BANKA

SLOVENIJE

POROČILO O DENARNI POLITIKI

APRIL 2005

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 konca marca 2005 razen, kjer je navedeno drugače.

This publication is also available in English.

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

Pregled vsebine:

1. POVZETEK IN STALIŠČA SVETA BANKE SLOVENIJE 5

2. INFLACIJSKA GIBANJA IN DEJAVNIKI INFLACIJE 6

2.1 Od vzdržnega dezinflacijskega trenda do stabilizacije tečaja 6
2.2 Makroekonomski dejavniki inflacije 8
2.3 Mikroekonomski in strukturni dejavniki inflacije 14

3. VODENJE DENARNE POLITIKE 20

3.1 Instrumenti denarne politike v pogojih ERM II 20
3.2 Denarna politika in makroekonomska gibanja 22
3.3 Nekatere strukturne prilagoditve za lažji prehod v evrosistem 25

4. PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ 28

4.1 Mednarodno okolje 28
4.2 Aktivnost, zaposlenost in plače 31
4.3 Komponente trošenja 32
4.4 Plačilna bilanca 34
4.5 Pogoji financiranja 36
4.6 Inflacija 38

5. EKONOMSKE POLITIKE V POGOJIH ERM II 42

5.1 Prevzem evra – skupni cilj Banke Slovenije in Vlade RS 42
5.2 Doseganje ekonomske konvergence 42
5.3 Vodenje makroekonomskih politik 48

Pregled tabel, slik in okvirjev:

Tabele:

Tabela 4.1: Predpostavke mednarodnega okolja ... 28
Tabela 4.2: Aktivnost, zaposlenost in plače ... 31
Tabela 4.3: Komponente trošenja ... 32
Tabela 4.4: Tekoči račun ... 34
Tabela 4.5: Finančni tokovi s tujino ... 36
Tabela 4.6: Denarni sistem ... 37
Tabela 4.7: Inflacija ... 38
Tabela 4.8: Izbor glavnih kazalcev ... 41
Tabela 5.1: Definicije simulacij ... 48
Tabela 5.2: Odzivnost makroekonomskih spremenljivk na simulacije šokov ... 49

Slike:

Slika 2.1: Skupna in osnovna inflacija ... 6
Slika 2.2: Proizvodna vrzel ... 8
Slika 2.3: BDP v obdobju 2002-2004 - prispevki komponent ... 9
Slika 2.4: Realni efektivni tečaj ... 13
Slika 2.5: Cene nafte in primarnih surovin ... 13
Slika 2.6: Struktura inflacije – prispevki komponent ... 14
Slika 2.7: Rast cen življenjskih potrebščin ... 16
Slika 2.8: Prispevki komponent storitev k inflaciji ... 17
Slika 2.9: Primerjava cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih ... 18
Slika 2.10: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih ... 19
Slika 3.1: Tržni devizni tečaji in odstopanja od centralnega tečaja ... 20
Slika 3.2: Presežna ponudba/povpraševanje na trgih tujega denarja ... 21
Slika 3.3: Vzdrževanje realnih obrestnih mer ... 22
Slika 3.4: Krediti in gospodarska aktivnost ... 23
Slika 3.5: Denarni agregat M1, prejemki prebivalstva in domača potrošnja ... 23
Slika 3.6: Ročnost in valutna struktura vlog ... 24
Slika 3.7: Ponudba M3 ... 24
Slika 3.8: Tekoči in finančni račun plačilne bilance ... 25
Slika 4.1: Poslovne tendence v tujini ... 29
Slika 4.2: Cene nafte ... 30
Slika 4.3: Projekcije BDP ... 31
Slika 4.4: Prispevki komponent trošenja ... 33
Slika 4.5: Projekcije tekočega računa ... 35
Slika 4.6: Projekcije inflacije ... 39
Slika 5.1: Kriterij cenovne stabilnosti ... 43
Slika 5.2: Kriterij proračunskega stanja države ... 44
Slika 5.3: Odstopanja od centralnega tečaja – danska krona in slovenski tolar ... 47
Slika 5.4: Kriterij dolgoročnih obrestnih mer ... 47

Okvirji:

Okvir 2.1: Stroški dela in prilagodljivost trga dela ... 10
Okvir 2.2: Rast realnih plač in ocenjena rast produktivnosti ... 12
Okvir 2.3: Učinkovitost politike uravnavanja trošarin na naftne derivate ... 15
Okvir 3.1: Kronološki pregled ukrepov Banke Slovenije od vstopa v ERM II ... 27
Okvir 4.1: Uskladitev plač javnega sektorja v letu 2005 ... 32
Okvir 4.2: Napovedi drugih institucij ... 39
Okvir 5.1: Vzdržnost javnega pokojninskega sistema ... 45
Okvir 5.2: Potreba po primernem odzivanju fiskalne politike ... 50

1. POVZETEK IN STALIŠČA SVETA BANKE SLOVENIJE

V letu 2004 se je proces dezinflacije po pričakovanjih nadaljeval z nekoliko upočasnjeno dinamiko. Znižanje inflacije je bilo doseženo na vzdržen način, na kar kažejo ohranjena temeljna makroekonomska ravnovesja. Čeprav so predvsem visoke cene primarnih surovin na svetovnih trgih delovale inflacijsko, pa so restriktivnost ekonomskih politik ter njihovo usklajeno delovanje hkrati z nekaterimi strukturnimi dejavniki v ugodnem makroekonomskem okolju delovali v smeri zniževanja inflacije.

Projekcije kažejo, da se bo inflacija v prihodnjih letih ob odsotnosti šokov iz tujega in domačega okolja ustalila na ravni blizu 2,5%, s čimer bi bilo omogočeno izpolnjevanje maastrichtskega inflacijskega kriterija. K temu bo prispevala odsotnost večjih šokov, tako na strani ponudbe kot na strani povpraševanja. Čeprav iz tujine ne pričakujemo šokov, ki bi lahko bistveno preprečili vztrajanje inflacije na doseženi nizki ravni, ostajajo osnovni vir negotovosti cene nafte. Gospodarska rast bo v prihodnje sicer nekoliko presegala ocenjeno potencialno rast, kljub temu pa bodo v veliki meri ohranjena temeljna makroekonomska ravnovesja. Poleg relativno močnega domačega povpraševanja, ki po ocenah ne bo predstavljalo inflacijskih pritiskov, bo k ohranjanju visoke gospodarske rasti prispevalo tudi okrevanje v najpomembnejših trgovinskih partnericah. S tem bo prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti v naslednjih letih postal nevtralen.

Svet Banke Slovenije je mnenja, da Program vstopa v ERM II in prevzema evra, ki sta ga skupaj sprejeli Vlada RS in Banka Slovenije, ter Izjava ERM II odbora ob vstopu Slovenije v ERM II predstavljata okvir za vodenje ekonomskih politik, ki bo omogočilo uspešno bivanje v ERM II in čimprejšnji prevzem evra.

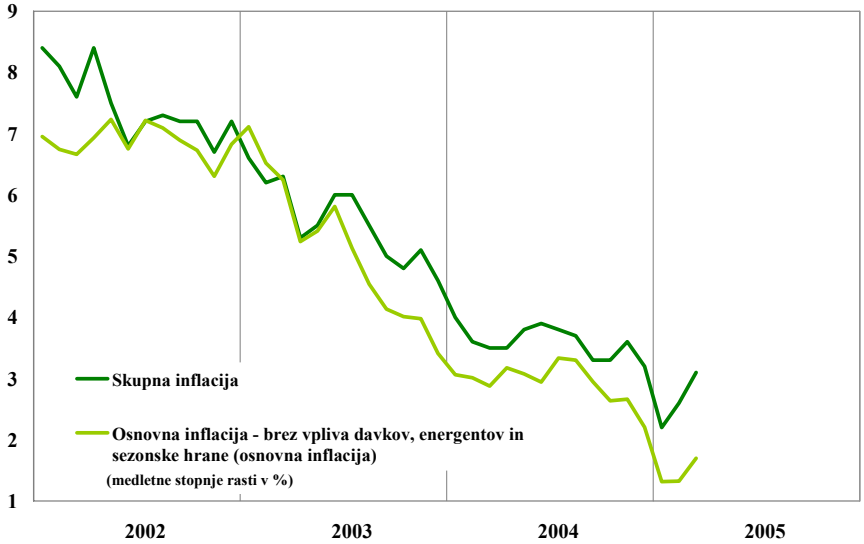
Skupni program opredeljuje tveganja, ki lahko nastanejo na poti do prevzema evra, in daje pregled možnosti za ustrezno odzivanje nanje z vidika koordinacije makroekonomskih politik. V tem kontekstu omenjeni Skupni program ekonomsko logično in učinkovito daje potrebne usmeritve za denarno politiko Banke Slovenije in za ekonomske politike, ki so pod nadzorom Vlade RS. Z ovrednotenjem tveganj je skupni program tudi podlaga za ustrezno preventivno delovanje ekonomskih politik. Učinkovito odzivanje na tveganja in ustrezno preventivno preprečevanje nastajanja inflacijskih šokov je ključnega pomena za uspešen prevzem evra. To pomeni izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev brez nastanka makroekonomskih neravnovesij v gospodarstvu, ki bi se lahko kasneje ponovno odrazila v povečani inflaciji ali upočasnjeni gospodarski rasti. V skladu s svojo zavezo bo Banka Slovenije skrbela za tečajno stabilnost, za stabilnost finančnega sistema in za kredibilnost ter vzdržnost centralnega tečaja.

Svet Banke Slovenije pričakuje, da bo dosledno spoštovanje skupnega programa ter izjave ERM II odbora omogočilo prevzem evra v začetku leta 2007. V gradivu so predstavljena pričakovana gospodarska gibanja in njihov vpliv na izpolnjevanje kriterijev za prevzem evra. Tudi tveganja, povezana z izpolnjevanjem kriterijev, so iz tega vidika ocenjena kot obvladljiva. Pod pogojem, da bodo vse ekonomske politike delovale v skladu z usmeritvami zapisanimi v skupnem programu ter z zavezami iz skupne izjave, je predvideno pravočasno izpolnjevanje vseh kriterijev, ki bo omogočilo prevzem evra v začetku leta 2007.

2. INFLACIJSKA GIBANJA IN DEJAVNIKI INFLACIJE

V letu 2004 se je proces dezinflacije upočasnil v skladu s pričakovanji. Če se je medletna inflacija še v letu 2003 znižala za 2,6 odstotne točke, je v letu 2004 znižanje znašalo 1,4 odstotne točke, v letošnjem letu pa naj bi bilo še nekoliko manjše.

Slika 2.1: Skupna in osnovna inflacija



Vir: SURS, preračun ARC.

S približevanjem maastrichtskemu kriteriju stabilnosti cen pa se približujemo tudi območju, v katerem se bo zaradi procesa realne konvergence dosežena stopnja rasti cen ohranjala v daljšem obdobju. Spodnja meja tega območja je na ravni okoli 2,5% letno. Restriktivnost ekonomskih politik ter trenutno še ugodno makroekonomsko okolje sta omogočala zniževanje inflacije v letu 2004 v skladu s pričakovanji. Cene primarnih surovin in strukturni dejavniki pa so v letu 2004 na inflacijo vplivali različno.

2.1 Od vzdržnega dezinflacijskega trenda do stabilizacije tečaja

Znižanje inflacije in prevzem evra osnovna cilja denarne politike

Novembra 2001 je Svet Banke Slovenije sprejel za svoj cilj prevzem evra v najkrajšem možnem času in znižanje inflacije na raven konvergenčnega kriterija cenovne stabilnosti.[1] Hkrati je začrtal jasno strategijo denarne politike, ki naj bi doseganje tega cilja omogočila kar se da učinkovito.[2] Svet je o vodenju denarne politike javnost obveščal v svojih polletnih poročilih. Denarna politika je temeljila na dolgoročnem vplivu na inflacijo preko nadzora denarnih agregatov, z usmerjanjem realnih obrestnih mer pa na agregatno aktivnost in na srednjeročno dinamiko inflacije. Realne obrestne mere so vzdrževale dezinflacijski trend, ki je nase vezal inflacijska pričakovanja in tako omogočal doseganje postopne dezinflacije brez večjih stroškov za gospodarstvo, ki bi se jim po oceni Banke Slovenije lahko izognili. Vloga tečaja je bila podrejena

[1] Usmeritve denarne politike Banke Slovenije (http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_den_pol.pdf).

[2] Strategija delovanja denarne politike je predstavljena tudi v publikaciji "Kratkoročne usmeritve denarne politike", na primer, maj 2003.

denarni politiki. Z usmerjanjem dinamike nominalnega tečaja je BS zapirala razliko med domačimi in tujimi obrestnimi merami, kar je preprečevalo obrestnoelastične kapitalske pritoke in omogočalo oblikovanje denarne politike glede na domače potrebe. Hkrati pa je bila nominalna dinamika tečaja skladna z ohranjanjem realnega zunanjega ravnovesja oziroma srednjeročno nevtralna glede inflacije in realne dinamike.

Denarna politika je pomembno prispevala k procesu zniževanja inflacije

Z današnjega vidika se je tako osnovana denarna politika, ki je bila možna do vstopa v EU in v ERM II, izkazala za zelo uspešno pri doseganju zastavljenih ciljev. Z ustreznim usmerjanjem realnih obrestnih mer je Banka Slovenija omejevala domače trošenje, zmanjševala presežno agregatno povpraševanje in proizvodno vrzel, kar je postopoma umirjalo rast nominalnih stroškov dela in ostalih domačih stroškovnih dejavnikov. S takim delovanjem se je po letu 2000 obnovil dezinflacijski trend izpred leta 1999, ko je serija inflacijskih šokov inflacijo praktično podvojila na skoraj desetodstotno raven. Kot je prikazano v predhodnih poročilih Banke Slovenije, je bilo zniževanje inflacije oteženo zaradi inflacijskih šokov predvsem fiskalne narave in deloma zaradi indeksacijskih procesov v plačnem sistemu. Uspeh dezinflacijskega procesa se potrjuje v vzdržnosti dosežene nizke stopnje inflacije. Ohranjeno je zunanje ravnovesje, kar izničuje morebitne potrebe po prilagajanju tečaja tolarja. Vseskozi so bili za podjetja zagotovljeni pogoji makroekonomske in finančne stabilnosti. Visoke obrestne mere so deloma preprečevale tudi zadolževanje javnega sektorja in prispevale k ohranjanju javnofinančnega ravnovesja. Ob ustreznem vodenju fiskalne politike zato ni potrebe po dodatnih davčnih pritiskih, ki se praviloma hitro odrazijo tudi v dvigovanju cen.

Potreba in zaveza za koordinirano delovanje ekonomskih politik

Vzdržno znižanje inflacije ob ohranjenem zunanjem in fiskalnem ravnovesju je omogočilo zgodnji vstop v ERM II. Napovedi Banke Slovenije iz aprila 2004 so kazale, da bi bil kriterij cenovne stabilnosti lahko izpolnjen v letu 2006, ob ustreznem vodenju ekonomskih politik. Pogoj za prevzem evra pa je tudi dvoletno bivanje v tečajnem režimu ERM II, kjer je potrebno zagotoviti zadostno stabilnost domače valute v razmerju do evra. Zagotavljanje ekonomskega okolja, skladnega s tečajno stabilnostjo predvideva, da Banka Slovenije temu podredi svojo politiko obrestnih mer, kar onemogoča hkratno skrb za usmerjanje srednjeročnih inflacijskih gibanj. Zato je bil vstop v ERM II pogojen s sprejetjem ustreznega programa za koordinacijo ekonomskih politik, kjer se je Vlada RS zavezala, da bo fiskalna politika podpirala ohranjanje cenovne stabilnosti. Program vstopa v ERM II in prevzema evra sta Banka Slovenije in Vlada RS uskladili in sprejeli novembra 2003. Slovenija pa je kmalu po polnopravnem članstvu v EU, 28. junija 2004, vstopila v ERM II, skupaj z Estonijo in Litvo.

Zaradi doseženih ravnovesij vstop v ERM II ni povzročil šokov v gospodarstvu

Ob vstopu v ERM II je bil določen centralni tečaj za nominalni tečaj med tolarjem in evrom v višini 239,640 SIT za EUR. Stabilizacija nominalnega tečaja na tej ravni je bila mogoča in lahko izvedljiva, ker je bil proces dezinflacije praktično zaključen, makroekonomske projekcije pa so kazale na veliko verjetnost izpolnjevanja kriterija cenovne stabilnosti. Za postavitev centralnega tečaja je bilo potrebno soglasje med Vlado RS, Banko Slovenije, Evropsko Komisijo, Evropsko centralno banko ter vladami in centralnimi bankami evrosistema ter članic ERM II. Skupna ocena je bila, da tržni tečaj v zadostni meri odraža realno ravnotežje. Kakor se je pokazalo po vstopu v ERM II, je bila takšna ocena korektna, saj postavitev nominalnega centralnega tečaja ni bistveno spremenila konkurenčnosti gospodarstva. V procesu nominalne konvergence se s približevanjem maastrichtskemu kriteriju cenovne stabilnosti približujemo tudi spodnjemu robu, ki je vzdržen z vidika realne konvergence. Banka Slovenije pričakuje v letu 2006 konvergenčni kriterij cenovne stabilnosti v okolici 2,5% letno. Ta meja je v Sloveniji dosegljiva samo ob strogi plačni in davčni politiki ter ustreznem upravljanju mikroekonomskih in strukturnih dejavnikov, ki lahko inflacijo prehodno povišujejo ali pa znižujejo glede na njeno ravnotežno raven.

2.2 Makroekonomski dejavniki inflacije

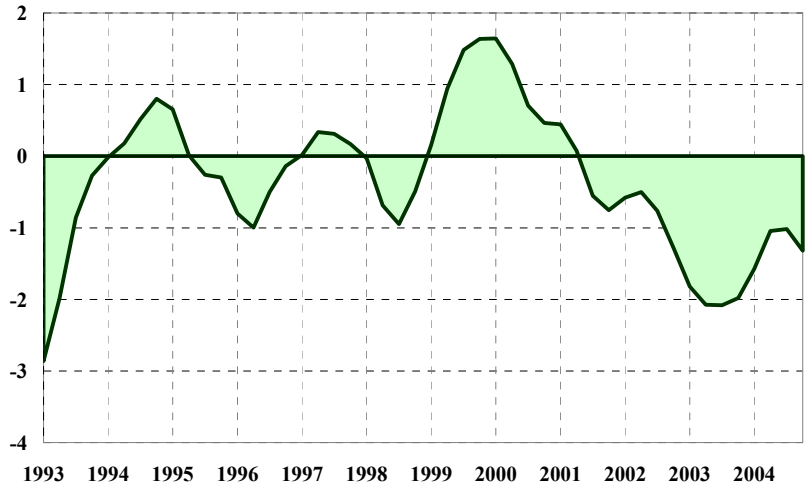
Poleg usklajenega delovanja denarne in fiskalne politike ter nekaterih institucionalnih in strukturnih dejavnikov so na proces zniževanja inflacije v letu 2004 ugodno vplivale tudi makroekonomske okoliščine, tako na ponudbeni strani kot na strani povpraševanja. Kljub visoki gospodarski rasti je proizvodna vrzel ostala negativna, domače povpraševanje pa se ob pospešeni nominalni konvergenci in stabilizaciji tečaja ni prekomerno povečalo. Tudi nekoliko višja rast skupnih plač ni spodbujala povpraševanja tako, da bi le-to delovalo inflacijsko. Hkrati pa je rast realnih plač zaostajala za ocenjeno rastjo produktivnosti ter tako omejevala stroškovne pritiske na višanje cen. Cene primarnih surovin so povečevale stroške podjetij ter tako tudi posredno vplivale, da je bil proces dezinflacije počasnejši, kot bi bil v odsotnosti eksogeno pogojenih cenovnih šokov.

Proizvodna vrzel ostaja negativna kljub hitri rasti domačega povpraševanja

Zapiranje proizvodne vrzeli hitrejše od pričakovanj

Proizvodna vrzel se je zapirala hitreje od naših pričakovanj, vendar je ostala negativna. Gospodarska aktivnost je v letu 2004 porasla za visokih 4,6% in tako presegla naše predhodne napovedi za kar 0,8 odstotne točke. Relativno visoka negativna proizvodna vrzel, ki je nastala v predhodnih treh letih nizke gospodarske rasti[3], in je v sredini leta 2003 presegla 2%, se je tako zapirala hitreje od naših pričakovanj. Kljub temu je razlika med ravnijo potencialnega proizvoda in ravnijo dejanske gospodarske aktivnosti ob ocenjeni rasti potencialnega proizvoda okoli 3,7% ter realizirani rasti BDP v lanskem letu ostala negativna, na ravni okoli 1%. Hitra gospodarska rast je s pospešenim zapiranjem proizvodne vrzeli v letu 2004 predvsem upočasnila proces zniževanja inflacije. Kljub temu je negativna proizvodna vrzel še vedno eden glavnih dejavnikov zniževanja inflacije.

Slika 2.2: Proizvodna vrzel



Opomba: Potencialni BDP je ocenjen kot trend, pri čemer je ocena linearno padajoče realne stopnje rasti potencialnega BDP skladna s procesom realne konvergence.
Vir: Ocena ARC.

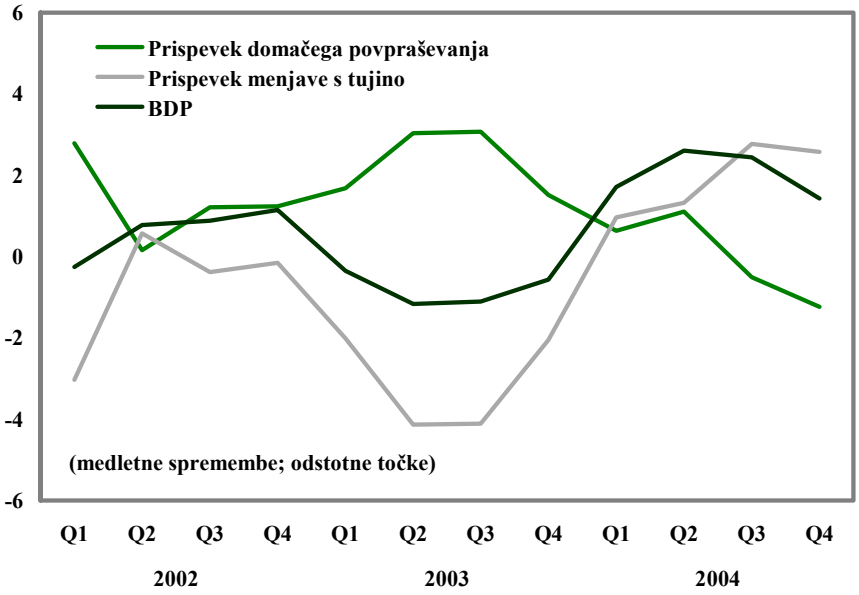
Višje povpraševanje v skladu s pričakovanji ni delovalo inflacijsko

Komponente domačega povpraševanja so se v letu 2004 okrepile v skladu z našimi pričakovanji in ostale na ravni, ki trenutno še ne povzroča inflacijskih pritiskov. Domače povpraševanje se je v letu 2004 povečalo za 4,7%, kar je povsem v skladu s predhodnimi napovedmi. Tako poraba gospodinjstev kot investicijsko trošenje sta porasla v skladu s pričakovanji. Trošenje gospodinjstev je bilo lani najbolj močno pred vstopom v EU, v drugi polovici leta pa se je

[3] Povprečna rast BDP v obdobju 2001-2003 je bila nižja od 3%.

postopoma umirilo. Velik delež je k ohranjanju investicij na visoki ravni lani prispevalo povečevanje zalog, ki pa se je v sredini leta začelo umirjati, ob koncu leta pa so se zaloge začele celo zmanjševati. Kljub temu so v letu 2004 k rasti investicij zaloge prispevale skoraj tretjino. Večje odstopanje od napovedi se je med komponentami domačega povpraševanja pojavilo le pri trošenju države, kjer je restriktivna politika na področju izdatkov za blago in storitve ter na področju plač v javnem sektorju povzročila, da je dejansko trošenje države v letu 2004 za našimi napovedmi zaostajalo za skoraj eno odstotno točko. K povečanju gospodarske aktivnosti je najpomembneje prispevala menjava s tujino, saj se je njen prispevek okrepil za več kot dve odstotni točki. Medtem se je skupni prispevek domačega povpraševanja h gospodarski rasti v letu 2004 ohranil na skoraj nespremenjeni ravni v primerjavi s prispevkom iz leta 2003.

Slika 2.3: BDP v obdobju 2002-2004 - prispevki komponent



Vir: SURS, preračun ARC.

Pospeševanje domačega povpraševanja je v veliki meri pogojeno z nižjimi obrestnimi merami in visoko kreditno aktivnostjo. Denarna politika je s stabilizacijo tečaja ob vstopu v ERM II ter osredotočenjem na njegovo stabilnost ob popolnoma sproščenih kapitalskih tokovih izgubila neodvisnost pri določanju obrestnih mer. V takšnih razmerah je skušala Banka Slovenije zagotoviti najvišje obrestne mere, ki še omogočajo stabilizacijo deviznega trga. Realne obrestne mere so se kljub temu v letu 2004 nekoliko znižale.

Rast plač še vzdržna, stroški dela pa rastejo prehitro

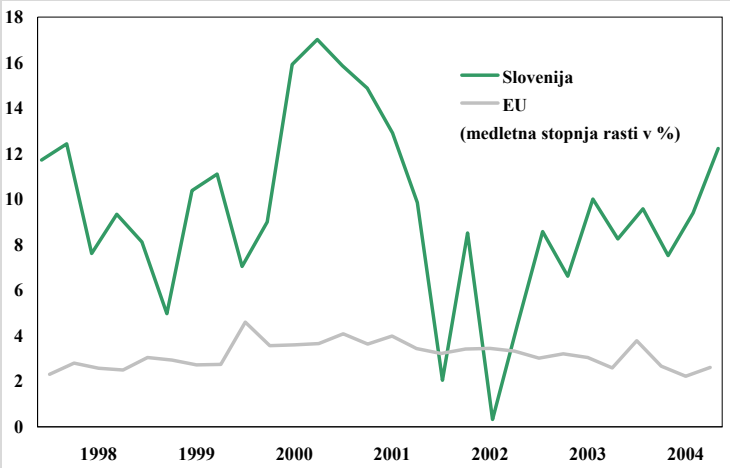
Ob koncu leta je bila dinamika plač zelo visoka

Realne plače so rasle hitreje od naših napovedi. V naših prejšnjih napovedih smo ob zelo počasni rasti plač v prvi polovici leta našo napoved o povprečni letni rasti realnih plač v primerjavi s predhodnimi napovedmi celo znižali za 0,3 odstotne točke, na 1,5%. Dejansko so realne neto plače v celem letu porasle za 2,0%. K takšnemu odstopanju navzgor so prispevale predvsem plače v zasebnem sektorju oziroma plače v storitvenih dejavnostih. Gospodarstvo je tudi v drugi polovici leta raslo hitreje od naših pričakovanj, zaradi ugodnih poslovnih rezultatov pa so podjetja v zasebnem sektorju ob koncu leta razdelila del poslovnih presežkov, kar je močno pospešilo rast plač. Prav tako so v drugi polovici leta dokaj hitro rasle plače tudi v javnem sektorju, kljub temu pa so se v povprečju leta realno zmanjšale. Takšna gibanja ob koncu leta so neugodna predvsem z vidika prenosa hitre rasti plač v naslednje leto ter umirjanja konjunkture, saj se plače na spremenjeno gospodarsko aktivnost odzivajo šele z določenim odlogom.

Okvir 2.1: Stroški dela in prilagodljivost trga dela

Celotni stroški dela zajemajo bruto zaslužke zaposlenega, torej plače, socialne prispevke in davke, ki jih plačuje delodajalec, in vse posredne stroške v zvezi z zaposlitvijo[1]. Po definiciji Eurostata so kot približek stroškov dela v celotnem gospodarstvu upoštevane vse tržne dejavnosti (dejavnosti C-K po definiciji nacionalnih računov), niso pa upoštevane javne storitve. Podatki Eurostata[2] kažejo, da je bila rast celotnih

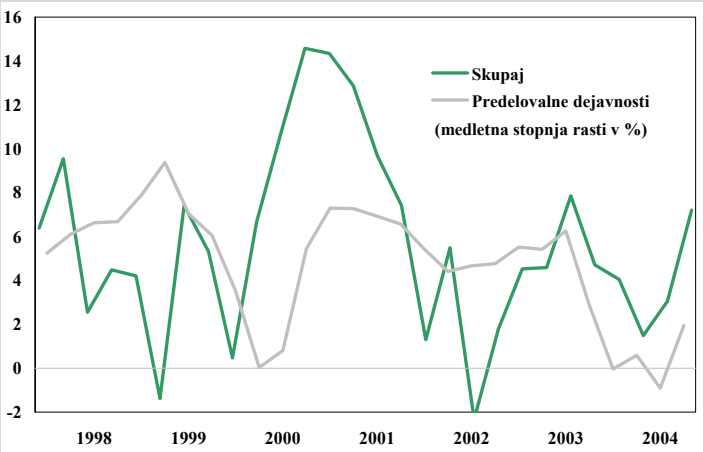
Slika: Stroški dela na dejansko opravljeno uro



Vir: Eurostat, preračuni ARC.

stroškov dela na uro v letu 2004 v Sloveniji med najhitrejšimi v EU. Povprečna medletna rast tako definiranih stroškov dela na uro je v letu 2004 v EU25 po podatkih Eurostata znašala 2,9%, v Sloveniji pa kar 9,7%. V predelovalnih dejavnostih, torej v izrazito menjalnem sektorju, so stroški dela na uro v letu 2004 v EU25 porasli za 3,0%, v Sloveniji pa za 7,3%[3].

Slika: Stroški dela na enoto proizvoda*



* Stroški dela na enoto proizvoda za celotno gospodarstvo so izračunani na podlagi podatka o BDP, za predelovalne dejavnosti pa na podlagi podatkov o industrijski proizvodnji.
Vir: SURS, preračuni ARC.

Deloma je takšne razlike mogoče pojasniti z razlikami v dinamiki gospodarske rasti in ex-post merjene produktivnosti. Hkrati pa je bilo predvsem za leto 2004 značilno, da je bila v Sloveniji rast plač v javnem sektorju tista, ki je prispevala k nižji rasti stroškov dela v celotnem gospodarstvu, v gornjih izračunih pa javni sektor ni upoštevan. Četudi iz primerjav rasti stroškov dela izvzamemo zadnje četrtletje, kjer so medletne stopnje rasti v nekaterih dejavnostih presegle 25%, med njimi so predvsem dejavnosti, v katerih je očitno pomanjkanje konkurence (rudarstvo, distribucija elektrike, plina in vode, gradbeništvo), bo potrebno oblikovanju in dinamiki stroškov dela v prihodnje nameniti posebno pozornost. Prav stroški dela so tako v razmerah ERM II kot v denarni uniji eden od osnovnih dejavnikov zagotavljanja konkurenčnosti gospodarstva in cenovne stabilnosti.

Prilagodljivost trga dela je pomemben dejavnik, ki zagotavlja ustrezno odzivanje gospodarstva na asimetrične šoke oziroma novonastale dejavnike, ki lahko ogrožajo konkurenčnost podjetij. Prilagodljivost pride do izraza še posebno v pogojih stabilnega tečaja, torej tudi v razmerah ERM II oziroma denarne unije, ko se denarna in tečajna politika ne moreta več odzivati in blažiti učinke šokov. Z vidika dolgoročnega razvoja gospodarstva je prilagodljivost trga dela ključnega pomena pri preusmerjanju delovne sile iz manj v bolj perspektivne sektorje. Prilagodljivost trga dela lahko obravnavamo z vidika plač ter vidika zaposlenosti. O prilagodljivosti plač, na katero v veliki meri vpliva način indeksacije, smo pisali že v Poročilu o denarni politiki iz oktobra 2004[4].

Prilagodljivost števila zaposlenih se običajno izraža z merili preprostosti odpuščanja ter s prehodnostjo med zaposlitvami. Enostavnost odpuščanja običajno merimo s t.i. indikatorjem »Employment Protection Legislation« (EPL), ki z različnih vidikov obravnava zaščito zaposlenih z zakonodajnega vidika. Prilagodljivost trga dela, izražena z EPL, je povečala že nova delovna zakonodaja[5] ter Slovenijo uvrstila pred nekatere članice evroobmočja. Večjo prehodnost med zaposlitvami bi zagotovila predvsem povečana mobilnost zaposlenih ter krepitev netipičnih oziroma bolj prožnih oblik zaposlovanja, hkrati pa bi morali biti ukrepi politike zaposlovanja usmerjeni k zmanjševanju strukturne brezposelnosti ter povečanju zaposljivosti posameznih skupin brezposelnih. Na področju netipičnih oblik zaposlovanja Slovenija zaostaja za povprečjem EU[6]. Ker je delež zaposlenih za določen čas v Sloveniji na skoraj povsem enaki ravni kot v povprečju EU, je očitno, da bi bilo potrebno za povečan delež prožnih oblik zaposlovanja pospeševati delež samozaposlenih, zaposlenih s skrajšanim delovnim časom ter dela na domu. Pri prilagodljivosti trga delovne sile je potrebno upoštevati tudi socialni vidik udeležencev na trgu dela ter stroške povezane z mobilnostjo dela (prevoz,…), stroške povezane s prepogostimi menjavami delovnih mest (izguba specifičnega človeškega kapitala vezanega na delovno mesto), stroške povezane z motivacijo na delovnem mestu in tveganjem izgube delovnega mesta, itd. Model uspešne kombinacije prilagodljivega trga dela in relativno visoke ravni socialne varnosti, t.i. »flexicurity« model, predstavlja npr. Danska.

---

[1] Med celotne stroške dela tako poleg plač prištevamo tudi izplačila po pogodbah in po avtorskih pogodbah ter izdatke za prehrano med delom, prevoze na delo in z dela, izdatke za službena potovanja, terenske dodatke, regrese za letni dopust, jubilejne nagrade itd.. Po zadnjih razpoložljivih podatkih SURS za leto 2003 daleč največji delež (80,7%) v celotnih stroških dela za dejansko opravljeno uro predstavljajo prejemki zaposlenih, sledijo delodajalčevi socialni prispevki (14,3%) ter davki (3,9%). Ocenjujemo, da je v letu 2004, rezultati podrobnih anket bodo znani v septembru 2005, prišlo do dodatnega premika v korist deleža izplačil na podlagi uspešnosti poslovanja ter sredstev, ki jih delodajalci vplačujejo v korist zaposlenih v zvezi z dodatnim pokojninskim zavarovanjem.

[2] Podrobnejši podatki o stroških dela in ostale statistike trga dela v državah EU so dostopni na http://europa.eu.int/comm/eurostat/newcronos/reference/display.do?screen=welcomeref&open=/&product=EU_MASTER_labour_market&depth=2&language=en

[3] Podatki SURS-a ob tem kažejo, da so se stroški dela na uro v celotnem gospodarstvu (A-O) v letu 2004 povečali za 8,7%, s podatki Eurostata o zaposlenosti tehtana rast stroškov dela na uro v dejavnostih C-K pa za 8,5%. Rast stroškov dela na uro v predelovalnih dejavnostih ustreza podatku Eurostata, ki znaša 7,3%.

[4] http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_2004q4.pdf (Okvir 4.1)

[5] Sprejem zakona o delovnih razmerjih je na lestvici, ki meri stopnjo zaščite delavcev z zakonodajo, pomenil premik Slovenije s 26. na 16. mesto (Ribaud, Jauiregui, Sanchez-Paramo (2002), Does Eurosclerosis Matter? Social Protection Discussion Paper Series No. 0202, World Bank. Tudi IMF v poročilu Adopting the Euro in Central Europe (2004) ugotavlja, da je indikator EPL v Sloveniji sicer višji kot v večini razvitih oziroma novih članic EU, a je hkrati nižji kot v nekaterih starejših manj razvitih članicah EU.

[6] Employment in Europe 2004, DG Employment and Social Affairs, European Comission, 2004

Čeprav so plače zaostajale za produktivnostjo, so celotni stroški dela rasli prehitro

Bruto plače so v letu 2004 z 2,0% realnim povečanjem v razmerah hitre gospodarske rasti zaostajale za rastjo produktivnosti ter tako sledile določilu socialnega sporazuma. Ker je rast plač zaostajala za ocenjeno produktivnostjo, povečani stroški dela, merjeni z bruto plačami, niso povzročali stroškovnih pritiskov. Kljub temu pa rast realnih plač po dejavnostih opozarja, da se v nekaterih dejavnostih plače oblikujejo v nasprotju z določili socialnega sporazuma. Precej bolj izrazito so se v letu 2004 povečevali nekateri drugi stroški, povezani z delom. Ob upoštevanju celotnih stroškov dela lahko ugotovimo, da je njihova rast povzročala večje stroškovne pritiske. Podjetja jih zaenkrat še niso prelila v višje cene, zato pa so bila po podatkih nacionalnih računov kljub ugodni konjunkturi precej omejevalna na področju zaposlovanja. Prav tako se zaradi visoke rasti stroškov dela zaenkrat še ni bistveno poslabšala konkurenčnost menjalnega sektorja, kar se še naprej kaže v ugodnih izvoznih rezultatih.

Okvir 2.2: Rast realnih plač in ocenjena rast produktivnosti

Socialni sporazum za obdobje 2003-2005 predvideva, da mora realna rast bruto plače na zaposlenega zaostajati vsaj za eno odstotno točko za rastjo produktivnosti. Za Slovenijo kot celoto je bil ta cilj v letu 2004 izpolnjen, saj je ocenjena rast produktivnosti znašala 4,5%, realna rast povprečne bruto plače pa 2,0%. Ne glede na to pa podrobnejši podatki kažejo, da v mnogih sektorjih zapisani cilj iz socialnega sporazuma ni bil dosežen. Med pomembnejšimi sektorji so plače rasle hitreje od produktivnosti v gradbeništvu in izobraževanju, do neizpolnjevanja cilja pa je prišlo tudi v gostinstvu, trgovini ter nepremičninskih in poslovnih storitvah.

Tabela: Indeksi rasti realnih bruto plač in ocenjene produktivnosti po področjih za leto 2004*

	Realna povprečna mesečna bruto plača	Ocenjena produktivnost	**Vrzel**
A Kmetijstvo, lov, gozdarstvo	101,2	115,4	-14,2
B Ribištvo	*101,5*	*99,8*	***1,7***
C Rudarstvo	*105,8*	*104,1*	***1,7***
D Predelovalne dejavnosti	103,4	106,5	-3,1
E Oskrba z elektriko, plinom, paro in vodo	104,4	106,6	-2,2
F Gradbeništvo	*103,4*	*102,8*	***0,6***
G Trgovina in popravila motornih vozil	*103,0*	*103,8*	***-0,8***
H Gostinstvo	*102,0*	*102,0*	***0,0***
I Promet, skladiščenje in zveze	103,0	105,4	-2,4
J Finančno posredništvo	102,3	108,3	-6,0
K Nepremičnine, najem in poslovne storitve	*101,9*	*100,8*	***1,1***
L Javna uprava, obramba, obvezna socialna varnost	96,9	98,2	-1,3
M Izobraževanje	*101,5*	*100,8*	***0,7***
N Zdravstvo in socialno skrbstvo	97,9	100,0	-2,1
O Druge javne, skupne in osebne storitve	*102,3*	*102,7*	***-0,4***
SKUPAJ	102,0	104,5	-2,5

* S krepkim tekstom so označene dejavnosti, v katerih v letu 2004 ni bilo izvajano določilo socialnega sporazuma, po katerem mora realna rast plač zaostajati za rastjo produktivnosti za najmanj eno odstotno točko.
Vir: SURS, preračun ARC.

Hitra rast plač, ki je bila značilna predvsem za storitvene dejavnosti, povzroča inflacijske pritiske stroškovne narave. Ta vpliv je bil viden tudi v letu 2004, saj smo najhitrejšo rast cen zabeležili ravno v skupinah stanovanje, izobraževanje ter gostinske in nastanitvene storitve.

Stabilizacija tečaja tolarja in šibak dolar ugodno vplivata na uvozne cene

Stabilen tečaj tolarja po vstopu v ERM II ugodno vpliva na pričakovanja in uvozne cene

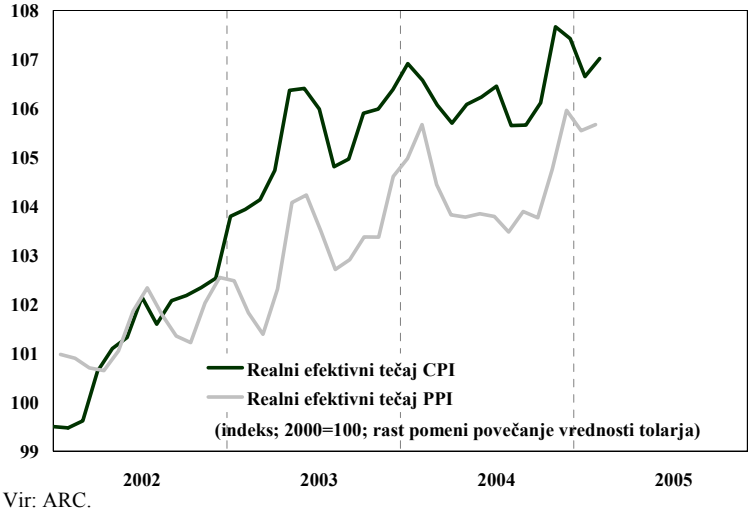
Nekoliko občutnejša apreciacija realnega efektivnega tečaja od pričakovane je dodatno prispevala k zmanjševanju inflacijskih pritiskov na ponudbeni strani. Ker je bil padec vrednosti ameriškega dolarja za dobrih 10% večji v primerjavi z našimi pričakovanji, se je, bolj kot smo pričakovali, povečala vrednost tolarja, izražena z nominalnim efektivnim tečajem. Hkrati so bila gibanja cen doma in v tujini bolj ali manj v skladu s pričakovanji, zato je bila apreciacija realnega efektivnega tečaja večja od pričakovanj. Preko uvoznih cen je tako ugodno vplivala na dezinflacijski proces oziroma na tiste cene menjalnega sektorja, na katere v pretežni meri vplivajo uvozne cene. Tudi sama stabilizacija tečaja tolarja do evra ob vstopu v ERM II je prispevala k umirjanju cen, vezanih na evro, in inflacijskih pričakovanj.

Šibak dolar je blažil vplive visokih cen primarnih surovin

Ugodna gibanja medvalutnih razmerij so v skladu z našimi pričakovanji nekoliko omilila negativne posledice visokih cen nafte in primarnih surovin na inflacijska gibanja. Razmerje USD/EUR je v povprečju leta 2004 znašalo 1,24 USD/EUR, v naših predhodnih napovedih pa smo predvideli razmerje 1,22 USD/EUR oziroma 1,26 USD/EUR v napovedih pred enim letom. Evro je v primerjavi z ameriškim dolarjem v letu 2004 pridobil kar 10%, cene nafte Brent pa so se v USD povečale za 32,6%, izražene v EUR pa za nekaj več kot 20%. Cene primarnih surovin, izražene v evrih, so se zvišale le za dobrih 5%. Kljub pridobivanju vrednosti evra v primerjavi z ameriškim dolarjem so visoke cene primarnih surovin ter predvsem cene energentov zaradi relativno visokega deleža v strukturi trošenja prebivalstva omejevale prekomerno krepitev trošenja

gospodinjstev, hkrati pa so zaradi pritiska na stroške podjetij ter posledičnega zmanjševanja dobičkov zaviralno vplivale na njihovo investicijsko dejavnost.

Slika 2.4: Realni efektivni tečaj



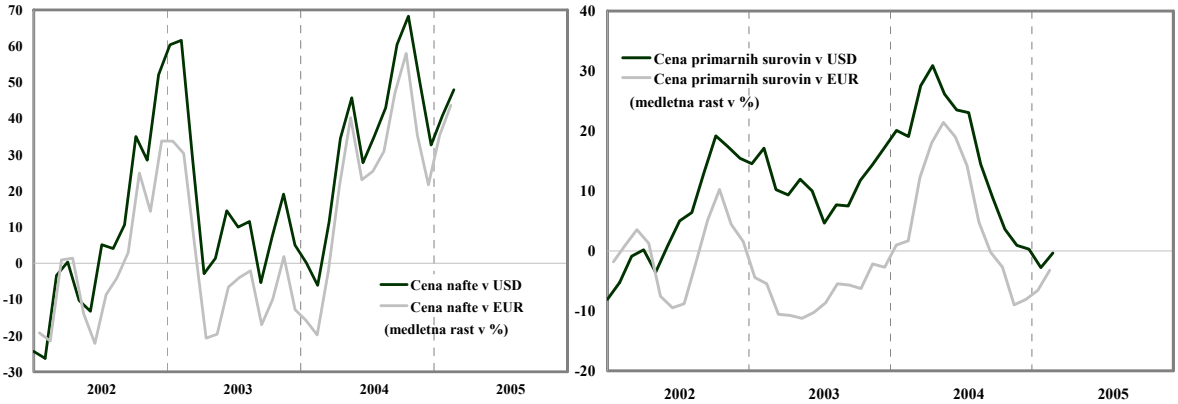
Vir: ARC.

Cene primarnih surovin povzročajo stroškovne pritiske

Cene primarnih surovin in predvsem nafte so delovale inflacijsko

Cene primarnih surovin so rasle precej hitreje od naših predpostavk ter preko uvoznih cen upočasnjevale dinamiko dezinflacijskega procesa. Predpostavka o gibanju cen nafte je bila v zadnjih napovedih dokaj podobna dejanski realizaciji v letu 2004, medtem ko je predpostavka o cenah primarnih surovin odstopala nekoliko bolj. Dejanska cena nafte je bila za 2 USD/sod višja, rast cen primarnih surovin pa za devet odstotnih točk nižja od uporabljenih predpostavk. Nekoliko večja so bila v povprečju odstopanja od predpostavk, uporabljenih v napovedih izpred enega leta, saj je bila dejanska povprečna cena nafte v letu 2004 višja za 10 USD/sod, dejanska rast cen primarnih surovin v višini 16% pa je predpostavko iz lanskega aprila presegla za šest odstotnih točk. V celem letu 2004 so tako cene nafte, kljub politiki Vlade RS, ki je temeljila na acikličnem prilagajanjem trošarin, pomembno upočasnile proces zniževanja inflacije. Politika Vlade RS na področju prilagajanja trošarin je bila v celem letu 2004 nevtralna pri uravnavanju trošarin na bencine, medtem ko so se trošarine na dizelsko gorivo rahlo povečale. S politiko uravnavanja trošarin je Vlada RS hkrati preprečevala prenos šokov v domače cene ob večjih nihajih cen nafte na svetovnem trgu. Cene primarnih surovin in nafte so kljub temu prispevale k višjim uvoznim cenam in preko njih povečevale stroškovne inflacijske pritiske, hkrati pa so skupaj z neugodnimi cenami nafte povzročile za približno pol odstotne točke slabše pogoje menjave, kot smo jih pričakovali pred enim letom.

Slika 2.5: Cene nafte in primarnih surovin



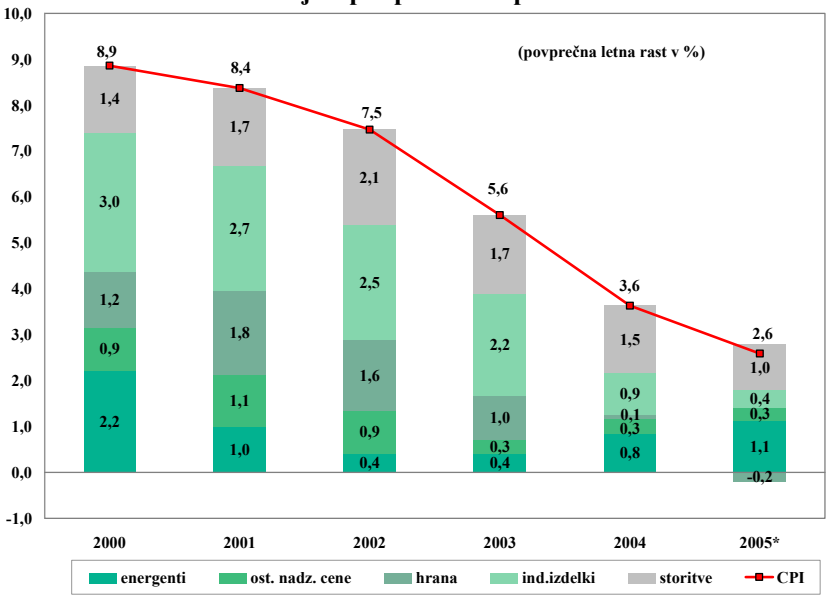
Vir: Reuters, The Economist; preračun ARC.

2.3 Mikroekonomski in strukturni dejavniki inflacije

Strukturne spremembe so lani ugodno vplivale na proces dezinflacije

Znižanje inflacije so poleg ustreznih ekonomskih politik in ugodnih gibanj makroekonomskih dejavnikov v zadnjih letih omogočile tudi nekatere strukturne spremembe. Še posebej izrazit je bil pomen slednjih v lanskem in v začetku letošnjega leta, ko so neugodna gibanja v tujem okolju in pospešeno zapiranje proizvodne vrzeli v zadnjem letu že močno upočasnili proces dezinflacije.

Slika 2.6: Struktura inflacije – prispevki komponent



Opomba: * Povprečna rast v prvem četrtletju 2005.
Vir: SURS, preračun ARC.

Najizrazitejše med njimi:
- znižanje cen hrane
- odprava administrativnih ovir v trgovini z EU
- postopno znižanje cen storitev

Najizrazitejše strukturne spremembe, ki so vplivale na znižanje inflacije v lanskem letu, so znižanje cen hrane, odprava administrativnih ovir v trgovini z EU ter postopno zniževanje rasti cen storitev, ki še naprej predstavljajo najbolj vztrajnostno komponento inflacije. Kljub temu je tekoče gibanje inflacije tako v lanskem kot v letošnjem letu še naprej pod vplivom začasne visoke rasti cen energentov, ki pa vsaj z vidika neposrednih učinkov ne predstavlja večje vztrajnosti. Potencialno nevarnost trajnejšega zvišanja inflacije predstavljajo zato učinki transmisije visokih rasti cen energentov na ostale cene, ki pa zaenkrat še niso vidni.

Visoka rast cen energentov je onemogočila hitrejše zniževanje inflacije

Politika uravnavanja trošarin blažila visoka nihanja cen nafte, …

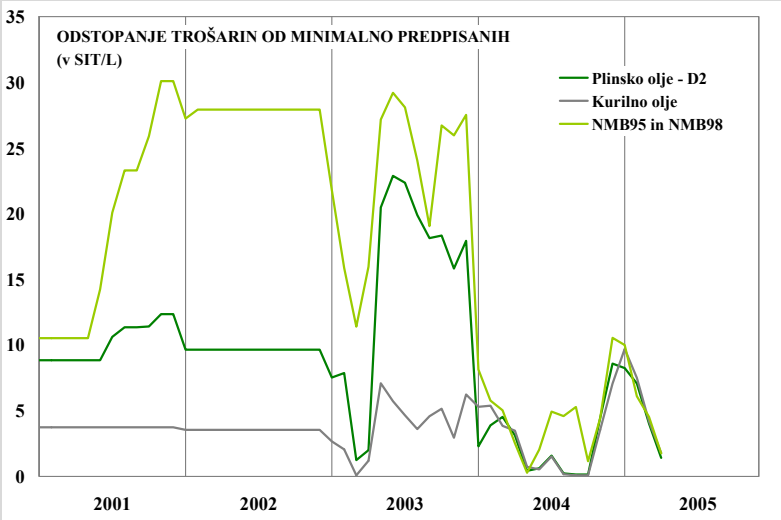
… kljub temu pa ni zadrževala trendne rasti cen naftnih derivatov

Cene energentov so se v lanskem letu zvišale za okoli 11%, prispevek k inflaciji pa je znašal okrog 1,1 odstotne točke. Podobno kot v letu 2003 je tudi lani Vlada RS blažila visoke rasti cen nafte na svetovnem trgu z uravnavanjem trošarin na naftne derivate. Politika uravnavanja trošarin se je v lanskem letu izkazala za učinkovito, saj je blažila visoka mesečna nihanja v cenah nafte, hkrati pa ni umetno zadrževala trendne rasti cen naftnih derivatov (glej Okvir 2.3). Podatki kažejo, da se je pri najpomembnejšem naftnem derivatu rast tujih cen povišala za 21,6%, rast domačih cen pa le za 7,7%. Neposreden prenos rasti tujih cen v domače je tako znašal okrog 35%. Kljub visoki rasti cen energentov pa še ne kaže, da bi prišlo do večjih dodatnih učinkov na inflacijo, predvsem preko rasti plač. Čeprav se je povprečna nominalna plača v lanskem letu povečala za 5,7%, je porast bolj verjetno posledica višje gospodarske rasti kot pa višjih cen energentov. Večji pomen od slednjih so imeli posredni učinki višjih cen energentov na inflacijo. Ti so se izrazili v višjih cenah transportnih storitev, cenah plina ter cenah storitev ogrevanja. Njihov skupni učinek je znašal 0,13 odstotne točke.

Okvir 2.3: Učinkovitost politike uravnavanja trošarin na naftne derivate

Vlada je podobno kot v 2003 tudi v lanskem letu blažila prenos visokih rasti cen nafte na svetovnem trgu v rast domačih cen z uravnavanjem trošarin na naftne derivate. Pri tem je bila omejena z direktivo EU o minimalnih predpisanih trošarinah. Z lanskim letom so se namreč predpisane minimalne trošarine v evrih zvišale za okrog 25%. Zvišanje predpisanih minimalnih trošarin ter hitra rast cen nafte sta tako že v prvi polovici leta omejili vlado v njeni politiki prilagajanja trošarin. Podobno se je zgodilo še oktobra 2004 in aprila 2005, ko je Vlada RS morala ponovno znižati trošarine za naftne derivate na njihov minimum (glej sliko). Kljub večkratnemu znižanju trošarin je vlada v nekaterih mesecih lanskega leta trošarine tudi poviševala, še posebej izrazito ob koncu lanskega leta (novembra in decembra), ko se je cena nafte ponovno spustila pod 40 USD za sod.

Slika: Politika uravnavanja trošarin na naftne derivate



Vir: preračuni ARC.

Rast cen naftnih derivatov je tako v zadnjem letu prispevala k inflaciji okrog eno odstotno točko, kar pa je za okoli 0,1 odstotne točke več, kot bi znašal prispevek rasti cen naftnih derivatov, če Vlada RS ne bi prilagajala trošarin. Prve ocene namreč kažejo, da bi bil prispevek rasti cen naftnih derivatov ob nespremenjenih trošarinah okrog 0,9 odstotne točke. Kljub temu, da sta učinka skoraj enaka, je politika acikličnega prilagajanja trošarin zmanjšala nihanja cen energentov, s tem pa preprečila morebitne motnje v gospodarstvu, zadrževala inflacijska pričakovanja in minimizirala sekundarne učinke na inflacijo. Ker so cene manj prilagodljive navzdol kot navzgor, lahko visoka nihanja cen energentov povzročijo presežno stroškovno inflacijo, še posebej, kadar je rast cen začasna.

Dodatni izračuni pokažejo, da je bil v lanskem letu učinek prenosa rasti tujih cen naftnih derivatov v domače cene najmanjši pri neosvinčenem bencinu, in je znašal 35%, medtem ko je bil učinek največji pri cenah kurilnega olja, in je znašal okrog 63% (glej tabelo). Učinek prenosa pri dizelskem gorivu je bil okrog 47%. Večji prenos rasti cen dizelskega goriva glede na neosvinčen bencin je zato v letošnjem letu povzročil, da je postalo dizelsko gorivo ponovno dražje od neosvinčenega bencina.

Tabela: Učinek prenosa rasti tujih cen naftnih derivatov v domače cene

Medletna rast v % (dec.03/dec.04)	NMB95	NMB98	dizel - D2	kurilno olje
Tuje cene naftnih derivatov v USD	31,1	28,9	52,5	58,6
Devizni tečaj (SIT/USD)	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1
Tuje cene naftnih derivatov v SIT	21,8	19,8	41,7	47,3
Domače cene naftnih derivatov v SIT	7,7	7,5	19,5	30,0
Učinek prenosa tujih cen na domače cene[1]	35%	38%	47%	63%

Opomba: [1] Izračun učinka: domače cene v SIT / tuje cene v SIT.
Vir: ocena ARC.

Relativno toga politika nadzorovanih cen in trošarin

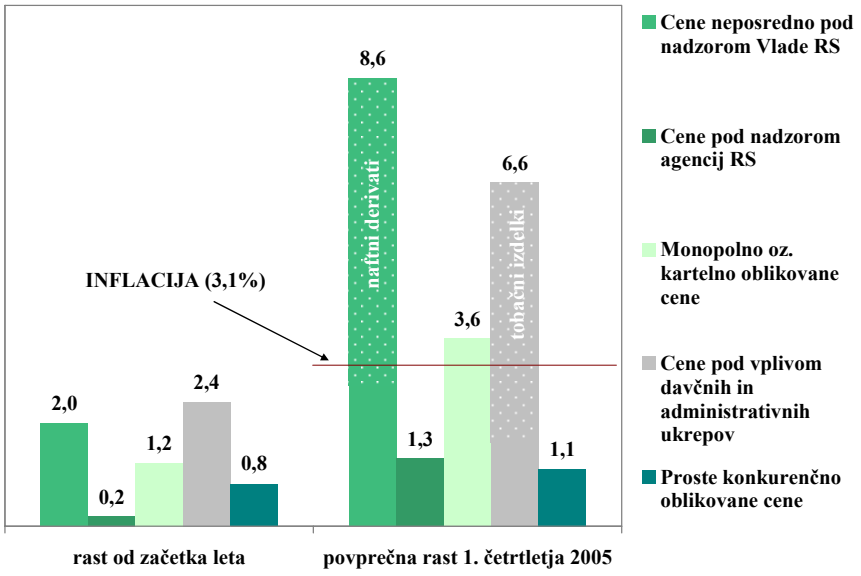
Rast nadzorovanih cen lani ponovno prehitela rast prostih cen

Gibanje nadzorovanih cen je bilo v lanskem in predlanskem letu bolj umirjeno kot v prejšnjih letih, kljub temu pa njihova rast še naprej prehiteva rast prostih cen. Rast slednjih je lani znašala 2,2%, medtem ko so nadzorovane cene brez upoštevanja cen energentov porasle za okrog 3,9%. Čeprav se je Vlada RS držala dela načrta uravnavanja reguliranih cen za leti 2004 in 2005, sprejetega decembra 2003, ki natančneje določa rast cen posameznih proizvodov, ji ni uspelo izpolniti splošnih usmeritev omenjenega načrta, ki predvidevajo počasnejšo rast nadzorovanih od prostih cen. Pričakovanja glede hitrosti dezinflacije so bila ob sprejetju tega načrta očitno bolj pesimistična, kot se je izkazalo kasneje, dinamika nadzorovanih cen pa se temu ni prilagodila. Čeprav rast nadzorovanih cen v zadnjih dveh letih ni bila inflacijska, bi ob restriktivnejši politiki nadzorovanih cen lahko bila skupna inflacija še nižja.

Usklajevanje trošarin na cigarete lani dodatno omejilo hitrejše zniževanje inflacije

Tudi usklajevanje trošarin na cigarete je dodatno omejevalo hitrejše zniževanje inflacije. Samo v lanskem letu je uskladitev trošarin na cigarete prispevala k inflaciji okrog 0,2 odstotni točki. Prav toliko pa naj bi znašal posamičen prispevek usklajevanja še v letih 2005 in 2006. Usklajevanje trošarin na cigarete lahko zato pomembno vpliva na izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev, saj bo neposredno učinkovalo na inflacijo vsaj še naslednja tri leta. Pomen neugodnih inflacijskih učinkov usklajevanja trošarin na cigarete bo toliko večji v primeru nadaljnje rasti cen nafte na svetovnem trgu, ki bi lahko zaradi asimetričnih učinkov na inflacije posameznih držav zviševala domačo inflacijo hitreje, kot bi se zviševal maastrichtski kriterij[4]. Kljub temu so rasti prostih konkurenčno oblikovanih cen, monopolnih cen in cen pod nadzorom agencij RS ostale v zadnjem letu nizke in skladne z inflacijo.

Slika 2.7: Rast cen življenjskih potrebščin



Opomba: Iz skupine proste konkurenčno oblikovane cene smo izločili cene, ki so bile v zadnjem letu pod neposrednim vplivom davčnih in administrativnih ukrepov, cigarete in neprofitne najemnine, ki predstavljajo 3,9% vseh proizvodov v indeksu cen življenjskih potrebščin.
Vir: SURS, preračun ARC.

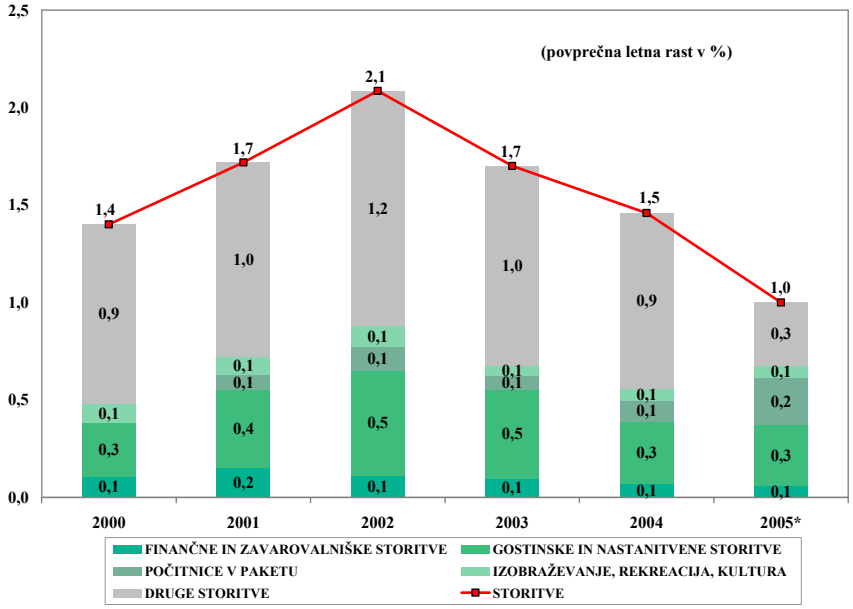
[4] Asimetričnost učinkov rasti cen nafte na inflacije posameznih držav je v pretežni meri posledica različnih uteži cen naftnih derivatov v indeksih posameznih držav ter različne višine trošarin glede na nabavno ceno posameznega naftnega derivata.

Cene storitev vendarle pod vplivom dezinflacijskega procesa[5]

Povprečna rast storitev v prvem četrtletju letos le še 4,2%

Po več letih vztrajnih rasti cen storitev so se te v lanskem letu začele postopoma umirjati. Povprečna letna rast cen storitev se je lani znižala s 7,1% v povprečju 2003 na 6,3%, v povprečju prvega četrtletja letos pa je znašala le še 4,2%. Kljub temu ostaja rast cen najpomembnejših storitev še naprej visoka. Najbolj vztrajne rasti imajo še naprej cene gostinskih in nastanitvenih storitev, ki k povprečni letni inflaciji prispevajo okrog 0,3 odstotne točke. Močno se je v zadnjih letih zvišal še delež prispevka rasti cen počitnic, ki narašča tako zaradi hitrejše rasti cen, kot zaradi vedno večjega deleža v indeksu cen življenjskih potrebščin.

Slika 2.8: Prispevki komponent storitev k inflaciji



Opomba: * Povprečna rast v prvem četrtletju 2005.
Vir: SURS, preračun ARC.

Pocenitev hrane je lani prehodno znižala inflacijo

Pocenitev hrane za 0,8% je bila lani pod pretežnim vplivom …

Cene hrane so se lani pocenile in močno prispevale k zniževanju inflacije. V celem letu se je hrana pocenila za 0,8%, inflacija pa je bila zato nižja za okoli 0,8 odstotne točke. Na pocenitev hrane sta vplivala predvsem dva dejavnika, in sicer ukinitev carin na nekatere proizvode po vstopu Slovenije v EU ter splošna pocenitev hrane v EU.

… ukinitve carin in znižanja cen hrane v EU

Prve ocene kažejo, da je ukinitev carin na prehrambene izdelke po vstopu Slovenije v EU znižala cene hrane za okrog 2%. Zaradi njihovega sezonskega gibanja je bil učinek ukinitve carin prisoten v daljšem obdobju več mesecev. Kljub deregulaciji cen hrane leta 2002, ki je že pred vstopom Slovenije v EU povišala raven konkurence, se je ta lani še dodatno povečala. Podatki namreč kažejo, da se je v obdobju po ukinitvi carin uvoz prehrambenih izdelkov povečal za okrog 16%. Cene hrane pa so se lani še dodatno znižale zaradi splošnega znižanja ravni cen hrane v EU za 1,5%. Gre predvsem za stare članice EU, ki so bile soočene s povečano konkurenco iz novih članic (kjer pa so ravni cen hrane praviloma narasle).

Kljub rasti cen sezonske hrane se cene nesezonske hrane v zadnjih mesecih še naprej umirjajo

Skupni učinek znižanja cen hrane po vstopu v EU je tako znašal okrog 3,5%, kar je znižalo inflacijo za okrog 0,7 odstotne točke. Z izjemo rasti cen sezonske hrane se rasti cen ostalih prehrambenih izdelkov še naprej umirjajo v vseh podskupinah, njihova raven pa je podobna tisti v EU.

[5] Med storitvami upoštevamo tiste, ki niso pod nadzorom Vlade RS in se oblikujejo prosto.

Odprava administrativnih ovir

Odprava administrativnih ovir pospešila pretok blaga, povečala posredno konkurenco …

Povprečna letna rast cen industrijskih proizvodov, ki so del indeksa cen življenjskih potrebščin, je lani znašala 2,3%, kar je v primerjavi s prejšnjimi leti, ko je bila ta okrog 6%, bistveno manj. Razlogov za počasnejšo rast je več, med najpomembnejše pa štejemo ukinitev carin po vstopu Slovenije v EU. Z odpravo carin je prišlo do odprave tako censkih kot administrativnih ovir pri pretoku blaga med Slovenijo in ostalimi državami EU. S tem se je povečal pretok blaga, slovenska podjetja pa so postala še bolj izpostavljena posredni konkurenci iz tujine.

… ter povzročila hitrejše prilagajanje cen sezonskih proizvodov

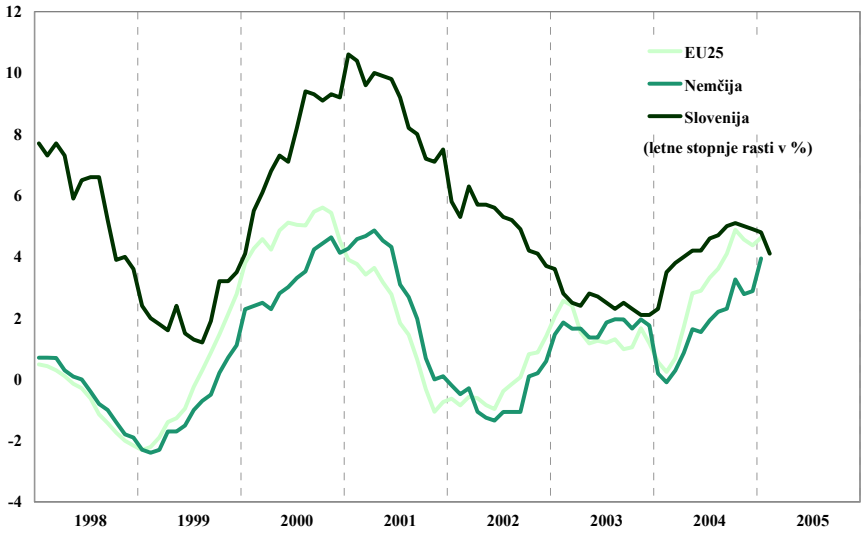
Poleg znižanja cen sta hitrejši pretok blaga in povečana posredna konkurenca povzročila hitrejše prilagajanje cen sezonskih proizvodov. Slednje je bilo opaziti tako pri cenah sezonske hrane kot pri cenah obleke in obutve. Še posebej v zadnjem obdobju povzročajo spremembe v sezonski komponenti večja nihanja v stopnjah medletne inflacije, ki je zato vse manj indikativna za analizo dezinflacijskega procesa.

Rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih skladna z gibanjem v EU

Visoka rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih lani prehodne narave, gibanje cen pa skladno s tistim v EU

Po večletnem obdobju zniževanja medletnih stopenj rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih so se v letu 2004 te ponovno zvišale. Ob koncu leta je tako medletna rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih znašala 4,9%, kar je za 2,8 odstotne točke več, kot je znašala decembra 2003. Kljub tej pospešeni rasti v lanskem letu, se rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v zadnjih mesecih postopoma umirja in se giblje skladno s cenami industrijskih proizvodov v EU. Medletna rast se je tako s 4,9% v decembru znižala na 3,8% v marcu.

Slika 2.9: Primerjava cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih

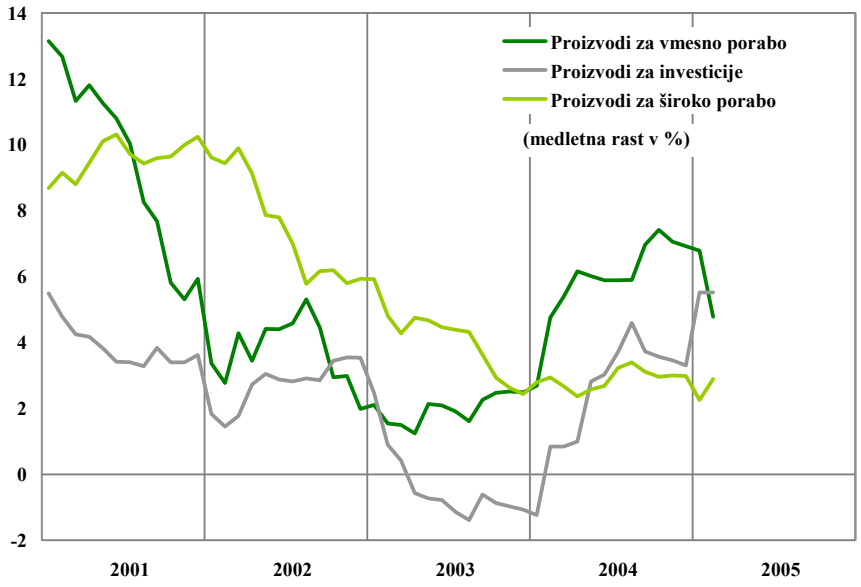


Vir: Eurostat.

Usklajeno gibanje cen proizvajalcev v Sloveniji in v EU kaže na verjetno visoko konvergenco ravni teh cen

Lanskoletna pospešena rast cen industrijskih proizvodov domačih proizvajalcev je bila prehodna in v pretežni meri posledica hitrejše rasti cen industrijskih proizvodov v tujini, delno pa tudi zaradi nizke osnove iz predpreteklega leta. Usklajeno gibanje rasti cen industrijskih proizvodov s tistima v EU in v Nemčiji v zadnjih dveh letih kaže na verjetno visoko konvergenco ravni cen teh proizvodov. Zgodovinsko višja medletna rast v Sloveniji je zato v pretežni meri pogojena s postopnim dohitevanjem ravni teh cen v EU. Konkurenca na strani končne potrošnje zadržuje hitrejši prenos rasti cen industrijskih proizvodov v rast cen življenjskih potrebščin, ki je zato počasnejši in skladen s prenosom v EU.

Slika 2.10: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih



Vir: SURS, preračun ARC.

Hitra rast cen proizvodov za vmesno porabo posledica visokih cen primarnih surovin

Med industrijskimi proizvodi pri proizvajalcih so se lani najbolj podražili proizvodi za vmesno porabo, 6,9%, pri čemer je rast cen surovin znašala 7,1%, rast cen energentov pa 6,4%. Podobno je bilo tudi gibanje medletnih stopenj rasti cen proizvodov za investicije, ki so se do sredine leta pospešeno dvigovale, proti koncu leta pa so se umirile na ravni 3,3%. Bolj umirjeno so se gibale cene proizvodov za široko porabo, ki so v letu 2004 porasle za 3,0%. Hitra rast cen proizvodov za vmesno porabo je v pretežni meri posledica nizke osnove iz lanskega leta ter rasti cen nafte in drugih surovin. Na hitrejšo rast cen proizvodov za investicije pa je poleg nizke osnove vplivala še pospešena gradnja avtocest, stanovanj in izvajanje drugih večjih investicijskih projektov.

3. VODENJE DENARNE POLITIKE

Glavna usmeritev Banke Slovenije in Vlade RS je uvedba evra v začetku leta 2007

Temeljni cilj denarne politike je stabilnost cen. Inflacija se postopoma zmanjšuje, pri tem so temeljna makroekonomska ravnovesja ostala v skladu z napovedmi. Banka Slovenije in Vlada RS se zavzemata za prevzem evra v začetku leta 2007 v skladu s skupnim Programom vstopa v ERM II in prevzemom evra[6]. Banka Slovenije zato s svojo denarno in tečajno politiko ustvarja pogoje, ki bodo omogočali sodelovanje v ERM II najkrajše možno obdobje.

3.1 Instrumenti denarne politike v pogojih ERM II

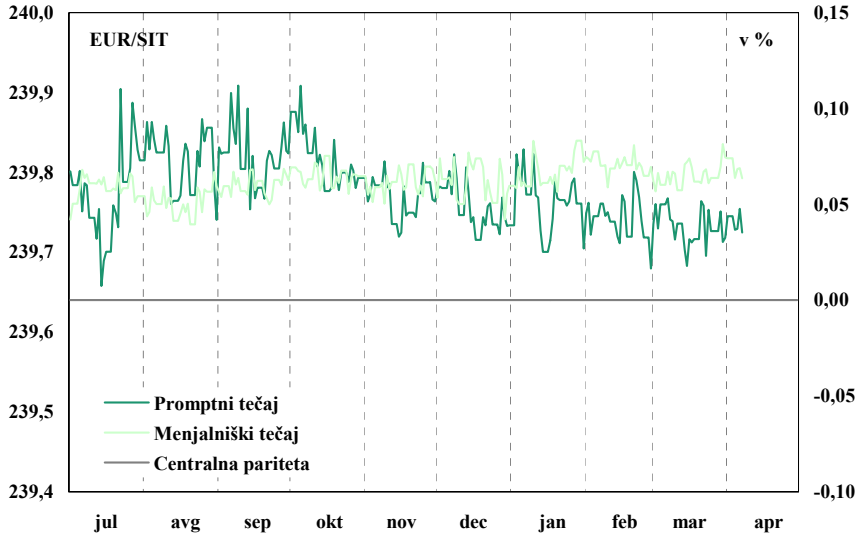
28. junija je Slovenija vstopila v ERM II

Slovenija je 28. junija 2004 vstopila v mehanizem deviznih tečajev ERM II, kar je eden od pogojev za uvedbo evra. V dogovoru s pristojnimi evropskimi institucijami je bila ob vstopu določen centralni tečaj, ki znaša 239,640 SIT za 1 EUR. Tečaj evra lahko niha okoli centralnega tečaja v razponu 15%.

Odstopanja tržnih deviznih tečajev od centralnega tečaja so zanemarljiva

Od vstopa v ERM II Banka Slovenije vzdržuje stabilnost nominalnega deviznega tečaja. V dosedanjem obdobju bivanja v ERM II so odstopanja tržnih deviznih tečajev od centralnega tečaja zanemarljiva. Tečaj na promptnem deviznem trgu[7] je od vstopa v ERM II do začetka aprila 2005 v povprečju odstopal od centralnega tečaja za 0,06%, največje odstopanje pa je bilo 0,11%. Še manjša je bila volatilnost tečaja na menjalniškem trgu. Oba tečaja sta se gibala nad centralnim tečajem.

Slika 3.1: Tržni devizni tečaji in odstopanja od centralnega tečaja



Vir: Banka Slovenije.

Trgi tujega denarja so v ravnovesju

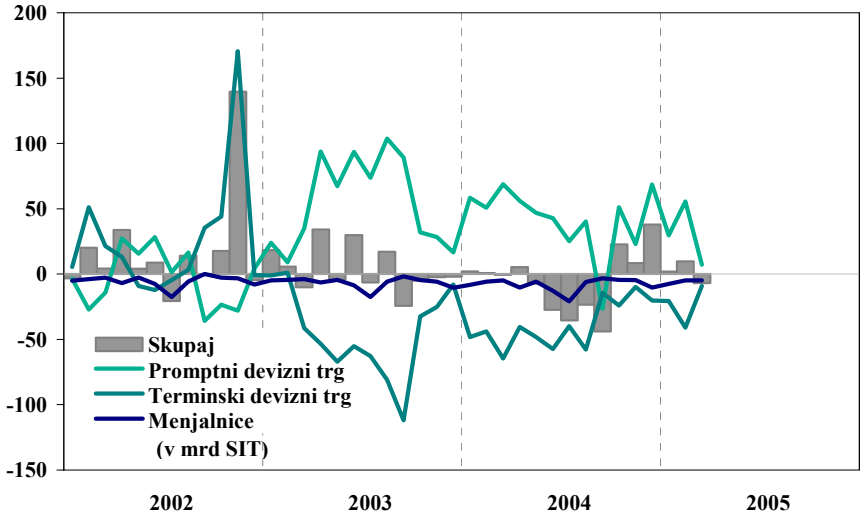
Po vstopu v ERM II na trgih tujega denarja ni bilo večje presežne ponudbe ali povpraševanja po tujem denarju. Od julija 2004 do marca 2005 je presežno povpraševanje na trgih tujega denarja znašalo 28,8 mrd SIT. To obdobje lahko razdelimo na tri podobdobja: tretje četrtletje 2004 s presežnim povpraševanjem, zadnje četrtletje 2004 s presežno ponudbo in prvo četrtletje 2005, ko je bila

[6] Glej Program vstopa v ERM II in prevzema evra (november 2003), http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/ERM2%20_BS_Vlada_200311.pdf

[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 transakcije med bankami.

ponudba enaka povpraševanju po tujem denarju. Pri tem je na terminskem in menjalniškem trgu povpraševanje vseskozi presegalo ponudbo tujega denarja, na promptnem trgu pa je bila ponudba večja od povpraševanja po tujem denarju.

Slika 3.2: Presežna ponudba/povpraševanje na trgih tujega denarja



Vir: Banka Slovenije.

Potreb po tečajnih intervencijah ni bilo

Ob ravnotežjih na trgih tujega denarja ni bilo potrebe po tečajnih intervencijah Banke Slovenije. Ob vstopu v ERM II je Banka Slovenije z določitvijo izhodiščnega tečaja tri dni posredno intervenirala na trgih tujega denarja in s tem signalizirala bankam njeno usmerjenost v vzdrževanje centralnega tečaja in prenehanje obdobja depreciacije. V začetku julija je povišala ceno obratnega deviznega swapa ter s tem bankam omogočila cenejši dostop do začasne devizne likvidnosti. Ker je z vstopom v ERM II stabilen devizni tečaj postal temeljna usmeritev denarne politike, je Banka Slovenije v svoj instrumentarij vključila tudi možnost neposrednega posredovanja na medbančnem deviznem trgu z nakupom ali prodajo deviz. Banka Slovenije je omenjeni instrument uporabila le enkrat in sicer 27. julija 2004, ko je neposredno prodala devize. S tem je trgu še enkrat signalizirala, da je trendna depreciacija tolarja končana.

Vzdrževanje stabilnega deviznega tečaja podreja obrestno politiko Banke Slovenije dejavnikom, ki so od Banke Slovenije neodvisni. Med njimi sta zlasti pomembna:

- obrestne mere v evroobmočju, ki se v osnovi oblikujejo na podlagi denarne politike ECB in
- rizične premije, ki jih oblikujejo pogledi tujih investitorjev na deželno in valutno in likvidnostno tveganje.

Ključne obrestne mere Banke Slovenije nespremenjene

Obrestna mere refinanciranja pri ECB je od junija 2003 nespremenjena in znaša 2,0%. Prav tako gibanja na trgih tujega denarja ne nakazujejo, da bi se rizična premija Slovenije od vstopa v ERM II spremenila. Banka Slovenije zato po vstopu v ERM II ni spreminjala svojih ključnih obrestnih mer.

Banka Slovenije je dvakrat, in sicer decembra in aprila, zvišala ceno začasnega odkupa deviz in s tem ceno refinanciranja za skupno 0,5 odstotne točke. Namen omenjene strukturne prilagoditve je bilo zagotavljanje nadaljnje stabilnosti na denarnem trgu.

Obrestne mere na instrumente Banke Slovenije so aprila 2005 znašale za:

- refinanciranje 3,5%,
- devizni swap 1,5%,
- obratni devizni swap 1,0%,

- lombardno posojilo 5,0%,
- 60 dnevni tolarski BZ 4,0% in
- depozit čez noč 2,25%.

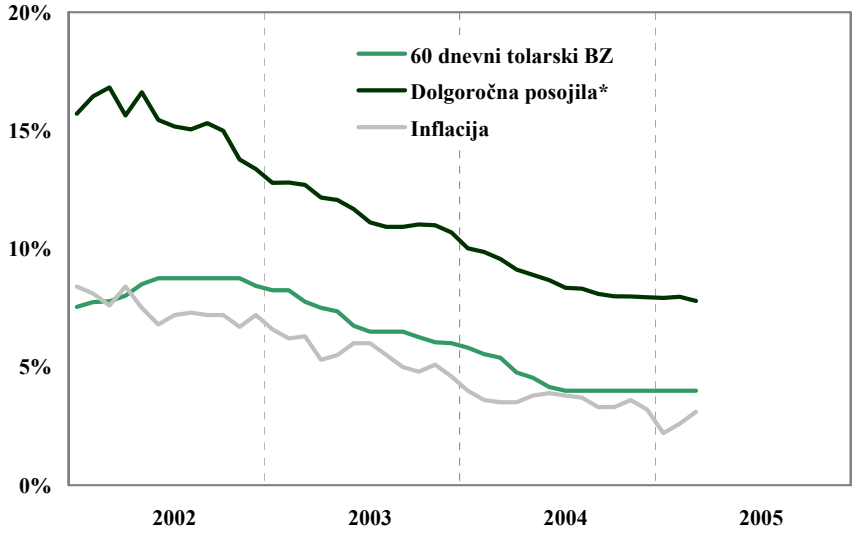
Razlika med obrestno mero 60 dnevnega tolarskega BZ in ključno obrestno mero ECB od vstopa v ERM II ostaja nespremenjena in znaša 2 odstotni točki.

3.2 Denarna politika in makroekonomska gibanja

Banka Slovenije je ohranjala obrestne mere na čim višji ravni

Banka Slovenije je v okviru omejitev, ki jih prinaša bivanje v ERM II, ohranjala obrestne mere na čim višji ravni, ki je še skladna s stabilnostjo na deviznem trgu. S tem je Banka Slovenije skušala preprečevati inflacijske pritiske, ki bi jih lahko sprožalo pretirano kreditiranje oziroma trošenje. Od vstopa v ERM II se je inflacija znižala za 0,7 odstotne točke, nominalne obrestne mere Banke Slovenije pa so ostale nespremenjene.

Slika 3.3: Vzdrževanje realnih obrestnih mer



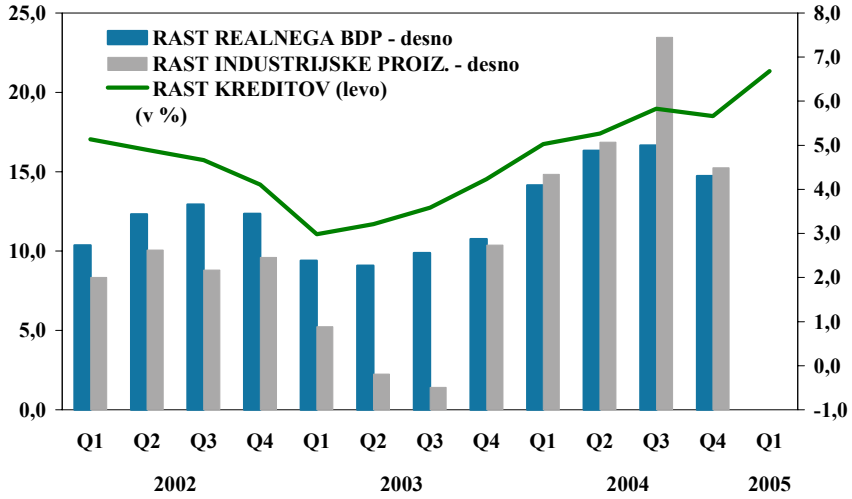
* do oktobra 2002 vključena tudi posojila s klavzulo TOM, od novembra 2002 pa le tista z nominalno obrestno mero.
Vir: Banka Slovenije.

Povečana kreditna aktivnost v skladu z ostalimi makroekonomskimi gibanji

Povečana kreditna aktivnost je povezana z močnejšo gospodarsko rastjo in postopnim zmanjševanjem obrestnih mer. Gospodarska rast se je začela krepiti v sredini leta 2003, ko je medletna rast realnega BDP znašala manj kot 2,5%, medletna rast industrijske proizvodnje pa je bila celo negativna. V zadnjem četrtletju 2004 je rast realnega BDP znašala 4,3%, rast industrijske proizvodnje pa 4,5%. K oživitvi gospodarske aktivnosti in kreditiranja je deloma prispevalo tudi znižanje realnih obrestnih mer, ki se je začelo v začetku leta 2004 in je predvsem posledica potrebe po nominalni konvergenci in vstopa v ERM II. Kreditiranje se je začelo postopoma krepiti v sredini leta 2003, ko je medletna stopnja rasti znašala okoli 10%. Do začetka leta 2005 se je medletna stopnja rasti kreditiranja okrepila in dosegla nekaj nad 20%.

Od vstopa v ERM II se kreditiranje gospodarstva in gospodinjstev še naprej postopoma krepi, kreditiranje države pa ostaja nespremenjeno. Junija 2004 je medletna stopnja rasti kreditiranja gospodarstva znašala 17,7%, gospodinjstev pa 16,0%. Do februarja 2005 se je rast kreditiranja gospodarstva in gospodinjstev povečala za približno 6 odstotnih točk. V enakem obdobju je medletna stopnja rasti kreditiranja države ostala bolj ali manj nespremenjena.

Slika 3.4: Krediti in gospodarska aktivnost

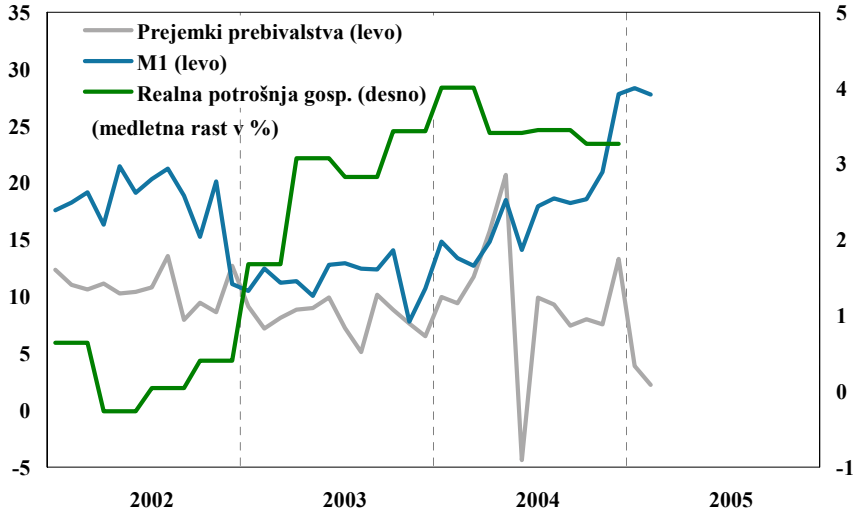


Vir: Banka Slovenije.

Relativno močna rast M1 je povezana z večjo domačo potrošnjo

Povečevanje denarnega agregata M1 je posledica močnejše domače potrošnje in večjih prejemkov prebivalstva. Kot je vidno iz slike, so dolgoročnejši trendi v gibanju M1 povezani z rastjo potrošnje gospodinjstev. Potrošnja gospodinjstev se je začela opazneje krepiti v začetku leta 2003 in dosegla rast 4,0% v prvem četrtletju 2004. Relativno visoka rast se je ohranila v celotnem letu 2004. Medletna rast M1 se krepi od sredine leta 2003, ko je znašala pod 8%, tako da je ob koncu leta 2004 in v začetku leta 2005 dosegla preko 25%. Kratkoročna volatilnost M1 je v veliki meri povezana s prejemki prebivalstva. Posebno očiten je začasen porast medletne stopnje rasti M1 v sredini in ob koncu leta 2004, ki ga lahko pojasnimo z večjimi dodatki (regresi in trinajste plače) ter verjetno deloma zamaknjenim obdobjem pri izplačilih glede na predhodno leto.

Slika 3.5: Denarni agregat M1, prejemki prebivalstva in domača potrošnja



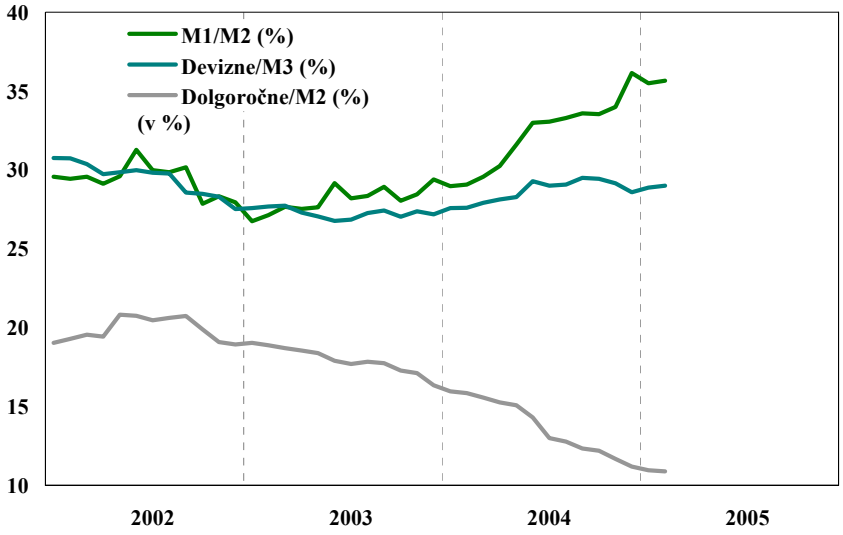
Vir: Banka Slovenije.

Zmanjševanje ročnosti vlog

Zmanjševanje ročnosti in spremembe v valutni strukturi vlog so posledica večje domače potrošnje in položnejše krivulje obrestnih mer. Delež M1 v M2 postopoma narašča od sredine leta 2003, ko je znašal nekaj nad 25%, in dosegel preko 35% v začetku leta 2005. Delež deviznih vlog v M3 je do sredine leta 2003 padal in se nato do sredine leta 2004 povečeval. Po vstopu v ERM II se je ta delež ustalil na ravni okoli 29%. Povečevanje deviznih vlog v obdobju pred vstopom v ERM II lahko pripišemo negotovosti glede časa vstopa v ERM II in postavitve centralnega tečaja. Delež dolgoročnih tolarskih vlog v M2 se v

zadnjih dveh letih zmanjšuje, kar lahko pripišemo tako negotovosti pred vstopom v ERM II, kot zniževanju obrestnih mer ter položnejši krivulji obrestnih mer. V zadnjih dveh letih do februarja 2005 se je povprečna obrestna mera za vezane tolarske vloge z ročnostjo do enega meseca zmanjšala za nekaj manj kot 2 odstotni točki, za tiste vezane nad enim letom pa za več kot 4 odstotne točke.

Slika 3.6: Ročnost in valutna struktura vlog

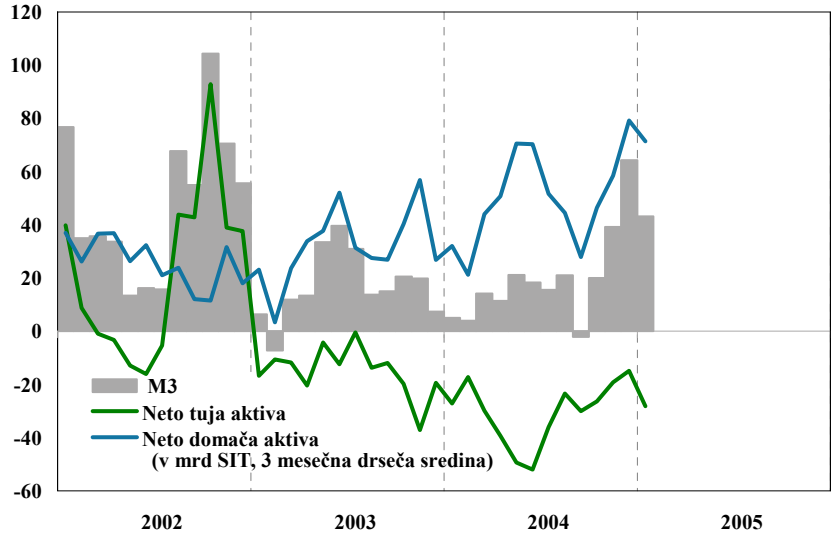


Vir: Banka Slovenije.

Počasna rast širokih denarnih agregatov je posledica plačilnobilančnih odlivov…

Kljub relativno močni kreditni aktivnosti je rast širokih denarnih agregatov zaradi plačilnobilančnih odlivov skromna. Kot je razvidno iz slike, se neto tuja aktiva (NTA), ki kaže prispevek plačilnobilančnih tokov k rasti M3, od začetka leta 2003 zmanjšuje. Tako se je v letu 2003 NTA zmanjšala za 197,0 mrd SIT, v letu 2004 pa za 328,0 mrd SIT. Kljub temu je bilo povečanje M3 v letu 2004 za 76,6 mrd SIT večje kot v letu 2003, kar je posledica močnejše kreditne aktivnosti. Velik porast M3 ob koncu leta 2004 je povezan z večjimi prejemki prebivalstva in večjo kreditno aktivnostjo.

Slika 3.7: Ponudba M3



Vir: Banka Slovenije.

…zniževanja depozitnih obrestnih mer in povečanih naložbenih možnosti

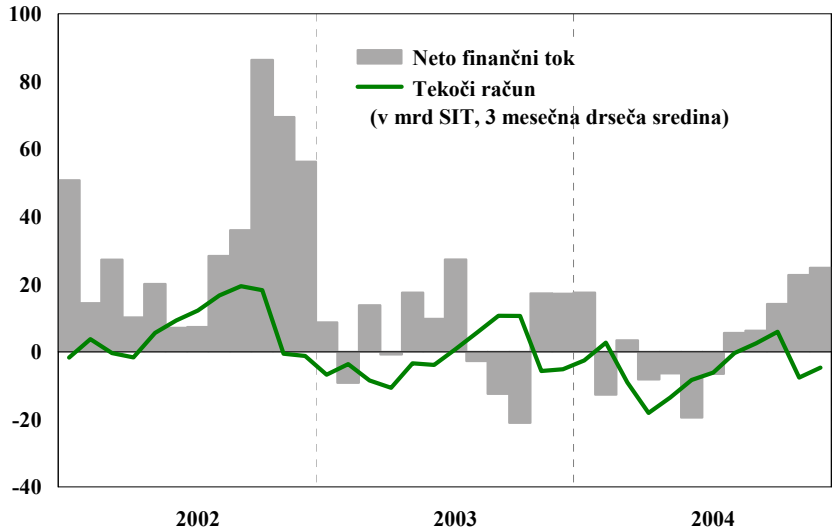
Počasna rast širokega denarja je posledica zniževanja depozitnih obrestnih mer in povečanih alternativnih možnosti varčevanja doma in v tujini. Naložbe prebivalstva v tujino, naložbe v vzajemne sklade ter naložbe v dodatna pokojninska in življenjska zavarovanja so se v letu 2002 povečale za 93 mrd SIT,

v letu 2003 za 98 mrd SIT, v letu 2004 pa po predhodnih podatkih za več kot 200 mrd SIT. Najbolj so se v letu 2004 povečale naložbe v vzajemne sklade, in sicer kar za 117 mrd SIT, kar pomeni okoli 3% denarnega agregata M3.

Plačilnobilančna gibanja ne povzročajo večjih pritiskov na devizni tečaj

Od začetka leta 2003 plačilnobilančna gibanja ne povzročajo večjih nesorazmerij na trgih tujega denarja in pritiskov na devizni tečaj. V prvem polletju 2004 je bil tekoči račun plačilne bilance v primanjkljaju, v drugem polletju pa je bil izravnan – tako je skupen primanjkljaj v letu 2004 znašal 0,9% BDP. Neto finančni tok je bil v prvem polletju odliven, v drugem polletju pa priliven. Glavne finančne prilive predstavljajo posojila iz tujine, predvsem v banke, glavne odlive pa portfeljske naložbe.

Slika 3.8: Tekoči in finančni račun plačilne bilance



Vir: Banka Slovenije.

3.3 Nekatere strukturne prilagoditve za lažji prehod v evrosistem

Zaradi načrtovanega prevzema evra je Banka Slovenije nadaljevala z izvajanjem nekaterih strukturnih prilagoditev, 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 minimalne devizne likvidnosti v okviru likvidnostne lestvice, na obseg začasno odkupljenih deviz in na sistem obveznih rezerv.

Uvedba dolgoročnega tolarskega depozita

Banka Slovenija je julija 2004 začela ponujati dolgoročni tolarski depozit, z namenom sterilizacije presežne likvidnosti iz zapadanja 270 dnevnih tolarskih BZ, izdanih ob prevzemu Leka. Ponujena obrestna mera dolgoročnega tolarskega depozita je za 0,2 odstotni točki višja od obrestne mere 60 dnevnih tolarskih BZ, zapadlost depozita pa sega v čas po načrtovani uvedbi evra. Banke so v letu 2004 izkoristile 55% možnega vpisa, stanje dolgoročnega tolarskega depozita je konec leta znašalo 156,7 mrd SIT, konec februarja 2005 pa 160,8 mrd SIT.

Sprostitve pri minimalni zahtevani devizni likvidnosti in nadomeščanje začasnih z dokončnimi odkupi deviz

Za povečanje prilagodljivosti bank v poslovanju na trgih tujega denarja je Banka Slovenije postopno sproščala minimalno devizno likvidnost v okviru likvidnostne lestvice in ponujala zamenjavo začasnih nakupov deviz z dokončnimi. V letu 2004 je Banka Slovenije bankam znižala najmanjši obseg likvidnega premoženja v tujem denarju z 80% na 70% kratkoročnih obveznosti v tuji valuti in odstotek obveznega vpisa BZ v tujem denarju s 45% na 35% likvidnega premoženja v tuji valuti. V letu 2005 se je odstotek obveznega vpisa

BZ v tujem denarju še nadalje znižal na 25% likvidnega premoženja v tuji valuti. Stanje BZ v tujem denarju se je tako od konca leta 2003 do februarja 2005 zmanjšalo s 555,3 mrd SIT na 501,7 mrd SIT. Banka Slovenije je tudi v letu 2004 ponujala bankam možnost dokončne prodaje deviz iz kumuliranih začasno prodanih deviz Banki Slovenije. Tako je v sedmih ponudbah ponudila bankam v dokončni odkup za skupno 409,8 mrd SIT deviz, banke pa so dokončno prodale Banki Slovenije za 331,8 mrd SIT deviz.

Prilagajanje instrumenta obveznih rezerv

Banka Slovenije je nadaljevala s prilagajanjem instrumenta obveznih rezerv standardom ECB. Ob koncu oktobra 2004 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.

Marca 2005 je Banka Slovenije 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 prevzemu 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.

Okvir 3.1: 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 omogoči bankam 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 neposredno intervenira na medbančnem deviznem trgu s prodajo deviz.

30. julij 2004

Banka Slovenije prvič ponudi bankam vpis dolgoročnega tolarskega depozita kot zamenjavo za 270 dnevne tolarske BZ. Obrestna mera je za 0,2 odstotni točki višja od obrestne mere 60 dnevnih tolarskih BZ. Do konca februarja 2005 banke vpišejo za 160,8 mrd SIT dolgoročnega tolarskega depozita.

27. oktober 2004

Banka Slovenije je nadaljevala 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.

19. november 2004

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

3. december 2004

Banka Slovenije v okviru zamenjave deviznega swapa z dokončnim odkupom od bank odkupi 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 dolobi lahko črpajo posojilo po lombardni obrestni meri brez pribitka.

27. marec 2005

- Banka Slovenije je nadaljevala 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.

7. april 2005

Banka Slovenije poviša ceno deviznega swapa z 1,25% na 1,5% ter s tem ceno refinanciranja s 3,25% na 3,5%. Namen omenjene strukturne prilagoditve je zagotavljanje nadaljnje stabilnosti na denarnem trgu.

4. PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ[8]

Ob postopnem okrevanju svetovnega gospodarstva ter vztrajanju domačega povpraševanja na dokaj visokih ravneh, bo rast BDP do leta 2007 ostala relativno visoka. Napovedi kažejo, da bo stopnja rasti cen ob koncu letošnjega leta znašala okoli 2,4% ter se na zelo podobni ravni gibala tudi v letu 2006. 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 oktobra 2004 sta prikazana v Tabeli 4.8 ob koncu tega poglavja.

4.1 Mednarodno okolje

Postopno in negotovo okrevanje ter odsotnost inflacijskih pritiskov iz tujine

Rast v najpomembnejših trgovinskih partnericah Slovenije bo letos po hitri rasti v prvi polovici ter zastoju ob koncu lanskega leta nižja kot lani. Predvsem v državah partnericah iz evroobmočja je okrevanje domačega povpraševanja še naprej precej negotovo. Trošenje gospodinjstev v teh državah je šibko zaradi počasne rasti plač, investicijska aktivnost pa je v veliki meri zaznamovana z odlivom investicij v tujino. Večji prispevek menjave s tujino ter s tem spodbudo okrevanju gospodarstva bosta v prihodnje omejevala predvsem visoka vrednost evra ter postopno ohlajanje kitajskega in ameriškega gospodarstva. Pritiske na cene s strani domačega povpraševanja bodo v evroobmočju poleg pričakovanega zaostrovanja denarne politike omejevale še naprej dokaj neugodne razmere na trgu dela ter umirjena rast plač. Pričakujemo, da bodo tudi censki pritiski s ponudbene strani v tujini v prihodnje nekoliko manjši kot lani, saj naj bi se ob že začetem umirjanju rasti cen primarnih surovin ustavila tudi hitra rast cen nafte. Kljub temu pa ostajajo ponudbeni dejavniki tudi v prihodnje najpomembnejši dejavnik tveganja, ki bi lahko povzročil občutnejše inflacijske pritiske iz tujine.

Tabela 4.1: Predpostavke mednarodnega okolja

					Napoved			2005 Napovedi			2006 Napovedi			2007 Napovedi		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	okt.	apr.	Δ	okt.	apr.	Δ	okt.	apr.	Δ
Tuje povpraševanje	4,5	2,7	2,6	6,3	6,1	6,9	6,9	6,9	6,1	-0,8	6,9	6,9	0,0	…	6,9	…
USD/EUR	0,90	0,94	1,13	1,24	1,32	1,32	1,32	1,22	1,32	0,10	1,22	1,32	0,10	…	1,32	…
Nafta USD/sodček	24,4	25,0	28,8	39,0	45,0	45,0	45,0	34,0	45,0	11,0	30,0	45,0	15,0	…	45,0	…
Primarne surovine	-6,5	4,6	11,3	16,0	3,0	3,0	3,0	10,0	3,0	-7,0	3,0	3,0	0,0	…	3,0	…
Inflacija v EMU	2,6	2,2	2,1	2,1	1,8	1,7	1,7	2,0	1,8	-0,2	2,0	1,7	-0,3	…	1,7	…
PPI Nemčija	1,3	-0,3	1,7	1,6	1,9	1,3	1,3	1,3	1,9	0,6	1,3	1,3	0,0	…	1,3	…
EURIBOR 3m	4,3	3,3	2,3	2,3	2,4	2,8	3,1	2,7	2,4	-0,3	3,1	2,8	-0,3	…	3,1	…

Viri: JP Morgan, Consensus Forecast, OECD Economic Outlook, IMF World Economic Outlook.

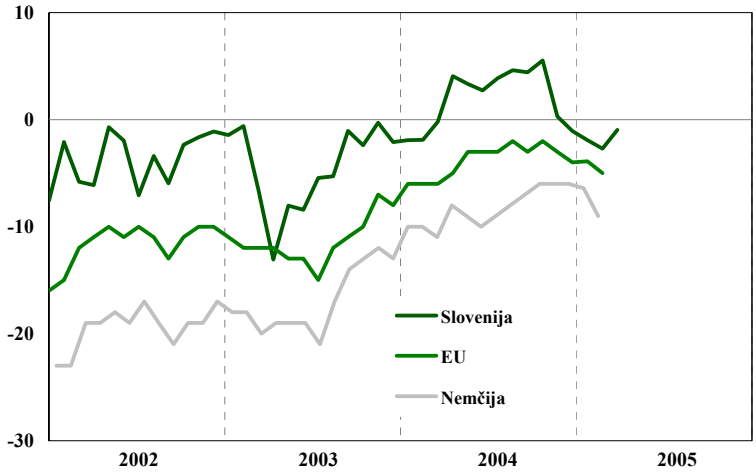
Šibko trošenje značilno predvsem za evroobmočje

Po dokaj visoki rasti v letu 2004 se bo tuje povpraševanje letos nekoliko umirilo. Trenutne napovedi kažejo, da se bo tuje povpraševanje po zastoju ob koncu lanskega leta letos in v naslednjem letu le postopoma krepilo. To potrjujejo tudi kazalci zaupanja v pomembnejših zunanjetrgovinskih partnericah, ki so se v

[8] Napovedi so bile narejene na podlagi podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 17. marca 2005. 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.

zadnjih nekaj mesecih le rahlo izboljšali. Predvsem domače trošenje ostaja v partnericah iz evroobmočja dokaj šibko. Trošenje gospodinjstev zavira nizka rast plač, medtem ko naj bi se prav zaradi nizkih stroškov dela krepili dobički podjetij, ki bodo v prihodnje omogočili pospešitev investicijske dejavnosti. Zaradi višjih pričakovanih dobičkov je ob tem precej verjeten prenos investicijske dejavnosti v tujino oziroma izven evroobmočja. Najpočasnejše okrevanje domačega trošenja se pričakuje prav v najpomembnejših partnericah iz evroobmočja. Dodatna dejavnika, ki zavirata hitrejše okrevanje ter večji prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti v partnericah iz evroobmočja, sta visoka vrednost evra ter vračanje izredno hitre dinamike rasti v svetovnem gospodarstvu, predvsem v ZDA in na Kitajskem, na dolgoročno vzdržne ravni. V primerjavi s preteklimi leti bo zaradi fiskalnih omejitev in visokih primanjkljajev v tekočem računu nekoliko bolj umirjeno povpraševanje iz držav vzhodne in jugovzhodne Evrope, na dokaj visoki ravni pa bo ostalo povpraševanje iz Rusije.

Slika 4.1: Poslovne tendence v tujini



Vir SURS, preračun ARC.

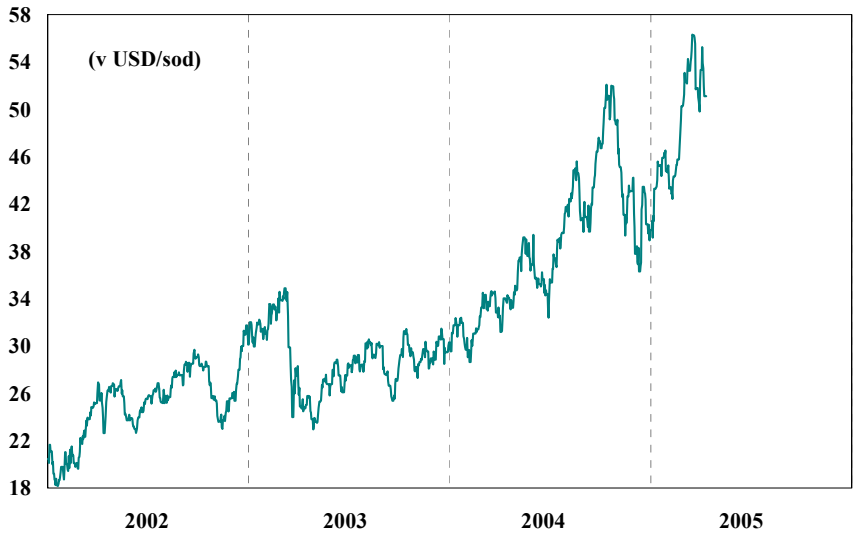
Vrednost razmerja EUR/USD 8% višja kot v predhodnih projekcijah

V napovedih je predpostavljeno, da bo evro v prihodnjih letih vreden 1,32 ameriškega dolarja. V zadnjih treh mesecih lanskega leta se je nadaljeval trend depreciacije dolarja v primerjavi z evrom, ki poteka že vse od začetka leta 2002. Precejšnjemu zmanjšanju vrednosti dolarja je nato sledil popravek v začetku letošnjega leta, od sredine februarja naprej pa dolar proti evru ponovno izgublja vrednost. V naših napovedih smo uporabili tehnično predpostavko konstantnega razmerja v višini 1,32 EUR/USD, kar je ustrezalo dejanskemu tečaju ob koncu februarja in v primerjavi z zadnjimi napovedmi hkrati predstavlja za dobrih 8% višjo vrednost evra v prihodnjih letih.

Cene nafte bodo ostale na visoki ravni

Cene nafte bodo v celotnem obdobju projekcij ostale na visoki ravni. Predpostavke o ceni nafte iz predhodnih napovedi so močno popravljene navzgor, v letu 2005 za 11, v letu 2006 pa za 15 USD/sod. V letu 2004 je bila rast cen nafte višja od pričakovanj večine analitikov. Čeprav so k temu do določene mere pripomogle politične napetosti v posameznih izvoznicah nafte, je bil verjetno še pomembnejši vpliv močnejšega povpraševanja, ki se je v primerjavi z letom 2003 povečalo kar za 2,7 milijonov sodov na dan (skupno povečanje med leti 2000 in 2003 je znašalo 3,1 milijonov sodov na dan). Konec januarja je OPEC tudi uradno začasno opustil ciljni pas cen nafte med 22 in 28 USD/sod. Nekateri pomembnejši predstavniki kartela so v svojih izjavah pričakovani razpon cen nafte v letu 2005 določili med 40 in 50 USD/sod. Letos se je cena soda nafte brent z začetnih 40 dolarjev dvignila vse do 50 dolarjev ob koncu februarja in s tem že dosegla rekordne ravni iz lanskega oktobra. Napovedi tujih institucij za povprečje celega leta se gibljejo okoli 45 USD/sod. Čeprav kažejo sklenjene terminske pogodbe na nekoliko nižjo raven cen nafte v letih 2006 in 2007, smo za celotno obdobje napovedi upoštevali ceno 45 USD/sod.

Slika 4.2: Cene nafte



Vir: Reuters.

Umirjanje cen primarnih surovin

Cene primarnih surovin so se po višku rasti iz sredine leta 2004 že začele umirjati. Dinamika cen primarnih surovin se je po izjemno močni rasti v prvi polovici lanskega leta v zadnjih mesecih precej upočasnila. Cene hrane so v zadnjem četrtletju lanskega leta medletno in izraženo v USD celo upadle za 6%, medtem ko je bila medletna rast cen kovin predvsem po zaslugi izredno visokega povpraševanja kitajskega gospodarstva še naprej visoka in je znašala 30%, pri čemer pa so cene kovin v zadnjih nekaj mesecih praktično nespremenjene. V letošnjem letu pričakujemo, da se bosta učinka nekoliko počasnejše rasti cen kovin in upadanja cen hrane med sabo izničila, tako da bodo cene surovin ostale nespremenjene, za leti 2006 in 2007 pa je skladno s ponovnim okrevanjem svetovnega gospodarstva uporabljena predpostavka zmerne rasti dolarskih cen surovin.

Cene v evroobmočju blizu ciljne vrednosti

Cene življenjskih potrebščin v EU se bodo tudi v prihodnje gibale blizu ciljne vrednosti ECB. Po napovedih mednarodnih institucij bo inflacija v evroobmočju v letu 2005 po šestih letih spet manjša kot 2% in tako v skladu s ciljem ECB (blizu, a pod 2%). K nižji stopnji rasti cen v primerjavi s preteklimi leti naj bi prispevala ugodna gibanja plač, nadzorovanih cen in cen hrane ter apreciacija evra, manjši pa naj bi bil tudi prispevek posrednih davkov. Precejšnje tveganje pri napovedovanju inflacije v evroobmočju še naprej predstavlja gibanje cen energentov, ki naj bi po napovedih letos rasle nekoliko bolj umirjeno kot lani, ko so k medletni inflaciji prispevale 0,4 odstotne točke. K nižji inflaciji v letošnjem letu naj bi prispevali tudi nekoliko nižja gospodarska rast in še vedno relativno nizka rast trošenja. Na rast cen proizvajalcev je v preteklem letu vplivala predvsem hitra rast cen energentov in ostalih primarnih surovin. Ob koncu leta 2004 je medletna stopnja rasti PPI v Nemčiji tako znašala že 2,9%, v letošnjem letu pa tuji analitiki predvsem pričakujejo umirjanje rasti cen surovin in s tem tudi upočasnjeno rast cen proizvajalcev.

Pričakovano zviševanje obrestnih mer v tujini

Analitiki predpostavljajo, da se bodo obrestne mere v evroobmočju začele postopoma zviševati. Obrestne mere na EUR ostajajo že od junija 2003 nespremenjene, EURIBOR pa se v povprečju giblje okoli 2,3%. Večina analitikov pričakuje, da bo ECB v drugi polovici leta 2005 začela postopno dvigovati svoje obrestne mere, vendar pa je to v veliki meri odvisno od pričakovanega gospodarskega okrevanja v evroobmočju. Pri napovedih smo uporabili predpostavko dviga obrestnih mer ECB v drugi polovici leta 2005 ter dodatnega zvišanja obrestnih mer v letu 2006.

4.2 Aktivnost, zaposlenost in plače

Nadaljevanje realne konvergence k povprečju EU

Gospodarska rast bo v prihodnjih letih znašala okoli 4%. Rast BDP bo tako v celotnem obdobju projekcij višja od ocenjene rasti potencialnega proizvoda. Rast bo še naprej omogočala proces realne konvergence k povprečju EU, saj bo gospodarska rast hitrejša v primerjavi s povprečno gospodarsko rastjo v EU. Hkrati pa bo zaradi hitre rasti v letu 2004 ter predvidenega vztrajanja dinamike aktivnosti nad ocenjeno rastjo potencialnega proizvoda prišlo do nekoliko hitrejšega zapiranja proizvodne vrzeli v primerjavi s prejšnjimi napovedmi. V drugi polovici leta 2006 bi se zato lahko postopoma začeli pojavljati inflacijski pritiski s strani presežnega povpraševanja, ki pa se bo odrazilo tudi v vztrajanju primanjkljaja tekočega računa na ravni okoli 1% BDP.

Tabela 4.2: Aktivnost, zaposlenost in plače

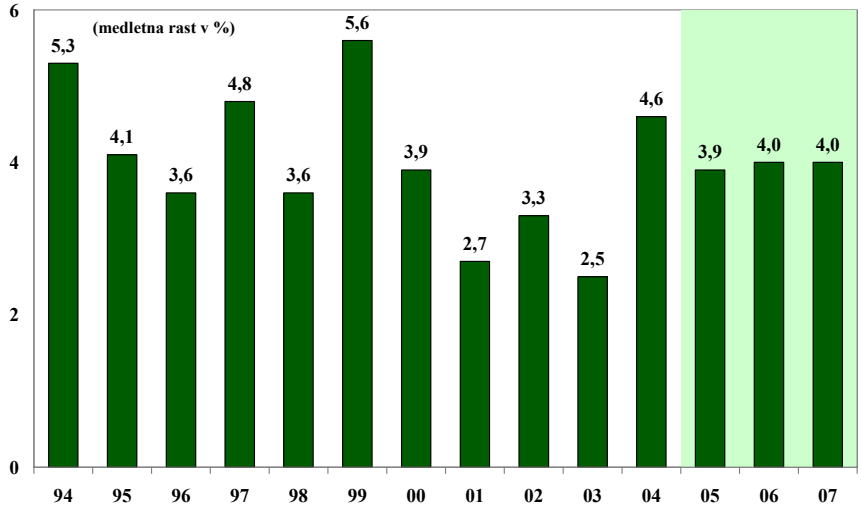
					Napoved			2005 Napovedi			2006 Napovedi			2007 Napovedi		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	okt.	apr.	Δ	okt.	apr.	Δ	okt.	apr.	Δ
	realne stopnje rasti v %															
Realni BDP	2,7	3,3	2,5	4,6	3,9	4,0	4,0	3,8	3,9	0,1	4,0	4,0	0,0	…	4,0	…
BDP/prebivalca (EUR)	10.864	11.628	12.201	12.942	13.807	14.712	15.700	13.453	13.807	354	14.355	14.712	357	…	15.700	…
Zaposlenost	1,8	0,7	0,3	0,6	0,6	0,3	0,5	0,7	0,6	-0,1	0,4	0,3	-0,1	…	0,5	…
Neto plače	3,1	2,1	1,8	2,1	2,5	2,2	2,0	1,7	2,5	0,8	2,0	2,2	0,2	…	2,0	…
Produktivnost	1,8	2,5	2,7	3,3	3,3	3,7	3,5	3,1	3,3	0,2	3,6	3,7	0,1	…	3,5	…

Vir: ARC.

Ugodna gibanja zaposlenosti se bodo nadaljevala

Na dinamiko zaposlovanja bo vplivalo predvsem zaposlovanje v javnem sektorju. Dokaj ugodna konjunkturna gibanja so se lani odrazila tudi v dogajanjih na trgu dela, čeprav podatki po nacionalnih računih kažejo, da se je zaposlenost v povprečju leta povečala le za 0,1%, od tega v sektorju države za 1,9%, v ostalem gospodarstvu pa se zaposlenost ni spremenila. Ob tem je zaposlenost v zasebnem sektorju po neugodni dinamiki v prvem polletju v drugi polovici leta začela naraščati. Zaradi prenosa pozitivnih premikov se bo solidna rast zaposlenosti nadaljevala vsaj še v letošnjem letu. Pričakovati pa je, da bo dobršen del povečevanja zaposlenosti odpadel na javni sektor, kjer naj bi se nadaljevala rast zaposlenosti za okoli 2% letno, saj bo delna zaustavitev konjunkture v letošnjem letu prispevala tudi k omejevanju že začete rasti zaposlovanja v zasebnem sektorju.

Slika 4.3: Projekcije BDP



Vir: ARC.

Rast plač bo skladna s sklenjenim socialnim sporazumom

Rast plač bo v prihodnjih letih omejena. Pri tem ima pomembno vlogo pričakovanje o odgovornem sodelovanju socialnih partnerjev pri sprejemanju novih mehanizmov usklajevanja plač za leti 2006 in 2007. Predvsem zaradi delnega prenosa izredno hitre dinamike rasti plač v zasebnem sektorju ter pospeška v rasti plač javnega sektorja ob koncu leta 2004, lahko v letu 2005 še pričakujemo nekoliko višjo rast plač. Ob tem so za leto 2005 že bila dogovorjena usklajevanja izhodiščnih plač, ki pa v javnem sektorju še niso povsem dorečena. Hkrati tudi za naslednja leta dogovori o usklajevanju plač med socialnimi partnerji še niso bili sklenjeni. Pri dogovorih o usklajevanju plač pričakujemo, da bodo sklenjeni takšni sporazumi, ki bodo kar najbolj prispevali k ohranjanju konkurenčnosti gospodarstva. Na podlagi že sklenjenega dogovora o usklajevanju plač v javnem sektorju bo realna rast povprečnih plač v javnem sektorju po realno negativni rasti v letu 2004 letos znašala 1,3%, rast plač v zasebnem sektorju pa bo to rast presegala za okoli 1,5 odstotne točke. Zaradi bolj umirjene konjunkture ter visoke osnove iz lanskega leta pričakujemo, da se bosta tako tekoča dinamika kot medletna rast stroškov dela v letošnjem letu umirili. V nasprotnem primeru bi se lahko nadaljevanje hitre rasti elementa, ki predstavlja večino stroškov v podjetjih, odrazilo v inflacijskih pritiskih, slabšanju konkurenčnosti ter v upočasnjenem zaposlovanju.

Okvir 4.1: Uskladitev plač javnega sektorja v letu 2005

Socialni partnerji so v začetku aprila 2005 dosegli dogovor o uskladitvi izhodiščne plače in osnovnih plač v javnem sektorju za leto 2005. Osnovna načela glede uskladitve plač so bila sicer dogovorjena že Dogovoru o višini in načinu uskladitve osnovnih plač ter višini regresa za letni dopust za leti 2004 in 2005 iz julija 2003. Po tem dogovoru naj bi se polovica od sprva predvidene uskladitve v višini 3%, torej 1,5%, namenila za redno uskladitev plač, enak odstotek pa naj bi bil namenjen odpravi nesorazmerij v plačah javnega sektorja. Z dogovorom iz letošnjega aprila je bilo sklenjeno, da se izhodiščne in osnovne plače s 1. julijem uskladijo za 2%, kar je več, kot je bilo dogovorjeno sprva. Pri tem pa je znesek, ki naj bi bil vplačan v posebno namensko proračunsko postavko in bo namenjen odpravljanju nesorazmerij v plačah javnega sektorja, ostal nedefiniran in je tako predmet prihodnjih pogajanj med Vlado in sindikati.

4.3 Komponente trošenja

Domače trošenje bo ostalo na visoki ravni

Domače povpraševanje bo v prihodnjih nekaj letih najpomembnejši dejavnik gospodarske rasti. Ob pričakovanem zastoju v menjavi s tujino zaradi počasnega okrevanja tujega povpraševanja se bo prispevek domačega trošenja h gospodarski rasti v primerjavi z letom 2004 le rahlo zmanjšal. Domače povpraševanje bo kljub zmanjšanju prispevka skoraj v celoti nadomestilo začasni zastoj tujega povpraševanja. Čeprav je bila visoka gospodarska rast v letu 2004 predvsem posledica občutnega izboljšanja negativnega prispevka menjave s tujino, pa se je predvsem na račun trošenja gospodinjstev povečal tudi prispevek domačega trošenja h gospodarski rasti. Prispevek investicij h gospodarski rasti je

Tabela 4.3: Komponente trošenja

					Napoved			2005 Napovedi			2006 Napovedi			2007 Napovedi		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	okt.	apr.	Δ	okt.	apr.	Δ	okt.	apr.	Δ
	realne stopnje rasti v %															
Domače povpraševanje	0,9	2,3	4,7	4,7	4,3	3,8	4,1	4,1	4,3	0,2	4,0	3,8	-0,2	…	4,1	…
Zasebna potrošnja	2,3	0,3	2,7	3,5	3,5	3,2	3,0	3,2	3,5	0,3	3,1	3,2	0,1	…	3,0	…
Potrošnja države	3,9	1,7	2,6	1,7	2,4	2,1	2,0	2,1	2,4	0,3	2,8	2,1	-0,7	…	2,0	…
Bruto investicije	-4,3	7,4	10,5	9,1	7,0	6,0	7,2	7,7	7,0	-0,7	6,3	6,0	-0,3	…	7,2	…

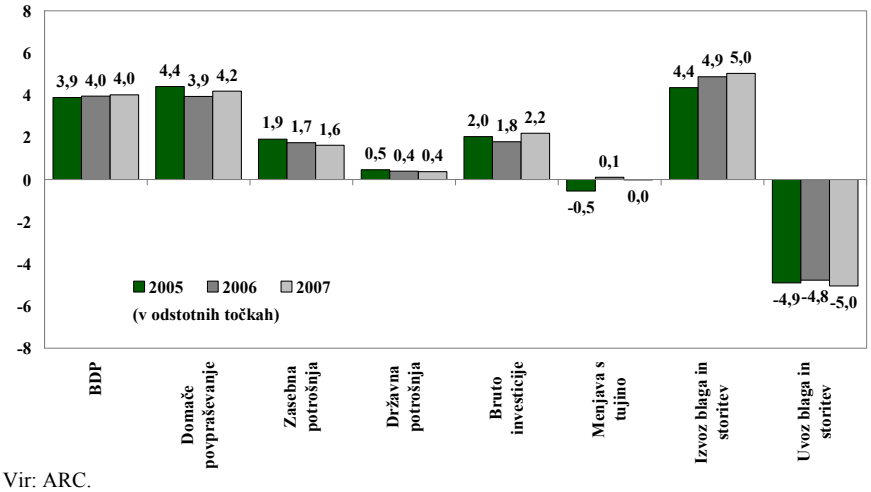
Vir: ARC.

ostal v primerjavi z letom 2003 skoraj nespremenjen. Pričakujemo, da se bo v letu 2005 prispevek domačega trošenja h gospodarski rasti zmanjšal predvsem zaradi počasnejše rasti investicij, glede na predhodno leto pa se bo nekoliko okrepil prispevek porabe države.

Prispevek menjave s tujino bo postopoma postal nevtralen

Prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti se bo v letu 2005 poslabšal. Prispevka menjave s tujino h gospodarski rasti se bo po izboljšanju za dve odstotni točki v letu 2004, v letu 2005 zaradi počasnejše rasti tujega povpraševanja in s tem povečanega zaostajanja izvoza za dinamiko uvoza ponovno poslabšal. Prispevek menjave s tujino v letih 2006 in 2007 h gospodarski rasti bo nevtralen in skladen s ponovnim okrevanjem v tujini ter postopoma manjšo rastjo domačega povpraševanja. K nižji gospodarski rasti v Sloveniji bi v obdobju projekcij po našem mnenju lahko prispeval predvsem dodaten odlog v okrevanju aktivnosti v najpomembnejših trgovinskih partnericah, s čemer bi se še povečal negativni prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti.

Slika 4.4: Prispevki komponent trošenja



Vir: ARC.

Trošenje gospodinjstev visoko, a omejeno z razpoložljivim dohodkom

Trošenje gospodinjstev bo v prihodnje ostalo na dokaj visoki ravni, k čemer bodo prispevali predvsem relativno visoka rast plač v letu 2005 ter realna apreciacija tolarja. Tudi pozitivni izgledi glede zaposlovanja bodo predvsem še v prvem delu leta 2005 ugodno vplivali na trošenje gospodinjstev. Sklenjeni sporazumi o politiki plač bodo v prihodnje nekoliko omejili povečevanje razpoložljivega dohodka, institucionalne spremembe na področju pokojninskega zavarovanja pa bodo prebivalstvo spodbujale k dolgoročnejšim oblikam varčevanja. Dejavniki, ki predstavljajo tveganje pri napovedih porabe gospodinjstva, so predvsem plače in pokojnine. Dinamika plač je bila ob koncu leta 2004, pa tudi v začetku leta 2005 dokaj visoka, hkrati pa sporazum o usklajevanju plač za obdobje po letu 2005 še ni bil sklenjen. V zvezi z razmeroma hitro in negotovo rastjo plač pa pokojnine, katerih gibanje naj bi postalo vezano na plače, predstavljajo tveganje za realizacijo napovedi trošenja gospodinjstev.

Investicijsko porabo bo spodbujala aktivnost v zasebnem sektorju

Dinamika investicijske dejavnosti bo kljub umirjanju ostala visoka ter tako pomembno prispevala k ohranjanju visoke gospodarske rasti. Visoko investicijsko dejavnost v letu 2004 so zaznamovali predvsem stanovanjska gradnja ter investicije v opremo, medtem ko je bila rast aktivnosti na področju investicijske aktivnosti države oziroma predvsem investicij v izgradnjo infrastrukture nekoliko počasnejša. Pričakujemo, da se bo proces zmanjševanja zalog iz konca lanskega leta nadaljeval vsaj še v prihodnjem letu. Stanovanjska gradnja bo še naprej izkazovala visoke stopnje rasti. Investicije v opremo se bodo nekoliko umirile. Glavna dejavnika, ki bosta prispevala k nižji rasti glede na preteklo leto bosta poleg statistično pogojene visoke osnove znižana

dobičkonosnost zaradi visokih cen surovin v letu 2004 ter poslabšana pričakovanja podjetij glede okrevanja v tujini. Prav tako bo na podlagi podatkov o predvidenih izdatkih proračuna ter zaradi potrebe po restriktivni politiki na področju javno-finančnih izdatkov relativno umirjena tudi investicijska aktivnost države.

Trošenje države se bo nekoliko okrepilo

Prispevek države h gospodarski rasti bo letos nekoliko višji kot lani. Trošenje države je bilo najpočasneje rastoča komponenta domačega povpraševanja v letu 2004. Kljub temu je bilo znotraj leta opaziti pospeševanje porabe države, ki je najvišje medletne stopnje rasti doseglo prav v zadnjem četrtletju. Ob relativno umirjeni rasti stroškov za blago in storitve so se ob koncu leta nekoliko povišali izdatki za plače. Izdatki za plače so rasli tako zaradi napredovanj, kot povečanega števila zaposlenih, ki je v povprečju leta poraslo za 2%. Zaradi relativno nizke osnove iz leta 2004 ter prenosa rasti plač v leto 2005 in hkratnega upoštevanja dogovora o uskladitvi plač v javnem sektorju, predvidevamo, da se bo trošenje države v letu 2005 v primerjavi z letom 2004 nekoliko okrepilo, povečal pa se bo tudi prispevek trošenja države h gospodarski rasti. Ocenjujemo, da se bo poraba države po letu 2005 umirjala in rasla po približno 2% na leto.

4.4 Plačilna bilanca

Povečanje primanjkljaja tekočega računa

Primanjkljaj tekočega računa se bo v naslednjih letih še nekoliko povečal. V letu 2004 se je primanjkljaj tekočega računa iz 0,4% BDP v letu 2003 povečal na 0,9% BDP. Ob relativno ugodnih izvoznih gibanjih se je krepilo tudi domače trošenje in s tem uvozno povpraševanje. Izvozna gibanja so bila še posebej ugodna pred vstopom v EU, ko so podjetja skušala izkoristiti še veljavne preferencialne trgovinske sporazume z državami nečlanicami EU. Kljub temu pa je povečano domače povpraševanje povzročilo hkratno povečanje uvoza, ki se je v mesecih pred vstopom v EU zaradi ugodnih trgovinskih sporazumov odvijalo predvsem z državami nečlanicami EU, v mesecih po maju 2004 pa s članicami EU zaradi ukinitve še preostalih trgovinskih ovir pri menjavi z EU. Pogoji menjave bodo na saldo tekočega računa vplivali negativno predvsem v letu 2005, nato pa se bodo izboljševali ter na saldo tekočega računa vplivali nevtralno.

Tabela 4.4: Tekoči račun

					Napoved			2005 Napovedi			2006 Napovedi			2007 Napovedi		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	okt.	apr.	Δ	okt.	apr.	Δ	.	apr.	Δ
	realne stopnje rasti v %															
Izvoz blaga in storitev	6,3	6,7	3,2	12,6	6,7	7,3	7,3	5,9	6,7	0,8	4,9	7,3	2,4	…	7,3	…
Uvoz blaga in storitev	3,0	4,9	6,8	12,4	7,2	6,8	7,0	6,2	7,2	1,0	4,7	6,8	2,1	…	7,0	…
Tekoči račun: mio EUR	38	335	-91	-238	-440	-360	-380	-433	-440	-7	-215	-360	-145	…	-380	…
% BDP	0,2	1,5	0,1	-0,9	-1,6	-1,3	-1,2	-1,6	-1,6	0,0	-0,7	-1,3	-0,6	…	-1,2	…
Pogoj menjave	0,9	1,9	0,0	0,0	-0,8	-0,1	0,2	1,3	-0,8	-2,1	0,7	-0,1	-0,8	…	0,2	…

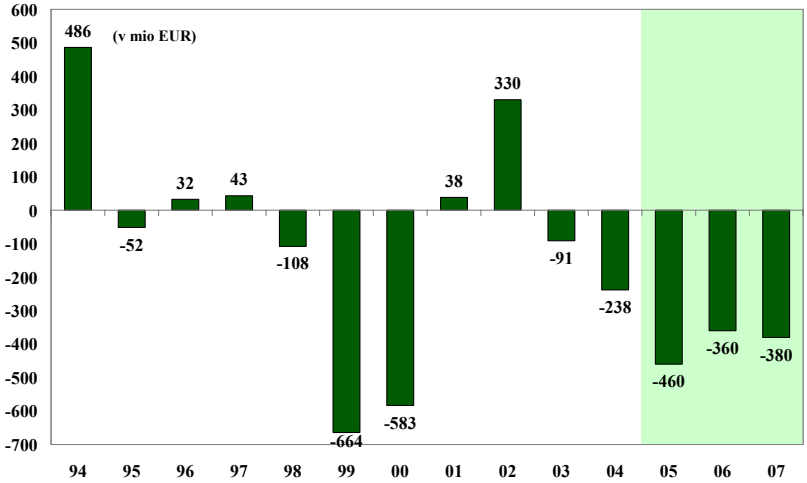
Vir: ARC.

V naslednjih letih bo primanjkljaj tekočega računa znašal okoli 1,5% BDP

Ocenjeni primanjkljaj v tekočih transakcijah se bo poslabšal do ravni okoli 1,6% BDP v letu 2005. Saldo tekočih transakcij se bo tako poslabšal v primerjavi z realizacijo v letu 2004. Pričakujemo, da se bo primanjkljaj tekočih transakcij plačilne bilance iz lanskoletnih 238 mio EUR v letošnjem letu povzpel na okrog 440 mio EUR oziroma 1,6% BDP, v letu 2006 pa naj bi se primanjkljaj začel zmanjševati in naj bi znašal okoli 1,3% BDP. Na poslabšanje salda tekočih transakcij v letošnjem in naslednjih dveh letih bodo vplivale predvsem spremembe v oceni gibanja blagovne menjave s tujino ter reinvestirani dobički[9], ki bodo večji od tekoče ocenjenih.

[9] Reinvestirani dobički so tisti del dobička, ki ga tuji lastnik domačega podjetja ne prenese v tujino, temveč ga ponovno investira v domače podjetje. Pri tem ne pride do dejanskega toka deviz. V

Slika 4.5: Projekcije tekočega računa



Vir: ARC.

Umirjanje visoke rasti blagovnih tokov iz leta 2004

Povečevanje primanjkljaja v blagovni menjavi bo predvsem posledica zmanjšane rasti izvoza. Zaradi upočasnjenega povpraševanja iz tujine se bo zmanjšal izvoz blaga. Ob tem bosta kljub rahlemu znižanju investicij ter ob enaki rasti trošenja gospodinjstev na relativno visoki ravni ostala uvoz investicijskega blaga ter uvoz blaga za široko potrošnjo. Upočasnitev uvoza investicijskega blaga v drugi polovici leta odraža počasnejšo rast investicij ob koncu leta. Dinamiki izvoza in uvoza blaga se bosta v obdobju projekcij postopno izenačevali ob okrevanju tujega povpraševanja oziroma z umiritvijo domačega trošenja. Glede projekcij se pojavljata dve osnovni tveganji. Prvo je povezano z začetkom ter obsegom okrevanja tujega povpraševanja in posledičnega gibanja slovenskega izvoza, drugo tveganje pa se nanaša na ohranjanje domačega povpraševanja na visoki ravni ter s tem povezanim gibanjem blagovnega uvoza.

Domala nevtralen vpliv pogojev menjave na saldo tekočega računa

Pogoji menjave bodo na saldo tekočega računa v letu 2005 vplivali negativno, v nadaljevanju obdobja projekcij pa nevtralno. V letu 2005 bo rast uvoznih cen prehitevala rast izvoznih cen za 0,8 odstotne točke, v naslednjih dveh letih pa bo rast izvoznih in uvoznih cen izenačena. S tem bodo pogoji menjave primanjkljaj tekočega računa v letu 2005 poslabšali za približno 0,3% BDP. Hitrejša rast uvoznih cen glede na rast izvoznih cen je predvsem posledica prenosa hitre rasti cen nafte in primarnih surovin iz leta 2004 v leto 2005, ki pa se bo med letom umirjala in prispevala k izenačitvi izvoznih in uvoznih cen že ob koncu leta. Predpostavki o nespremenjeni ravni cen nafte ter o zelo umirjeni rasti cen primarnih surovin predstavljata največje tveganje pri oceni pogojev menjave. Neugodni šoki na svetovnih trgih lahko namreč še poslabšajo negativni prispevek pogojev menjave k saldu tekočega računa.

Tudi saldo ostale menjave s tujino nekoliko poslabšan

Rahlo poslabšanje pričakujemo tudi v saldu storitvene menjave. Saldo storitvene menjave se bo gibal v skladu z ohranjanjem relativno visokega domačega povpraševanja ter z nižjo gospodarsko aktivnostjo v tujini. V letu 2005 se bo zato nekoliko poslabšal in se nato začel postopoma izboljševati. Saldo dohodkov od dela bo ostal nespremenjen, medtem ko se bo saldo dohodkov od kapitala slabšal zaradi nizkih obrestnih mer in neugodnih gibanj deviznih rezerv in zunanjega dolga na eni strani ter zaradi reinvestiranih dobičkov iz naslova neposrednih naložb tujcev v Sloveniji na drugi strani. Po tem, ko je Slovenija vstopila v EU, pričakujemo nekoliko povečane prejemke transferov. Njihova realizacija v lanskem letu je bila nižja od pričakovanj, saj je vezana predvsem na sposobnost sofinanciranja domačih projektov z domačimi viri. Ker le-ti zaenkrat še niso zagotovljeni, predstavljajo tudi njihove projekcije dejavnik tveganja pri napovedi gibanja salda tekočega računa.

---

tekočem računu se ta postavka beleži med »Odhodki od kapitala«, njena protipostavka v finančnem računu pa je »Neposredne naložbe iz tujine«.

4.5 Pogoji financiranja

Uravnoteženi finančni tokovi s tujino

V obsegu in načinu financiranju gospodarstva se bodo odražala predvidena gibanja v realnem sektorju in v tekočem računu plačilne bilance. V naslednjih letih pričakujemo nadaljnje naraščanje obsega finančnih transakcij s tujino. Ocenjeni neto finančni tokovi s tujino bodo v seštevku prihodnjih treh let uravnoteženi. V letošnjem letu pričakujemo presežek odtokov nad pritoki predvsem zaradi zapadanja evroobveznic države v višini 2% BDP, v letu 2006 pa ponovno neto pritok, ki bo znašal okoli 0,7% BDP. Glavni razlog za povečanje neto finančnih odtokov v letu 2005 v primerjavi s prejšnjimi projekcijami predstavljajo povečani odlivi preko portfeljskih naložb rezidentov v tujino. Neto odliv bo v veliki meri izhajal tudi iz predvidenega zapadanja evroobveznic države v letu 2005. Obseg finančnih transakcij s tujino se bo povečeval v obeh smereh. To je posledica vse večje vpetosti Slovenije v skupni evropski trg, kar prinaša manjše tveganje za tuje investitorje, majhnosti domačega trga in popolne odprtosti kapitalskih tokov, kar omogoča rezidentom iskanje dodatnih virov financiranja oziroma naložb v tujini.

Tabela 4.5: Finančni tokovi s tujino

					Napoved			2005 Napovedi			2006 Napovedi			2007 Napovedi		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	okt.	apr.	Δ	okt.	apr.	Δ	.	apr.	Δ
Neto finančni tok (v % BDP)	7,9	4,9	0,6	-0,1	-2,0	0,7	1,1	-0,6	-2,0	-1,4	0,5	0,7	0,2	…	1,1	…
v tem: neposredne tuje naložbe	1,3	7,4	-0,4	0,0	0,5	1,2	1,0	-0,2	0,5	0,7	0,0	1,2	1,2	…	1,0	…
Devizne rezerve (stanje; mio EUR)	6.514	7.842	7.881	7.891	7.323	7.567	8.019	7.326	7.323	-3	7.229	7.567	338	…	8.019	…
- delež v % BDP	30,2	34,1	32,7	31,1	26,5	25,7	25,5	28,2	26,5	-1,7	26,2	25,7	-0,5	…	25,5	…
Zunanji dolg (stanje; mio EUR)	10.403	11.483	13.051	15.397	16.618	18.278	19.888	15.923	16.618	695	17.381	18.278	897	…	19.888	…
- delež v % BDP	48,2	49,9	54,1	59,5	60,2	62,1	63,3	57,9	60,2	2,3	60,7	62,1	1,4	…	63,3	…

Vir: ARC.

Pogoji financiranja ostajajo ugodni

Pogoji financiranja bodo ostali relativno ugodni. Nizke obrestne mere v tujini bodo, kljub začetku njihovega postopnega zviševanja ob koncu letošnjega leta, skupaj z nizko rizično premijo Slovenije omogočale relativno poceni dostop do virov financiranja.

Povečevanje neto priliva preko neposrednih naložb in odliva preko portfeljskih naložb

Neto priliv preko neposrednih naložb se bo v naslednjih letih povečeval, prav tako pa tudi neto odliv preko portfeljskih naložb zasebnega sektorja. Pri neposrednih naložbah pričakujemo tako porast tujih naložb v Sloveniji, kot tudi povečevanje naložb slovenskih podjetij v tujini. Večje pritoke iz naslova neposrednih tujih investicij pričakujemo ob realizaciji naložbe v avtomobilski industriji, v obratni smeri pa ob napovedanem umiku nekaterih večjih tujih investitorjev iz Slovenije. Tudi lani sprejet zakon o pospeševanju tujih investicij in pričakovani nadaljnji koraki k njihovemu spodbujanju naj bi pokazali učinke v naslednjih letih. Glede na številne napovedi gospodarstvenikov o nameravanih ali že začetih naložbah v tujini, pričakujemo, da se bodo v naslednjih letih krepile tudi slovenske naložbe v tujino, predvsem na območje Balkana in tranzicijskih držav. Na strani finančnih odtokov pričakujemo še naprej porast portfeljskih naložb v tujino, vendar počasnejši kot v lanskem, rekordnem letu. Letošnji že realizirani in ter verjetno nižji donosi na domači borzi v primerjavi z lanskim letom bodo verjetno omilili porast števila novih vlagateljev, hkrati pa pričakujemo, da se bo večji delež naložb usmeril v tujino, delno tudi na bolj tvegane trge vzhodne Evrope.

Rahlo zmanjšanje deviznih rezerv in vzdržno povečanje zunanjega dolga

Zaradi poslabšanega salda tekočega računa in neto odlivnih finančnih transakcij s tujino, bi se devizne rezerve predvsem v letu 2005 lahko nekoliko zmanjšale, nato pa bodo finančni pritoki znova pokrili primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance. Zunanji dolg se bo povečeval predvsem zaradi zadolževanja zasebnega sektorja, vendar se njegova deleža glede na BDP oziroma glede na izvoz blaga in storitev ne bosta bistveno povečala.

Zmanjšani neto prilivi iz naslova tujih posojil

Obseg prejetih tujih posojil in danih posojil tujini se bo povečal, njihov saldo pa se bo v primerjavi z letom 2004 nekoliko zmanjšal. Čeprav se bo gospodarska aktivnost v letu 2005 nekoliko umirila, bodo banke del virov za financiranje svoje posojilne aktivnosti ob nizki rasti domačih vlog primorana še naprej iskati v tujini. Delno naj bi se banke zadolževale tudi z izdajo obveznic v tujini, tako kot ob koncu lanskega leta. Sredi leta 2005 zapade v plačilo obveznost iz naslova evroobveznic v višini 500 mio EUR. Predpostavljamo, da se država ob poplačilu tega dolga v tujino ne bo financirala z izdajanjem vrednostnih papirjev oziroma z zadolževanjem v tujini.

Obseg financiranja gospodarstva ostaja visok

Skupni obseg domačega in tujega financiranja se bo v naslednjih letih še povečeval. Takšna gibanja so v skladu z vztrajanjem relativno visoke gospodarske aktivnosti oziroma z visoko ravnijo domačega trošenja. Delež tujih posojil pri financiranju podjetij bo še naprej ostal na ravni okoli ene tretjine skupnega kreditiranja. V skladu z nadaljnjim prestrukturiranjem dolga, bo hitro raslo tudi zadolževanje države na domačem trgu. Zaradi močnega kreditiranja bank iz tujine in visoke rasti deviznih vlog bodo med domačimi krediti najhitrejšo rast beležili devizni krediti. Glede na velik obseg kreditiranja bank iz tujine ter na povečevanje deviznih vlog je to razumljivo, saj bodo banke tako valutno usklajevale aktivno in pasivno stran svojih bilanc.

Zadolženost podjetij in prebivalstva se bo povečala

Ob relativno visokem trošenju se bosta v naslednjih letih povečevala zadolženost podjetij in zadolženost prebivalstva. Tako se bo nadaljeval trend iz zadnjega leta, ko so posojila podjetjem naraščala s precej visokimi stopnjami rasti, v tem pa predvsem devizno kreditiranje. Pri podjetjih se bo neto zadolženost, merjena kot razmerje med krediti in vlogami, spet začela nekoliko občutneje povečevati, hkrati pa se bo povečala tudi neto zadolženost prebivalstva. Zadolženost prebivalstva bo ob nadaljevanju ugodnih pogojih financiranja ter relativno visoki ravni zasebne potrošnje predvsem v letu 2005 še zaznamovana s sproščanjem sredstev iz Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme. Od konca leta 2005, ko se bo začelo umirjanje trošenja gospodinjstev ter manjši prispevek sredstev iz NSVS, pričakujemo tudi umirjanje kreditiranja prebivalstva.

Trend povečanega dolgoročnega zadolževanja na račun kratkoročnega zadolževanja se bo v naslednjih letih nadaljeval. Na strani povpraševanja po dolgoročnih kreditih bo k temu pripomoglo predvsem nadaljevanje relativno visoke rasti investicijskega trošenja.

Tabela 4.6: Denarni sistem

					Napoved			2005 Napovedi			2006 Napovedi			2007 Napovedi		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	okt.	apr.	Δ	okt.	apr.	Δ	okt	apr.	Δ
	povprečne letne stopnje rasti v %															
M1	9,7	16,9	12,3	20,8	17,5	13,4	12,1	12,0	17,5	5,5	9,3	13,4	4,1	…	12,1	…
M3	22,7	23,5	14,1	5,3	7,8	7,6	7,8	6,9	7,8	0,9	7,4	7,6	0,2	…	7,8	…
Krediti skupaj	18,7	17,3	11,8	18,2	21,8	17,7	15,5	18,1	21,8	3,7	16,9	17,7	0,8	…	15,5	…

Vir: ARC.

Prispevek neto tuje aktive k oblikovanju M3 ostaja negativen

Tudi tokrat pričakujemo, da bo široki denar zaradi plačilnobilančnih odtokov nastajal preko domače kreditne aktivnosti. Prispevek tokov s tujino k oblikovanju širokega denarja bo negativen, tako kot od druge polovice 2003. Ob tem smo zaradi povečanega trošenja predpostavili nekoliko višjo rast domačega kreditiranja.

Umirjena rast širših in krepkejša rast ozkih denarnih agregatov

Rast širokih denarnih agregatov bo zaradi neto odlivnih tokov s tujino nizka. Rasti ožjega denarja bodo v skladu s povečano gospodarsko aktivnostjo ter padajočo inflacijo nekoliko višje.

Krajšanje ročnosti vlog

Ročnostna struktura tolarskih vlog se bo še naprej spreminjala v prid povečanega deleža kratkoročnih vlog. Proces krajšanja ročnosti vlog kažejo tudi zadnji podatki, ki izkazujejo povečano povpraševanje po transakcijskem denarju v skladu s povečano gospodarsko aktivnostjo in nižjo inflacijo. Kratkoročne tolarske vloge pa bodo rasle hitreje kot dolgoročne tudi zato, ker se nagib krivulje obrestnih mer zmanjšuje.

4.6 Inflacija

Pričakovano ohranjanje inflacije na ravni okoli 2,5%

Dosežena raven inflacije okoli 2,6% v povprečju prvega četrtletja 2005 je že na spodnji meji dolgoročnega ravnotežja, ki ga lahko pričakujemo v gospodarstvu, ki se še nahaja v procesu realne konvergence. Ob upoštevanju eksogenih spremenljivk in predpostavkah o ekonomski politiki ocenjena inflacija v zadnjem četrtletju leta 2005 znaša 2,4%, v povprečju predvidenega obdobja izračuna maastrichtskih kriterijev – druga polovica 2005 in prva polovica 2006 – pa 2,5%. Popravek ocen navzdol v letu 2005 je predvsem posledica strukturnih in institucionalnih dejavnikov, ki so prispevali k zniževanju inflacije v drugi polovici leta 2004 ter v začetku leta 2005. Popravek ocen inflacije navzgor v letu 2006 pa je v glavnem posledica hitrejše gospodarske rasti od pričakovane rasti v letu 2004 ter vztrajanjem dokaj visoke rasti v letih 2005 in 2006 in s tem povezanim hitrejšim zapiranjem proizvodne vrzeli.

Tabela 4.7: Inflacija

					Napoved			2005 Napovedi			2006 Napovedi			2007 Napovedi		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	okt.	apr.	Δ	okt.	apr.	Δ	okt.	apr.	Δ
	letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)															
Cene življenjskih potrebščin	7,3	7,2	4,8	3,6	2,4	2,6	2,8	2,5	2,4	-0,1	2,5	2,6	0,1	…	2,8	…
Proste cene	7,9	6,9	5,1	2,3	2,2	2,7	3,0	2,7	2,2	-0,5	2,7	2,7	0,0	…	3,0	…
Nadzorovane cene	5,0	8,8	3,7	9,5	3,6	1,4	1,4	1,4	3,6	2,2	1,4	1,4	0,0	…	1,4	…
	povprečne letne stopnje rasti v %															
Cene življenjskih potrebščin	8,5	7,6	5,6	3,6	2,5	2,5	2,6	3,0	2,5	-0,5	2,5	2,5	0,0	…	2,6	…
Proste cene	7,7	7,6	5,9	3,2	2,3	2,6	2,9	2,9	2,3	-0,6	2,7	2,6	-0,1	…	2,9	…
Nadzorovane cene	12,5	7,5	4,8	6,6	4,5	1,4	1,4	3,6	4,5	0,9	1,4	1,4	0,0	…	1,4	…

Vir: ARC.

Nadzorovane cene bodo pomembno prispevale k nizki inflaciji

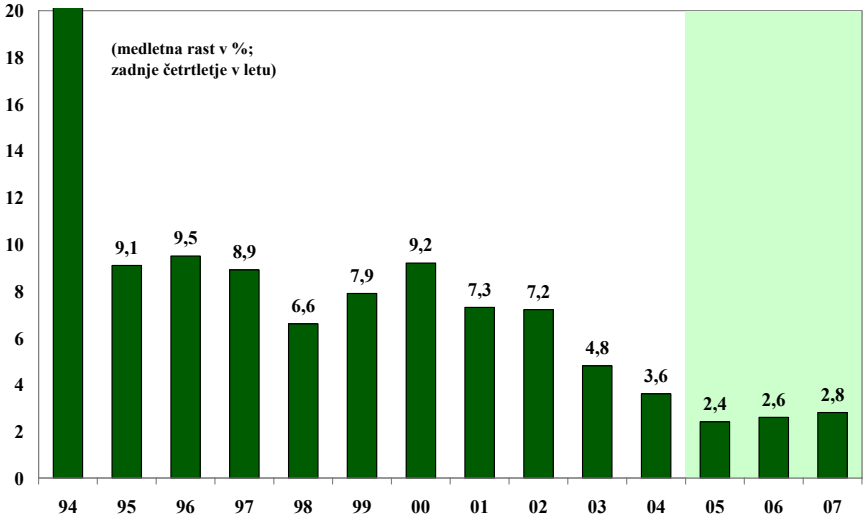
Ob nadaljevanju nizke rasti prostih cen bo k stabilnim cenam prispevala tudi umirjena rast nadzorovanih cen. V naših predpostavkah smo v okviru gibanja nadzorovanih cen predvideli, da bo gibanje cen energentov odvisno od predpostavke o nespremenjeni ceni nafte na svetovnih trgih ter predpostavili, da bodo cene naftnih derivatov na domačem trgu zato ostale nespremenjene. Hkrati smo predpostavili, da se bodo cene vseh ostalih nadzorovanih cen gibale skladno z modelsko določenim gibanjem prostih cen. Tako bo v letu 2005 rast skupnih nadzorovanih cen še prehitevala rast prostih cen, v letih 2006 in 2007 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. Po ocenah bodo proste cene v zadnjem kvartalu 2005 medletno porasle za 2,2%, nato pa se bo rast prostih cen zaradi pozitivne proizvodne vrzeli začela poviševati in bo po naših ocenah v zadnjem kvartalu 2006 znašala 2,7%.

Iz tujine ne pričakujemo bistvenih censkih pritiskov

Eksogene predpostavke iz mednarodnega okolja kažejo na umirjanje censkih pritiskov iz tujine. Rast cen življenjskih potrebščin v tujini je bila tudi v letu 2004 višja od ciljnih vrednosti, inflacijo pa so spodbujale visoke cene primarnih surovin ter ukrepi davčnih politik z višanjem posrednih davkov. Pričakujemo, da se bo povprečna rast uvoznih cen ob danih predpostavkah v letu 2005 nekoliko

znižala in bo tako predvsem v drugi polovici leta omogočala ohranjanje rasti prostih cen na doseženi nizki ravni. Kljub predpostavkam o krepitvi svetovne gospodarske rasti po letu 2005, ta zaradi vedno bolj restriktivne denarne politike v tujini ne bi smela predstavljati pomembnejših censkih pritiskov.

Slika 4.6: Projekcije inflacije



Vir: ARC.

Fiskalna politika bo bistveno prispevala k ohranjanju nizke inflacije

Vlada RS je pri prilagajanju trošarin konec marca praktično že dosegla minimalno dovoljeno mejo. Ob visoki ravni cen nafte je vlada tudi v zadnjem letu zniževala trošarine do ravni, ki so dovoljene z uredbami EU, a vpliva na višanje cen naftnih derivatov ni mogla povsem preprečiti. 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 na zatečeni ravni. V projekcijah smo upoštevali tudi podmeno, da Vlada RS z diskrecijskim spreminjanjem posrednega obdavčevanja, poleg že napovedanega usklajevanja trošarin na tobak, ne bo bistveno prispevala k višanju cen. Po naših ocenah bodo povečanja posrednih davkov tako v letu 2005 kot v letu 2006 k inflaciji prispevala po 0,2 odstotni točki.

Prejemki prebivalstva ne bodo delovali inflacijsko

Glede na projekcije bodo prejemki prebivalstva nevtralni glede pritiskov na censka gibanja. Kljub nekoliko višji rasti plač v letu 2005, ki bo predvsem posledica prenosa visoke rasti iz konca leta 2004, plače oziroma celotni prejemki prebivalstva ne bodo povzročali bistvenih pritiskov na gibanje cen niti na ponudbeni strani niti na strani povpraševanja. Prehitro rast plač v zasebnem sektorju bo omejila nekoliko upočasnjena konjunktura v letu 2005, hkrati pa bosta tako sprejet dogovor o usklajevanju plač v javnem sektorju kot omejenost državnega proračuna glede povečevanja izdatkov uspešno zajezila previsoko rast plač v javnem sektorju. Tveganja glede prehitre rasti plač predstavlja predvsem še nepopolno dorečena uskladitev plač v javnem sektorju v letu 2005, še nedosežen dogovor o usklajevanju plač za leti 2006 in 2007 tako v zasebnem kot v javnem sektorju ter visoka rast ostalih prejemkov iz delovnega razmerja, ki je bistveno pripomogla k visoki rasti prejemkov prebivalstva v letu 2004.

Okvir 4.2: Napovedi drugih institucij

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

Tokratne napovedi različnih institucij so zelo podobne. Tako obstaja soglasje, da se bo relativno visoka gospodarske aktivnosti v Sloveniji nadaljevala tudi v letu 2005 in 2006. Pri tem so popravki gospodarske rasti tako v letu 2005 kot v letu 2006 precej majhni. Nekaj razlik se še naprej pojavlja glede oblikovanja gospodarske rasti, predvsem glede salda tekočega računa. Kljub temu so razlike občutno manjše kot v prejšnjih krogih napovedi, a še vedno znašajo 1,8 odstotne točke BDP v letu 2005 oziroma 2,1 odstotne točke BDP v letu 2006. Skoraj vse institucije ob tem napovedujejo povečanje primanjkljaja v letu 2005, ki mu sledi krčenje primanjkljaja v letu 2006.

Odstopanja obstajajo tudi pri napovedih inflacije in so podobna tistim izpred pol leta. Značilni so popravki napovedi inflacije navzdol tako v letu 2005 kot v letu 2006 za povprečno 0,5 oziroma 0,3 odstotne točke. Ocene povprečne letne inflacije znašajo med 2,3% in 3.0% za leto 2005, za leto 2006 pa med 2,0% in 2,8%. Tudi razlike v napovedih inflacije med domačimi in tujimi institucijami so se v zadnjega pol leta zmanjšale.

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

	Datum napovedi nove / prejšnje	BDP (letna rast v %)				Inflacija (povprečje leta v %)				Tekoči račun (delež v BDP v %)			
		2005		2006		2005		2006		2005		2006	
		nova	razlika	nova	razlika	nova	razlika	nova	razlika	nova	razlika	nova	razlika
Banka Slovenije	apr 05/ okt 04	3,9	0,1	4,0	0,0	2,5	-0,5	2,5	0,0	-1,6	0,0	-1,3	-0,6
EIPF	mar 05/ sep 04	3,8	0,0	4,4	…	2,8	-0,1	2,2	…	-1,9	-0,6	-1,6	…
UMAR	apr 05 / apr 04	3,8	0,0	4,1	0,2	2,5	-0,5	2,3	-0,4	-0,9	-0,5	0,3	0,7
Evropska komisija	apr 05 / okt 04	3,7	0,1	4,0	0,2	2,6	-0,8	2,6	-0,4	-1,0	-0,2	-0,8	0,2
IMF	apr 05 / okt 04	4,0	-0,1	4,0	…	2,3	-0,9	2,0	…	-1,4	0,0	-2,2	…
Consensus Forecasts	mar 05 / sep 04	3,8	-0,1	3,9	…	3,0	-0,3	2,8	…	-0,1	0,1	-0,1	…

Viri: UMAR, EIPF, European Comission Economic Forecasts, IMF World Economic Outlook, Consensus Economic Forecasts.

Tabela 4.8: Izbor glavnih kazalcev

					Napoved			2005 Napovedi			2006 Napovedi			2007 Napovedi		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	okt.	apr.	Δ	okt.	apr.	Δ	okt.	apr.	Δ
Aktivnost, zaposlenost, plače	*realne stopnje rasti v %*															
Realni BDP	2,7	3,3	2,5	4,6	3,9	4,0	4,0	3,8	3,9	0,1	4,0	4,0	0,0	…	4,0	…
BDP/prebivalca (v EUR)	10.864	11.628	12.201	12.942	13.807	14.712	15.700	13.453	13.807	354	14.355	14.712	357	…	15.700	…
Zaposlenost	1,8	0,7	0,3	0,6	0,6	0,3	0,5	0,7	0,6	-0,1	0,4	0,3	-0,1	…	0,5	…
Neto plače	3,1	2,1	1,8	2,1	2,5	2,2	2,0	1,7	2,5	0,8	2,0	2,2	0,2	…	2,0	…
Produktivnost	1,8	2,5	2,7	3,3	3,3	3,7	3,5	3,1	3,3	0,2	3,6	3,7	0,1	…	3,5	…
Domače povpraševanje	*realne stopnje rasti v %*															
Domače povpraševanje	0,9	2,3	4,7	4,7	4,3	3,8	4,1	4,1	4,3	0,2	4,0	3,8	-0,2	…	4,1	…
Zasebna potrošnja	2,3	0,3	2,7	3,5	3,5	3,2	3,0	3,2	3,5	0,3	3,1	3,2	0,1	…	3,0	…
Potrošnja države	3,9	1,7	2,6	1,7	2,4	2,1	2,0	2,1	2,4	0,3	2,8	2,1	-0,7	…	2,0	…
Bruto investicije	-4,3	7,4	10,5	9,1	7,0	6,0	7,2	7,7	7,0	-0,7	6,3	6,0	-0,3	…	7,2	…
Plačilna bilanca	*realne stopnje rasti v %*															
Izvoz blaga in storitev	6,3	6,7	3,2	12,6	6,7	7,3	7,3	5,9	6,7	0,8	4,9	7,3	2,4	…	7,3	…
Uvoz blaga in storitev	3,0	4,9	6,8	12,4	7,2	6,8	7,0	6,2	7,2	1,0	4,7	6,8	2,1	…	7,0	…
Tekoči račun: v mio EUR	38	335	-91	-238	-440	-360	-380	-433	-440	-7	-215	-360	-145	…	-380	…
v % BDP	0,2	1,5	-0,4	-0,9	-1,6	-1,3	-1,2	-1,6	-1,6	0,0	-0,7	-1,3	-0,6	…	-1,2	…
Pogoji menjave	0,9	1,9	0,0	0,0	-0,8	-0,1	0,2	1,3	-0,8	-2,1	0,7	-0,1	-0,8	…	0,2	…
Neto finančni tok (v % BDP)	7,9	4,9	0,6	-0,1	-2,0	0,7	1,1	-0,6	-2,0	-1,4	0,5	0,7	0,2	…	1,1	…
v tem: nepos.tuje naložbe	1,3	7,4	-0,4	0,0	0,5	1,2	1,0	-0,2	0,5	0,7	0,0	1,2	1,2	…	1,0	…
Devizne rezerve (st.v mio EUR)	6.514	7.842	7.881	7.891	7.323	7.567	8.019	7.326	7.323	-3	7.229	7.567	338	…	8.019	…
- delež v % BDP	30,2	34,1	32,7	31,1	26,5	25,7	25,5	28,2	26,5	-1,7	26,2	25,7	-0,5	…	25,5	…
Zunanji dolg (st. v mio EUR)	10.403	11.483	13.051	15.397	16.618	18.278	19.888	15.923	16.618	695	17.381	18.278	897	…	19.888	…
- delež v % BDP	48,2	49,9	54,1	59,5	60,2	62,1	63,3	57,9	60,2	2,3	60,7	62,1	1,4	…	63,3	…
Denarni sistem	*povprečne letne stopnje rasti v %*															
M1	9,7	16,9	12,3	20,8	17,5	13,4	12,1	12,0	17,5	5,5	9,3	13,4	4,1	…	12,1	…
M3	22,7	23,5	14,1	5,3	7,8	7,6	7,8	6,9	7,8	0,9	7,4	7,6	0,2	…	7,8	…
Krediti skupaj	18,7	17,3	11,8	18,2	21,8	17,7	15,5	18,1	21,8	3,7	16,9	17,7	0,8	…	15,5	…
Cene	*letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)*															
Cene življenjskih potrebščin	7,3	7,2	4,8	3,6	2,4	2,6	2,8	2,5	2,4	-0,1	2,5	2,6	0,1	…	2,8	…
Proste cene	7,9	6,9	5,1	2,3	2,2	2,7	3,0	2,7	2,2	-0,5	2,7	2,7	0,0	…	3,0	…
Nadzorovane cene	5,0	8,8	3,7	9,5	3,6	1,4	1,4	1,4	3,6	2,2	1,4	1,4	0,0	…	1,4	…
	povprečne letne stopnje rasti v %															
Cene življenjskih potrebščin	8,5	7,6	5,6	3,6	2,5	2,5	2,6	3,0	2,5	-0,5	2,5	2,5	0,0	…	2,6	…
Proste cene	7,7	7,6	5,9	3,2	2,3	2,6	2,9	2,9	2,3	-0,6	2,7	2,6	-0,1	…	2,9	…
Nadzorovane cene	12,5	7,5	4,8	6,6	4,5	1,4	1,4	3,6	4,5	0,9	1,4	1,4	0,0	…	1,4	…
Dejavniki mednarodnega okolja	*letne stopnje rasti v %*															
Tuje povpraševanje*	4,5	2,7	2,6	6,3	6,1	6,9	6,9	6,9	6,1	-0,8	6,9	6,9	0,0	…	6,9	…
USD/EUR	0,90	0,94	1,13	1,24	1,32	1,32	1,32	1,22	1,32	0,10	1,22	1,32	0,10	…	1,32	…
Nafta (USD/sodček)	24,4	25,0	28,8	38,3	45,0	45,0	45,0	34,0	45,0	11,0	30,0	45,0	15,0	…	45,0	…
Primarne surovine	-6,5	4,6	11,3	16,0	3,0	3,0	3,0	10,0	3,0	-7,0	3,0	3,0	0,0	…	3,0	…
Inflacija v EMU	2,6	2,2	2,1	2,1	1,8	1,7	1,7	2,0	1,8	-0,2	2,0	1,7	-0,3	…	1,7	…
PPI Nemčija	3,0	-0,6	1,7	1,6	1,9	1,3	1,3	1,3	1,9	0,6	1,3	1,3	0,0	…	1,3	…
EURIBOR 3m (%)	4,3	3,3	2,3	2,3	2,4	2,8	3,1	2,7	2,4	-0,3	3,1	2,8	-0,3	…	3,1	…

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

5. EKONOMSKE POLITIKE V POGOJIH ERM II

5.1 Prevzem evra – skupni cilj Banke Slovenije in Vlade RS

Prevzem evra je glavna usmeritev ekonomskih politik

Prevzem evra v začetku leta 2007 je primarni cilj tako Banke Slovenije kot Vlade RS. Banka Slovenije in Vlada RS sta novembra 2003 sprejeli Program vstopa v ERM II in prevzema evra (skupni program), v katerem sta se zavzeli za ustvarjanje pogojev, ki bodo omogočili prevzem evra v začetku leta 2007.[10] V njem sta med drugim poudarili pomen učinkovite in kredibilne koordinacije ekonomskih politik. V decembru 2004 je bila imenovana nova vlada, katere prioritetni cilj ostaja izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev in priprave na prevzem evra.

Visoka podpora evru

Tudi v javnosti je podpora za prevzem evra visoka. Javnomnenjske raziskave[11] kažejo, da čimprejšnji prevzem evra podpira 38% Slovencev, medtem ko povprečje v novih članicah EU znaša 19%. Kar 56% anketirancev tudi meni, da bo prevzem evra imel pozitivne posledice za Slovenijo, osebno zadovoljnih z dejstvom, da bo evro nadomestil tolar, pa je 66%. Med vsemi naštetimi vprašanji je Slovenija na prvem mestu med novimi članicami EU.

Slovenija je članica EMU z derogacijo

Slovenija je z vstopom v EU postala članica ekonomske in monetarne unije (EMU) z derogacijo ter se hkrati odpovedala popolnoma avtonomni denarni politiki. Polnopravna članica EMU bo Slovenija postala po prevzemu evra. Ne glede na to pa Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti (Pogodba) določa, da že pred prevzemom evra tečajna politika posamezne države članice postane stvar skupnega interesa EU.

5.2 Doseganje ekonomske konvergence

Pogoj za uvedbo evra je izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev

Pogoj za prevzem evra je visoka stopnja vzdržne konvergence. Slednjo skladno s členom 122 Pogodbe ocenjujeta Evropska komisija in ECB, ki preverjata izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev in izdelata konvergenčni poročili. Obe instituciji sta izpolnjevanje kriterijev cenovne stabilnosti, proračunskega stanja, deviznih tečajev in obrestnih mer nazadnje pregledovali v oktobru 2004, in sicer za deset novih članic EU ter Švedsko. Poleg zgoraj naštetih ekonomskih kriterijev mora država članica pred prevzemom evra zagotoviti tudi združljivost nacionalne zakonodaje s Pogodbo in Statutom ESCB.

Slovenija izpolnjuje dva kriterija ekonomske konvergence

Konvergenčni poročili evropske komisije in ECB sta ugotovili, da je Slovenija v času obravnave izpolnjevala dva kriterija ekonomske konvergence, in sicer kriterij proračunskega stanja države in kriterij dolgoročnih obrestnih mer. Referenčna vrednost kriterija stabilnosti cen je bila sicer presežena, vendar pa je od sredine leta 2001 ponovno prisoten dezinflacijski proces, ki je bil zaradi uvedbe DDV, povečanega domačega povpraševanja, visoke rasti plač in rasti uvoznih cen začasno prekinjen v letu 1999. Ker je Slovenija vstopila v ERM II 28. junija 2004, bo kriterij deviznega tečaja lahko izpolnila šele v sredini leta 2006. V nadaljevanju so podrobneje predstavljeni posamezni kriteriji ekonomske konvergence in projekcije glede njihovega izpolnjevanja.

---

[10] http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/ERM2%20_BS_Vlada_200311.pdf

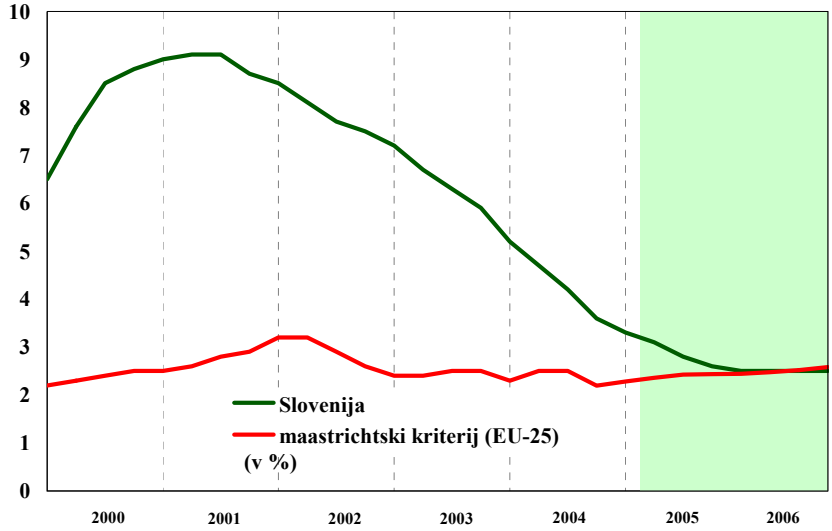
[11] Introduction of the Euro in the New Member States, European Commission and EOS Gallup Europe, October 2004.

Kriterij cenovne stabilnosti

Dezinflacijski proces je potekal ob ohranitvi makroekonomskih ravnovesij

Dezinflacijski proces v Sloveniji se je po inflacijskih šokih leta 1999 obnovil v letu 2001, stopnja inflacije pa se je od takrat vzdržno spustila s slabih 10% na manj kot 3%. Ta proces je bil posledica številnih pomembnih političnih odločitev, predvsem pa uvedbe novega okvirja denarne politike, katerega cilj je bil zagotoviti postopno in trajno zniževanje inflacije. Da je bil dezinflacijski proces vseskozi vzdržen, kažejo ohranjena makroekonomska ravnovesja. Slovenija je tako edina med novimi članicami EU, ki hkrati izkazuje praktično izravnan tekoči račun plačilne bilance in relativno uravnotežen saldo javnih financ.

Slika 5.1: Kriterij cenovne stabilnosti



Vir: Evropska komisija, BS, preračuni ARC.

Slovenija bi po napovedih izpolnila kriterij cenovne stabilnosti v sredini leta 2006

Glede na makroekonomske napovedi BS bi Slovenija kriterij stabilnosti cen izpolnila v sredini leta 2006. Makroekonomske napovedi kažejo, da se bo inflacija v sredini leta 2005 spustila na 2,5% in nato nihala okoli te ravni. Pri predvidenem gibanju referenčne vrednosti smo upoštevali pomladansko napoved Evropske komisije, ki vključuje napovedi o inflaciji po četrtletjih za države EU. Inflacija v treh državah z najboljšimi rezultati pri stabilnosti cen v predvidenem obdobju merjenja kriterija za Slovenijo, to je od tretjega četrtletja 2005 do vključno drugega četrtletja 2006, naj bi znašala v povprečju 1,0%. To posledično pomeni, da bi bila referenčna vrednost kriterija cenovne stabilnosti 2,5%.

Izpolnjevanje kriterija je izpostavljeno številnim tveganjem

Predvideno izpolnjevanje kriterija stabilnosti cen je torej na samem robu in zato izrazito podvrženo tveganjem. V poglavju 5.3 prikazujemo najpomembnejša makroekonomska tveganja, ki bi lahko ogrozila izpolnjevanje kriterija, in njihovo kvantifikacijo. Iz prikaza sledi, da že najmanjše odstopanje v gibanju makroekonomskih dejavnikov glede na napovedi lahko inflacijo poviša nad verjetno vrednost referenčne vrednosti. Tveganja zato zahtevajo pravočasno reakcijo razpoložljivih makroekonomskih politik in, kjer je to mogoče, izvajanje preventivnih ukrepov.

Proces dohitevanja povečuje tveganja pri izpolnjevanju kriterija cenovne stabilnosti

Proces razvojnega dohitevanja pomeni višjo ravnotežno inflacijo v Sloveniji, kar deloma otežuje izpolnjevanje kriterija cenovne stabilnosti. Zaradi realne konvergence je ravnotežna inflacija v Sloveniji za 1 do 1,5 odstotne točke višja od razvitih držav evroobmočja (t.i. Balassa-Samuelson učinek). Ta učinek bo prisoten tudi po prevzemu evra. Ker sam izračun referenčne vrednosti dovoljuje odstopanja v višini 1,5 odstotne točke od povprečne inflacije v treh državah z najboljšimi rezultati pri stabilnosti cen, Balassa-Samuelsonov učinek vnaprej ne preprečuje doseganja kriterija cenovne stabilnosti, ob ustreznem vodenju

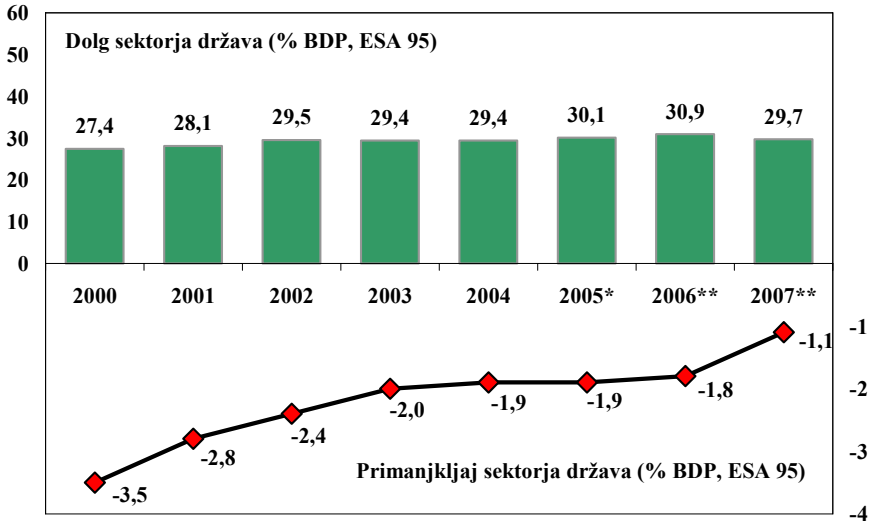
ekonomskih politik. Višja ravnotežna raven pa vseeno omejuje manevrski prostor pri izpolnjevanju kriterija, saj so države, ki se običajno upoštevajo pri izračunu referenčne vrednosti, praviloma razvitejše in imajo zato manjšo stopnjo inflacije. Izpolnjevanje kriterija je v tem oziru težje za hitreje rastoča kot pa razvitejša gospodarstva.

Kriterij proračunskega stanja države

Slovenija od leta 2001 izpolnjuje kriterij proračunskega stanja države

Slovenija izpolnjuje kriterij proračunskega stanja države tako na področju primanjkljaja kot tudi dolga sektorja države. Podatki skladni z metodologijo ESA 95 kažejo, da Slovenija fiskalni kriterij izpolnjuje vse od leta 2001. Delež dolga sektorja države v BDP je vseskozi precej stabilen in se giblje okoli 30%, referenčna vrednost kriterija pa znaša 60%. Na drugi strani je primanjkljaj sektorja država v letu 2000 celo presegel referenčno vrednost 3% BDP, od takrat naprej pa se postopoma zmanjšuje in je v letu 2004 znašal 1,9% BDP.

Slika 5.2: Kriterij proračunskega stanja države



* Napoved za leto 2005 je iz Poročila o primanjkljaju in dolgu države (SURS in MF, marec 2005).
** Napovedi za leti 2006 in 2007 so iz dopolnjenega Konvergenčnega programa (MF, januar 2005).
Vir: Poročilo o primanjkljaju in dolgu države (SURS in MF, marec 2005).

Po napovedih bo Slovenija izpolnjevala kriterij tudi v referenčnem obdobju, to je v letih 2005 in 2006

Napovedi kažejo, da bo Slovenija izpolnjevala fiskalni kriterij tudi v prihodnosti. Iz Poročila o primanjkljaju in dolgu države (SURS in MF, marec 2005) je razvidno, da naj bi primanjkljaj v letu 2005 znašal 1,9%, dolg pa 30,1%.[12] Konvergenčni program predvideva, da naj bi se do leta 2007 primanjkljaj še dodatno znižal, v letu 2006 na 1,8%, v letu 2007 pa na 1,1%. Tudi gibanje dolga države, ki bo precej pod referenčno vrednostjo, ne bo ogrožalo izpolnjevanja fiskalnega kriterija.

Izpolnjevanje kriterija lahko ogrozijo makroekonomska nihanja…

Evropska komisija ocenjuje, da predviden proračunski položaj v primeru Slovenije ne zagotavlja zadostne varnostne rezerve v okviru normalnih makroekonomskih nihanj.[13] Morebitno poslabšanje makroekonomskega okolja, ki bi se odrazilo v nižji gospodarski rasti od predvidene, bi znižalo javnofinančne prihodke, hkrati pa zaradi delovanja avtomatskih stabilizatorjev povečalo javnofinančne odhodke.

… in negotovosti na prihodkovni strani

Na prihodkovni strani je precej negotovosti. Prvič, reforma neposrednih davkov, t.j. dohodnine in davka na dohodek pravnih oseb, pomeni negotovost glede višine davčnih prihodkov. Gibanja v prvih mesecih leta so sicer v skladu s

[12] http://www.gov.si/mf/slov/tekgib/por_prim_dolg_marec_05.pdf
[13] http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/183

pričakovanji, vendar pa zaradi kompleksnosti obeh davkov in dejstva, da se bodo spremembe odrazile v daljšem časovnem obdobju, ne moremo zanesljivo oceniti celoletnih prihodkov v letošnjem in v naslednjih letih. Drugič, v primeru ohranjanja visokih cen nafte, bodo prihodki od trošarin nizki, pri davku na dodano vrednost pa je nekaj negotovosti, kljub izredno visoki ravni prihodkov v zadnjih štirih mesecih. Tretjič, rezerva je potrebna tudi zaradi negotovosti v zvezi s črpanjem sredstev iz proračuna EU.

Potrebno bo izboljšati črpanje sredstev iz proračuna EU

Prve izkušnje s črpanjem sredstev iz proračuna EU kažejo na potrebo po učinkovitejšem delovanju na tem področju. V lanskem letu je Slovenija črpala za 44 mrd SIT teh sredstev, kar je precej zaostajalo za višino razpoložljivih sredstev. Izkušnje drugih držav, ki so se lani maja vključile v EU, so podobne. V naslednjih letih računamo na krepitev absorpcijske sposobnosti in črpanje v vedno večjem obsegu, predvsem tistega dela sredstev, ki so namenjeni strukturni in kmetijski politiki. Čeprav bodo po naših pričakovanjih prilivi iz teh virov nadomeščali vsako leto nižja pavšalna povračila (Slovenija jih prejema do vključno leta 2006), kljub temu ocenjujemo, da bo na tem področju potrebnega več napora. To velja še zlasti za obdobje nove finančne perspektive od 2007 do 2013, ko bo imela Slovenija predvidoma na razpolago več sredstev.

Konvergenčni program predvideva le zelo postopno zniževanje primanjkljaja

Napredek pri fiskalni konsolidaciji, načrtovan v Konvergenčnem programu, je relativno počasen. Kljub predvidenemu zniževanju primanjkljaja srednjeročni cilj glede javnofinančnega ravnovesja v obdobju do leta 2007 naj ne bi bil dosežen. Evropska komisija opozarja, da je precejšnje znižanje primanjkljaja v letu 2007 izključno posledica projekcij višjih prihodkov. Izkušnje preteklih konvergenčnih in predpristopnih programov tudi kažejo, da Slovenija ni bila uspešna pri uresničevanju srednjeročnih ciljev in da so bile napovedi praviloma preoptimistične. Ker je v obdobju 2005 do 2007 pričakovana relativno visoka gospodarska rast, bi Slovenija morala izkoristiti ugodne pogoje za zmanjšanje strukturnega javnofinančnega primanjkljaja, saj je izvajanje prilagoditev v pogojih nizke gospodarske aktivnosti precej težje. Zaradi poslabševanja demografskih razmer bo posebno pozornost potrebno nameniti tudi vzdržnosti javnega pokojninskega sistema, kjer bi odmiki od že sprejetih ukrepov lahko povzročili dodatne pritiske na javne finance na daljši rok (glej Okvir 5.1).

Prizadevanje za zmanjševanje odhodkov in večjo prilagodljivost proračuna

V prihodnosti bo nujno zmanjševanje javnofinančnih odhodkov in povečevanje njihove prilagodljivosti. V Sloveniji je delež javnofinančnih prihodkov in odhodkov v BDP precej visok v primerjavi z državami na podobni stopnji razvitosti ter celo v primerjavi z nekaterimi visoko razvitimi gospodarstvi. Znižanje javnofinančnega primanjkljaja bo tako moralo potekati predvsem v smeri zmanjševanja odhodkov. Poleg tega bo nujno prestrukturiranje proračuna v smislu njegove večje prilagodljivosti, še zlasti v luči dejstva, da po vstopu v ERM II fiskalna politika nosi glavno breme uravnavanja asimetričnih makroekonomskih šokov.

Okvir 5.1: Vzdržnost javnega pokojninskega sistema

V Sloveniji so lani znašali odhodki Zavoda za pokojninsko in invalidsko zavarovanje 13,4% BDP (13,6% BDP v letu 1999), od tega za pokojnine 10,9% BDP (11,4% BDP v letu 1999). Delež odhodkov za pokojnine se je tako od uveljavitve pokojninske reforme, ki je stopila v veljavo v letu 2000, in spremembe indeksacijskega mehanizma za pokojnine v letu 2001, že znižal.

K znižanju odhodkov za pokojnine in s tem tudi implicitnih obveznosti v javnem pokojninskem sistemu so prispevale spremembe glavnih parametrov javnega pokojninskega sistema:

- Upokojitvena starost se je po reformi v povprečju povišala za dve leti, na 58 let in 7 mesecev v letu 2004.
- Razmerje med povprečno starostno pokojnino in povprečno plačo se je znižalo na 70,2% v lanskem letu iz 75,8% v letu pred uveljavitvijo pokojninske reforme.

K izboljšanju fiskalne vzdržnosti na dolgi rok je prispevala sprememba v načinu usklajevanja pokojnin. V 90-ih letih je bilo v Sloveniji v veljavi usklajevanje pokojnin s plačami, kar se je odrazilo v zelo visoki

nadomestitveni stopnji. V letu 2001 uveljavljena sprememba mehanizma usklajevanja pokojnin s plačami je privedla do zaostajanja rasti pokojnin za rastjo plač. Tako se je npr. v lanskem letu pokojninska osnova povišala za 4,9% (povprečna izplačana pokojnina z varstvenim dodatkom za 4,5%), medtem ko je rast povprečne plače znašala 5,7%. V primeru, da bi pokojnine porasle za enak odstotek kot plače, bi to pomenilo za dobrih 5 mrd SIT oz. za 0,1% BDP višje odhodke v lanskem letu. Čeprav v obstoječem sistemu usklajevanja pokojnine rastejo počasneje od plač, se je v zadnjih štirih letih realna vrednost pokojnin povečala. Danes večina držav OECD usklajuje pokojnine z rastjo cen življenjskih potrebščin in tako le ohranja njihovo realno vrednost, saj bi imela hitrejša rast pokojnin neželene dolgoročne učinke.

V naslednjih desetletjih je pričakovati dodatne pritiske na rast izdatkov za pokojnine, ki bodo pogojeni s staranjem prebivalstva (glej tabelo). Slovenija se na tem področju srečuje s podobnimi izzivi kot ostale države EU: po ocenah se bo v Sloveniji do leta 2050 starostna odvisnost prebivalstva[1] več kot podvojila, zaradi že nekaj desetletij izredno nizke stopnje rodnosti pa se bo začelo v prihodnosti prebivalstvo – posebej delovno aktivno – krčiti.

Tabela: Dolgoročna vzdržnost javnih financ – izdatki v % BDP

	2005	2010	2020	2030	2040	2050
Pokojnine	13,3	12,4	13,2	14,9	16,9	18,2
Zdravstvo	6,7	6,9	7,2	7,9	8,9	9,6
Skupaj	20,0	19,3	20,4	22,8	25,8	27,8

Vir: Dopolnitev Konvergenčnega programa, januar 2005.

Trend slabšanja razmerja med upokojenimi in zavarovanimi osebami, ki je prisoten že dalj časa, se bo zaradi navedenega še nadaljeval, težave s financiranjem pokojnin pa se bodo stopnjevale. Navedene težave se morajo reševati pravočasno in v letu 2000 uveljavljena pokojninska reforma pomeni korak v to smer. Odmikanje potrebnih ukrepov v prihodnost bi namreč zahtevalo obsežnejše prilagoditve, in sicer v smislu bolj odločnega zniževanja ravni pokojnin, zviševanja stopenj prispevkov in/ali sprememb v drugih parametrih pokojninskega sistema. Ob uveljavljeni pokojninski reformi pa seveda ostaja ključnega pomena oblikovanje dodatnih virov dohodkov za čas po upokojitvi. V Sloveniji je trenutno v sistem prostovoljnega pokojninskega zavarovanja vključena dobra polovica zavarovancev iz obveznega pokojninskega sistema.

[1] Starostna odvisnost je opredeljena kot delež prebivalstva v starosti nad 65 let v skupini prebivalstva v starosti med 20 in 64 let (t.im. delovno prebivalstvo).

Kriterij deviznega tečaja

Po vstopu v ERM II je bila zagotovljena stabilnost deviznega tečaja

Od vstopa v ERM II je devizni tečaj praktično povsem stabilen. Slovenija je vstopila v ERM II 28. junija 2004, pri čemer je centralni tečaj določen pri razmerju 239,640 SIT za EUR, upošteva pa se standardni pas nihanja +/- 15%. V prvih devetih mesecih bivanja v ERM II so bila odstopanja tečaja tolarja od centralnega tečaja majhna, prav tako pa ni bilo večjih pritiskov na gibanje tečaja.

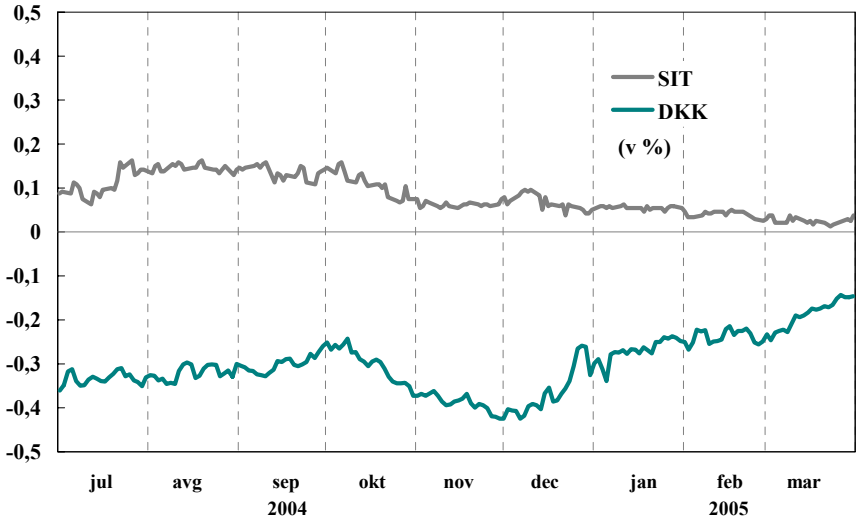
Tveganja kriterija stabilnosti deviznega tečaja so majhna

Tveganja, povezana s tečajno stabilnostjo, so omejena. To je predvsem posledica ravnotežnosti deviznega tečaja, ki se odraža tudi v relativno uravnoteženemu tekočemu računu plačilne bilance. Na drugi strani ima Banka Slovenije tudi ustrezne instrumente denarne politike in zadostne devizne rezerve, da lahko zagotavlja tečajno stabilnost.

Obrestni diferencial je relativno majhen

Kratkoročni obrestni diferencial je relativno majhen in odraža odločitev Banke Slovenije, da vzdržuje svoje obrestne mere na najvišji možni ravni, ki še zagotavlja stabilnost denarnega trga. Po vstopu v ERM II je obrestna politika podrejena vzdrževanju stabilnosti tečaja in je tako odvisna od kratkoročnih obrestnih mer v evroobmočju. Odstopanje za dve odstotni točki od obrestne mere ECB omogočajo tržne premije, ki odražajo predvsem tečajno in likvidnostno tveganje. Odstopanja odražajo razmerja, ki jih trgi ob dani strukturi instrumentov denarne politike in obrestnih mer zanje še tolerirajo. V dosedanji praksi od vstopa od ERM II obrestni diferencial ni bil pogojen s potrebo po vzdrževanju tečajne stabilnosti.

Slika 5.3: Odstopanja od centralnega tečaja – danska krona in slovenski tolar



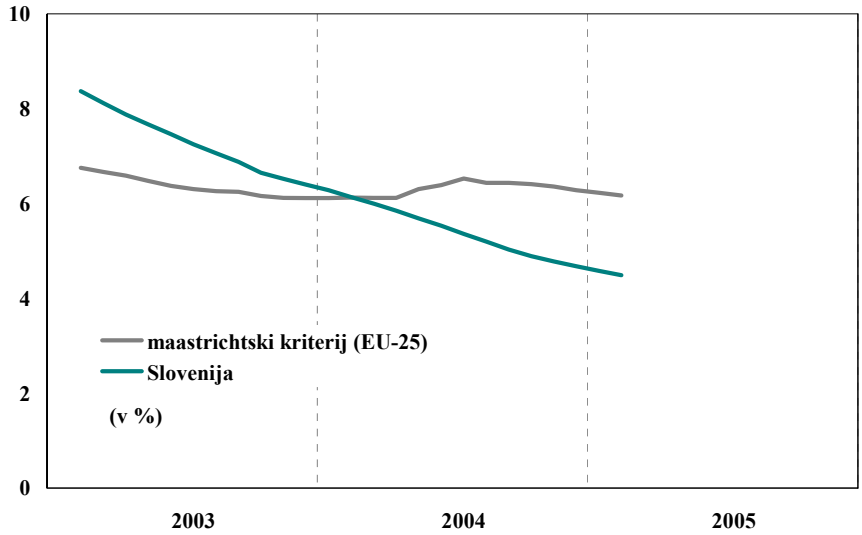
Vir: ECB.

Kriterij dolgoročnih obrestnih mer

Slovenija izpolnjuje kriterij dolgoročnih obrestnih mer…

Slovenija izpolnjuje tudi kriterij dolgoročnih nominalnih obrestnih mer. Dvanajstmesečno povprečje dolgoročnih nominalnih obrestnih mer za vrednostne papirje države se je spustilo pod referenčno vrednost že v marcu 2004, še vedno pa se nadaljuje trend upadanja. Ker se tekoča dolgoročna obrestna mera v zadnjih mesecih giblje okoli 4%, lahko pričakujemo, da bo povprečje do konca leta padlo še za okoli pol odstotne točke.

Slika 5.4: Kriterij dolgoročnih obrestnih mer



Vir: Eurostat.

… kar kaže na zaupanje finančnih trgov v kredibilnost ekonomskih politik

Dolgoročne obrestne mere kažejo na zaupanje finančnih trgov v kredibilnost makroekonomskih politik in ohranjanje makroekonomskih ravnovesij v prihodnosti. Odražajo dolgoročna inflacijska pričakovanja in pričakovanja o vzdržnosti proračunskega primanjkljaja. Nizke rizične premije potrjujejo kredibilnost makroekonomskih politik v Sloveniji pri doseganju nizke inflacije in visoke fiskalne stabilnosti.

5.3 Vodenje makroekonomskih politik

Izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev je povezano predvsem s tveganji …

V obdobju pred ugotavljanjem pogojev za odpravo derogacije bosta odzivnost ekonomske politike in možnost preprečevanja šokov, ki bi lahko ogrozili doseganje katerega od maastrichtskih kriterijev še posebej pomembni. Četudi naše projekcije kažejo, da bo Slovenija v predvidenem obdobju preverjanja kriterijev izpolnjevala tudi kriterij stabilnosti cen, želimo s simulacijami nekaterih verjetnih makroekonomskih šokov prikazati možna odstopanja v gibanju glavnih makroekonomskih indikatorjev.

… prehitre rasti plač, …

Pri zmanjševanju inflacijskih pritiskov stroškovne narave bo ključna bolj umirjena rast plač. Dodatna rast plač glede na osnovni scenarij za 1 odstotno točko bi po naših simulacijah povečala inflacijo za 0,3 odstotne točke v drugem letu po nastanku šoka.

… prekomernega trošenja države, …

Oblikovanje restriktivne fiskalne politike bo močno vplivalo na doseganje kriterija stabilnosti cen. Povečano trošenje države za dve odstotni točki glede na osnovni scenarij bi po naših simulacijah vplivalo na višjo inflacijo, ki bi se v prvem letu trajanja šoka povečala za 0,2 odstotni točki, v drugem letu pa za 0,3 odstotne točke.

… gospodinjstev …

Morebitna krepitev domačega povpraševanja bi povzročila hitrejše zapiranje proizvodne vrzeli in dodatne inflacijske pritiske. Do močnejšega domačega povpraševanja bi lahko prišlo v primeru zmanjševanja varčevanja, še hitrejše rasti kreditov ali višje rasti plač. Ob višjem trošenju gospodinjstev bi se inflacija za vsako odstotno točko višjo rast trošenja gospodinjstev povečala za 0,3 odstotni točki v letu nastanka ter za 0,5 odstotne točke v letu po nastanku šoka.

Tabela 5.1: Definicije simulacij

Simulacija	Šok - sprememba	Obdobje šoka
a) Tuje okolje		
1. Cena nafte	višja od cene v napovedih za 5 USD/sod	Q105-Q406
2. Cena primarnih surovin	višja od ravni cen v napovedih za 10%	Q105-Q406
3. Povpraševanje iz tujine	višje od ravni v napovedih za 1%	Q105-Q406
b) Domače okolje		
4. Rast plač	višja od rasti plač v napovedih za 1 o.t.	Q105-Q406
5. Trošenje gospodinjstev	višje od rasti trošenja v napovedih za 1 o.t.	Q105-Q406
6. Trošenje države	višje od rasti trošenja v napovedih za 1 o.t.	Q105-Q406
7. Rast nadzorovanih cen	enaka rasti prostih cen iz napovedi	Q105-Q406

… ter visokih cen nafte

Pomembno tveganje za doseganje kriterija cenovne stabilnosti predstavljajo zunanji dejavniki, predvsem rast cen naftnih derivatov. Vpliv cen naftnih derivatov na inflacijo je asimetričen, kar pomeni, da dvig cen povzroči večje povišanje inflacije v Sloveniji kot v nekaterih drugih državah EU. Zvišanje cen nafte le za 5$/sod glede na osnovni scenarij bi po naših ocenah zvišalo inflacijo v prvih dveh letih za približno 0,3 in 0,6 odstotne točke. Ob višjih cenah nafte se močno poslabša tudi saldo tekočega računa. Vsako zvišanje cen nafte za 1$/sod poslabša saldo tekočega računa plačilne bilance za približno 0,1 odstotne točke BDP. Učinek višjih cen primarnih surovin na inflacijo je sicer pričakovano pozitiven, a precej manjši od učinka višjih cen nafte, vpliv na poslabšanje tekočega računa plačilne bilance pa je dokaj velik.

Tabela 5.2: Odzivnost makroekonomskih spremenljivk na simulacije šokov

	BDP			Inflacija			Tekoči račun		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Napovedi - osnovni scenarij	3,9	4,0	4,0	2,5	2,5	2,6	-1,6	-1,3	-1,2
Alternativni scenariji									
a) Tuje okolje									
1. Nafta	3,8	3,9	3,8	2,8	3,1	2,6	-1,9	-1,8	-1,9
2. Primarne surovine	4,0	4,0	4,0	2,7	2,6	2,7	-1,9	-1,7	-1,6
3. Tuje povpraševanje	4,3	4,3	4,1	2,6	2,6	2,8	-1,3	-0,9	-0,9
b) Domače okolje									
4. Plače	4,1	4,3	4,3	2,7	2,9	3,0	-1,8	-1,6	-1,5
5. Trošenje gospodinjstev	4,2	4,7	4,6	2,8	3,0	3,2	-1,8	-1,7	-1,7
6. Trošenje države	4,1	4,2	4,3	2,7	2,8	2,9	-1,7	-1,4	-1,4
7. Nadzorovane cene	3,9	4,0	4,0	2,3	2,6	2,9	-1,6	-1,3	-1,3

Vir: Ocene ARC.

Koordinacija vseh ekonomskih politik bo ključna pri izpolnjevanju pogojev za prevzem evra

Glede na opisana tveganja in rezultate simulacij bo pri doseganju pogojev za prevzem evra ključnega pomena učinkovita in kredibilna koordinacija vseh makroekonomskih politik. Osrednja naloga denarne politike bo ohranjanje stabilnosti tečaja, medtem ko fiskalna politika prevzema breme zagotavljanja cenovne stabilnosti in uravnavanja gospodarske aktivnosti. Dohodkovna politika bo morala omejiti stroškovne pritiske na inflacijo z rastjo plač, ki v zadostni meri zaostaja za rastjo produktivnosti. Izvajanje strukturnih reform, predvsem na področju trga dela, naj bo usmerjeno k povečanju prilagodljivosti gospodarstva in ohranjanju njegove konkurenčnosti.

Denarna politika mora zagotavljati stabilnost deviznega tečaja, …

Od vstopa v ERM II denarna politika vzdržuje stabilnost nominalnega deviznega tečaja. Vzdrževanje stabilnega deviznega tečaja podreja obrestno politiko Banke Slovenije dejavnikom, ki so od Banke Slovenije neodvisni, to je predvsem obrestnim meram v evroobmočju.

… fiskalna politika pa omejevati inflacijske pritiske

Zato bo fiskalna politika odigrala osrednjo vlogo pri omejevanju inflacijskih pritiskov. Restriktivnost fiskalne politike se hkrati odrazi tako na manjših inflacijskih pritiskih s strani povpraševanja, kot tudi na večji stabilnosti javnofinančnega primanjkljaja. Omejevanje javnofinančne porabe bi bilo še posebej potrebno v primeru povečanja povpraševanja nad ponudbeni potencial. Slednje bi se sicer odrazilo v višji gospodarski aktivnosti in bi tako zagotovilo višje javnofinančne prihodke, vendar bi bilo v tem primeru z vidika kriterija cenovne stabilnosti nujno znižati porabo in strukturni javnofinančni primanjkljaj. Ob upočasnjeni gospodarski rasti bi se prihodki javnih financ zmanjšali, zato mora fiskalna politika zagotoviti zadostne proračunske rezerve, da izpolnjevanje kriterija proračunskega stanja države ne bo ogroženo[14]. Za odzivanje na morebitne asimetrične makroekonomske šoke, kar bo naloga fiskalne politike tudi po prevzemu evra, bi bilo nujno tudi povečati fleksibilnost javnofinančnih izdatkov.

Rast nadzorovanih cen ne sme prehitevati rasti prostih cen

Rast nadzorovanih cen ne bo smela biti višja od predvidene rasti prostih cen. Pri tem bo predvsem pomembno, da bo zmernejša rast nadzorovanih cen prisotna pri vseh komponentah. Primeri, ko bi nižjo rast nekaterih nadzorovanih cen kompenzirala višja rast drugih nadzorovanih cen, bi po nepotrebnem vodili k višji inflaciji ter spodbujali inflacijska pričakovanja v ostalih sektorjih. Med nadzorovanimi cenami imajo posebno vlogo naftni derivati, katerih cene so pod vplivom zunanjih dejavnikov in lahko tako v primeru neugodnih razmer rastejo tudi hitreje od ostalih cen.

[14] Primer takšnega delovanja predstavlja Danska, ki je v obdobju 1995-2001 izkoristila relativno ugodne gospodarske razmere in pospešila fiskalno konsolidacijo. Izboljšanje proračunskega salda z –3,1% BDP v letu 1995 na +3,2% BDP v letu 2001 je Danski omogočilo ustrezno prilagajanje ob upadu gospodarske konjunkture v letih 2002 in 2003, ko se je proračunski saldo zaradi delovanja avtomatskih stabilizatorjev poslabšal za dve odstotni točki. Politika proračunskega presežka bo Danski tudi olajšala prehod v evroobmočje, ko se bo zanj odločila.

Okvir 5.2: Potreba po primernem odzivanju fiskalne politike

Pri odzivanju fiskalne politike na makroekonomske šoke, ki predstavljajo glavna tveganja tudi v primeru Slovenije, so lahko poučni primeri nekaterih držav evroobmočja. Ob prevzemanju evra je denarna politika na Irskem zaradi konvergence obrestnih mer postajala vse manj restriktivna. Posledično je prišlo do hitre rasti kreditov zasebnemu sektorju in dvigovanja cen nepremičnin. Poleg tega se je močno povišala inflacija, ki je leta 2000 dosegla kar 5,3% in je bila tako za 3 odstotne točke višja od takratne inflacije v evroobmočju. Ker je v denarni uniji edini instrument za uravnavanje makroekonomskih šokov fiskalna politika, je z namenom zmanjšanja agregatnega povpraševanja in ohlajanja gospodarske rasti Irska v letu 2000 povečala javnofinančni presežek kar za dve odstotni točki BDP. Da je bil takšen odziv uspešen, kažejo podatki o gospodarski rasti, brezposelnosti in inflaciji Irske v zadnjem obdobju.

Tabela: Ključni makroekonomski kazalci za Irsko

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Gospodarska rast v %	9,8	8,1	10,8	8,9	11,1	9,9	6,0	6,1	3,7	4,9
Javnofinančni saldo (% BDP)	-2,1	-0,1	1,1	2,4	2,4	4,4	0,9	-0,4	0,2	1,3
Inflacija (HICP) v %	n.p.	2,2	1,2	2,1	2,5	5,3	4,0	4,7	4,0	2,3
Brezposelnost v %	12,3	11,7	9,9	7,5	5,6	4,3	3,9	4,3	4,6	4,5

Vir: Eurostat.

S podobnimi makroekonomskimi razmerami kot Irska se je po letu 1999 srečevala tudi Portugalska. Konvergenca obrestnih mer je tudi na Portugalskem povzročila kreditno ekspanzijo in povečano potrošnjo tako gospodinjstev kot podjetij. Nasprotno pa v primeru Portugalske fiskalna in tudi dohodkovna politika nista delovali restriktivno, ampak sta bili celo prociklični. Fiskalna politika je izkoristila višje davčne prihodke zaradi povečane gospodarske aktivnosti ter nižje odhodke zaradi manjših stroškov financiranja dolga, ki so bili posledica upada obrestnih mer, in še povečevala zaposlenost ter plače v javnem sektorju. Rast nominalne plače na prebivalca je bila v obdobju 1995-2002 dvakrat hitrejša kot v evroobmočju, kar pa ni temeljilo na ustrezni rasti produktivnosti. Posledično se je zmanjševala konkurenčnost portugalskega gospodarstva, kar se je odrazilo tudi na povečanem primanjkljaju tekočega računa plačilne bilance. Konec leta 2002 je Portugalska zašla v recesijo, začelo se je povečevanje brezposelnosti. Kljub nizki gospodarski rasti je inflacija ostala nad povprečjem držav evroobmočja. Javnofinančni primanjkljaj se je povečal na 4,4%, kar je prisililo vlado, da je sprejela ustrezne ukrepe za znižanje primanjkljaja pod referenčno vrednost Pakta o stabilnosti in rasti.

Tabela: Ključni makroekonomski kazalci za Portugalsko

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Gospodarska rast v %	4,3	3,5	4,0	4,6	3,8	3,4	1,7	0,4	-1,1	1,0
Javnofinančni saldo (% BDP)	-4,5	-4,0	-3,0	-2,6	-2,8	-2,8	-4,4	-2,7	-2,9	-2,9
Inflacija (HICP) v %	4,0	2,9	1,9	2,2	2,2	2,8	4,4	3,7	3,3	2,5
Brezposelnost v %	7,3	7,3	6,8	5,1	4,5	4,1	4,0	5,0	6,3	6,7

Vir: Eurostat.

Omenjena primera kažeta, da je ohranjanje makroekonomskih ravnovesij in uspešno odzivanje fiskalne politike na morebitne šoke ključno za uspešen prehod v denarno unijo. Restriktivnost fiskalne in dohodkovne politike bo osrednjega pomena tudi pri izpolnjevanju pogojev za prevzem evra v Sloveniji in kasnejšemu bivanju v denarni uniji.

Vira: The Portuguese economy after the boom, European Commission, 2004;
Backe et al.: The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro, ECB, 2004.

Dohodkovna politika mora slediti določilom socialnega sporazuma

Dohodkovna politika mora v vseh panogah zagotoviti rast plač, ki bo v skladu s socialnim sporazumom vsaj za odstotno točko nižja od rasti produktivnosti. Čeprav je bil ta cilj za Slovenijo kot celoto v minulem letu dosežen, pa so bila v nekaterih panogah prisotna nezaželena odstopanja (glej Okvir 2.2). Dosledno izvajanje določila socialnega sporazuma bi omejilo stroškovne pritiske za podjetja in na ta način prispevalo oziroma omogočalo izpolnjevanje kriterija

stabilnosti cen. Prav tako je zaostajanje plač za produktivnostjo nujno za nadaljevanje trenda zaposlovanja v Sloveniji. Še nadaljnje omejevanje rasti plač v javnem sektorju lahko izvaja demonstrativni učinek na rast plač v celotnem gospodarstvu.

Finančni nadzor bo zagotavljal stabilnost finančnega sistema

Finančni nadzor bo tudi v prihodnosti skrbel, da ne pride do poslabševanja kreditnega portfelja bank in na ta način zagotavljal ohranjanje stabilnosti finančnega sistema. Čeprav finančni nadzor neposredno ne more omejiti kreditne ekspanzije bank, pa lahko zagotovi, da banke v razmerah visoke gospodarske aktivnosti ne podcenjujejo tveganj, povezanih s sposobnostjo kreditnega odplačevanja, kar bi lahko imelo negativne posledice na celotni finančni sistem ob obratu gospodarskega cikla.