpraševalne, zlasti pa stroškovne, narave. Zaviranje prehitre rast plač je trenutno smiselno izhodišče dohodkovne politike, saj je obvladovanje stroškov dela poglavitno pri zagotavljanju konkurenčnosti in cenovne stabilnosti v okviru denarne unije. Realna rast stroškov dela na enoto proizvoda je bila v Sloveniji v obdobju 2001-2005 v povprečju sicer rahlo negativna.[17] To samo po sebi – kljub dejstvu, da bi morala biti trendna nevtralna realna rast stroškov ničelna na dolgi rok – ne dopušča pretirane rasti plač, če se realni stroški hkrati manjšajo tudi v glavnih trgovinskih partnericah. Ker je bilo v zadnjih letih upadanje realnih stroškov dela prisotno tudi v evroobmočju, in še nekoliko bolj v novih članicah EU (glej sliko 5.4), bi hitrejša oz. pozitivna rast stroš-

[14] *Mnenje Sveta z dne 14. februarja 2006 o dopolnitvi konvergenčnega programa Slovenije*, 2005-2008; http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/sl/oj/2006/c_055/c_05520060307sl00450048.pdf
[15] Cajner, Tomaž, 2005, *Cyclically Adjusted Budget Balances in Slovenia*, Prikazi in analize XII/2, Banka Slovenije.
[16] SURS, 31. avgust 2006, Prva objava; http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?id=403
[17] Glej *Poročilo o denarni politiki*, Banka Slovenije, Maj, 2006, str. 12-13.

kov lahko začela ogrožati mednarodno konkurenčnost slovenskih podjetij. Omejevanje rasti plač v javnem sektorju ima lahko demonstrativen učinek na rast plač v celotnem gospodarstvu, pa tudi sama plačilna lista javnega sektorja predstavlja približno četrtino celotne plačilne liste. Medletna rast plač v javnem sektorju je do julija 2006 znašala 3,6%, kar je zmerno in skladno s pričakovanji. Srednjeročno nadaljevanje tega trenda bi bilo dobrodošlo, saj bi pripomoglo tako k neposrednemu ohranjevanju konkurenčnosti kakor tudi k zmanjševanju javnofinančnega primanjkljaja.

Slika 5.4: Realna rast stroškov na enoto proizvoda



Vir: Eurostat

Politika nadzorovanih cen

… in lahko tudi pripomore k ustrezni rasti nadzorovanih cen

Politika nadzorovanih cen ima bistveno vlogo pri omejevanju rasti stroškov in ohranjanju cenovne stabilnosti, ob hkratnih strukturnih prilagoditvah v reguliranih sektorjih. Nadzorovane cene naj ne bi prehitevale rasti prostih cen, ne smejo pa zaostajati za rastjo stroškov, skladno z rastjo produktivnosti, in tako povzročiti izgube javnih in drugih podjetij, katerih cene so delno ali popolnoma predpisane. Ta podjetja morajo zato stremeti k obvladovanju stroškov, na katera lahko vplivajo sama. Iz tega razloga je optimalna politika nadzorovanih cen tesno povezana z dohodkovno politiko, saj prehitra rast stroškov pogosto izhaja iz neupravičeno hitre rasti plač.[18] Navedeno velja še zlasti za panoge, katerih cena proizvodov se oblikuje ob upoštevanju vnaprej določene marže podjetij, kot npr. pri naftnih derivatih.

5.4 Strukturne reforme za prožno delovanje makroekonomskih politik

Ekonomsko politiko čakajo številni izzivi

Ekonomske politike se bodo v prihodnje soočale s številnimi izzivi, hkrati pa bo Slovenija morala, tudi za zagotavljanje bolj učinkovitega delovanja makroekonomskih politik, nadaljevati z določenimi strukturnimi reformami.

Razmisliti je potrebno o večji prožnosti delovanja fiskalne politike …

Z ozirom na to, da Slovenija z uvedbo evra ne bo več imela na razpolago lastne denarne politike, je smotrno razmišljati o načinih, kako pospešiti učinkovitost delovanja drugih makroekonomskih politik. V tem smislu je za fiskalno politiko potreben ustrezen obseg avtomatskih stabilizatorjev, kot so npr. transferi za

[18] Glej *Poročilo o denarni politiki*, Banka Slovenije, Maj, 2006; str. 58-59, okvir 5.2.

brezposelne, ki samodejno rastejo v neugodnih makroekonomskih obdobjih in obratno v ugodnih časih. V kolikor uporaba avtomatskih stabilizatorjev ni mogoča v zadostni meri, pa je potrebno povečanje deleža fleksibilnih proračunskih izdatkov, kar bi tudi olajšalo odzivnost fiskalne politike. Za tako delovanje pa je ključnega pomena načrtno in sistematično ustvarjanje rezerv v ugodnih pogojih gospodarskega cikla.

… v okolju večje prožnosti trgov proizvodov …

Delovanje makroekonomskih politik lahko olajšajo tudi prilagoditve gospodarskih struktur na tak način, da transmisijski kanali makroekonomskih politik delujejo čim hitreje. Večja prožnost gospodarstva pripomore k preprečevanju poglobljenih in trajnih negativnih učinkov zaradi asimetričnih šokov, dodatno pa dopušča bolj neposredno delovanje makroekonomskih politik za glajenje cikličnih gibanj agregatnega povpraševanja. Ekonomska politika ima že iz tega razloga interes, da podpira prosto konkurenco ter deregulacijo posameznih panog, torej celo ne glede na pozitivne učinke, ki jih je zaradi teh ukrepov pričakovati za rast obsega gospodarske aktivnosti. Evropska komisija v svojem letošnjem Konvergenčnem poročilu ugotavlja, da glede ustvarjanja pogojev za tekoče delovanje skupnega evropskega trga Slovenija zaostaja pri prevzemanju evropske zakonodaje. Presoja pa tudi, da so se v zadnjih letih ustavile strukturne reforme za izboljšanje poslovnega okolja in za podpiranje domače konkurence. Še posebej so omenjeni sektorji telekomunikacij, oskrbe z elektriko reguliranih poklicnih dejavnosti, ki v Sloveniji ostajajo zaščiteni. Omeniti velja, da je v določenih zaščitenih sektorjih potrebno pospešiti privatizacijo, vendar ne preden se zagotovi ustrezna konkurenca na teh trgih.

… in trga dela …

Poleg prožnosti trgov proizvodov lahko tudi večja prožnost trga dela pripomore k omejevanju trajanja asimetričnih šokov, saj so plače v takem okolju bolj odzivne na dogajanja v gospodarstvu, šoki pa se manj amortizirajo prek količin in v večji meri preko cen. Takšna prožnost trga dela zagotavlja tudi lažje delovanje dohodkovne politike. Pri ustvarjanju optimalnih pogojev na trgu dela se lahko ekonomska politika opira tudi na raziskave, kot jo je pred kratkim izvedla ECB v okviru skupine Inflation Persistence Network.[19] Pri analizi gibanj cen v evroobmočju je ena od ugotovitev, da so cene v panogah dejavnosti, kjer je delež stroškov dela večji, bolj toge kot v panogah proizvodov. Iz omenjenega je mogoče sklepati, da se nominalna togost plač odraža na vztrajnosti ravni cen oziroma inflacije.

… ter pri tem ne pozabiti dolgoročne nevzdržnosti javnih financ

Da bo lahko javnofinančni proračun ostal vzdržen tudi na daljši rok se bodo morale javne finance v prihodnje prilagoditi demografskim gibanjem, kar predpostavlja nadaljnje pokojninske reforme. Lanskoletna sprememba k indeksaciji pokojnin na plače je namreč dodatno poslabšala dolgoročno vzdržnost javnih financ. To ugotavljajo različne ustanove, npr. Mednarodni denarni sklad,[20] ki ocenjuje, da vsako leto odlaganja reforme povečuje razmik med trenutnim in vzdržnim stanjem za 0,125 odstotne točke BDP, ali pa raziskava Evropske komisije na to temo, ki vzdržnost javnofinančnega proračuna Slovenije uvršča med najbolj ogrožene v EU.[21] Na področju pokojninskega sistema bodo tako na srednji rok potrebne strukturne prilagoditve, ki bodo ponovno vzpostavile dolgoročno vzdržnost javnih financ.

[19] Glej Altissimo, Filippo & Michael Ehrmann & Frank Smets, 2006. *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area, a summary of the IPN evidence*, Occasional Paper Series 46, European Central Bank.

[20] *Article IV Consultation with Slovenia*, Preliminary Conclusions of the IMF Mission, http://www.imf.org/external/np/ms/2006/032806.htm

[21] The sustainability of public finances based on the 2005/06 updates of stability and convergence programmes