BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

POROČILO O CENOVNI STABILNOSTI

APRIL 2008

BANKA SLOVENIJE
EVROSISTEM

Izdala:

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

Publikacija temelji na podatkih in informacijah, dostopnih do 17. marca 2008, razen če je navedeno drugače.

This publication is also available in English.

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

Pregled vsebine

Povzetek 9

1 Tekoče gibanje cen 13

2 Mednarodno okolje in predpostavke projekcij 21

3 Gospodarska gibanja in trg dela 27

4 Zunanje ravnotežje in konkurenčnost 39

5 Pogoji financiranja 49

6 Projekcije gibanja cen in tveganja 59

Priloga: Projekcije Banke Slovenije in projekcije Evrosistema 69

Pregled slik, tabel in okvirov

Slike:

Slika 1.1	Maastrichtski kriterij cenovne stabilnosti	13
Slika 1.2	Inflacija	13
Slika 1.3	Osnovna inflacija	14
Slika 1.4	Razlika med prispevki k inflaciji v Sloveniji in evroobmočju	14
Slika 1.5	Kazalnik gibanja proizvodne vrzeli	16
Slika 1.6	Gibanje posameznih skupin cen	17
Slika 1.7	Gibanje cen hrane	18
Slika 1.8	Gibanje cen storitev	18
Slika 1.9	Gibanje cen industrijskih proizvodov brez energentov	18
Slika 1.10	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu	19
Slika 1.11	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu za evroobmočje in ZDA	20
Slika 2.1	Zaupanje pri podjetjih v tujini in v Sloveniji	22
Slika 2.2	Gospodarska rast evroobmočja in projekcije Evropske komisije (EK)	22
Slika 2.3	Cene na svetovnih trgih primarnih surovin	23
Slika 2.4	Devizni tečaj EUR/USD in centralnobančni obrestni meri	25
Slika 3.1	Domače povpraševanje in BDP	28
Slika 3.2	Projekcije rasti BDP	28
Slika 3.3	Industrijska proizvodnja - celotna industrija brez gradbeništva	29
Slika 3.4	Prispevki komponent trošenja k rasti BDP	29
Slika 3.5	Kazalniki zaupanja – desezonirano	30
Slika 3.6	Trošenje gospodinjstev in razpoložljivi dohodek	30
Slika 3.7	Kazalnik dobička	33
Slika 3.8	Prispevki posameznih dejavnosti k rasti zaposlenosti	34
Slika 3.9	Struktura brezposelnosti po trajanju brezposelnosti	35
Slika 3.10	Tokovi delavcev in število prostih delovnih mest na zaposlenega	35
Slika 3.11	Stopnja brezposelnosti in stopnja participacije	35
Slika 4.1	Projekcije tekočega računa	39
Slika 4.2	Pogoji menjave	42
Slika 4.3	Realni efektivni tečaji	44
Slika 4.4	Kazalnik konkurenčnosti – stroški plač na enoto proizvoda v predelovalnih dejavnostih	45
Slika 4.5	Kazalnik konkurenčnosti – stroški dela na enoto proizvoda v celotnem gospodarstvu	45
Slika 4.6	Kazalnik konkurenčnosti – HICP	46
Slika 4.7	Realni efektivni tečaj	46
Slika 5.1	Kreditiranje domačega zasebnega sektorja	49
Slika 5.2	Finančno poglabljanje	50
Slika 5.3	Obrestne mere za posojila nad 1 mio EUR za nefinančne družbe	50
Slika 5.4	Struktura kreditiranja gospodinjstev	51
Slika 5.5	Obrestne mere za potrošniška posojila gospodinjstvom	51
Slika 5.6	Obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta	53
Slika 5.7	Neto zadolženost pri bankah	53
Slika 5.8	Varčevalno investicijska vrzel	54
Slika 5.9	Finančni pritoki iz tujine	55
Slika 5.10	Zunanji dolg	56
Slika 6.1	Projekcije inflacije	59
Slika 6.2	Prispevki komponent k inflaciji	61
Slika 6.3	HICP in osnovna inflacija	61

Tabele:

Tabela 1.1 Struktura HICP in kazalniki gibanja cen 15
Tabela 2.1 Predpostavke o dejavnikih iz mednarodnega okolja 21
Tabela 3.1 Aktivnost, zaposlenost in plače 27
Tabela 3.2 Komponente domačega povpraševanja 29
Tabela 3.3 Kazalniki stroškov dela 36
Tabela 4.1 Tekoči račun plačilne bilance 39
Tabela 6.1 Inflacija 59
Tabela 6.2 Predpostavljeni neposredni učinki na inflacijo kot posledica vladnih ukrepov v letu 2008 in 2009 60
Tabela 6.3 Modelske simulacije nekaterih makroekonomskih šokov 63
Tabela 6.4 Alternativni scenarij projekcij: višja rast nominalnih plač 65

Okviri:

Okvir 1.1 Anketne ocene zaznane inflacije in inflacijskih pričakovanj 20
Okvir 4.1 "Rotterdam-Antwerp" učinek 40
Okvir 5.1 Možnosti in učinkovitost ukrepov za zmanjšanje kreditne aktivnosti bank 52
Okvir 5.2 Vpliv nestanovitnosti na finančnih trgih na gospodarska in finančna gibanja 56
Okvir 6.1 Primerjava napovedi za leti 2008 in 2009 z napovedmi drugih institucij 66

Okrajšave uporabljene v Poročilu o cenovni stabilnosti

AJPES	Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve
BDP	Bruto domači proizvod
BS	Banka Slovenije
BLEU	Belgija in Luksemburg
DARS	Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji
DDV	Davek na dodano vrednost
DJ EUROSTOXX	Indeks tečajev delnic za evroobmočje (Dow Jones)
ECB	Evropska centralna banka
ECOFIN	Svet za ekonomske in finančne zadeve
EIPF	Ekonomski institut pravne fakultete
EK	Evropska komisija
EMU	Ekonomska in monetarna unija
ERM II	Mehanizem deviznih tečajev
ESCB	Evropski sistem centralnih bank
ESR95	Evropski sistem računov 1995
EU27	Evropska unija (27 držav)
EUR	Evro
EURIBOR	Medbančna obrestna mera za evro na evropskem denarnem trgu
HICP	Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin
IEA	Mednarodna agencija za energijo
IFS	International Financial Statistics, baza podatkov Mednarodnega denarnega sklada
ILO	Mednarodna organizacija za delo
IMF	Mednarodni denarni sklad
MF	Ministrstvo za finance Republike Slovenije
MDS	Mednarodni denarni sklad
NCB	Nacionalne centralne banke, članice evro območja
NKBM	Nova Kreditna banka Maribor
o.t.	Odstotna točka
OECD	Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj
OPEC	Organizacija držav izvoznic nafte
PCS	Poročilo o cenovni stabilnosti
PPI	Indeks cen pri proizvajalcih
RS	Republika Slovenija
SBI 20	Slovenski borzni indeks, ki kaže splošna gibanja tečajev delnic na Ljubljanski borzi in je sestavljen iz rednih delnic 15 izdajateljev z borznega in prostega trga
SIT	Slovenski tolar
SLONEP	Spletni slovenski nepremičninski portal
SURS	Statistični urad Republike Slovenije
ULC	Stroški dela na enoto proizvoda
UMAR	Urad za makroekonomske analize in razvoj Republike Slovenije
Ur. l. RS	Uradni list Republike Slovenije
USD	Ameriški dolar

Povzetek

Negotovosti glede prihodnjih gospodarskih gibanj so tokrat neobičajno visoke. Predpostavke gospodarskih gibanj v mednarodnem okolju so podvržene globalnim negotovostim, v glavnem vezanim na poglabljanje finančne krize v ZDA. Hkrati so vedno bolj prisotne tudi negotovosti iz domačega makroekonomskega okolja, ki bi lahko še poglobile odstopanja od makroekonomskih ravnotežij. Tveganja za projekcije inflacije so obrnjena navzgor, tveganja glede projekcij gospodarske aktivnosti pa so obrnjena navzdol. Med zunanjimi dejavniki predstavlja največje tveganje pri projekcijah inflacije nadaljnje višanje cen nafte in drugih surovin na svetovnih trgih. Povišanje cene nafte za 10 USD na sodček bi k inflaciji v letošnjem letu dodatno prispevalo okoli pol odstotne točke. Med domačimi dejavniki prihaja vedno bolj v ospredje tveganje pretiranega vgrajevanja pretekle inflacije v plače zaposlenih, tudi tistega dela rasti cen, ki je vezan na ponudbene šoke in načelno zmanjšuje produktivnost dela. To tveganje se je do začetka leta 2008 deloma že udejanjilo.

Gospodarska aktivnost v najpomembnejših trgovinskih partnericah Slovenije se po nekajletnem obdobju ugodne rasti umirja od sredine leta 2007. Razpoložljive napovedi kažejo, da se bo rast v evroobmočju po umiritvi v letošnjem letu v prihodnje gibala blizu dolgoletnega povprečja, pričakovati pa je mogoče tudi nadaljevanje gospodarske rasti v najpomembnejših partnericah iz srednje in vzhodne Evrope. Nižjo rast tujega povpraševanja lahko povzročijo predvsem nestanovitnosti na mednarodnih finančnih trgih in visoke cene surovin. Evro je do ameriškega dolarja v lanskem letu pretežno apreciiral, še posebno močno v zadnjem četrtletju, ko so se vrstile slabše novice o gospodarskem stanju v ZDA. Apreciacija evra je deloma omilila pritiske na cene s trgov surovin. Cene nafte so se namreč občutno povišale in močno presegle 100 USD za sodček, terminski trgi pa pričakujejo višjo rast cen od predhodno pričakovanih tudi za druge surovine. Pod vplivom visokih cen surovin se je inflacija v evroobmočju in ZDA ob koncu lanskega in na začetku letošnjega leta močno povišala, v evroobmočju pa nastajajo tudi pritiski na poviševanje plač.

V Sloveniji je rast bruto domačega proizvoda v letu 2007 presegla 6% in je bila najhitrejša doslej. Presegla je tudi rast evroobmočja, in sicer kar za 3,5 odstotne točke. Ob nadaljnji solidni rasti izvoza so v lanskem letu med komponentami domače porabe že drugo leto zapored najhitreje rasle investicije, predvsem na račun močnega povečanja aktivnosti v gradbeništvu. Končna realna rast trošenja gospodinjstev in države je bila po povečanju v letu 2006 zmerna in je močno zaostajala za rastjo BDP. Na proizvodni strani je rast temeljila na pospešeni rasti zaposlenosti, ne pa na pospeševanju produktivnosti. Tako se je vse do konca leta 2007 na trgu dela močno zniževala brezposelnost. Kljub temu vse do zadnjega četrtletja 2007 ni bilo zaznati, da bi stroški dela pritiskali na poviševanje inflacije, nato pa večina kazalnikov kaže pospešek v nominalnih stroških dela. Varčevalno-investicijska vrzel se od sredine leta 2006 naprej povečuje. Ker gospodarstvo dodatno in naraščajočo potrebo po financiranju zapolnjuje predvsem z zadolževanjem v tujini, se povečuje tudi neto zunanji dolg, plačila obresti pa vedno bolj poslabšujejo tekoči račun plačilne bilance. Primanjkljaj tekočih transakcij je v letu 2007 znašal 4,9% BDP, kar je največ v obdobju samostojne Slovenije. Hitro naraščanje primanjkljaja opozarja na primanjkljaj domačega varčevanja glede na potrebe financiranja, zato banke povečano kreditno povpraševanje domačega zasebnega sektorja financirajo s pospešenim zadolževanjem v tujini.

Povprečna stopnja inflacije se je leta 2007 zvišala za 1,3 odstotne točke na 3,8%, v prvem četrtletju 2008 pa je znašala visokih 6,5%. Del povišanja inflacije v zadnjem letu je posledica hitre rasti cen surovin na svetovnih trgih, del pa je notranjega izvora, vezanega na visoko domačo gospodarsko aktivnost. Ključni dejavnik ponudbenih šokov iz mednarodnega okolja so bile cene hrane in energentov, ki so s pospeškom ob koncu leta vplivale tudi na strukturo inflacije. Izjemno visoka rast domačih cen hrane, ta je lani v povprečju dosegla 7,1%, je tako kot v evroobmočju posledica visoke rasti cen hrane na svetovnih trgih. Dodaten pospešek inflacije cen hrane v primerjavi z evroobmočjem pa je mogoče pripisati visoki rasti povpraševanja, zgoščenosti censkih prilagoditev, povezanih z uvedbo evra, in nezadostni stopnji konkurence na trgu. Pozitivna proizvodna vrzel v domačem makroekonomskem okolju predstavlja bistveno razliko v primerjavi z evroobmočjem, kjer se gospodarska rast giblje v okviru potencialnega proizvoda. V evroobmočju se je inflacija povišala zaradi ponudbenih šokov šele ob koncu lanskega leta, v povprečju leta pa se je zaradi nekaterih baznih učinkov med letom celo znižala z 2,2% v 2006 na 2,1% v 2007. Vpliv na inflacijo zaradi pozitivne proizvodne vrzeli in visoke rasti agregatnega povpraševanja v Sloveniji se odraža predvsem v kazalnikih osnovne inflacije, ki hitro narašča z nizkih ravni, doseženih v letih 2005 in 2006. Povprečna rast indeksa cen brez energentov in hrane je še v letu 2006 znašala 1,3%, leta 2007 2,7%, v zadnjih mesecih pa se giblje blizu 4%. Rast cen storitev je v povprečju 2007 močno presegla 5%, postopoma pa se dvigujejo tudi cene industrijskih dobrin brez energentov. Po drugi strani sta na inflacijo zaviralno delovala predvsem apreciacija evra in še relativno zmerni stroški dela kljub postopnemu naraščanju v lanskem drugem polletju.

V prihodnje je pričakovati umirjanje gospodarske aktivnosti, kar že nakazuje nizka rast v zadnjem četrtletju 2007 v Sloveniji in v evroobmočju. Gospodarska rast v Sloveniji naj bi leta 2008 znašala 4,2%, leta 2009 3,9% in leta 2010 4,1%. K upočasnitvi rasti bo predvidoma največ prispevala počasnejša rast bruto investicij zaradi manj ugodnih razmer v mednarodnem in domačem okolju. S tem bi gospodarska aktivnost Slovenije v obdobju projekcij postala vzdržnejša in skladnejša s ponudbenim potencialom. Projekcije tekočega računa kažejo, da se bo primanjkljaj letos še poslabšal na okoli 6% BDP in se v naslednjih dveh letih postopoma zniževal. Na poslabšanje rezultatov tekočih transakcij plačilne bilance bodo po ocenah vplivali predvsem neugodni pogoji menjave in povečani neto odlivni dohodki faktorjev. Zaradi zviševanja cen energentov in drugih surovin obstajajo pričakovanja, da se bodo pogoji menjave, ki se v letu 2007 v povprečju niso spreminjali, v letu 2008 poslabšali za okrog 2,2 odstotne točke in nato postali rahlo pozitivni. K oblikovanju negativnega salda faktorskih dohodkov naj bi po ocenah v obdobju projekcij največ prispevala naraščajoči obseg plačanih obresti ter naraščajoči izdatki za dividende in reinvestirane dobičke. V letu 2007 so se poslabševali tudi kazalniki konkurenčnosti, razen stroškov dela v predelovalnih dejavnostih, ki so bili pod vplivom močnega cikličnega povečanja produktivnosti. Vendar se je tudi ta kazalnik ob koncu leta že obrnil in nadaljevanje poslabševanja cenovne konkurenčnosti bi lahko dodatno prispevalo k poglabljanju zunanjega neravnotežja. Zaradi bolj zaostrenih pogojev financiranja in predvidene nižje gospodarske aktivnosti se že kažejo prvi znaki umirjanja kreditiranja zasebnega sektorja, kar naj bi se nadaljevalo tudi v prihodnje. Vendar bi trajnejše obdobje realno negativnih obrestnih mer na drugi strani lahko spodbudilo rast domačega povpraševanja nad raven, predvideno v osnovni projekciji, s tveganjem za dodatno poglabljanje primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance.

Projekcije gibanja inflacije kažejo, naj bi inflacija v letu 2008 v povprečju znašala 5,6% in se nato postopoma znižala na 3,5% in 2,6% v letih 2009 in 2010. Take projekcije so v primerjavi s predhodnimi ocenami močno popravljene navzgor, popravek pa je predvsem posledica višje tekoče inflacije po udejanjenju nekaterih tveganj, izpostavljenih v prejšnjem Poročilu o cenovni stabilnosti. V letu 2008 je pričakovano postopno upadanje medletne stopnje rasti cen, katere dinamika naj bi bila zaradi baznih učinkov, vezanih na ponudbene šoke v lanskem letu, nekoliko hitrejša v drugem polletju. Vztrajanje visokih cen surovin in povečana verjetnost prehitre rasti stroškov dela vsaj v letu 2008 v odsotnosti restriktivnih makroekonomskih politik oddaljujeta horizont ponovne vzpostavitve cenovne stabilnosti. Inflacija naj bi se tako na dolgoročno vzdržnejše ravni vrnila šele leta 2009. K temu naj bi pripomogla zmernejša gospodarska aktivnost, skladnejša z rastjo ponudbenega potenciala, in predpostavljena

rast stroškov dela na enoto proizvoda, brez dodatnega vgrajevanja višjih stopenj rasti cen v plače. Ocene kažejo, da bi polna indeksacija plač na rast cen in proizvod na zaposlenega povzročila vztrajanje inflacije na ravni okoli 5% v letu 2009 in med 4% in 5% v letu 2010.

Dosedanja nesoglasja o diagnozi slovenske inflacije in posledično počasna in zapoznela reakcija domačih ekonomskih politik na tekoča dogajanja odpirajo tveganja pretirane zahteve za povečevanje plač. V delu, ki ni odvisen od šokov v zunanjem okolju, so ekonomske politike dolžne varovati stabilno makroekonomsko okolje in s tem dajati oporo tudi denarni politiki Evrosistema. Z zmanjševanjem notranjih pritiskov je mogoče zmanjšati tveganja, ki jih prilagajanja plač inflaciji pomenijo za konkurenčnost in možnost prodaje na trgih zunaj Slovenije. Pri zahtevah za vgrajevanje produktivnosti v rast plač tekoče upadanje produktivnosti opozarja na njeno ciklično in trendno komponento. V rast plač je smiselno vgrajevati le ustrezen del trendne produktivnosti, ciklični del pa prepustiti dogovorom o participaciji delavcev na dobičku. Zakon, ki to omogoča, je zato dobrodošla sistemska sprememba, ki jo bo mogoče uporabiti pri uravnavanju rasti plač.

Za svoje delovanje si morajo politike, ki so še v nacionalni pristojnosti, postaviti okvire, vezane na maastrichtske konvergenčne kriterije. Cenovno stabilnost za članice Evrosistema, ki je skladna z denarno politiko ECB, opredeljuje maastrichtski cenovni kriterij. Vsako odstopanje od tega kriterija v državah članicah je znak za reakcijo domačih ekonomskih politik. Ta kriterij bi moral postati podlaga za oceno neinflacijske rasti javnofinančnih odhodkov in za vzdržno spreminjanje administrativno uravnavanih cen.

Fiskalna politika je ob zadnji obravnavi stabilnostnega programa dobila ugodne ocene glede izpolnjevanja srednjeročnega cilja. Toda ob tem ni mogoče spregledati tudi nekaterih opozoril. V oceni zadnjega stabilizacijskega programa, ki ga je pripravila Evropska komisija, so izrecna opozorila o negotovostih glede ocene proizvodne vrzeli v obdobju zadnjih treh programov. Opozorila se nanašajo na razlike med ocenami Komisije in predlagateljev programa glede samega obsega proizvodne vrzeli. Iz tega izhaja tveganje, da so v tekoče izračune strukturnega salda vključeni tudi vplivi visokega gospodarskega cikla. Znano je, da se zaradi metodoloških pristranosti, ki jih je težko v celoti izločiti, izboljšanja javnofinančnega salda v obdobju pregrevanja večinoma pripisujejo strukturnim izboljšavam, poslabšanja v obdobju ohlajanja pa v glavnem cikličnim vplivom. Zato menimo, da je pri ocenjevanju fiskalnih dosežkov in napredka pri doseganju srednjeročnega cilja potrebna previdnost. Ob upoštevanju doseženih fiskalnih rezultatov je v luči teh opozoril razumeti tudi priporočila, ki jih je fiskalni politiki za leto 2008 namenil ECOFIN.

Notranje makroekonomske nestabilnosti in negotovo zunanje okolje prinašajo v obdobju projekcij nove izzive za ekonomske politike, ki so v nacionalni pristojnosti. Primanjkljaj domačega varčevanja in odliv faktorskih dohodkov zaradi povečane čezmejne zadolžitve zahtevata uravnoteženje tveganj, ki bi se lahko ob morebitnem poglabljanju teh gibanj realizirala. Obrestna mera, s katero bi bilo mogoče spodbuditi domače varčevanje, ni več v nacionalni pristojnosti. V tem pogledu smo odvisni od odločitev ECB in reakcij bank doma in v tujini. Amortiziranje naraščanja varčevalno-investicijske vrzeli, ki nastaja z dejavnostjo v zasebnem sektorju, spada v domeno fiskalne politike. V praksi pomeni to ustvarjanje presežkov, ki zagotavljajo ustrezno dodatno domače varčevanje. V pogojih pričakovanega upada gospodarske rasti to ni lahka naloga. Najmanj, kar je upravičeno pričakovati, je omejitev možnosti prelivanja inflacijskega dela javnofinančnih prihodkov, ki izvira iz povečane rasti cen, v tekoče javnofinančne odhodke.

						Projekcije					
						2008		2009		2010	
	2003	2004	2005	2006	2007	**apr.**	Δ	**apr.**	Δ	**apr.**	Δ
Aktivnost, zaposlenost, plače	*realne stopnje rasti v %*										
Realni BDP	2,8	4,4	4,1	5,7	6,1	**4,2**	-0,2	**3,9**	0,0	**4,1**	…
Zaposlenost	-0,2	0,4	0,7	1,2	2,7	**0,9**	0,4	**0,6**	0,3	**0,5**	…
Povprečne neto plače (nominalno)	7,5	4,4	6,2	5,1	7,9	**7,8**	1,2	**6,9**	1,0	**5,5**	…
Razpoložljivi dohodek*	1,7	4,2	1,7	5,2	6,6	**3,0**	-0,7	**3,9**	0,7	**3,3**	
Povprečne bruto plače (nominalno)	7,6	4,6	4,9	4,8	5,9	**7,4**	0,8	**7,0**	1,1	**5,6**	…
Produktivnost	3,0	4,0	3,4	4,5	3,3	**3,3**	-0,6	**3,3**	-0,3	**3,6**	…
ULC (nominalni)	3,6	2,2	-1,4	1,2	2,0	**4,0**	1,4	**3,6**	1,4	**1,9**	
Domače povpraševanje	*realne stopnje rasti v %*										
Domače povpraševanje	4,8	4,9	2,2	5,7	6,9	**4,2**	0,2	**3,5**	0,1	**3,7**	…
Zasebna potrošnja	3,5	3,0	2,9	4,0	3,1	**3,2**	-0,8	**3,0**	-0,4	**3,3**	…
Potrošnja države	1,9	3,1	3,2	4,4	1,4	**2,6**	0,7	**1,9**	0,4	**1,8**	…
Bruto investicije	10,2	10,5	0,4	9,9	17,8	**7,2**	1,7	**5,4**	0,6	**5,6**	…
Plačilna bilanca	*realne stopnje rasti v %*										
Izvoz blaga in storitev	3,1	12,5	10,1	12,3	13,0	**9,5**	-2,1	**8,2**	-0,3	**8,3**	…
Uvoz blaga in storitev	6,7	13,3	6,7	12,2	14,1	**9,3**	-1,6	**7,7**	-0,3	**7,8**	…
Tekoči račun: v mrd EUR	-0,2	-0,7	-0,6	-0,9	-1,6	**-2,2**	-1,3	**-2,2**	-1,4	**-2,1**	…
v % BDP	-0,5	-2,8	-2,0	-2,9	-4,9	**-6,1**	-3,1	**-5,5**	-3,3	**-5,0**	…
Pogoji menjave**	0,8	-1,0	-2,0	-0,6	0,0	**-2,2**	-2,2	**0,4**	0,1	**0,4**	…
Cene	*povprečne letne stopnje rasti v %*										
Cene življenjskih potrebščin (HICP)	5,7	3,7	2,5	2,5	3,8	**5,6**	2,3	**3,5**	0,6	**2,6**	…
Proste cene	5,9	3,0	1,2	1,9	4,1	**5,5**	2,0	**3,6**	0,3	**3,0**	…
Nadzorovane cene	4,4	6,1	7,4	4,9	2,2	**5,9**	3,5	**3,2**	2,2	**0,9**	…
Mednarodno okolje	*letne stopnje rasti v %*										
Tuje povpraševanje***	6,0	7,4	4,6	9,0	6,6	**5,5**	-1,7	**6,3**	-0,2	**6,4**	…
Nafta (USD/sod)	28,8	38,3	54,2	64,9	72,7	**100**	27	**98**	25	**97**	…
Primarne surovine	11,3	16,0	6,0	27,7	17,5	**12,5**	7,5	**5,0**	0,0	**5,0**	…
Inflacija v EMU	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	**2,9**	0,9	**2,1**	0,2	**1,9**	…
PPI Nemčija	1,7	1,6	4,6	5,5	2,0	**2,3**	0,4	**1,8**	-0,1	**1,8**	…

* Neto plače, drugi prejemki iz delovnega razmerja in socialni prejemki; deflacionirano s HICP

** Na podlagi deflatorjev nacionalnih računov.

*** Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.

Δ: Razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, oktober 2007.

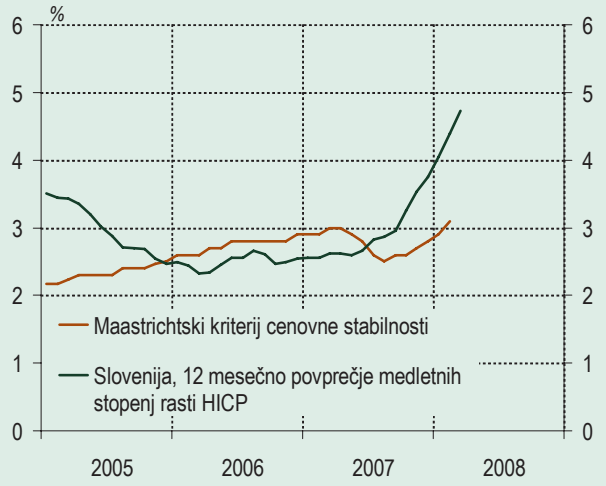
Vir: Banka Slovenije, Eurostat, Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook, IMF World Economic Outlook

1 Tekoče gibanje cen

Povprečna letna stopnja rasti cen življenjskih potrebščin, merjena s HICP, se je v letu 2007 dvignila na 3,8%, kar je 1,3 odstotne točke več glede na povprečno raven leta 2006. Na višjo povprečno letno inflacijo so vplivali ponudbeni dejavniki in dejavniki na strani povpraševanja. Ponudbeni šoki odražajo razmere v globalnem gospodarstvu, ki so v letu 2007 pospešile rast cen surovin, predvsem hrane in energentov. Med domačimi dejavniki pa izstopajo predvsem visoka gospodarska aktivnost, rast agregatnega povpraševanja in ugodnejši realni pogoji financiranja. V zadnjem delu leta 2007 so postopoma naraščali tudi nominalni stroški dela v zasebnem sektorju, ki do tedaj niso delovali inflacijsko. Inflacijski pritiski, povezani z domačim makroekonomskih okoljem, se kažejo predvsem v hitri rasti kazalnikov osnovne inflacije, ki se je v povprečju leta povišala celo močneje kot celotni indeks cen. Ponudbeni šoki so močno vplivali na dinamiko relativnih cen in strukturo inflacije, predvsem v zadnjem četrtletju lani pa so tudi precej prispevali k povečanju celotnega indeksa cen.

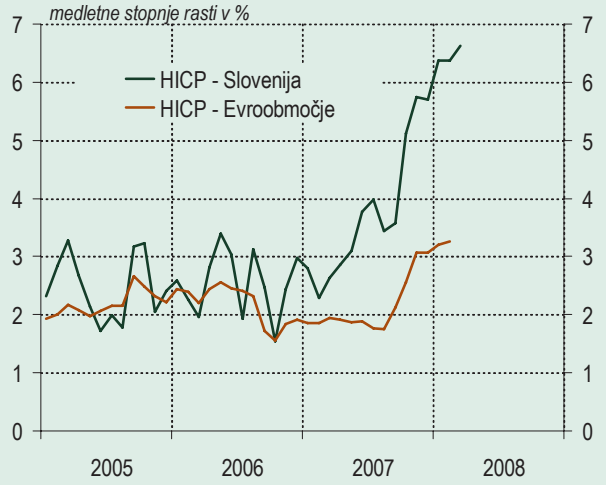
Inflacija je precej presegla raven, ki bi bila še skladna z vzdržno realno konvergenco, in od polletja lani vedno bolj odstopa od Maastrichtskega kriterija cenovne stabilnosti. Ta je v decembru lani znašal 2,8%, kar je za odstotno točko manj kot znaša dvanajstmesečno povprečje stopenj rasti HICP v Sloveniji. Proces realne konvergence povzroča dohitevanje ravni cen razvitejših gospodarstev, kar se kaže v dolgoročni realni apreciaciji tečaja oziroma višji povprečni stopnji inflacije v pogojih denarne unije. Dolgoročna apreciacija realnega tečaja do evroobmočja od leta 1995 znaša nekoliko manj kot odstotno

Slika 1.1: Maastrichtski kriterij cenovne stabilnosti

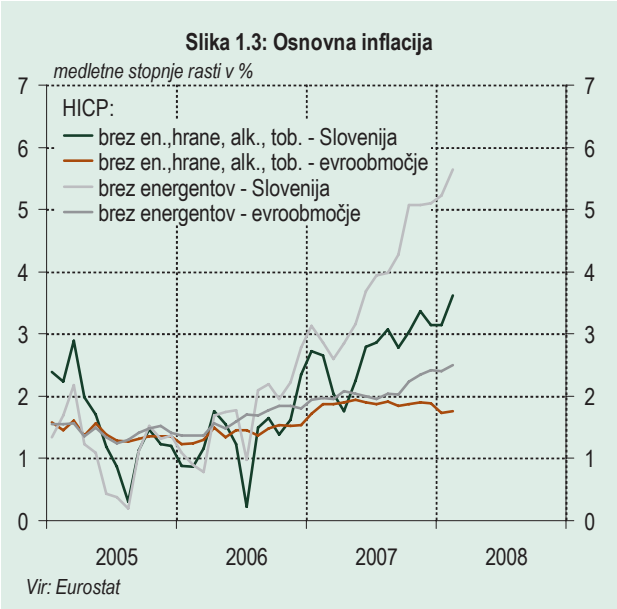


Vir: Eurostat.

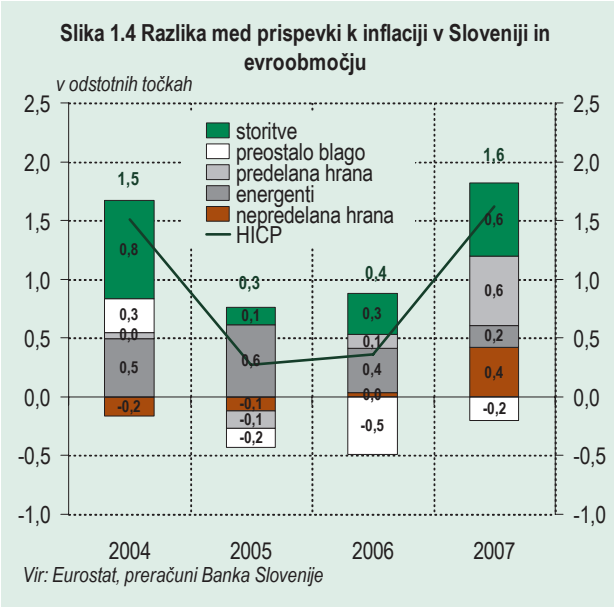
Slika 1.2: Inflacija



Vir: Eurostat



točko na leto, kar nakazuje, da proces realne konvergence v Sloveniji ni omejevalni dejavnik pri doseganju cenovne stabilnosti.[1] Odstopanje povprečne stopnje inflacije med Slovenijo in evroobmočjem je naraslo z 0,3 v letu 2006 na 1,7 odstotnih točk v povprečju leta 2007, na začetku leta 2008 pa že nad 3 odstotne točke. Analiza makroekonomskih kazalnikov pokaže, da je bistvena razlika v primerjavi z evroobmočjem vezana na gibanje agregatnega povpraševanja in gospodarske aktivnosti v Sloveniji močno nad ponudbenim potencialom, medtem ko je bilo gibanje aktivnosti v evroobmočju na ravni ponudbenega potenciala. Povečanje inflacije glede na evroobmočje zato ni samo odraz drugačnega odzivanja slovenskega gospodarstva na iste dejavnike iz mednarodnega okolja, saj obstajajo v domačem makroekonomskem okolju inflacijski pritiski, ki v evroobmočju niso prisotni.



Makroekonomski dejavniki in kazalniki osnovne inflacije

Domače makroekonomsko okolje je po obratu v gospodarskem ciklu v letu 2006 postopoma postajalo inflacijsko, skladno s tem pa so se v drugi polovici leta 2006 začeli poviševati kazalniki osnovne inflacije. Ti so v drugi polovici leta 2007 že dosegli relativno visoke ravni in na začetku leta 2008 še naraščajo. Postopno naraščanje osnovne inflacije z zelo nizkih ravni, doseženih v letu 2005, je bilo pričakovano, saj so nizke ravni odražale poleg dotedanjih restriktivnih politik tudi upočasnjeno gospodarsko aktivnost in neugodne razmere na trgu dela. Svoje je dodal tudi vstop v Evropsko unijo, ki ga je spremljala odprava carin, ki so še obstajale za nekatere vrste blaga in storitev, in povečana stopnja konkurence na nekaterih trgih. Poznejši obrat v gospodarskem ciklu in izboljšanje razmer na trgu dela sta bila močnejša od pričakovanj. Nezadostno odzivanje makroekonomskih politik na te spremembe od druge polovice leta 2006 naprej je dopustilo povišanje osnovne inflacije na zaskrbljujočo raven. Pospešek je bil bistveno močnejši od tistega v evroobmočju. Indeks cen brez energentov in nepredelane hrane se je povišal z 1,5% v letu 2006 na 3,4% v lanskem letu, v evroobmočju pa z 1,5% na 2%. V februarju je ta kazalnik osnovne inflacije znašal že 4,8%, v povprečju evroobmočja pa 2,3%. Ker so bila cenovna gibanja ob koncu leta pod močnim vplivom povišanja cen predelane hrane, je za ugotovitev razlik učinkov, vezanih

[1] Enako ugotavljata tudi Konvergenčni poročili Evropske Centralne Banke in Evropske komisije in navajata, da so ti učinki v Sloveniji zmerni zaradi dosežene visoke stopnje realne konvergence. Opozoriti velja, da maastrichtski kriterij cenovne stabilnosti vsebuje tudi prilagoditev za dolgoročne učinke na inflacijo, ki jih lahko povzroča vzdržen proces realne konvergence.

Tabela 1.1 Struktura HICP in kazalniki gibanja cen

		povprečna letna rast v %					medletna rast v četrtletju v %				
	utež	2003	2004	2005	2006	2007	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4
HICP	*100,0%*	5,7	3,7	2,5	2,5	3,8	2,3	2,6	3,2	3,7	5,5
Struktura HICP:											
Energenti	*12,8%*	3,4	7,0	11,9	8,5	3,4	2,3	0,6	3,3	1,1	8,6
Hrana	*22,1%*	6,1	1,3	0,2	2,7	7,1	3,9	4,0	6,1	7,5	10,7
predelana	*14,7%*	7,3	2,7	0,6	2,5	6,3	3,5	3,4	3,9	7,1	10,6
nepredelana	*7,4%*	3,8	-1,4	-0,8	3,1	8,7	4,7	5,2	10,4	8,3	10,8
Drugo blago	*31,1%*	4,8	1,8	-0,3	-0,9	0,3	-0,4	0,1	0,0	0,4	0,9
Storitve	*34,0%*	7,1	5,8	3,3	3,5	4,9	3,8	4,6	4,4	5,2	5,3
Kazalniki osnovne inflacije											
HICP brez energentov, sezonske hrane in davčnih učinkov	*83,3%*	6,0	3,0	0,7	1,2	3,2	1,7	2,4	2,4	3,5	4,5
HICP brez energentov in nepredelane hrane	*79,8%*	6,3	3,7	1,3	1,5	3,4	2,1	2,6	2,6	3,7	4,5
HICP brez energentov, hrane, alkohola in tobaka	*65,1%*	6,0	3,9	1,5	1,3	2,7	1,8	2,5	2,3	2,9	3,2
Nadzorovane in proste cene:[1]											
Nadzorovane cene	*21,5%*	4,4	6,1	7,4	4,8	2,1	1,1	0,5	2,0	0,7	5,4
Proste cene	*78,5%*	5,9	3,0	1,2	1,9	4,1	2,6	3,1	3,5	4,4	5,5
Drugi kazalniki cen:											
Cene ind. proizvajalcev na domačem trgu		2,6	4,3	2,7	2,4	5,4	2,7	4,4	5,0	5,3	6,4
BDP deflator		5,6	3,3	1,7	2,0	3,9	1,8	4,0	3,5	4,2	3,8
Uvozne cene[2]		2,1	4,1	5,0	3,3	3,3	3,4	3,7	4,6	2,0	3,1
Nekateri makroekonomski dejavniki:											
Proizvodna vrzel (HP trend)		-0,9	-0,6	-1,0	0,1	1,5	0,7	1,3	1,8	1,6	1,1
Stroški dela na enoto proizvoda[3]		4,2	0,5	0,9	0,3	2,5	0,6	0,6	2,3	2,1	5,0
Stroški dela na zaposlenega[3]		7,6	4,6	4,9	4,8	5,9	5,1	5,4	5,6	5,8	6,8
Produktivnost[3]		3,2	4,1	4,0	4,5	3,3	4,4	4,7	3,3	3,6	1,7
Kazalnik dobička[4]		1,3	2,9	0,8	1,7	1,4	1,1	3,4	1,2	2,0	-1,2

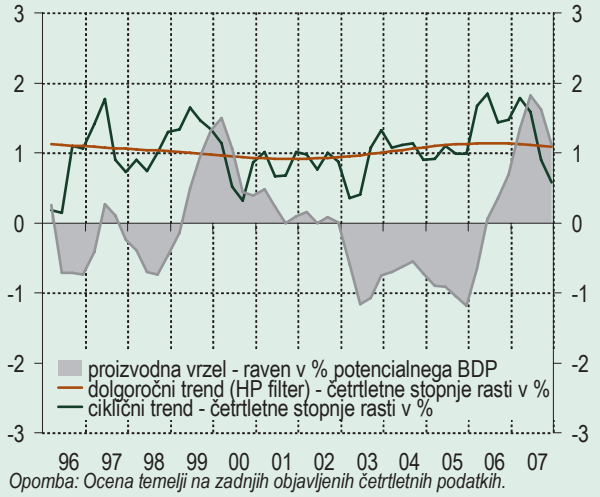
Opombe: [1] Metodologija ECB, [2] Podatki iz nacionalnih računov, [3] Kot strošek dela je upoštevana samo bruto plača, [4] Izračunano kot razlika med BDP deflatorjem in stroški dela na enoto proizvoda.
Vir: SURS, Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

na domače okolje, zanimivo primerjati tudi kazalnike osnovne inflacije brez hrane v celoti. Harmonizirani indeks cen brez energentov, hrane, alkohola in tobaka se je lani v povprečju povišal za 2,7%, kar je za 1,4 odstotne točke več kot leto poprej in 0,8 odstotne točke več kot v evroobmočju v lanskem letu. V februarju 2008 pa je rast tega kazalnika že dosegla 3,6%, medtem ko se v evroobmočju znižuje in giblje pod 2%.

Močno pozitivna proizvodna vrzel in pospešeno poslabševanje tekočega dela plačilne bilance sta navadno prepričljiva pokazatelja inflacijskih pritiskov, ki jih povzroča povpraševanje. Gospodarska aktivnost je bila lani rekordno visoka in je s 6,1% presegla ocenjeno potencialno rast že drugo leto zapored. Kljub temu je treba upoštevati, da je bila v letu 2007 izdatkovna struktura BDP z vidika inflacijskih pritiskov ugodnejša. V letu 2006 sta se poleg investicij izredno pospešili tudi rast trošenja države in trošenja gospodinjstev. Nasprotno pa je po razpoložljivih podatkih v letu 2007 domače povpraševanje kar najbolj poganjala investicijska aktivnost, ki lahko vsaj deloma prispeva k vzdržnemu povečanju ponudbenega potenciala gospodarstva. Vendar je bila struktura investicij usmerjena v panoge s praviloma nižjo dodano vrednostjo, predvsem v gradbeništvo. Učinek na dolgoročni gospodarski potencial je s tega vidika precej omejen.

Nizke ali celo negativne realne obrestne mere so v drugi polovici lanskega leta vplivale na rast povpra-

Slika 1.5: Kazalnik gibanja proizvodne vrzeli



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

ševanja. Nominalne posojilne obrestne mere za nefinančne družbe se sicer od konca leta 2005 povišujejo, kar je med drugim posledica zaostrovanja denarne politike ECB, vendar lahko povečanje inflacije zviša tudi inflacijska pričakovanja, kar znižuje realni del obrestnih mer. V nasprotju z nominalnimi obrestnimi merami so se zato realne obrestne mere od začetka lanskega leta v Sloveniji začele zmanjševati. Kot prikazujejo kazalniki pogojev financiranja, ki so predstavljeni v petem poglavju, so postali realni pogoji financiranja za nefinančne družbe v Sloveniji ugodnejši v primerjavi z evroobmočjem, medtem ko so se pogoji za depozitno varčevanje poslabšali. Ker so nominalne obrestne mere vezane na denarno politiko ECB in finančne razmere v evroobmočju, bi lahko trajnejše obdobje nizkih realnih obrestnih mer še poglobilo investicijsko dejavnost in povišalo trošenje gospodinjstev in tako dodatno prispevalo k inflaciji. S tega vidika je bistveno, da se inflacijska pričakovanja čim prej znižajo na raven, skladno z doseganjem cenovne stabilnosti.

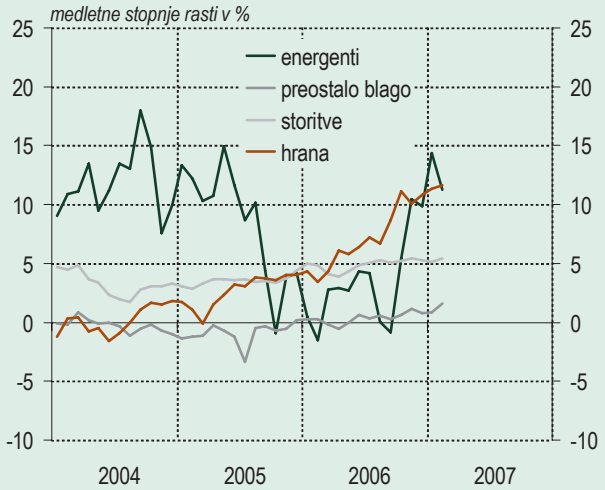
Večina kazalnikov kaže zmerno rast stroškov dela vse do tretjega četrtletja lani, v zadnjem četrtletju pa je zaznati pospešek v njihovi rasti. Ni še jasno, ali gre za trajnejša gibanja. Podrobnejša analiza gibanj na trgu dela v četrtem poglavju kaže, da pospešek gospodarske aktivnosti ni izviral iz hitrejše rasti produktivnosti, temveč je bil dosežen s pospešeno rastjo zaposlovanja. Visoka rast zaposlenosti je prispevala k znižanju stopnje brezposelnosti na nizko raven, ki je najverjetneje pod naravno stopnjo brezposelnosti. Visoko povpraševanje po delovni sili in sočasne želje po ohranjanju kupne moči ob naraščajoči inflaciji so ob koncu leta rast stroškov dela že uvrstili med dejavnike, ki lahko prispevajo h gibanju inflacije nad želeno ravnijo. Rast povprečne nominalne bruto plače se je v lanskem letu povišala le za 1,1 odstotne točke in je znašala 5,9%, ob koncu leta pa je medletna rast nominalnih bruto plač v zasebnem sektorju že presegala 8%. Če upoštevamo gibanje produktivnosti na ravni med 3% in 4%, to pomeni povečanje nominalnih stroškov dela na enoto proizvoda med 4% in 5%, kar presega okvir vzdrževanja stopnje inflacije na ravni, skladni s kriteriji cenovne stabilnosti.

Med dejavniki, ki so na inflacijo delovali omejevalno, je mogoče izpostaviti apreciacijo nominalnega efektivnega tečaja, ki je deloma ublažila inflacijske šoke iz mednarodnega okolja. Apreciacija evra je prispevala k manjšemu prenosu dolarskih cen surovin v stroške za podjetja v evroobmočju. Depreciacija dolarja do evra je leta 2007 znašala okoli 9%, medtem ko so se dolarske cene nafte povišale za okoli 12%, cene drugih surovin pa v povprečju za dobrih 17%. Vendar je dolar depreciiral tudi glede na večino drugih svetovnih valut, kar je dolarske cene surovin še dodatno pospešilo. Poleg tega predstavlja apreciacija domače valute tudi pomemben pritisk na cenovno konkurenčnost domačega gospodarstva. Če upoštevamo hkrati tudi realno apreciacijo glavnih efektivnih tečajev domače valute, prikazano v petem poglavju, bi lahko, prek poslabševanja cenovne konkurenčnosti, ti dejavniki srednjeročno delovali omejevalno na inflacijo in na inflacijska pričakovanja.

Mikroekonomski dejavniki in struktura inflacije

Na pospešek inflacije in strukturo relativnih cen vplivajo občutno tudi dejavniki iz mednarodnega okolja, predvsem hitra rast cen hrane kot surovine, od konca leta 2007 pa tudi cena nafte. Med podskupinami cen so lani najhitreje rasle cene hrane, njihova dinamika rasti pa se je po zviševanju v letu 2006 še pospešila in v povprečju leta presegla 7%. Medletna rast cen hrane se je lani ob koncu leta povzpela na 11%, medtem ko je ob koncu leta 2006 znašala okrog 4%. Prav tako se je zvišala tudi povprečna letna rast, ki se je glede na leto poprej lani zvišala za 4,4 odstotne točke na 7,1%. V evroobmočju je lani letna rast cen hrane v povprečju znašala 2,8% in se je glede na leto poprej povišala za 0,4 odstotne točke. V Sloveniji se je prvi šok cen hrane zgodil v mesecu aprilu pri cenah nepredelane hrane, novi šoki pa so sledili od septembra naprej še pri cenah predelane hrane. To je povzročilo, da se je prispevek cen hrane v inflaciji več kot podvojil in je v decembru medletno leta znašal 2,4 odstotne točke, medtem ko je v evroobmočju znašal le 0,8 odstotne točke. Razloge za višje cene hrane gre pripisati zunanjim in notranjim dejavnikom. Močan dvig cen je delno povezan s povečanjem cen hrane v mednarodnem okolju, kjer je povprečna medletna rast cen hrane leta 2007 znašala 26%. Vendar pa precej močnejše povečanje cen hrane v Sloveniji glede na evroobmočje odraža tudi notranje dejavnike, med katerimi velja izpostaviti visoko rast razpoložljivega dohodka in domačega povpraševanja, mogoča vzroka pa sta tudi šibka konkurenca v trgovini na drobno in zgoščenost prilagoditev cen ob uvedbi evra.[2]

Slika 1.6: Gibanje posameznih skupin cen



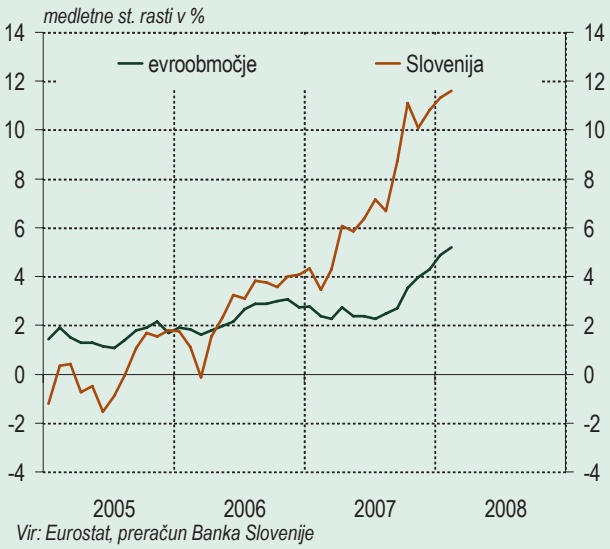
Vir: SURS, preračun Banka Slovenije

Gibanje cen energentov je bilo lani v povprečju zmernejše kot leto poprej. Vendar pa so se v zadnjih dveh mesecih 2007 cene energentov ponovno močno povišale. Medletna rast cen energentov je bila lansko leto precej volatilna, v februarju in septembru pa je bil prispevek cen nafte k medletni stopnji inflacije celo negativen. Povprečna letna rast cen energentov je lani znašala 3,4%, kar je 5,2 odstotnih točk manj kot predlani. Počasnejša rast cen energentov v lanskem letu je bila predvsem posledica padca cen v drugi polovici leta 2006, in s tem vpliva osnove na medletno stopnjo inflacije v letu 2007. Kljub temu pa so se borzne kotacije cen vseh naftnih derivatov zviševale, kar velja predvsem za borzne kotacije dizelskega goriva in ekstra lahkega kurilnega olja. Da bi omilila posledice nadaljnje rasti cen energentov, je vlada dne 11. septembra 2007 znižala trošarine na motorne bencine in dizelsko gorivo na najnižjo raven, ki jo še dovoljuje direktiva EU. V zadnjem četrtletju lani se je medletna rast cen nafte ponovno občutno zvišala, za okoli 60%, medletna rast cen energentov pa je dosegla 8,6% v Sloveniji in 8,1% v povprečju evroobmočja.

V skladu z makroekonomskimi gibanji in gibanjem osnovne inflacije od leta 2006 naraščajo tudi cene storitev, ki od polletja 2007 medletno presegajo 5%.

[2] V januarju 2007 je Slovenija uvedla evro, vendar do zdaj razpoložljive ocene uvedbi evra ne pripisujejo večjega učinka na raven cen. Sedanje razpoložljive ocene o vplivu uvedbe evra v Sloveniji, ki so narejene na podlagi podatkov do februarja 2007, ocenjujejo vpliv na okoli 0,3 odstotne točke (Eurostat) oziroma 0,24 odstotne točke (UMAR). Poleg tega, ugotavljajo pri Eurostatu, naj bi bil učinek prehoda na evrske cene prisoten tudi pri cenah predvsem nepredelane hrane, ki se je aprila 2007 občutno podražila, vendar tudi zaradi drugih že naštetih dejavnikov.

Slika 1.7: Gibanje cen hrane

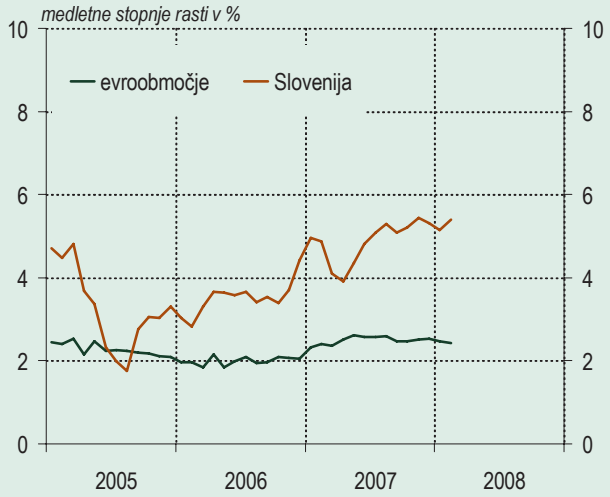


Vir: Eurostat, preračun Banka Slovenije

Povprečna letna rast cen storitev se je glede na leto poprej povišala za 1,4 odstotne točke na 4,9%. Kratkotrajno povečanje cen storitev ob prehodu na leto 2007 je verjetno povezano s koncentracijo prilagoditev cen ob prehodu na evrske cene. UMAR ocenjuje, da je uvedba evra najbolj vplivala na povišanje cen storitev, zlasti gostinskih, ki so v obdobju od decembra 2006 do februarja 2007 k inflaciji prispevale 0,16 odstotne točke (UMAR, marec 2007). Rast cen storitev se je nato v prvih štirih mesecih leta ponovno ustalila na okoli 4% medletno, pozneje pa se je inflacija storitev spet začela pospeševati. Posledično se je povišal povprečni prispevek cen storitev k inflaciji, in sicer z 1,2 odstotnih točk v letu 2006 na 1,6 odstotne točke lani. V skupini so se najbolj povišale cene storitev za rekreacijo, počitnic v paketu in gostinskih storitev v gostinskih lokalih. Trendno hitrejša rast cen storitev glede na preostale cene je deloma tudi pričakovana, povezana tudi s procesom realne konvergence, ki se odraža v postopni konvergenci te kategorije cen k cenam v evroobmočju. Rast slednjih se je v evroobmočju glede na leto poprej povišala na 2,5%, po močnem znižanju v letu 2006.

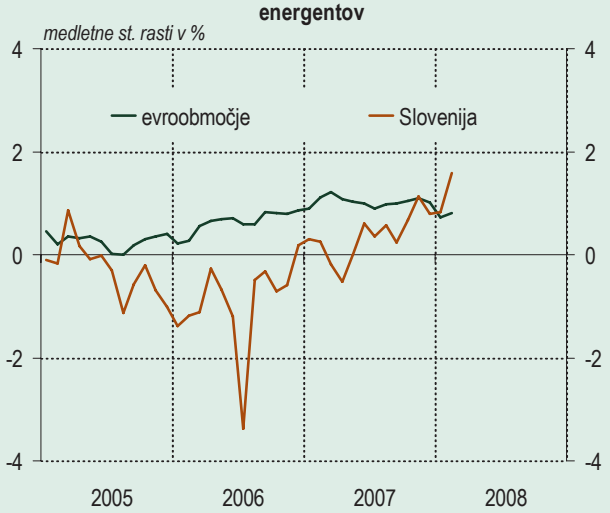
Tudi pri preostalih industrijskih proizvodih brez energentov se je lani inflacija povišala z negativnih stopenj v letih 2005 in 2006. Medletna stopnja rasti cen je v prvem polletju še znašala okoli nič, ob koncu leta pa je z 1-odstotno rastjo že dohitela povprečje evroobmočja. Povprečna letna rast teh cen je lani znašala 0,3%, kar pomeni ponovno pozitivno rast po dveh zaporednih letih z negativno rastjo, ki je bila predvsem posledica zniževanja cen oblek in obutve. Prav tako se je povišal prispevek cen drugih industrijskih proizvodov k skupni inflaciji, in sicer z -0,3 odstotne točke predlani na 0,1 odstotno točko lani. V lanskem letu so se po dveh letih negativne rasti najbolj povišale cene obleke in obutve. Sledijo cene pohištva ter opreme in izdelkov za vzdrževanje gospodinjstev. Poleg makroekonomskih dejavni-

Slika 1.8 Gibanje cen storitev



Vir: Eurostat

Slika 1.9: Gibanje cen industrijskih proizvodov brez energentov



Vir: Eurostat

kov je povišanje cen v tej skupini verjetno deloma tudi posledica baznih učinkov zaradi negativne rasti v letu 2006. V evroobmočju je bila rast teh cen od leta 2005 rahlo pozitivna in zato celo višja kot v Sloveniji, v letu 2007 se je stabilizirala na ravni okoli 1%.

Nadzorovane cene

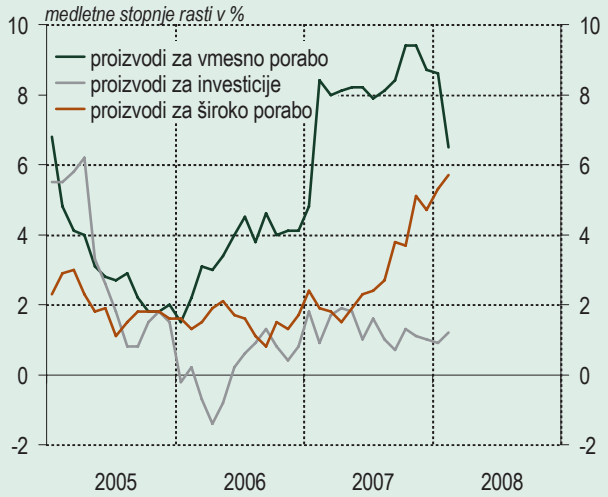
V skladu z načrtom uravnavanja reguliranih cen je Vlada RS lani dosledno izvajala politiko nadzorovanih cen. Nadzorovane cene brez energentov so se v letu 2007 povprečno povečale za 0,7% in k rasti cen prispevale okoli 0,3 odstotne točke. Vendar so nadzorovane cene brez energentov nekoliko pospešile ob koncu leta. Ministrstvo za gospodarstvo ocenjuje[3], da so se v prvih enajstih mesecih lanskega leta nadzorovane cene brez vpliva rasti cen tekočih goriv za prevoz in ogrevanje povišale za 1,5%.[4] Cene tekočih goriv za prevoz in ogrevanje so se v tem obdobju povišale za 12,9%. Med pomembnejšimi nadzorovanimi cenami gre posebej izpostaviti cene naftnih derivatov, ki so se tudi lani oblikovale na osnovi metodologije, določene v Uredbah o oblikovanju cen naftnih derivatov.[5] Rast cen slednjih je v prvih enajstih mesecih lanskega k inflaciji prispevala okrog 0,9 odstotne točke. V okviru nadzorovanih cen so se poleg teh povišale tudi cene prevoza potnikov v notranjem železniškem prometu in komunalne storitve, oboje za okrog 2,3%. Z lanskim letom je bil sprejet tudi nov načrt uravnavanja nadzorovanih cen za leti 2008 in 2009, ki ohranja temeljne smernice nespremenjene, in sicer da nadzorovane cene ne bodo naraščale hitreje od cen, ki se oblikujejo prosto.

Ob upoštevanju direktiv EU in Zakona o trošarinah je Vlada RS tudi lani nadaljevala dvig trošarin na tobačne izdelke. Tako je bila s 1. julijem 2007 sprejeta sprememba Uredbe o določitvi zneska specifične in določitvi stopnje proporcionalne trošarine za cigarete, s katero je izpolnila še zadnjo zakonsko obvezo glede uskladitve višine trošarin na tobačne izdelke z minimalno, določeno v direktivah EU. Dvig trošarin je povzročil rast cen tobaka, ki so se v letu 2007 na medletni ravni povišale za 8,6%, kar je za 2,3 odstotne točke več kot leto poprej. Vpliv dviga trošarin na skupno inflacijo je lani v povprečju znašal 0,3 odstotne točke in se je glede na leto poprej povišal za 0,1 odstotne točke.

Cene pri industrijskih proizvajalcih

Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu so se lani v povprečju povišale za 5,4% oziroma za skoraj tri odstotne točke več kot leto poprej, medtem ko so se v evroobmočju v enakem obdobju znižale za 2,2 odstotni točki. Najbolj so se povišale cene pri proizvodih za vmesno porabo, in sicer za 8,1%, kar je posledica visokih rasti cen surovin in energentov. Na rast cen surovin so, kljub umirjanju rasti glede na pretekla leta, vplivale tudi cene kovin, med kate-

Slika 1.10: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu



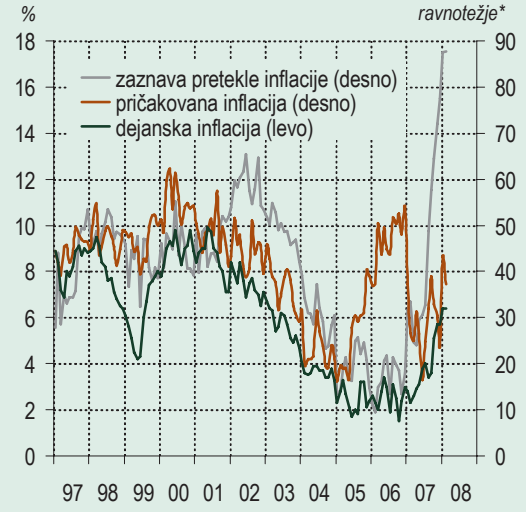
Vir: SURS, preračun Banka Slovenije

[3] Glej Načrt uravnavanja reguliranih cen za leti 2008 in 2009. http://193.2.236.95/dato3.nsf/OC/080103210540A/$file/152v1_11.doc
[4] Izračun vključuje tudi ceno električne energije, ki se je v aprilu 2007 v skladu s sklepom Vlade RS povišala za 4,9%. Od 1. julija naprej pa se cena električne energije oblikuje prosto.
[5] Glej Ur. l. RS, št. 101/06, in Ur. l. RS, št. 91/07.

Okvir 1.1: Anketne ocene zaznane inflacije in inflacijskih pričakovanj

Ocene na podlagi anket v zadnjem času kažejo, da se je zaznana stopnja inflacije povzpela na najvišjo raven v obdobju merjenja tega kazalnika. Močno povečanje je najverjetneje posledica dejanskega povečanja skupne ravni cen oziroma cen proizvodov, ki jih potrošniki kupujejo pogosteje (zlasti hrane in energentov) in zato bolj vplivajo na dojemanje o gibanju inflacije. Prav tako so se povečale tudi ocene inflacijskih pričakovanj, vendar za veliko manj kot ocene zaznane inflacije. Glede na to, da se je HICP dejansko povišal, lahko tako gibanje obeh ocen kaže, da ima trenutno povišanje inflacije za potrošnike samo prehodni značaj.

Slika: Inflacija, njene zaznave in pričakovanja

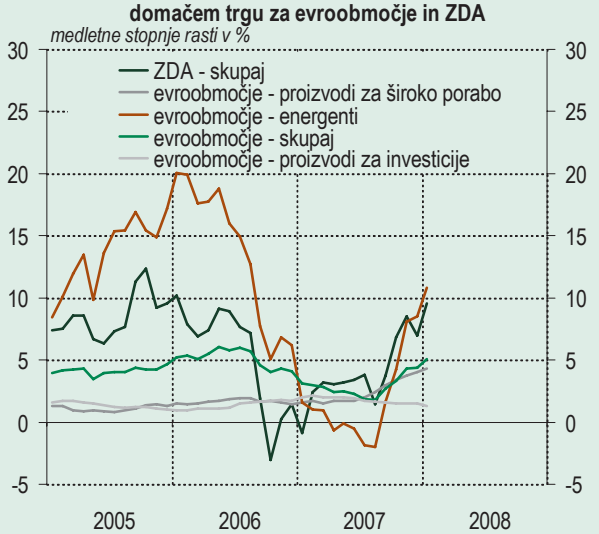


Vir: SURS in Evropska komisija

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

rimi je bilo lani zaslediti hitre rasti cen svinca, niklja in kositra, ki so presegale 50% na medletni ravni. Nižanje medletnih stopenj rasti cen kovin je bilo delno posledica visoke osnove iz predlanskega leta, delno pa posledica umirjanja gospodarske rasti večjih svetovnih gospodarstev. Prav tako se je v povprečju povišala rast cen investicijskih proizvodov z 0,2% v letu 2006 na 1,3% v letu 2007 in rast cen proizvodov za široko porabo z 1,5% v letu 2006 na 2,9% v letu 2007. V evroobmočju je na nižjo rast cen pri proizvajalcih glede na leto poprej najbolj vplivala nižja povprečna rast cene energentov kot leto poprej. V primerjavi z energenti pa so se cene proizvodov za investicije in proizvodov za široko porabo glede na leto poprej v povprečju povišale. Rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih se je v ZDA podobno kot v evroobmočju v lanskem letu prav tako znižala glede na leto 2006, in sicer za 1,7 odstotnih točk na 3,8%.

Slika 1.11: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu za evroobmočje in ZDA



Vir: Eurostat, Federal Reserve Bank Of St. Louis, preračun Banka Slovenije

2 Mednarodno okolje in predpostavke projekcij[6]

Relativno močna gospodarska rast svetovnega gospodarstva iz zadnjega srednjeročnega obdobja se je začela umirjati ob koncu leta 2007. Dinamika rasti ob koncu leta je še posebno zaskrbljujoča v ZDA, medtem ko je bila upočasnitev v evroobmočju zmernejša. V drugih večjih trgovinskih partnericah Slovenije je rast vztrajnejša. Po rasti, ki je na začetku leta v evroobmočju presegala pričakovanja, je prišlo v drugi polovici leta do močnega umirjanja gospodarske rasti. Čeprav se je rast trošenja gospodinjstev zaradi zvišanja stopnje DDV v Nemčiji z januarjem 2007 v prvem četrtletju umirila, je bilo znižanje manjše od pričakovanj. Tudi investicije v evroobmočju so v prvi polovici leta rasle hitreje, kot je bilo pričakovano, deloma zaradi mile zime. Umirjanje ob koncu leta je bilo predvsem posledica šibkega trošenja gospodinjstev, do katerega je verjetno prišlo tudi zaradi zmanjšanega realnega dohodka, povezanega z visoko inflacijo, ter premoženjskih učinkov, povezanih z dogajanji na svetovnih finančnih trgih in povečanjem negotovosti po avgustu 2007. Poleg tega je bilo za konec leta značilno zmanjševanje investicij na področju stanovanjskih gradenj, ki je med drugim posledica strožjih pogojev najemanja posojil, višjih stroškov financiranja, pričakovanega padanja cen nepremičnin ter povečevanja negotovosti na finančnih trgih. Tudi gospodarska rast v ZDA je bila lani nižja kot leta 2006, še posebej pa je bilo očitno umirjanje

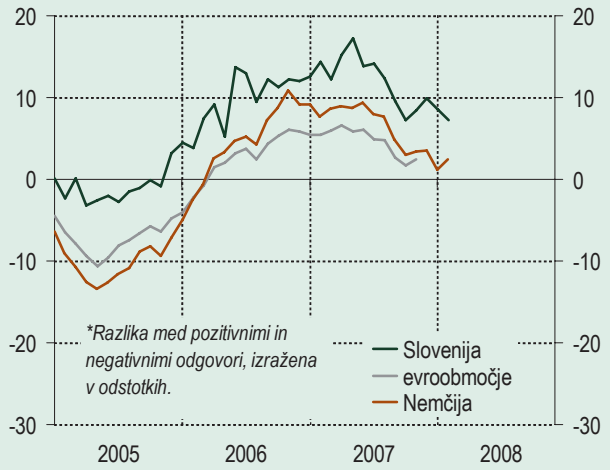
Tabela 2.1 Predpostavke o dejavnikih iz mednarodnega okolja

						Projekcije					
						2008		2009		2010	
	2003	2004	2005	2006	2007	**apr.**	Δ	**apr.**	Δ	**apr.**	Δ
	letne stopnje rasti v %										
Tuje povpraševanje*	6,0	7,4	4,6	9,0	6,6	**5,5**	-1,7	**6,3**	-0,2	**6,4**	…
Nafta (USD/sod)	28,8	38,3	54,2	64,9	72,7	**100**	27	**98**	25	**97**	…
Primarne surovine	11,3	16,0	6,0	27,7	17,5	**12,5**	7,5	**5,0**	0,0	**5,0**	…
Inflacija v EMU	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	**2,9**	0,9	**2,1**	0,2	**1,9**	…
PPI Nemčija	1,7	1,6	4,6	5,5	2	**2,3**	0,4	**1,8**	-0,1	**1,8**	…

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

[6] Projekcije so bile narejene na podlagi razpoložljivih podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 10. marca 2008. Projekcije makroekonomskih dejavnikov, predstavljene v tem Poročilu o cenovni stabilnosti, temeljijo na predpostavkah o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja in na nekaterih domačih dejavnikih, ki so pogojeni z odločitvami ekonomskih politik. Domači dejavniki, ki so pod vplivom ekonomskih politik in so eksogeno vključeni v proces izdelave napovedi, so trošenje in investiranje javnega sektorja, plače v javnem sektorju, gibanje nadzorovanih cen ter nekatere druge spremenljivke fiskalne narave. Vrednosti predpostavk, uporabljene v projekcijah, niso enake predpostavkam, ki jih v svojih projekcijah uporablja ESCB.

Slika 2.1: Zaupanje pri podjetjih v tujini in v Sloveniji



Vir: Eurostat

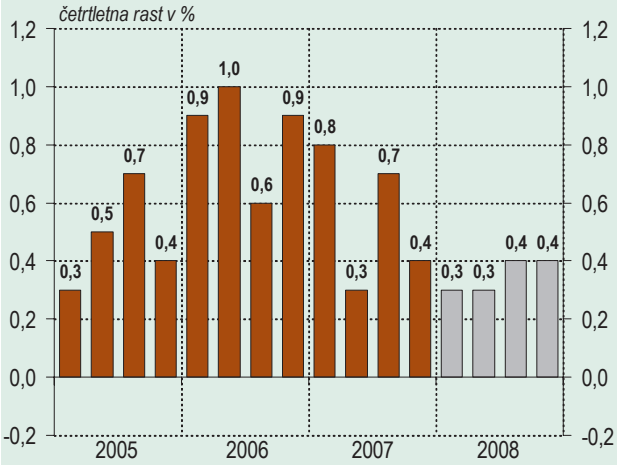
rasti ob koncu leta, vedno bolj pa je prisotno tudi tveganje, da bi gospodarstvo zašlo v recesijo. Med letom in še bolj ob koncu leta sta bila značilna upočasnitev trošenja gospodinjstev in še bolj stanovanjske gradnje, medtem ko so predvsem v drugi polovici leta močneje naraščale poraba in investicije države. V drugih pomembnejših trgovinskih partnericah Slovenije, kot so Hrvaška, Rusija, Srbija in Poljska se je rast gospodarstva v lanskem letu še nekoliko povečala in vztrajala na visokih ravneh.

V najpomembnejših trgovinskih partnericah se letos pričakuje nižja gospodarska rast kot lani, dodatno odstopanje navzdol pa je mogoče predvsem zaradi pretresov na finančnih trgih in zaradi višjih cen surovin. Padanje zaupanja potrošnikov ter zaupanja v trgovini na drobno bosta ob predvidenem upočasnjenem zniževanju stopnje brezposelnosti ter ob povečani rasti plač v evroobmočju po pričakovanjih vplivala na skoraj nespremenjeno trošenje gospodinjstev. V drugi polovici in še posebno ob koncu leta 2007 ter na začetku 2008 so se slabšali kazalniki zaupanja v predelovalnih dejavnostih, gradbeništvu in pri storitvah, čeprav za zdaj še ostajajo na visokih ravneh. Zmanjšano zaupanje podjetij je delno posledica širjenja negotovosti na finančnih trgih, delno pa verjetno nakazuje tudi konec investicijskega cikla. Zaradi nižjih napovedi glede rasti gospodarstva v ZDA, aprecia-

cije evra do dolarja v lanskem letu ter povečevanja konkurence iz držav v razvoju se pričakuje tudi umiritev rasti izvoza evroobmočja. Zaradi hkratnega umirjanja komponent domačega trošenja, ki določajo uvozna gibanja, bo prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti evroobmočja v primerjavi z lanskim letom ostal skoraj nespremenjen. Mednarodne institucije v zadnjem obdobju znižujejo napovedi gospodarske rasti za evroobmočje. Tako se je Consensusova napoved gospodarske rasti evroobmočja za letošnje leto z avgustovskih 2,4%, pred občutnejšo zaostritvijo razmer na finančnih trgih, zmanjšala na 1,7% v februarju 2008. Svoje napovedi za leto 2008 so zmanjšali tudi MDS, 0,5 odstotne točke glede na predhodno napoved, Evropska komisija za 0,4 odstotne točke in ECB za 0,3 odstotne točke, glede na povprečje razpona. Zniževanje napovedi je predvsem posledica nestanovitnosti na finančnih trgih, upadanja rasti na nepremičninskem trgu ter visokih cen na surovinskih trgih. Še občutnejši je padec napovedi gospodarske rasti za ZDA, ki so za leto 2008 padle z 2,7% avgusta lani na 1,7% v februarju letos (Consensus).

Razpoložljive napovedi gospodarskih gibanj v mednarodnem okolju kažejo na znižanje rasti tujega povpraševanja po slovenskem izvozu glede na predhodne projekcije. Čeprav popravki gospodarske rasti, merje-

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

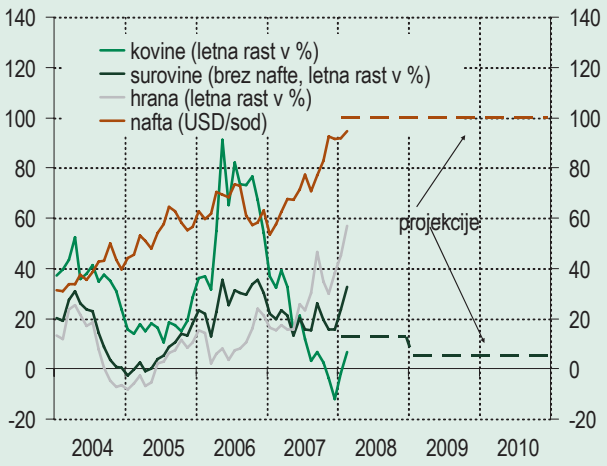


Vir: napoved: EK, februar 2008; projekcije za vsa četrtletja 2008

ne z BDP, niso tako močni, se popravki nanašajo predvsem na komponente domačega trošenja, ki pomembno določajo uvoz trgovinskih partneric oziroma tuje povpraševanje. Večina tveganj, ki niso bila upoštevana v predpostavkah glede gibanj v mednarodnem okolju, se je v drugi polovici preteklega leta uresničila. Mednje spadajo nadaljevanje negotovosti na finančnih trgih in njihova širitev tudi v Evropo, umirjanje rasti v ZDA, povečevanje vrednosti evra in visoke cene surovin. To je poslabšalo izhodišča za napovedi gospodarske rasti v evroobmočju in v ZDA. Ocene gospodarske rasti so bile znižane tudi v drugih trgovinskih partnericah Slovenije. Na nižje povpraševanje iz nekaterih držav jugovzhodne Evrope bi lahko letos med drugim vplivalo tudi morebitno zaostrovanje geopolitičnih napetosti. Predpostavka o rasti skupnega tujega povpraševanja je za letos nižja, kot je po ocenah znašala v letu 2007, v naslednjem letu pa se pričakuje umirjanje razmer na finančnih in surovinskih trgih in s tem ponovno večanje povpraševanja v najpomembnejših trgovinskih partnericah. Poglobitev neugodnih gospodarskih gibanj v ZDA ter negotovost glede njihove razširitve na druge trge, predvsem tudi v države v razvoju, in nadaljnje višanje cen surovin predstavljata trenutno največji tveganji, ki bi lahko, glede na upoštevane predpostavke, povzročili nižje povpraševanje iz tujine letos in v prihodnjem letu. Vendar naj bi tuje povpraševanje kljub temu ostalo na ravni dolgoletnega povprečja.

Cene nafte so se leta 2007 postopoma višale in se ob koncu leta dvignile na raven blizu 100 USD za sodček. V prvih dneh marca 2008 so dosegle zgodovinsko visoke vrednosti, finančni trgi pa tako visoke cene nafte pričakujejo tudi v prihodnje. Izjema pri vztrajnem povečevanju cen nafte v lanskem letu je bilo le obdobje med sredino julija in koncem avgusta, torej obdobje, v katerem se je začela povečevati negotovost na finančnih trgih, ko so cene nafte padle z ravni skoraj 80 USD/sod na nekaj pod 70 USD/sod. Sod nafte je v povprečju leta 2007 stal 74 USD, dolarske cene nafte pa so se v letu 2007 povišale za nekaj nad 12%, izraženo v evrih pa so se, zaradi povečane vrednosti evra, povečale

Slika 2.3: Cene na svetovnih trgih primarnih surovin



Vir: The Economist, Bloomberg, projekcije Banka Slovenije

le za okoli 3%. Poglavitni dejavnik višanja cen nafte ostaja razkorak med visokim povpraševanjem in relativno počasnejšo rastjo ponudbe, ki so jo poleg premajhnega obsega investicij v infrastrukturo hromile še geopolitične napetosti na območjih, bogatih z nafto. OPEC je v letu 2007 le enkrat zvišal uradno določeno kvoto, vendar to ni zaustavilo nadaljnje rasti cen. Višanje cen nafte je bilo tudi posledica nizkih zalog nafte v ZDA in zniževanja vrednosti ameriškega dolarja v primerjavi z drugimi valutami. Povpraševanje po nafti je kljub nekoliko bolj umirjeni svetovni gospodarski rasti po oceni IEA (Mednarodna agencija za energijo) lani ostalo na nespremenjeni visoki ravni predvsem zaradi še naprej solidnega povpraševanja iz držav v razvoju. Razlog za popravek navzgor pri predpostavki za ceno nafte so visoke cene nafte na začetku leta in dejstvo, da ostajajo kvote načrpane nafte tudi po sestanku OPEC-a v marcu nespremenjene. IEA skladno z umirjanjem svetovne konjunkture in s povečanimi zalogami nafte pričakuje rahel padec povpraševanja, ki po ocenah ne bo povzročil padanja cen, temveč bo predvsem preprečeval njihovo nadaljnjo hitro rast. Kljub temu naj bi se cene nafte ob predpostavljeni ravni 100 USD/sod v letu 2008 zvišale za skoraj eno četrtino oziroma merjeno v EUR za okoli 26% glede na povprečno ceno leta 2007. Hkrati taka predpostavka pomeni za skoraj 37% višjo

ceno nafte, merjeno v EUR, glede na uporabljeno predpostavko za leto 2008 v predhodnih projekcijah.

Ob upoštevanju trenutnih gibanj in pričakovanj na trgih surovin je bila navzgor popravljena tudi predhodna predpostavka o cenah drugih surovin. Ob občutno zmernejši rasti cen kovin v drugi polovici leta 2007 se je namreč prav od sredine lanskega leta naprej močno povečala rast cen hrane, predvsem pšenice, soje in mleka. Čeprav so se cene kovin v drugi polovici lanskega leta umirjale, pa na primer nove pogodbe o ceni železove rude, ki so za več kot 50% višje kot lani, nakazujejo, da bi se lahko letos ponovno povečala tudi rast cen kovin. Hitra rast cen hrane je predvsem posledica naraščajočega povpraševanja iz držav v razvoju, uporabe žit oziroma kmetijskih površin za proizvodnjo biogoriv, neugodnih vremenskih razmer v nekaterih velikih državah pridelovalkah ter tudi zaradi kmetijskih politik, usmerjenih k zmanjševanju presežkov v kmetijstvu. Cena pšenice je na začetku letošnjega leta na svetovnih trgih tako rasla s stopnjami, ki na medletni ravni presegajo 100%, cena koruze pa se je v dveh mesecih letošnjega leta povečala za 40%.

Inflacija se je v evroobmočju in v ZDA ob koncu lanskega in na začetku letošnjega leta močno zvišala, vendar je po ocenah analitikov tako povišanje samo prehodno in izvira iz močnega povečanja cen surovin na svetovnih trgih. Cene v evroobmočju so vse do konca poletja rasle dokaj umirjeno, inflacija pa se je v povprečju zadrževala na okoli 1,9% medletno. Predvsem zaradi hitre rasti cen energentov, deloma pogojene z nizko osnovo s konca leta 2006, se je inflacija od septembra naprej močno povišala in v prvih dveh mesecih leta 2008 znašala 3,2%. Poleg cen energentov so na visoko rast harmoniziranega indeksa cen vplivale tudi visoke cene predelane hrane, katerih rast je v povprečju prvih dveh mesecev leta 2008 znašala okoli 5,5%, v povprečju leta 2007 pa le 2,8%. V primerjavi z letom 2006 se je lani povečala tudi osnovna inflacija oziroma inflacija brez cen energentov in nepredelane hrane, na katero je poleg povišanja cen predelane hrane deloma vplivala tudi zvišana stopnja DDV na začetku leta v Nemčiji. Osnovna inflacija je tako v povprečju leta 2006 znašala 1,5%, v povprečju leta 2007 2,0%, v povprečju prvih dveh mesecev letošnjega leta pa že 2,3%. Stopnje rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v evroobmočju so se v prvi polovici leta 2007 postopno zniževale zaradi nižje rasti cen v sektorju energetike, v drugi polovici pa so se zaradi višjih cen energentov in zaradi višjih cen nepredelane hrane močno povišale. Medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen je bila na začetku letošnjega leta za okoli dve odstotni točki višja od povprečne rasti v lanskem letu. Podobno gibanje cen proizvajalcev je bilo značilno tudi za Nemčijo. Gibanje cen v ZDA je bilo v lanskem letu in na začetku letošnjega leta zelo podobno tistemu v evroobmočju, le da je rast cen nekoliko bolj nihala in bila v celotnem obdobju višja. Prav tako je bil močnejši tudi inflacijski pospešek na začetku leta 2008, saj so se cene po povprečni 2,9-odstotni rasti v letu 2007, kljub zmanjšanemu domačemu povpraševanju na začetku leta, medletno januarja in februarja povišale za 4,0% oziroma 4,3%. Potem ko je osnovna inflacija, definirana kot indeks cen brez energentov in hrane, v ZDA še na začetku druge polovice leta 2007 znašala okoli 2,1%, se je v povprečju prvih dveh mesecev letošnjega leta povzpela na 2,4%. Tako gibanje osnovne inflacije kaže med drugim tudi prenos določenega dela visokih cen energentov in hrane na druge cene, ki pa bi se morale v prihodnje ob pričakovanem umirjanju povpraševanja zmanjšati.

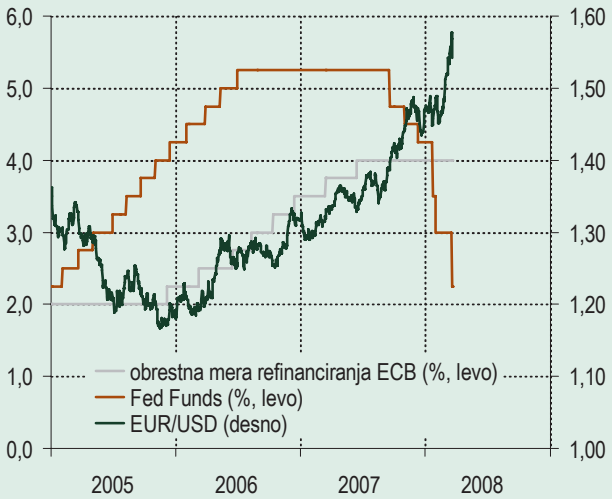
Glede na trenutno razpoložljive podatke sta bili predpostavki o rasti cen v evroobmočju in v ZDA popravljeni navzgor, največ zaradi inflacijskih dejavnikov v mednarodnem okolju, v evroobmočju pa tudi zaradi nekaterih znakov tveganja nekoliko višje rasti stroškov dela. Zvišanje predpostavljene inflacije v evroobmočju na 2,9% za leto 2008 je predvsem posledica višjih cen energentov in vztrajne rasti cen hrane na svetovnem trgu. Medtem ko so v letu 2007 poleg visokih cen surovin inflacijski pritiski izhajali iz posrednih davkov, se letos in v prihodnjem letu pričakuje, da bodo bolj pritiskali na cene stroški dela. Tveganja višjih stroškov dela so še

posebno očitna v luči zahtev sindikatov za nadomestitev dela izgubljene kupne moči v razmerah visokih cen hrane in za udeležbo zaposlenih v ugodnih gospodarskih rezultatih iz preteklih let. Predpostavka o višini inflacije v ZDA je zvišana nekoliko manj izrazito kot tista za evroobmočje, kar odraža predvsem pričakovanja občutnejše umiritve gospodarske rasti. V letošnjem letu je višja predpostavka o inflaciji v ZDA predvsem posledica zvišanih predpostavk glede gibanja cen energentov in drugih surovin, predvsem hrane. Pričakovanja o bolj umirjeni rasti cen v ZDA v naslednjih letih so skladna tudi z umirjanjem rasti cen na surovinskih trgih, podobno kot to velja za inflacijo evroobmočja. Tudi predpostavka o rasti cen pri proizvajalcih v Nemčiji je zvišana zaradi cen surovin, ki so višje, kot so bile predpostavljene v predhodnih projekcijah. Ob odsotnosti šokov na surovinskih trgih naj bi se rast cen pri proizvajalcih v Nemčiji v naslednjih dveh letih v primerjavi z letom 2008 umirjala.

V obdobju od zadnjih projekcij ECB ni spreminjala obrestnih mer, medtem ko je po nastopu finančnih nestanovitnosti, ki se v ZDA že prelivajo v finančno krizo, Federal Reserve svojo ključno obrestno mero večkrat močno znižal. ECB je ključno obrestno mero dvignila lani marca in junija, obakrat za 25 baznih točk, in je nato ni več spreminjala. Ključna obrestna mera refinanciranja je do marca letos ostala nespremenjena na 4%. Federal Reserve je ključno obrestno mero Federal Funds lani ohranjal nespremenjeno do septembra, ko jo je znižal za 50 baznih točk na 4,75%, do marca letos je v štirih korakih ključno obrestno mero znižal še za 175 baznih točk na 3%, največje enkratno znižanje obrestne mere za 75 baznih točk na 2,25% pa je bilo izvedeno v sredini marca. Ključni obrat, ki je prispeval k spremembi obrestnih mer nekaterih centralnih bank sredi leta, je pomenila povečana negotovost na finančnih trgih. V projekcijah je upoštevana standardna predpostavka, da se bodo obrestne mere evroobmočja v prihodnje gibale v skladu s pričakovanji finančnih trgov. Upoštevana so pričakovanja z začetka marca 2008.

Evro je do ameriškega dolarja v lanskem letu pretežno apreciiral, še posebno močno v zadnjem četrtletju, po poglabljanju nestanovitnosti na finančnih trgih in objavah vedno slabših gospodarskih kazalnikov v ZDA. Za obdobje projekcij so predpostavljena medvalutna razmerja, nespremenjena na ravni z začetka marca 2008. Vrednost evra v primerjavi z ameriškim dolarjem se je v lanskem letu v povprečju povečala za okoli 9%, v zadnjem četrtletju pa je medletna apreciacija znašala nekaj nad 12%. Za obdobje projekcij je upoštevana tehnična predpostavka, po kateri je vrednost razmerja med evrom in ameriškim dolarjem enaka povprečju zadnjega meseca pred izdelavo projekcij.

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



Vir: ECB, Federal Reserve

3 Gospodarska gibanja in trg dela

Realni bruto domači proizvod Slovenije se je v letu 2007 povečal za 6,1% in je presegel rast evroobmočja kar za 3,5 odstotne točke. Kljub upočasnitvi v zadnjem četrtletju je rast gospodarske aktivnosti v Sloveniji v povprečju lanskega leta presegala ocenjene rasti ponudbenega potenciala. Gospodarska rast je bila lani najvišja doslej v samostojni Sloveniji. Rast v evroobmočju je v letu 2007 znašala 2,6%. V zadnjem četrtletju lanskega leta se je gospodarska rast Slovenije medletno, še bolj pa na tekoči ravni, že precej upočasnila. Medletno je dosegla 4,7-odstotno rast, ocenjena tekoča rast pa se je znižala z 1,4% v tretjem na le še 0,4% v zadnjem četrtletju. V zadnjem četrtletju leta 2007 je zato bilo opazno zapiranje proizvodne vrzeli in približevanje dolgoročnemu potencialu.

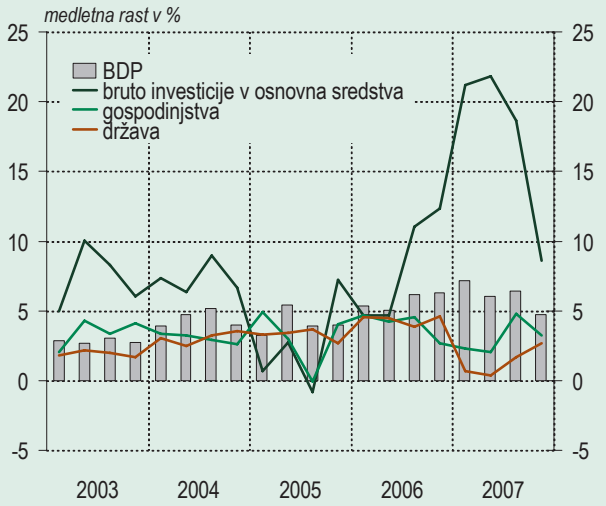
Po proizvodni strukturi BDP je najvidnejše razlike v rasti dodane vrednosti med Slovenijo in evroobmočjem opaziti v gradbeništvu, finančnem posredništvu in v predelovalnih dejavnostih. Največja rast dodane vrednosti v Sloveniji je bila enako kot v letu 2006 dosežena v gradbeništvu z 18,7%, v finančnem posredništvu z 12,1% ter v trgovini s 7,6%. Tudi predelovalne dejavnosti so ob hitri rasti industrijske proizvodnje dosegle rekordno visoko medletno rast dodane vrednosti, ki je dosegla 8,5%. Rast industrijske proizvodnje v Sloveniji je v letu 2007 precej odstopala od tiste v evroobmočju, saj je bila na medletni ravni kar dvakrat višja in je znašala 6,9%, pri čemer se je ob koncu leta medletno in tekoče upočasnjevala. Kazalniki tekoče dinamike nakazujejo precejšnjo umiritev industrijske proizvodnje v zadnjem četrtletju, ko so bile stopnje rasti celo negativne. Struktura gospodarske rasti v Sloveniji za preteklo leto še vedno kaže ugoden, čeprav verjetno nevzdržen gospodarski cikel. Ob tem gospodarska rast, ki presega ocenjeno rast ponud-

Tabela 3.1 Aktivnost, zaposlenost in plače

						Projekcije					
						2008		2009		2010	
	2003	2004	2005	2006	2007	**apr.**	Δ	**apr.**	Δ	**apr.**	Δ
	realne stopnje rasti v %										
Realni BDP	2,8	4,4	4,1	5,7	6,1	**4,2**	-0,2	**3,9**	0,0	**4,1**	…
Zaposlenost	-0,2	0,4	0,7	1,2	2,7	**0,9**	0,4	**0,6**	0,3	**0,5**	…
Povprečne neto plače (nominalno)	7,5	4,4	6,2	5,1	7,9	**7,8**	1,2	**6,9**	1,0	**5,5**	…
Razpoložljivi dohodek*	1,7	4,2	1,7	5,2	6,6	**3,0**	-0,7	**3,9**	0,7	**3,3**	…
Povprečne bruto plače (nominalno)	7,6	4,6	4,9	4,8	5,9	**7,4**	0,8	**7,0**	1,1	**5,6**	…
Produktivnost	3,0	4,0	3,4	4,5	3,3	**3,3**	-0,6	**3,3**	-0,3	**3,6**	…
ULC (nominalni)	3,6	2,2	-1,4	1,2	2,0	**4,0**	1,4	**3,6**	1,4	**1,9**	…

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

Slika 3.1: Domače povpraševanje in BDP

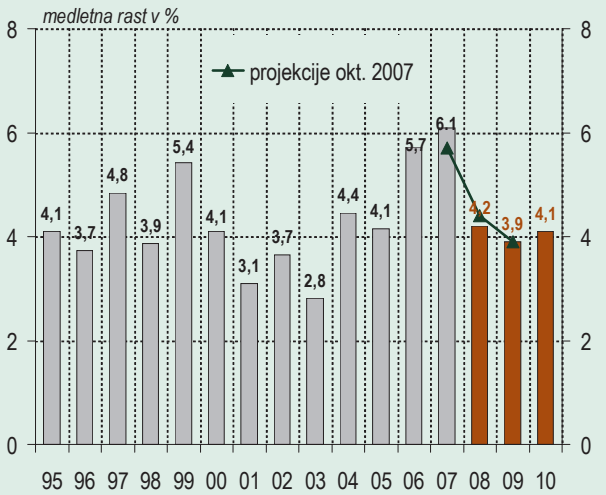


Vir: SURS; preračun Banka Slovenije

bene zmogljivosti gospodarstva, pospešuje pritiske agregatnega povpraševanja in s tem povzroča premike k makroekonomskim neravnotežjem. Ta se med drugim izkazujejo v povečani rasti osnovne inflacije ter v visokemu primanjkljaju plačilne bilance.

Upočasnitev gospodarske rasti v zadnjem četrtletju lanskega leta v Sloveniji in evroobmočju nakazuje postopno umirjanje gospodarske aktivnosti v obdobju projekcij. Gospodarska rast Slovenije je bila v letu 2007 rekordno visoka, vendar se je v zadnjem četrtletju medletno, še bolj pa na tekoči ravni, že precej upočasnila, kar vpliva na projekcije celoletnega obdobja. Popravki projekcij o gospodarski rasti navzdol so v glavnem posledica umirjanja gospodarske aktivnosti doma in v evroobmočju. Kot prikazujejo kazalniki pričakovanj glede gospodarske aktivnosti v pomembnejših trgovinskih partnericah Slovenije, analitiki predpostavljajo zmernejšo rast tujega povpraševanja in posledično nižjo rast izvoza v primerjavi s predhodnimi napovedmi. Kljub manj ugodnim dejavnikom iz zunanjega okolja in visoki inflaciji ter vedno večjemu nezaupanju potrošnikov naj bi domače trošenje ob ugodnih pogojih financiranja po ocenah ostalo na dokaj visoki ravni.

Slika 3.2: Projekcije rasti BDP



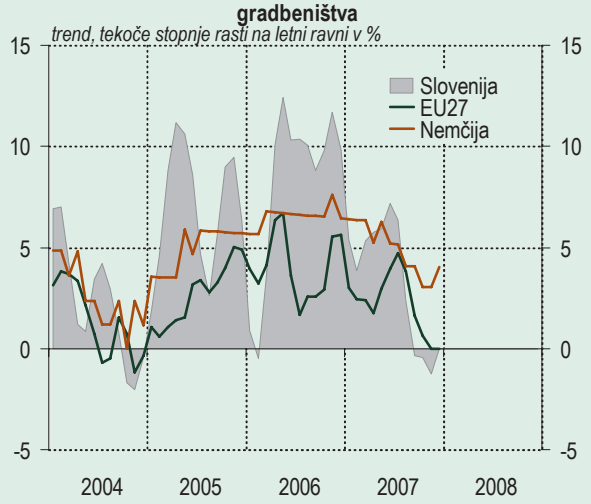
Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije

Gospodarska aktivnost Slovenije bo v obdobju projekcij postala skladnejša s ponudbenim potencialom. Projekcije gospodarske rasti za Slovenijo kažejo, da se bo rast BDP v naslednjih letih umirila in bo srednjeročno tako postala vzdržnejša, kar je skladno tudi s predhodnimi projekcijami. Pričakovana rast, okoli 4% v naslednjih letih, bo nekoliko zaostajala za ocenami potencialne rasti oziroma njenim dolgoročnim trendom, kar bo zapiralo proizvodno vrzel. To pomeni, naj bi se v obdobju projekcij agregatno povpraševanje in gospodarska aktivnost postopoma približali ponudbenemu potencialu, s tem pa bi opešali inflacijski pritiski, ki jih v zadnjem obdobju povzroča presežno agregatno povpraševanje. Kljub umiritvi bo taka rast omogočala – na vzdržnejših temeljih zasnovan – proces realne konvergence proti razvitejšim državam evroobmočja, saj bo rast BDP v Sloveniji še vedno presegala rast v evroobmočju za okoli dve odstotni točki.

Pričakuje se, da bo domače povpraševanje ostalo poglavitni dejavnik gospodarskega cikla v celotnem obdobju projekcij, predvsem zaradi obsežne rasti investicij. Tudi v letu 2008 naj bi k rasti domačega povpraševanja največ prispevala relativno hitra rast bruto investicij, ki je v letu 2007 dosegala visoko 17,8-odstotno medletno rast. Še vedno relativno visoka rast investicij bo skupaj z zmerno rastjo zaposlovanja prispevala tudi k

Slika 3.3: Industrijska proizvodnja - celotna industrija brez gradbeništva

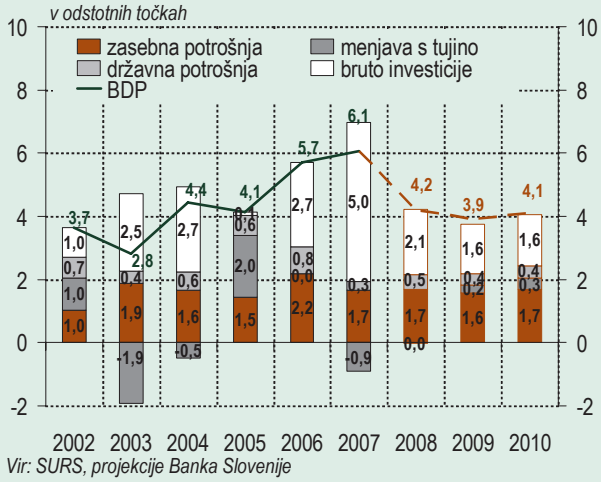
trend, tekoče stopnje rasti na letni ravni v %



Vir: Eurostat

Slika 3.4: Prispevki komponent trošenja k rasti BDP

v odstotnih točkah



Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije

Opomba: Zaradi uporabe verižnih indeksov in zaokroževanja se lahko seštevki komponent razlikujejo od agregatnih vrednosti.

rasti ponudbenih zmogljivosti gospodarstva. V letu 2007 je bil prispevek menjave s tujino h gospodarski rasti po pričakovanjih negativen, medtem ko naj bi bil v celotnem obdobju projekcij prispevek menjave s tujino v povprečju rahlo pozitiven. Izvoz naj bi namreč ob upadanju rasti domačega povpraševanja prehiteval rast uvoza.

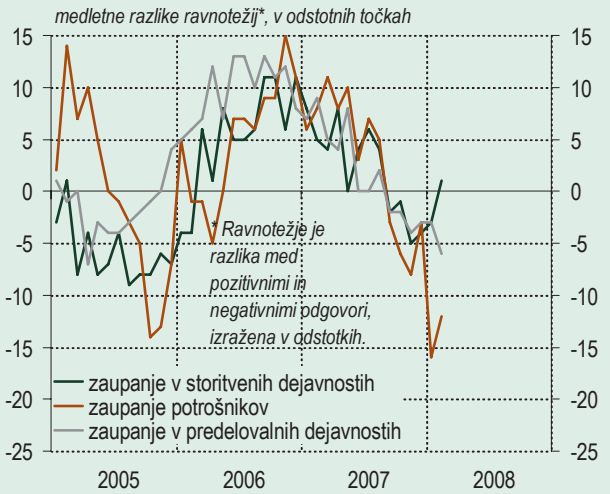
Prispevek domačega povpraševanja k agregatnemu povpraševanju se bo do konca obdobja projekcij, skladno z nižjo rastjo investicijskega trošenja, nekoliko zmanjšal. Kljub upočasnjeni rasti pa bo v obdobju 2008–2010 domače povpraševanje k oblikovanju agregatnega povpraševanja še naprej prispevalo večinski delež, prispevek menjave s tujino pa bo v povprečju pozitiven. Zmanjšanje prispevka domače porabe bo kar najbolj posledica postopnega ohlajanja investicijskega trošenja, tudi kot posledica visoke osnove, po močnem povečanju celotnih investicij v letu 2007. Med komponentami domačega trošenja so v povprečju leta 2007 s stopnjami okoli 20% rasle bruto investicije v stanovanjske zgradbe in investicije na področju nestanovanjske gradnje. Hitra rast stanovanjske gradnje je bila med drugim posledica nizke osnove iz leta 2006, ugodnih vremenskih razmer v prvem četrtletju leta 2007, ugodnih pogojev financiranja ter močnega nesorazmerja med ponudbo in povpraševanjem po stanovanjskih enotah v nekaterih delih države. Poleg navedenih dejavnikov je na hitro rast nestanovanjske gradnje in pri tem predvsem investicij v infrastrukturo vplivala visoka investicijska aktivnost državnih podjetij. Ta

Tabela 3.2 Komponente domačega povpraševanja

						Projekcije					
						2008		2009		2010	
	2003	2004	2005	2006	2007	**apr.**	Δ	**apr.**	Δ	**apr.**	Δ
			realne stopnje rasti v %								
Domače povpraševanje	4,8	4,9	2,2	5,7	6,9	**4,2**	0,2	**3,5**	0,1	**3,7**	…
Zasebna potrošnja	3,5	3,0	2,9	4,0	3,1	**3,2**	-0,8	**3,0**	-0,4	**3,3**	…
Potrošnja države	1,9	3,1	3,2	4,4	1,4	**2,6**	0,7	**1,9**	0,4	**1,8**	…
Bruto investicije	10,2	10,5	0,4	9,9	17,8	**7,2**	1,7	**5,4**	0,6	**5,6**	…

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

Slika 3.5: Kazalniki zaupanja - desezonirano



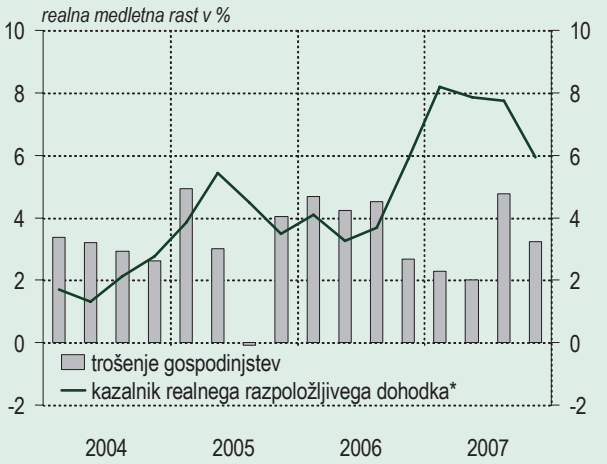
Vir: SURS, preračun Banka Slovenije

naj bi se že v letu 2008, ko se rast investicij v infrastrukturo po predpostavkah prepolovi, občutno umirila. Pri nestanovanjski gradnji sta se v zadnjem četrtletju lanskega leta precej znižali tekoča in medletna rast, kar nakazuje zelo verjetno umiritev visoke rasti iz lanskega leta v letu 2008. Predvsem v prvem delu leta 2007 so skladno z ugodnim povpraševanjem tujine in visokim domačim gospodarskim ciklom hitro naraščale tudi investicije v stroje in opremo, ki najpomembneje prispevajo k povečevanju ponudbenega potenciala gospodarstva, vendar je bil tudi tu opazen padec dinamike ob koncu leta. Umiritev rasti slednjih v letu 2008 je tako pričakovana predvsem zaradi negotovih oziroma poslabšanih razmer v mednarodnem okolju.

Glede na visoko rast v letu 2006 se je trošenje gospodinjstev v letu 2007 upočasnilo in je znašalo okoli 3%. Rast trošenja gospodinjstev se je po zadnjih podatkih SURS znižala s 4,0% v letu 2006 na 3,1% v letu 2007, pri čemer je bila rast v drugi polovici leta skoraj še enkrat višja od rasti na začetku leta. Prispevek porabe gospodinjstev h gospodarski rasti se je v primerjavi s predhodnim letom znižal za 0,5 odstotne točke in je znašal 1,6 odstotnih točk. Ob tem je bila dejanska rast trošenja gospodinjstev v letu 2007 za 0,7 odstotne točke nižja od predhodnih napovedi, vendar je večji del te razlike mogoče pojasniti z metodološko revizijo podatkov za leto 2006 in posledično spremenjeno osnovo pri medletnih primerjavah ob objavi nacionalnih računov za tretje četrtletje 2007.

V prihodnje se pričakuje podobna rast trošenja gospodinjstev kot v letu 2007, torej okoli 3% letno, prispevek porabe gospodinjstev h gospodarski aktivnosti pa bo tako v obdobju projekcij ostal skoraj nespremenjen. Taka pričakovanja temeljijo na predpostavki o ugodnih pogojih financiranja v razmerah nizkih realnih obrestnih mer in še vedno dobrih razmerah na trgu dela. Poleg dokaj ugodnih pogojev financiranja bi lahko realno nizke obrestne mere zmanjševale privlačnost varčevanja in trošenje vzdrževale na višji ravni, kot bi bila skladna z gibanjem razpoložljivega dohodka in negotovostjo, povezano z gospodarskimi gibanji. V negotovih gospodarskih pogojih se zmanjšuje tudi obseg ustreznih alternativnih naložbenih oblik, zato se v takih razmerah povečuje verjetnost povečanega trošenja. Na drugi strani pa so višja inflacija, znižanje realnega dohodka in tudi pesimistična pričakovanja potrošnikov dejavniki, ki bodo po ocenah preprečevali hitrejšo rast trošenja gospodinjstev od trenutno predpostavljene. Kazalniki zaupanja potrošnikov so namreč v prvi polovici lanskega leta dosegali najvišje ravni v zadnjih nekaj letih, v drugi polovici leta pa so moč-

Slika 3.6: Trošenje gospodinjstev in razpoložljivi dohodek



** Deflacionirano s HICP.*
Vir: SURS; preračun Banka Slovenije

no padli in so v prvih mesecih letošnjega leta že več kot 10 odstotnih točk pod lanskim povprečjem. Ob tem pomemben dejavnik tveganja tokratnih projekcij predstavlja predvsem obseg zvišanja plač v zasebnem sektorju. Prebivalstvo bodo k dolgoročnejšim oblikam varčevanja tudi v prihodnje spodbujale že uvedene institucionalne spremembe na področju pokojninskega zavarovanja.

Trošenje gospodinjstev v zadnjem letu zaostaja za dokaj hitro rastjo razpoložljivega dohodka, ki se bo v primerjavi s prejšnjimi projekcijami letos nekoliko znižal. Obseg razpoložljivega dohodka se je v letu 2007 povečeval zaradi rasti povprečnih prejemkov in zaradi hitre rasti zaposlenosti. Čeprav so se v letu 2007 zaradi spremenjene davčne zakonodaje občutno povečale neto plače, ki predstavljajo najpomembnejši delež razpoložljivega dohodka, so nekatere preostale komponente razpoložljivega dohodka rasle dokaj zmerno. Ker so se pri tem neto plače najbolj povečale v višjih dohodkovnih razredih, ki imajo praviloma nižjo mejno nagnjenostjo k trošenju, njihovo povečanje po ocenah ni imelo pomembnejšega vpliva na trošenje gospodinjstev. Število prejemnikov dohodkov v gospodinjstvih se je v lanskem letu povečalo predvsem zaradi hitre rasti zaposlenosti. Medtem ko je v letu 2007 število prejemnikov pokojnin naraslo za 1,3%, se je močno zmanjšalo število prejemnikov nadomestil za brezposelne. Ker velik del povečevanja zaposlenosti v lanskem letu izvira iz dodatnega zaposlovanja tuje delovne sile, po navadi manj nagnjene k trošenju, se povečanje razpoložljivega dohodka v glavnem ni odrazilo v trošenju gospodinjstev. Realni razpoložljivi dohodek na zaposlenega se je v letu 2007 povečal za 6,6% v primerjavi s 5,2-odstotno rastjo v 2006. Višja inflacija sicer znižuje rast realnega razpoložljivega dohodka, vendar realni razpoložljivi dohodek narašča zaradi ugodnejše rasti zaposlenosti.

Rast trošenja gospodinjstev bo tudi v prihodnjem srednjeročnem obdobju zaostajala za rastjo BDP in bo ostala vzdržna ter ne bo povečevala inflacijskih pritiskov. Med dejavniki, ki lahko pomembneje vplivajo na trošenje gospodinjstev, predstavljajo največje tveganje razmere na finančnih trgih in pogoji financiranja ter negotovosti glede uskladitve plač v zasebnem sektorju ob že realizirani in zatečeni visoki rasti cen. Tveganje za realizacijo napovedi trošenja gospodinjstev predstavlja zaradi nedorečenega povišanja plač v zasebnem sektorju tudi razpoložljivi dohodek iz pokojnin, saj je rast pokojnin v sredini leta 2005 postala vezana na bruto plače.

Prispevek trošenja države h gospodarski rasti se je v lanskem letu precej znižal. Glede na ocene iz proračuna se v letu 2008 pričakuje rahlo povečanje trošenja države, v naslednjih dveh letih pa umirjanje na ravni pod 2%. Znižanje državne potrošnje v lanskem letu je bilo nekoliko večje od pričakovanega. Znižali so se predvsem izdatki za zaposlene ter socialni transferi v naravi. Za letošnje leto se pričakuje nekoliko višja realna rast trošenja države, k čemur naj bi prispevala višja rast izdatkov za blago in storitve. Razlika glede na predpostavko o trošenju države iz predhodnih projekcij v letu 2008 znaša 0,7 odstotne točke, v letu 2009 pa je predpostavka o porabi države povečana za 0,4 odstotne točke. Tako naj bi se v prihodnjih dveh letih rast porabe države ustalila na ravni rahlo pod 2%, kar še vedno kaže zmerno realno trošenje države. Vendar se je pri tem povečala predpostavka o nominalni rasti porabe države za leto 2008 zaradi ocenjenih višjih deflatorjev, kar je posledica pričakovanega večjega povišanja povprečne plače v javnem sektorju ter višje stopnje inflacije. Investicije države v osnovna sredstva so v letu 2007 rasle po realni stopnji 5,9% in so predstavljale 3,7% BDP.

Po ocenah iz dopolnjenega Progama stabilnosti je Slovenija lani izpolnila svoj srednjeročni javnofinančni cilj, ki je v skladu s Paktom o stabilnosti in rasti določen kot strukturni primanjkljaj v višini do 1% BDP, in sicer prej kot načrtovano. Primanjkljaj sektorja države je bil v dopolnjenem Programu stabilnosti za leto 2007 ocenjen na 0,6% BDP, bistveno nižje od načrtovanega v višini 1,5% BDP v Programu stabilnosti iz decembra 2006. Ministrstvo za finance je svoje ocene primanjkljaja februarja letos ponovno popravilo in predvideva presežek v višini 0,1% BDP, strukturni primanjkljaj pa naj

bi v letu 2007 znašal 0,2% BDP.[7] Ocene strukturnega primanjkljaja javnih financ za letošnje leto, tiste iz dopolnjenega Programa stabilnosti (decembra 2007) in ocena Evropske komisije, nakazujejo poslabšanje strukturnega položaja.[8] Ob tem ne gre prezreti opozoril o nihanju proizvodne vrzeli iz ocene Programa stabilnosti iz decembra 2007, ki jo je pripravila Komisija. Iz teh opozoril izhaja tveganje, da so v tekoče izračune strukturnega salda vključeni tudi vplivi visokega gospodarskega cikla. Znano je, da je eno od pomembnih metodoloških vprašanj pri izračunavanju potencialnega proizvoda način izločanja cikličnih vplivov. Na pomembnost tega vprašanja izrecno opozarja tudi metodologija, ki jo uporablja Komisija.[9] Strukturni saldo je po svoji vsebini saldo, ki naj bi odražal stanje javnih financ v okolju stabilne trendne rasti, brez vplivov pregrevanja ali ohlajanja. Primerjava s prejšnjimi programi stabilnosti pokaže, da ocena potencialnega proizvoda, uporabljena v tokratnem Programu stabilnosti, močno niha in da obstajajo pomembne razlike v ocenah proizvodne vrzeli med Komisijo in predlagateljem Programa stabilnosti. Znano je tudi, da se zaradi takih neizločljivih metodoloških pristranosti izboljšanja javnofinančnega salda v obdobju pregrevanja pretežno pripisujejo strukturnim izboljšavam, poslabšanja v obdobju ohlajanja pa pretežno cikličnim vplivom. Zato je previdnost pri ocenjevanju premikov strukturnega salda v javnih financah primerna. To odražajo tudi priporočila ECOFIN-a slovenski politiki javnih financ za letošnje leto, ki kljub ugodnim rezultatom opozarjajo na potrebo po dodatnem ukrepanju v zvezi z inflacijo.

Pri oceni vpliva fiskalne politike na agregatno povpraševanje in inflacijo so pomembne še aktivnosti družb, ki sicer niso del sektorja države, so pa pod nadzorom vlade. Pri tem v zadnjem času močan dejavnik predstavlja investicijska aktivnost DARS-a. Za izvedbo investicijskega programa DARS po letu 2002 povečuje neto zadolževanje, s tem pa pomembno prispeva k agregatnemu povpraševanju. V letu 2007 je neto zadolževanje DARS-a predstavljalo 1,47% BDP, kar je precejšnje povečanje glede na predhodna leta, ko je leta 2001 znašal 0,45% BDP, leta 2005 in 2006 pa 0,8 in 0,85% BDP.[10] S povečanjem svoje investicijske aktivnost je DARS precej prispeval k pospeševanju gospodarske aktivnosti. Podporo tej aktivnosti so dajale garancije države za najete kredite. Povečanje garancij države za okoli 4% BDP v zadnjih štirih letih je pomembno oblikovalo dinamiko investiranja DARS-a in s tem tudi hitro rast celotnih investicij. V celotnem stanju garancij so garancije sektorju prometa ob koncu leta 2007 predstavljale okoli dve tretjini celotnih danih garancij, samo novo odobrene garancije DARS-u v letu 2007 pa so predstavljale 1,62% BDP.

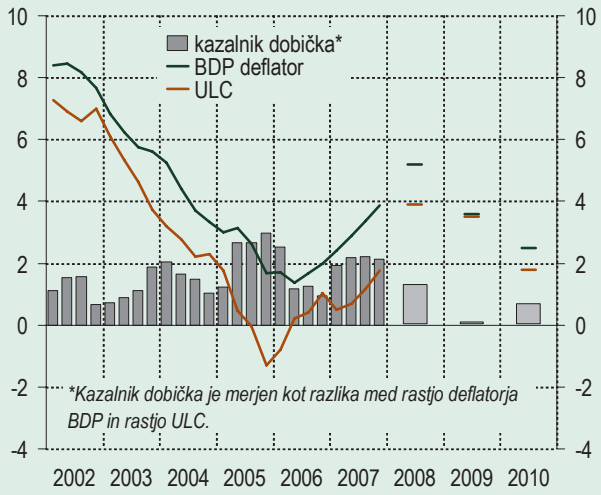
Bruto investicije v osnovna sredstva so v letu 2007 rasle po 17,2-odstotni stopnji, predvsem zaradi visoke rasti investicij v zgradbe in objekte. Visoka dinamika bruto investicij iz druge polovice leta 2006 se je nadaljevala tudi v prvih treh četrtletjih lanskega leta, ob koncu leta 2007 pa sta se upočasnili tekoča in medletna rast investicij. Pospešitev investicijskega trošenja je bila v letu 2007 najmočnejša v gradbeništvu, kjer so najbolj izstopale investicije v stanovanjske in nestanovanjske zgradbe, močno pa so se povečale tudi investicije v transportno opremo. Visoka rast investicij na področju nestanovanjske gradnje je bila na začetku lanskega leta deloma posledica ugodnih vremenskih razmer, ki so pospešile predvsem že sicer načrtovano gradnjo avtocest. Investicije na tem področju so hitro rasle tudi zaradi izgradnje objektov za trgovinsko dejavnost ter izgradnje in obnove objektov v okviru priprav na širitev schengenske meje ter objektov v okviru predsedovanja Slovenije EU v prvi polovici leta

[7] Reševanje problematike visoke inflacije in priprava protiinflacijskih ukrepov, predstavitev Ministrstva za finance za izredno sejo Državnega zbora, februar 2008.
[8] Program stabilnosti in rasti, december 2007 (http://www.mf.gov.si/slov/tekgib/program_stabilnosti_2007.pdf), in ocena Programa stabilnosti Evropske komisije, februar 2008 (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication11925_en.pdf)
[9] Calculating potential growth rates and output gaps; A revised production function approach; Economic papers, Number 247, March 2006
[10] Reševanje problematike visoke inflacije in priprava protiinflacijskih ukrepov, predstavitev Ministrstva za finance za izredno sejo Državnega zbora, februar 2008.

2008. Stanovanjska gradnja je verjetno deloma tudi posledica pričakovanj, da se bo prehodno obdobje uporabe nižje stopnje DDV za stanovanjsko gradnjo in obnovo stanovanj izteklo ob koncu lanskega leta. Tudi investicije v opremo in stroje so s 13,3% v letu 2007 rasle hitro. Pri tem so najhitreje rasle investicije v transportno opremo, ki so se povečale za 24,7% medletno, taka rast pa je bila vsaj deloma pogojena z nekaterimi enkratnimi transakcijami, predvsem nakupom letal v drugem četrtletju.

Projekcije kažejo nadaljevanje visoke ravni investicijskega trošenja, ki pa se bo kljub temu upočasnila z rekordne stopnje rasti v lanskem letu. Ob ugodnih pogojih financiranja se tudi za prihodnje obdobje pričakuje velik obseg investicij, medletna rast pa se bo zaradi visoke bazne osnove iz leta 2007 ter manj ugodnih razmer v mednarodnem in domačem okolju nekoliko upočasnila. Za stanovanjsko gradnjo se pričakuje nekoliko upočasnjena rast tudi na podlagi manjše stopnje rasti izdanih gradbenih dovoljenj, ki se je v letu 2007 povečala za 6,5% medletno v primerjavi z letom 2006, ko je znašala 11,6%. Prav tako naj bi se umirila tudi nestanovanjska gradnja, saj kažejo načrti DARS-a za leto 2008 na 11,5-odstotno medletno povečanje obsega gradenj in popravljanja avtocest[11]. Gradnja in popravljanje avtocest predstavlja pomemben delež v nestanovanjski gradnji, ki se je lani povečala za okoli 20%. Rast investicij v opremo in stroje naj bi se nekoliko upočasnila zaradi zmanjšanega domačega in predvsem tujega povpraševanja ter povečane negotovosti v makroekonomskem okolju. Dodatno bodo po ocenah na upočasnjeno investiranje v opremo in stroje vplivali zmanjšani dobički podjetij, ki se bodo na eni strani po pričakovanjih v obdobju projekcij krčili zaradi povečanih stroškov, izvirajočih iz visokih cen surovin na mednarodnih trgih, na drugi strani pa jih bodo zmanjševali povišani domači stroški, predvsem zaradi višjih plač. V primerjavi s predhodnimi projekcijami je bila za letošnje in naslednje leto nekoliko navzgor popravljena napoved rasti bruto investicij, predvsem zaradi trenutno znanih načrtov na področju stanovanjske in nestanovanjske gradnje, zaradi povišane postavke investicijskih odhodkov v rebalansu proračuna za leto 2008 ter zaradi višje realizacije investicij v letu 2007 od predhodno pričakovane.

Slika 3.7: Kazalnik dobička



Vir: SURS, preračun Banka Slovenije

Najhitreje rastoča komponenta bruto investicij v osnovna sredstva bodo predvidoma investicije v nestanovanjske objekte. Ob nekoliko upočasnjenih investicijah v stroje in opremo in še vedno visoki rasti izgradnje stanovanj bodo ob predvideno povečani investicijski porabi DARS-a za izgradnjo cestne infrastrukture v letu 2008 najvišje stopnje rasti izkazovale investicije v nestanovanjske objekte. Rast investicij v zgradbe in objekte bo kljub temu po pričakovanjih v prihodnje nekoliko počasnejša kot v letu 2007, kar kažejo tudi rezultati anket o poslovnih tendencah v gradbeništvu od sredine lanskega leta naprej. Rast investicij države oziroma javnih podjetij pod državnim nadzorom se bo po letu 2008 po pričakovanjih postopno umirjala, medtem ko bo v letu 2008 še vedno ostala na visokih ravneh. Na investicije zasebnega sektorja bodo v prihodnje manj ugodno vplivali upočasnjena konjunktura, višji stroški ter posledično nižji dobički, po drugi strani pa bodo kljub povečanim negotovostim na finančnih trgih pozitivno delovali še vedno ugodni pogoji financiranja.

[11] Vir: http://www.ukom.gov.si/slo/seje-vlade/sporocila/id/index.html?&i1=UVI&i2=slo&i3=1&i4=sjv&i5=ter_lst_021&i10=artic&i12=4E58375AB89ED882C1257404004F4BB5

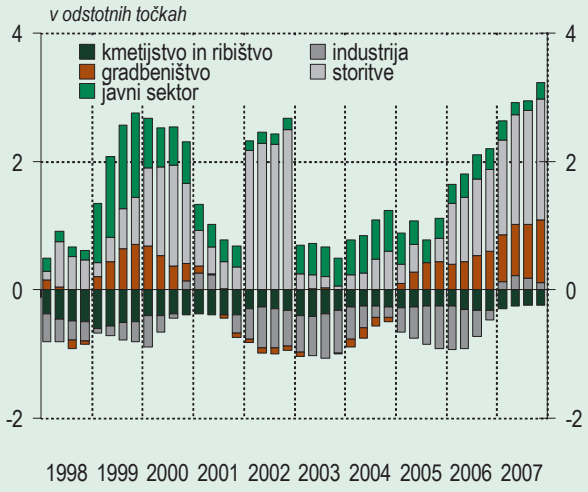
Številni kazalniki na trgu dela v drugi polovici lanskega leta kažejo poglabljanje nesorazmerja med ponudbo in povpraševanjem v povezavi z gospodarsko aktivnostjo nad ponudbenim potencialom. Leta 2007 je bila anketna brezposelnost za dobro odstotno točko nižja od prejšnje najnižje vrednosti v samostojni Sloveniji in je znašala 4,9%, aktivno prebivalstvo se je lani še najbolj približalo ravni iz leta 1991, veliko število podjetij je vsaj do konca leta 2007 poročalo o pomanjkanju delavcev, kar nakazuje tudi visoko število prostih delovnih mest na brezposelnega, kljub vsemu pa so se leta 2007 realni stroški dela na enoto proizvoda zmanjšali bolj kot v dolgoletnem povprečju. Kljub temu pa trendi v gibanju stroškov dela ob koncu leta in še neuspešna pogajanja med delodajalci in sindikati glede rasti plač v zasebnem sektorju kažejo povečanje tveganj, da se bodo inflacijski pritiski stroškov dela v prihodnje realizirali.

V lanskem letu je zaposlenost najhitreje rasla v gradbeništvu, povečala pa se je tudi v predelovalnih dejavnostih. V letu 2007 je medletna rast zaposlenih v gradbeništvu skladno z visoko rastjo dodane vrednosti v tej dejavnosti dosegla 10,8%, v storitvenih dejavnostih pa 4,9%. Razen v gradbeništvu, je zaposlenost hitro naraščala še v dejavnosti prometa (6,4%) in na področju nepremičninske dejavnosti (6,3%). Od prvega četrtletja 2007 se je začela povečevati tudi zaposlenost v industriji, ki se je sicer praviloma v preteklem obdobju zmanjševala, še posebno v delovno intenzivnih panogah. Tudi v lanskem letu je kljub pripravam na predsedovanje EU in uveljavitvi schengenske meje zaposlenost v sektorju država rasla zelo počasi (0,3%).

Skladno z visoko gospodarsko rastjo in naraščanjem zaposlenosti se je leta 2007 nadaljeval trend zmanjševanja brezposelnosti. Stopnja brezposelnosti po Anketi o delovni sili in registrirana stopnja brezposelnosti sta se leta 2007 bistveno zmanjšali, na samo 4,9% oziroma 7,7%, pri čemer se je trend zmanjševanja brezposelnosti v drugi polovici leta že nekoliko zaustavljal. Stopnja anketne brezposelnosti je nizka tudi v mednarodnem merilu, saj je za dobri dve odstotni točki nižja od povprečja v EU-15 (EU-27), kjer je ob koncu leta 2007 znašala 7% (7,1%). Ob precejšnjem zmanjšanju brezposelnosti se je spremenila tudi struktura brezposelnosti po trajanju. Nadaljeval se je trend povečevanja deleža dolgoročno brezposelnih (tistih, ki so brezposelni več kot 48 mesecev), ki traja že od leta 2005. Dejstvo, da njihovo dejansko število ostaja razmeroma konstantno, kaže objektivne, strukturne omejitve, ki bi lahko oteževale nadaljnje zmanjševanje brezposelnosti. V zadnjih četrtletjih se veča tudi delež kratkoročno brezposelnih (tistih, ki so brezposelni manj kot 12 mesecev), kar je predvsem posledica njihovega manjšega zmanjšanja v absolutnem številu brezposelnih glede na tiste, ki so brezposelni med 12 in 48 meseci.

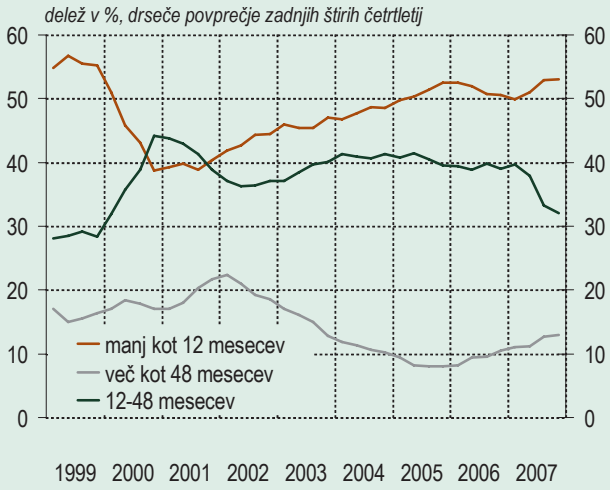
Povečevanje nesorazmerja med ponudbo in povpraševanjem na trgu dela kažejo tudi kazalniki o tokovih delavcev ter podatki o številu prostih delovnih mest. Visoka gospodarska aktivnost je pospešeno povečevala vstope delavcev v zaposlitev, torej delavcev, ki so v zadnjem letu vstopili v zaposlitev (iz ene službe v drugo, iz brezposelnosti ali pa iz delovne neaktivnosti) v letih 2006 in 2007. Izstopi, merjeni s številom delavcev, ki so izstopili iz zaposlitve in se zaposlili v novi službi, postali iskalci zaposlitve ali postali neaktivni, so se gibali na ravni okoli 6.3%. V zadnjem obdobju se je povečalo tudi število pro-

Slika 3.8: Prispevki posameznih dejavnosti k rasti zaposlenosti



Vir: SURS - nacionalni računi; preračuni Banka Slovenije

Slika 3.9: Struktura brezposelnosti po trajanju brezposelnosti



Vir: Eurostat - Anketa o delovni sili; preračuni BS

stih delovnih mest na zaposlenega, ki se je od začetka 2006 povečalo za 0,5 odstotne točke na 1,3 v tretjem četrtletju 2007. Do povečanja števila prostih delovnih mest je prišlo deloma zaradi večjega števila prostih delovnih mest in deloma zaradi zmanjšanja števila brezposelnih oseb.

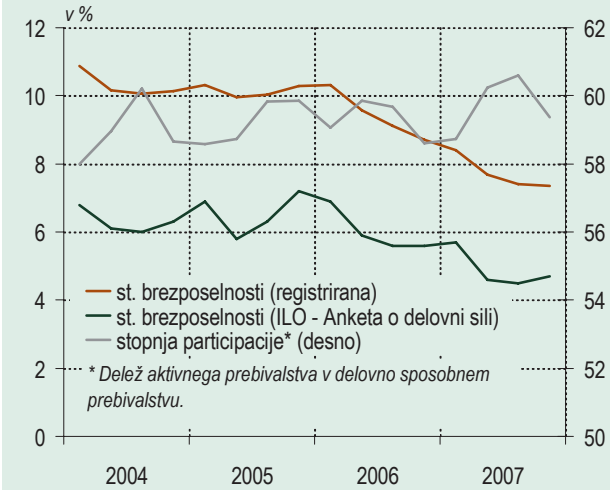
Močno zmanjšanje brezposelnosti od konca leta 2005 in veliko povečanje števila prostih delovnih mest se ni bistveno odrazilo v višji stopnji participacije. Če se stopnja participacije odziva na razmere na trgu dela s časovnim zamikom, bi lahko v prihodnje kratkoročno pričakovali večjo stopnjo participacije, predvsem ob morebitnih realiziranih plačnih pritiskih. Razlogi za majhno odzivnost stopnje participacije na stopnjo brezposelnosti so lahko tudi strukturne narave in se bodo spreminjali le počasi z izboljšanjem izobrazbene strukture prebivalstva, podaljševanjem delovne dobe in zmanjševanjem obremenitvene stopnje pri obdavčitvi dela. Stopnja participacije je v Sloveniji že relativno visoka v starostni skupini 25–49 let za moške in ženske, precej rezerve za povečanje stopnje participacije je še v starostni skupini 50–64 let, v kateri Slovenija z 32-odstotno stopnjo participacije zaostaja za povprečjem EU za okoli 10 odstotnih točk.

V obdobju projekcij naj bi rast zaposlenosti postala zmernejša, skladno z umiritvijo gospodarskega cikla. Največja umiritev se pričakuje v sektorjih, kjer se je zaposlenost najbolj povečevala pod vplivom gospodarskega cikla. Izpostaviti velja predvsem gradbeništvo, deloma dejavnosti prometa in posredovanja nepremičnin. Pričakovati je, da se bo zaposlenost zmanjšala predvsem na račun zmanjšanja zaposlenih s pogodbami za določen čas, ki predstavljajo prožni segment trga dela oziroma tisti segment trga dela, ki je najbolj odziven na spremenjene razmere na trgu dela. Po uvedbi novega Zakona o

Slika 3.10: Tokovi delavcev in število prostih delovnih mest na zaposlenega

Vir: SURS, Eurostat, Zavod RS za zaposlovanje; preračuni BS

Slika 3.11: Stopnja brezposelnosti in stopnja participacije



Vir: SURS, Anketa o delovni sili

delovnih razmerjih leta 2003 se je namreč delež teh zaposlenih v strukturi zaposlenih povečal za več kot tretjino in je v tretjem kvartalu 2007 znašal 19,3%.

Čeprav je kljub močnemu povpraševanju po delovni sili rast stroškov dela ostala zmerna do konca prvega polletja 2007, tekoča gibanja nakazujejo povečano tveganje za rast teh stroškov v prihodnje. Rast povprečne bruto plače v zasebnem sektorju, ki najbolje odraža ciklična gibanja na trgu dela, je v zadnjem četrtletju lanskega leta nominalno znašala že 8%, v predelovalnih dejavnostih pa 8,4%. Tako se povečuje tudi bruto plača na enoto proizvoda, ki je dosegla 5-odstotno rast v četrtem četrtletju, medtem ko je bila v letih 2004 do 2006 manjša od enega odstotka, v povprečju leta 2007 pa še 2,5%. Postopno odpravljanje davka na izplačane plače omogoča zaostajanje rasti stroškov dela za pospešeno dinamiko bruto plač. Hkrati je kazalnik stroškov dela nekoliko zavajajoč pri analizi trendnih gibanj zaradi visoke volatilnosti preostalih prejemkov iz delovnega razmerja. V zadnjem četrtletju 2007 je njihova medletna rast znašala samo okoli 0,5%, medtem ko se je v povprečju leta gibala na ravni treh odstotkov, v januarju pa je že presegla 10%. K višjim stroškom dela na enoto proizvoda prispeva tudi upočasnjevanje produktivnosti v zadnjem četrtletju.

Zaostajanje rasti stroškov dela na enoto proizvoda v primerjavi z deflatorjem BDP sicer kaže, da stroški dela niso bili dejavnik poviševanja inflacije, pri čemer je treba posvečati pozornost močnemu povečanju bruto plač v zadnjem četrtletju 2007. Vendar preseganje nominalnih stroškov dela na enoto proizvoda rasti cen v pogojih cenovne stabilnosti lahko zavira upadanje inflacije v prihodnje. Primerjava rasti nominalnih stroškov dela in rasti povprečne dolgoletne (desetletne) produktivnosti

Tabela 3.3 Kazalniki stroškov dela

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Q107	Q207	Q307	Q407
	medletna rast v %, nominalno									
Bruto plača	9,8	7,6	4,6	4,9	4,8	5,9	5,4	5,6	5,8	6,8
Bruto plača v zasebnem sektorju	9,5	7,8	5,3	5,4	5,4	6,8	6,4	6,3	6,7	8,0
Bruto plača v javnem sektorju	11,6	6,7	2,7	3,3	3,4	4,1	3,5	4,6	4,4	3,8
Bruto plača v predelovalnih dejavnostih	9,8	7,6	6,6	5,9	5,5	6,8	5,9	6,0	6,8	8,4
Stroški dela na zaposlenega[1]	9,3	7,3	6,6	2,7	5,0	4,5	3,6	4,9	5,0	4,6
Drugi prejemki iz delovnega razmerja na zaposlenega	6,2	4,3	14,3	-7,0	10,1	2,9	-0,8	6,0	5,9	0,5
Bruto plača na enoto proizvoda	7,5	4,2	0,5	0,9	0,3	2,5	0,6	2,3	2,1	5,0
Bruto plača na trendo enoto proizvoda[3]	6,4	4,2	1,2	1,5	1,4	2,5	2,0	2,2	2,4	3,4
Bruto plača v pred. dejavnostih na enoto proizvoda	9,4	4,4	1,0	0,7	-2,4	-0,2	-2,8	-1,1	0,5	2,8
Bruto plača v pred. dejavnostih na trendno enoto proizvoda[3]	5,1	2,9	1,9	1,2	0,8	2,1	1,2	1,3	2,1	3,7
Stroški dela na enoto proizvoda[1]	7,1	4,0	2,4	-1,2	0,5	1,2	-1,0	1,6	1,3	2,9
Stroški dela na trendno enoto proizvoda[1,3]	5,9	3,9	3,2	-0,7	1,6	1,1	0,2	1,5	1,6	1,2
Sredstva za zaposlene na enoto proizvoda[2]	6,5	5,2	3,7	1,6	1,2					
Proizvod na zaposlenega	2,1	3,2	4,1	4,0	4,5	3,3	4,7	3,3	3,6	1,7
Proizvod na zaposlenega - predelovalne dejavnosti	0,4	3,1	5,6	5,3	8,1	7,0	9,0	7,2	6,2	5,4
HICP	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5	3,7	2,6	3,2	3,7	5,5
BDP deflator	7,7	5,6	3,3	1,7	2,0	3,9	4,0	3,5	4,2	3,8

[1] Stroški dela vključujejo bruto plače (SURS), ostale prejemke iz delovnega razmerja (AJPES), ter socialne prispevke delodajalcev in davek na izplačane plače (MF)
[2] Nacionalni računi
[3] Proizvod na zaposlenega -povprečje zadnjih 10 let:3,4%, Proizvod na zaposlenega v predelovalnih dejavnostih -povprečje zadnjih 10 let: 4,7%
Vir: SURS, AJPES, Ministrstvo za finance; preračun Banka Slovenije

v tabeli 3.3 je prikazana zato, da bi se izločili učinki gospodarskega cikla na oceno produktivnosti ter odstranili učinki nihanj v deflatorjih. Ta kazalnik kaže inflacijski del stroškov dela, če bi bil gospodarski cikel uravnotežen. Zaradi volatilnosti preostalih prejemkov iz delovnega razmerja in odpravljanju davka na izplačane plače je na ravni celotnega gospodarstva ta kazalnik ostal ugoden v lanskem letu. Upoštevanje dinamike bruto plač kaže precejšnje poslabševanje tega kazalnika na ravni celotnega gospodarstva, še bolj pa na ravni predelovalnih dejavnosti. V tem trenutku še ni jasno, koliko gre pri tem za enkratna ali trajnejša gibanja. Če bi se tekoča dinamika plač in produktivnosti nadaljevala tudi v prihodnje, bi lahko stroški dela močno prispevali k odstopanju dinamike cen od cenovne stabilnosti.

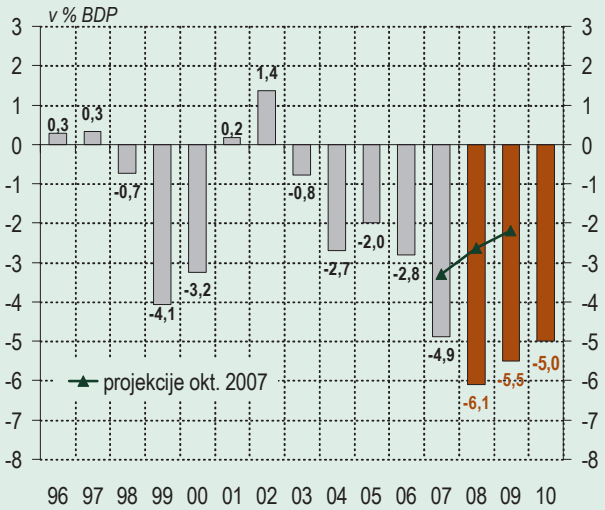
V primerjavi z zadnjimi leti bo rast plač v javnem sektorju prehitevala rast plač v zasebnem sektorju v povprečju za 1,5 odstotne točke. V projekcijah je upoštevana predpostavka o rasti plač v javnem sektorju za 8,8%, 7,5% in 7,4% v letih 2008, 2009 in 2010. Vlada in reprezentativni sindikati javnega sektorja so se januarja 2008 dogovorili o usklajevanju plač v javnem sektorju v letošnjem letu. Splošna uskladitev plač januarja 2008 (zaradi višje inflacije od načrtovane v predhodnem letu) znaša 3,4%. Hkrati so se dogovorili, da se prehod na nov plačni sistem izvede v maju letos (in ne januarja, kot je bilo prvotno načrtovano), in sicer ne glede na čas dejanskega dokončanja pogajanj o panožnih kolektivnih pogodbah. Predpostavka o rasti nominalne povprečne bruto plače v javnem sektorju za leti 2009 in 2010 upošteva predvidene nadaljnje redne uskladitve plač in odpravljanje plačnih nesorazmerij v predvidenih rokih.

Socialni partnerji zasebnega sektorja se še niso dogovorili o uskladitvi plač z visoko inflacijo v letu 2007 ter glede rasti plač v naslednjih letih. Zaradi zaostrenih razmer na trgu dela obstaja povečano tveganje, da bodo plače rasle hitreje od pričakovanj. Sindikati po zadnjih podatkih zahtevajo nadaljnje usklajevanje osnovnih plač v višini letne inflacije in najmanj 20 odstotkov produktivnosti. Osnovni scenarij vključuje predpostavko o rasti plač v zasebnem sektorju v letu 2008, ki upošteva gospodarska gibanja in gibanje produktivnosti, hkrati pa le delno prilagoditev za povišanje cen. Plače v zasebnem sektorju naj bi se v letu 2008 povečale za nekoliko več kot 7%. Upoštevano je, da bodo imela podjetja v prihodnjih dveh letih do konca obdobja projekcij ob popuščanju ponudbenih šokov na surovinskih trgih nekoliko več prostora za izdatke za zaposlene, ki naj bi se v letu 2009 še povečali za blizu 7% in se v letu 2010 ustalili na ravni nekoliko nad 5%. Zaradi velike negotovosti, ki izhaja iz nesorazmerij med ponudbo in povpraševanjem na trgu dela in zaradi prekinjenih pogajanj socialnih partnerjev zasebnega sektorja so tokratne projekcije plač izpostavljene še posebno velikim tveganjem.

4 Zunanje ravnotežje in konkurenčnost

Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance Slovenije se je lani glede na predhodna leta močno povečal in dosegel 4,9% BDP. Projekcije kažejo, da bi se lahko letos ta primanjkljaj še dodatno povečal. Primanjkljaj tekočega računa naj bi se z 1,6 mrd EUR v letu 2007 povečal na 2,2 mrd EUR v letošnjem letu in se na tej ravni ohranjal tudi v naslednjih dveh letih. Tako naj bi se s 4,9% BDP v letu 2007 povečal na 6,1% ocenjenega BDP v letošnjem letu in bi se v naslednjih dveh letih le postopoma zmanjševal. Ob predpostavljeni rasti BDP naj bi se v letu 2010 delež primanjkljaja tekočega računa v ocenjenem BDP znižal na okoli 5%. Do povečanja primanjkljaja v primerjavi s preteklim letom in prejšnjimi projekcijami naj bi prišlo ob zmanjšani količinski rasti izvoza in uvoza, neugodnih pogojih menjave ter ob nadaljevanju negativnih gibanj na računu faktorskih dohodkov in transferov. Na poslabšanje rezultatov tekočih transakcij plačilne bilance bodo po ocenah vplivala predvsem gibanja v blagovni menjavi. Dinamika rasti količinskega izvoza in uvoza je v letih 2008 do 2010 v primerjavi s predhodnimi projekcijami popravljena navzdol. Do največjih popravkov

Slika 4.1: Projekcije tekočega računa



Vir: Banka Slovenije

Tabela 4.1 Tekoči račun plačilne bilance

						Projekcije					
						2008		2009		2010	
	2003	2004	2005	2006	2007	**apr.**	Δ	**apr.**	Δ	**apr.**	Δ
			realne stopnje rasti v %								
Izvoz blaga in storitev	3,1	12,5	10,1	12,3	13,0	**9,5**	-2,1	**8,2**	-0,3	**8,3**	…
Uvoz blaga in storitev	6,7	13,3	6,7	12,2	14,1	**9,3**	-1,6	**7,7**	-0,3	**7,8**	…
Tekoči račun: v mrd EUR	-0,2	-0,7	-0,6	-0,9	-1,6	**-2,2**	-1,3	**-2,2**	-1,4	**-2,1**	…
v % BDP	-0,5	-2,8	-2,0	-2,9	-4,9	**-6,1**	-3,1	**-5,5**	-3,3	**-5,0**	…
Pogoji menjave*	0,8	-1,0	-2,0	-0,6	0,0	**-2,2**	-2,2	**0,4**	0,1	**0,4**	…

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

Okvir 4.1: "Rotterdam-Antwerp" učinek

Od vstopa v EU na agregatno rast slovenske menjave s tujino najverjetneje vpliva tudi t. i. "rotterdamski" učinek oziroma učinek "Rotterdam-Antwerp"[1]. Gre predvsem za učinke na spremembo ravni in dinamike menjave blaga, pri čemer so bili ti učinki delno prisotni že takoj od vstopa Slovenije v EU, vendar so bili po ocenah vrednostno najzaznavnejši prav v letu 2007, v dinamiki pa najbolj v letu 2006, manj pa se bodo ti učinki na dinamiko rasti izvoza in uvoza poznali tudi v naslednjih letih. Do "rotterdamskega" učinka pride, ko se blago, ki se uvaža iz držav zunaj EU, ocarini v državi članici EU in s tem sprosti v prosti promet znotraj EU, vendar pa se potem transportira v druge države članice EU. Taka transakcija se v statistiki države članice najprej evidentira kot uvoz extrastat, torej kot uvoz iz držav nečlanic EU, potem pa kot izvoz članice EU v drugo članico EU, kjer bo blago tudi dokončno porabljeno. V analizi se osredotočamo le na blagovno menjavo, ki je predmet nacionalne plačilne bilance Slovenije, in le na podatke, ki so zbrani na ozemlju Republike Slovenije (rezidenti, nerezidenti s centrom ekonomskega interesa v Sloveniji). Ne obravnavamo pa še takega poslovanja nerezidentov na geografskem teritoriju Republike Slovenije in slovenskih rezidentov na geografskem teritoriju drugih držav članic EU. Prav tako analizo v nadaljevanju osredotočamo na specifično skupino proizvodov blagovne menjave s tujino. Predmet take menjave je lahko katera koli vrsta blaga, vendar pa se domneva, da je v primeru Slovenije največ transakcij te vrste po količini in vrednosti povezanih z Luko Koper ter z uvozom in distribucijo osebnih vozil. V letu 2007 se je uvoz osebnih avtomobilov v Slovenijo medletno povečal za 60% in dosegel 1,46 mrd EUR, pri tem se je najbolj povečal uvoz iz Republike Koreje, in sicer za 5,5-krat oziroma na 0,44 mrd EUR. Sočasno pa se je izvoz osebnih avtomobilov medletno povečal za 45% na 2,2 mrd EUR. V tem je povečanje izvoza proizvajalca osebnih avtomobilov iz Slovenije doseglo 21% medletno oziroma 1,1 mrd EUR. Razlika med celotnim izvozom osebnih vozil in izvozom domačega proizvajalce je znašala 1,1 mrd EUR in se je medletno povečala za 82%, za kolikor se je medletno povečal izvoz osebnih vozil, ki niso bila proizvedena v Sloveniji. Razlika med celotnim uvozom osebnih avtomobilov v višini 1,46 mrd EUR in izvozom osebnih vozil, ki niso bili proizvedeni v Sloveniji v višini 1,1 mrd EUR, je v letu 2007 znašala 0,36 mrd EUR in pomeni uvoz osebnih avtomobilov za prodajo in uporabo na domačem trgu. Vprašanje je, kako "rotterdamski" učinek vpliva na rezultate tekočih transakcij plačilne bilance Slovenije. Učinke na neto rezultate blagovne menjave s tujino so ob predpostavki, da je vrednost izvoza blaga enaka vrednosti uvoza blaga, nevtralni. Z vidika celotne bilance tekočih transakcij plačilne bilance pa imajo take transakcije pozitiven učinek, saj se pri izvajanju takih transakcij povečujejo dohodki storitev, kot so storitve posredovanja v zunanji trgovini, skladiščenje, prevoz in zavarovanje blaga ipd. Vendar pa je po drugi strani lahko, ob nekritičnem upoštevanju teh transakcij v makroekonomskih analizah, učinek teh transakcij na oceno stanja in dinamike, v kateri je gospodarstvo, tudi zavajajoč. Če se iz podatkov za leti 2006 in 2007 odstranijo vplivi teh transakcij ter izračunajo nove stopnje rasti izvoza in uvoza blaga, so te v povprečju nominalno nižje od dejanskih za okoli 0,3 odstotne točke v letu 2007 in za nekaj več kot 2,2 odstotne točke višje od realiziranih v letu 2006. Ob uporabljenih realiziranih izvoznih in uvoznih cenah se ustrezno spremenijo tudi realne stopnje rasti blagovne menjave.

[1] Global Britain Briefing Note, No 22, 20th September 2002, http://www.globalbritain.org.

Tabela: Ocena učinkov reeksporta osebnih avtomobilov na dinamiko nominalne rasti izvoza in uvoza

	Izvoz osebnih avtomobilov			Uvoz osebnih avtomobilov		Blagovna menjava					
	Skupaj	Proizvedeni v Sloveniji	Proizvedeni v tujini	Skupaj	Za domači trg*	Vrednost		Rast		Rast**	
						Izvoz	Uvoz	Izvoz	Uvoz	Izvoz	Uvoz
					v mio EUR						
2004	1.041	778	263	803	539	12.783	14.143				
2005	1.552	1.074	478	791	313	14.397	15.805	12,6	11,7	11,0	10,2
2006	1.535	930	605	917	312	16.757	18.339	16,4	16,0	18,8	18,2
2007	2.227	1.125	1.102	1.462	360	19.385	21.487	15,7	17,2	15,4	17,0

** Ocenjen kot razlika med celotnim uvozom in drugim izvozom avtomobilov.*
***Rast korigirana za predpostavljeni simetrični učinek reeksporta osebnih avtomobilov na rast izvoza in uvoza blaga.*
Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije

glede na zadnjo projekcijo iz oktobra 2007 bo po ocenah prišlo v letošnjem letu, in sicer pri izvozu za 2 in pri uvozu za 1,6 odstotne točke navzdol, medtem ko naj bi bile spremembe v naslednjih letih relativno majhne in bi se gibale med 0,1 in 0,2 odstotnima točkama. Še bolj kot znižanje količinskega obsega blagovne menjave s tujino naj bi v letošnjem letu na primanjkljaj blagovne menjave in tekočih transakcij plačilne bilance vplivali cenovni faktorji. Pričakuje se, da se bodo zaradi zviševanja cen energentov, surovin in hrane pogoji menjave, ki so bili v letu 2007 po prvih ocenah nevtralni, v letošnjem letu glede na lansko poslabšali za okrog 2,2 odstotne točke, v naslednjih dveh letih pa naj bi postali pozitivni na ravni okrog 0,4 odstotne točke letno. Taka ocena gibanja pogojev menjave je ob negotovostih na svetovnih trgih izpostavljena visoki ravni tveganja, tako kot tudi ocena, da se bodo neto odlivi dohodkov faktorjev v povprečju naslednjih treh let ohranjali na ravni okrog -2% BDP. Pri slednji oceni ima poleg predpostavke o upočasnjeni rasti zadolženosti v naslednjih letih pomembno vlogo tudi predpostavka o prihodnjem gibanju obrestnih mer.

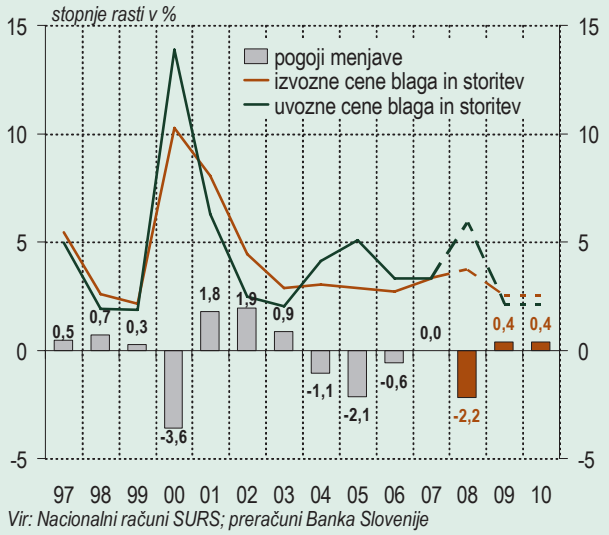
Kljub nekoliko nižjim stopnjam rasti od ocenjenih v predhodnih projekcijah naj bi letos in v prihodnjih letih izvozna dinamika prehitevala uvozno in s tem omogočila postopno izboljševanje zunanjega ravnotežja. Čeprav bo relativno močno domače povpraševanje spodbujalo uvozno dinamiko, bo vztrajanje tuje konjunkture zagotavljalo tudi ohranjanje izvozne dinamike na ugodni ravni. V letu 2007 je dinamika blagovne menjave močno zaostajala za rastjo menjave storitev. Visoka konjunktura v Evropi, še posebno v novih državah članicah EU, je vplivala na večje povpraševanje po izvozu slovenskega blaga in storitev, kot je bilo pričakovano glede na oceno tujega povpraševanja, uporabljeno v predhodnih projekcijah. Del nadpovprečno povečanega obsega menjave s članicami EU po vstopu Slovenije v EU lahko pripišemo ugodnim učinkom večje integracije slovenskega gospodarstva s preostalimi članicami EU in evroobmočja. Ti ugodni učinki se kažejo predvsem v zmanjšanju operativnih stroškov menjave blaga, ki izvirajo iz odprave carin na notranjem evropskem trgu, ter drugih nižjih stroških, povezanih z menjavo blaga v enotnem gospodarskem področju. Vendar pa na visoko rast blagovne menjave Slovenije s tujino lahko vplivajo tudi dejavniki, ki niso neposredno povezani s slovenskim gospodarstvom. V projekciji blagovne menjave za letošnje leto se upošteva, da bo ob nadaljevanju dosedanjih trendov t. i. "rotterdamski" učinek, merjen le kot učinek v menjavi avtomobilov, k rasti izvoza in uvoza blaga prispeval dodatno 1 odstotno točko, v naslednjih letih pa naj bi ta učinek na dinamiko blagovne menjave postopoma usahnil.

Dodatno bosta v letošnjem letu k izvozni dinamiki prispevala pospešena proizvodnja in izvoz domače avtomobilske industrije, ki pa je – tako kot večina izvoza – tesno povezana z uvozom opreme in materiala, in bosta hkrati prispevala tudi k ohranjanju visoke uvozne dinamike. Po ocenah naj bi znašal prispevek dodatnega izvoza avtomobilske industrije k rasti celotnega izvoza blaga in storitev v letu 2008 kar 0,9 odstotne točke. Zaradi predvidenega dodatnega izvoza avtomobilske industrije bo povečan uvoz blaga za vmesno potrošnjo k rasti celotnega uvoza blaga in storitev v 2008 prispeval 0,6 odstotne točke. Z doseganjem načrtovane izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti in izvoza naj bi postali ti učinki na gibanje dinamike blagovne menjave zanemarljivi. Morebitno zaostrovanje geopolitičnih napetosti, ki bi lahko poslabšalo ekonomske odnose z nekaterimi državami jugovzhodne Evrope, bi lahko imelo v letošnjem in naslednjih nekaj letih negativne posledice ne samo na obseg blagovne menjave, ampak tudi na položaj in nadaljnji razvoj vlaganj slovenskega gospodarstva na to območje. Ker z večino teh držav dosegamo presežek v tekočem računu plačilne bilance, bi se lahko rezultati tekočih transakcij plačilne bilance še dodatno poslabšali.

Pričakovati je, da se bo primanjkljaj blagovne menjave v letošnjem in naslednjem letu v primerjavi z letom 2007 še dodatno povečeval, nato pa bi se postopoma zmanjševal. Primanjkljaj blagovne menjave naj bi se v letu 2008 povišal na 2,4 mrd EUR oziroma 6,4% BDP. To poslabšanje naj bi bilo predvsem posledica negativnih

pogojev menjave ob sicer hitrejši realni dinamiki rasti izvoza od uvoza blaga. V naslednjih letih se bo po ocenah dinamika rasti blagovne menjave glede na povprečje zadnjih nekaj let postopoma znižala in se na strani izvoza gibala v skladu z dinamiko rasti tujega povpraševanja. Na upočasnjeno rast uvoza blaga pa bo poleg znižane dinamike rasti izvoza blaga, zaradi visoke uvozne odvisnosti proizvodnje za izvoz, močno vplivalo tudi predpostavljeno upočasnjevanje domačega trošenja, zlasti investicijskega, ki je bila v letu 2007 najbolj dinamična domača komponenta rasti BDP. Ocenjena hitrejša rast izvoza od uvoza blaga pa sama po sebi še ne zadostuje za izboljšanje rezultatov tekočih transakcij s tujino. Na ocenjeni visok primanjkljaj tekočih transakcij plačilne bilance v letu 2008 v višini 2,2 mrd EUR naj bi kar najbolj vplivali negativni pogoji menjave, ki so predvsem odraz visoke rasti cen nafte in drugih surovin na svetovnih trgih. Evrske cene nafte naj bi se v letošnjem v primerjavi s predhodnim letom povečale za 25%, skupaj z rastjo indeksa primarnih surovin in inflacije v evroobmočju pa naj bi uvozne cene rasle za dobri 2 odstotni točki hitreje od izvoznih. Ocenjeni negativni učinek pogojev menjave blaga in storitev naj bi v letu 2008 znašal kar 0,6 mrd EUR, kar skoraj v celoti pojasni povečanje primanjkljaja tekočih transakcij plačilne bilance v primerjavi z doseženim v letu 2007. Čeprav se bo nominalni primanjkljaj tekočih transakcij plačilne bilance v letih 2009 in 2010 ohranjal na ravni okrog 2,2 mrd EUR, pa naj bi se v teh dveh letih pogoji menjave izboljševali in bi v povprečju prispevali po okrog 100 mio EUR letno k zmanjšanju primanjkljaja tekočih transakcij. Rast izvoza in uvoza blaga naj bi v naslednjih dveh letih znašala v povprečju med 7,5% in 8,5%.

Slika 4.2: Pogoji menjave



Vir: Nacionalni računi SURS; preračuni Banka Slovenije

Presežek v menjavi storitev s tujino bo po ocenah kot v preteklosti tudi v obdobju projekcij najpomembnejši dejavnik zmanjševanja primanjkljaja tekočih transakcij plačilne bilance. Na dinamiko rasti izvoza in uvoza storitev vplivajo podobni dejavniki kot na blagovno menjavo. Zmanjšana gospodarska aktivnosti in znižanje tujega povpraševanja bosta v obdobju projekcij posredno najbolj vplivala na storitve, ki so tesno povezane z blagovno menjavo. Med te spadajo predvsem storitve transporta in poslovno-tehnične storitve. Med slednjimi še posebno izstopajo storitve posredovanja v zunanji trgovini, storitve, povezane z manipulacijo blaga (prevzem, pošiljanje, skladiščenje) in druge storitve, povezane s promocijo blaga. Zaradi občutno bolj umirjene rasti naložb v gradbeništvu, zlasti na področju nizkih gradenj, se bodo v prihodnjih letih nekoliko zmanjšali prihodki in predvsem izdatki od izvajanja investicijskih del v Sloveniji. Pričakovani upad gospodarske aktivnosti v najpomembnejših partnericah Slovenije bo verjetno vplival tudi na zmanjšanje prihodkov od potovanj. Pomembno bo na izvozno-uvozna gibanja vplivala tudi nekoliko višja rast izvoznih cen storitev glede na njihove uvozne cene. Ob upoštevanju vseh naštetih dejavnikov se pričakuje, da bo dinamika izvoza in uvoza storitev, podobno kot lani, tudi letos prehitevala dinamiko blagovne menjave, vendar pa se bo v prihodnje obseg tega prehitevanja postopoma zmanjševal. V primerjavi z zadnjimi projekcijami naj bi bila dinamika menjave storitev na izvozni in uvozni strani nižja za dobro odstotno točko. Pričakuje se tudi, da bo zaradi zmanjšanja dinamike rasti uvoza blaga in zmernejše rasti domačih investicij uvoz storitev v letih 2009 do 2010 rasel za okrog 0,3 odstotne točke počasneje od izvoza. Delež presežka storitev v BDP je v letu 2007 znašal 3,1% in naj bi se do leta 2010 povzpel na 3,6% ocenjenega BDP.

Primanjkljaj dohodkov faktorjev se v zadnjih nekaj letih pospešeno povečuje, v letu 2007 se je medletno povečal za 80% na 726 mio EUR oziroma 2,2% BDP, okrog te ravni naj bi se po ocenah ohranjal tudi v obdobju projekcij. Ob povečanem zaposlovanju tuje delovne sile v Sloveniji se neto pritoki dohodkov od dela že več let zmanjšujejo, lani so se glede na leto poprej več kot prepolovili in so znašali le še 55 mio EUR. Zaradi hitrejše rasti izdatkov od prihodkov se je primanjkljaj dohodkov od kapitala glede na leto 2006 povečal za 265 mio EUR na 780 mio EUR. Najbolj so se pri izdatkih povečala plačila obresti v tujino. Ob povečanju obsega bruto zunanjega dolga v zadnjih štirih letih v povprečju po okrog 4 mrd EUR letno in rasti obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih so se plačila obresti za posojila, najeta v tujini, v letu 2007 medletno povečala za 61%. Po letu 2005 se povečuje tudi transfer dobičkov matičnim korporacijam v tujini. Lani so podjetja v tuji lasti od 478 mio EUR doseženega dobička reinvestirala nazaj v podjetja le 52 mio EUR, vse preostalo pa prenesla v tujino. Med kapitalskimi dohodki so neto prilivni le dohodki od naložb v vrednostne papirje, saj se je neto pritok iz naložb v vrednostne papirje lani medletno povečal za dobrih 40 mio EUR na 220 mio EUR. Pri tem so se na strani prihodkov najbolj povečali prihodki bank od naložb v obveznice in zadolžnice v tujini.

Ob zmanjšanem presežku dohodkov od dela bosta k negativnemu saldu faktorskih dohodkov v obdobju projekcij po ocenah najbolj prispevala neto primanjkljaj dohodkov od lastniških deležev ter plačila obresti. K povečanju primanjkljaja na računu dohodkov od kapitala, ki naj bi v celotnem obdobju projekcij v letnem povprečju znašal nekaj nad 2% BDP, naj bi največ prispevala naraščajoči obseg plačanih obresti ter naraščajoči izdatki za dividende in reinvestirane dobičke. Povečanje plačil obresti je predvideno zaradi večjega akumuliranega dolga v obliki najetih posojil iz tujine v primerjavi z akumuliranimi posojili tujini, pri čemer je taka ocena podvržena precejšnji stopnji tveganja zaradi negotovosti glede prihodnjih gibanj obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih. Visoki in naraščajoči izdatki za dividende ter reinvestirane dobičke so na eni strani po obsegu odraz realiziranih tujih neposrednih naložb v Sloveniji v preteklosti, glede dinamike pa odraz predvidenih naraščajočih tujih neposrednih naložb v Sloveniji v prihodnje.[12] Poleg dohodkov od dela bodo po ocenah na zmanjšanje primanjkljaja faktorskih dohodkov tudi v prihodnje vplivali dohodki od naložb v tuje dolžniške vrednostne papirje, ki naj bi kljub predvidenemu zniževanju obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih bistveno presegli izdatke od tujih naložb v domače dolžniške vrednostne papirje.

Primanjkljaj tekočih transferov v višini 297 mio EUR se je v letu 2007 glede na predhodno leto povečal za dobri dve tretjini in postaja pomemben dejavnik poslabšanja rezultatov tekočih transakcij plačilne bilance s tujino. Zasebni transferi so se lani medletno zmanjšali za 12 mio EUR na 79 mio EUR. Najbolj so se zmanjšali uradni transferi, saj se je primanjkljaj uradnih transferov medletno podvojili na 218 mio EUR. Pretežni del uradnih transferov se nanaša na plačila davkov in prispevkov v tujino, zavarovalne premije in druge transfere. Načrtovani tokovi s proračunom Evropske unije so bili na strani prejemkov realizirani v deležu 59,8%, na strani izdatkov pa v deležu 112,2%. Nadpovprečno so se na strani izdatkov v lanskem letu povečale obveznosti iz naslova tradicionalnih sredstev (carine) ter odhodki iz naslova davka na dodano vrednost. Neto položaj proračuna Republike Slovenije do proračuna EU je bil v letu 2007 skoraj izravnan na ravni 7 mio EUR. Glede na dosedanja gibanja se tudi v prihodnje pričakuje povečevanje obsega transferov, predvsem uradnih, vendar pa naj bi se negativni saldo transferov po povečanju v letu 2008 na 0,8% BDP naslednje leto nekoliko znižal in ohranil na tej ravni do konca obdobja napovedovanja. Pri načrtovanju neto pozicije s

[12] V predhodnih projekcijah naložb tujcev v Sloveniji je bila predvidena tudi privatizacija 49-odstotnega državnega deleža Telekoma z odprodajo tujemu partnerju. Ker je privatizacija Telekoma trenutno ustavljena, ocenjena vrednost te naložbe ni bila upoštevana v izračunu izdatkov od lastniških deležev v tokratnih projekcijah.

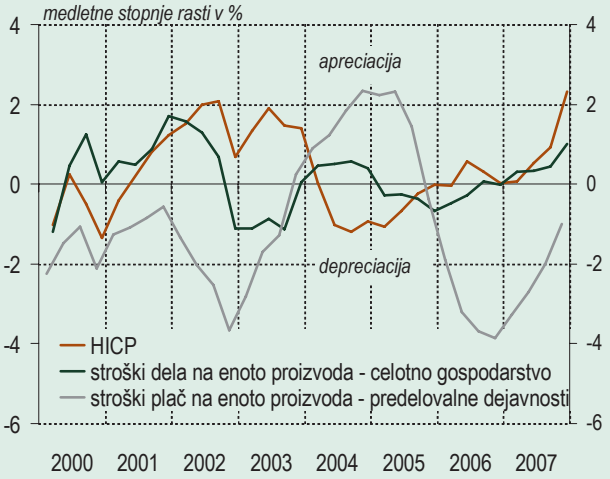
proračunom Evropske unije so bili upoštevani podatki iz Proračunskega memoranduma[13] za leti 2007 in 2008, v katerih je bilo predvideno, da bodo prejemki predstavljali 1,56% BDP, izdatki pa 1,13% BDP, kar ob upoštevanju teh številk in ocene BDP daje presežek okrog 150 mio EUR letno. Ta presežek je bil glede na dosedanje izkušnje z realizacijo, zlasti na strani prejemkov, ustrezno zmanjšan, tako da bo po ocenah saldo prejemkov in izdatkov, povezanih s proračunom EU, v naslednjih dveh letih skoraj izravnan. Delež primanjkljaja transferov naj bi se v letošnjem letu glede na lani znižal za 0,1 odstotno točko na 0,8% BDP in v naslednjih dveh letih dosegal ravni okoli 0,7% BDP.

Glede na predpostavljene dejavnike izvoznih in uvoznih cen, spremembe medvalutnih razmerij, gibanj cen surovin ter energentov naj bi se v letošnjem letu pogoji menjave močno poslabšali in bi bili najpomembnejši dejavnik poslabšanja salda tekočih transakcij plačilne bilance. Pogoji menjave so bili v letu 2007 nevtralni. V povprečju leta so se izvozne in uvozne cene povečale za 3,3%. Tako gibanje izvoznih in uvoznih cen je bilo precej ugodnejše kot v letu 2006, ko so se pogoji menjave poslabšali kar za 0,6 odstotne točke. Pogoji menjave se bodo zaradi višjih cen nafte ter ob vztrajanju cen preostalih primarnih surovin na visokih ravneh v letu 2008 glede na predhodno leto po ocenah poslabšali za 2,2 odstotni točki. Postopno izboljšanje pogojev menjave se pričakuje v naslednjih dveh letih. Ugodno bo na pogoje menjave na izvozni strani vplivalo pričakovano nadaljevanje rasti izvoza proizvodov z višjo dodano vrednostjo, na uvozni strani pa počasnejša rast cen primarnih surovin in predpostavljena zaustavitev rasti cen nafte na svetovnih trgih. Po prvih ocenah so bili pogoji menjave storitev v letu 2007 pozitivni, saj so se izvozne cene storitev medletno povečale za 4%, uvozne cene storitev pa za 1,7%. V storitveni menjavi se v obdobju projekcij pričakuje pozitiven prispevek pogojev menjave, saj naj bi v obdobju projekcij izvozne cene storitev rasle za 0,5 do 1,0 odstotno točko hitreje od uvoznih cen.

Ob omenjenih predpostavkah bi bil prispevek pogojev menjave k oblikovanju salda tekočih transakcij v letu 2008 negativen v višini 1,5% ocenjenega BDP, v naslednjih dveh letih pa bi pogoji menjave po ocenah primanjkljaj salda tekočih transakcij zmanjšali v povprečju za 0,3 odstotne točke na leto.

Realni efektivni tečaj na podlagi cen življenjskih potrebščin ter stroškov dela v celotnem gospodarstvu je v preteklem letu močno apreciiral, kar lahko nakazuje zmanjšanje cenovne in stroškovne konkurenčnosti. Nasprotno je realni efektivni tečaj na podlagi stroškov bruto plač v predelovalnih dejavnostih predvsem pod vplivom nihanja produktivnosti depreciiral vse do zadnjega četrtletja. Taka ugotovitev velja za realni efektivni tečaj, izračunan v razmerju do članic evroobmočja in članic EU27. Razlika med obema kazalnikoma je v utežeh posameznih držav ter v gibanju nominalnega efektivnega tečaja, ki od vstopa Slovenije v ERM II ne vpliva na merjenje konkurenčnosti do držav članic evroobmočja. V razmerju do EU27 je realni efektivni tečaj, merjen s HICP, v letu 2007 apreciiral v povprečju za 1%, pri čemer je v drugi polovici leta apreciacija znašala 1,3%. Realni efektivni tečaj, merjen s stroški dela na enoto proizvoda

Slika 4.3 : Realni efektivni tečaji*



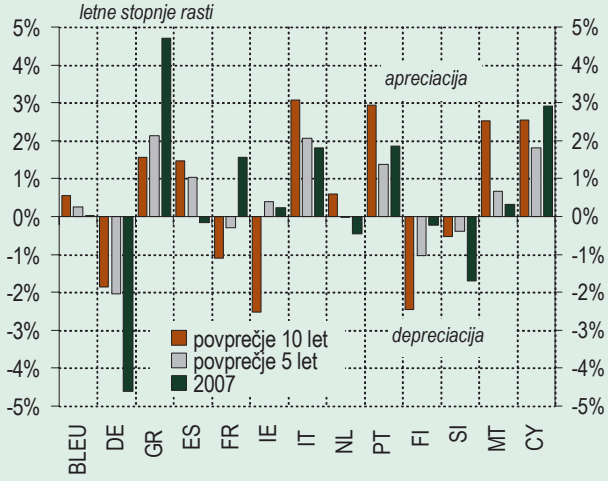
** do EU27*
Vir: Evropska komisija

[13] Proračunski memorandum za leti 2007 in 2008, Vlada Republike Slovenije.

celotnega gospodarstva, je v celotnem letu v povprečju apreciiral za 1%, apreciacija pa se je v drugi polovici leta še povečevala. Nasprotno je realni efektivni tečaj, merjen s stroški plač na enoto proizvoda v predelovalnih dejavnostih, v celotnem letu v povprečju depreciiral za 1%, vendar se je v drugi polovici leta stopnja depreciacije zmanjšala. Realni efektivni tečaj, merjen s stroški bruto plač na enoto proizvoda v predelovalnih dejavnostih, je tako v povprečju celega leta edini kazalnik, ki kaže izboljšanje konkurenčnega položaja slovenskega gospodarstva oziroma predelovalne dejavnosti. Visoka rast proizvodnje in produktivnosti v zadnjih dveh letih sta namreč več kot odtehtali rast stroškov dela v predelovalni dejavnosti, kljub temu pa zadnji podatki kažejo, da sta se tudi rasti proizvodnje in produktivnosti ustavili oziroma postali negativni.

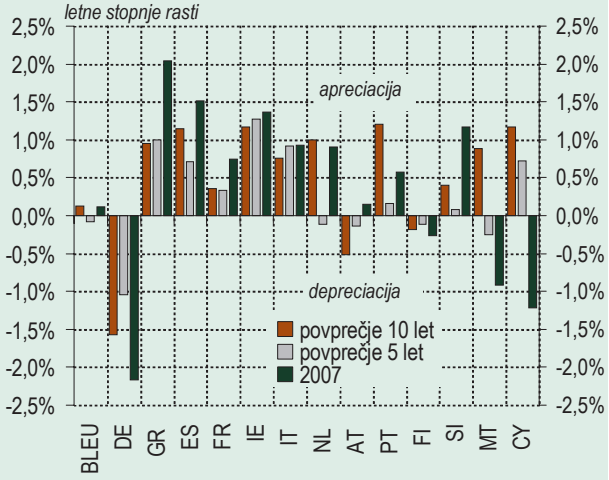
Po depreciaciji nominalnega efektivnega tečaja evra v evroobmočju glede na košarico valut članic EU27 v zadnjih letih se je ta trend lani obrnil, glede na košarico valut 41 držav pa je letna apreciacija evra v evroobmočju presegla 3%. Sredi preteklega leta se je obrnil tudi trend depreciacije nominalnega efektivnega tečaja evra v evroobmočju do košarice domačih valut drugih držav članic EU27. Tako je skupna depreciacija nominalnega efektivnega tečaja evra do članic EU27 izven evroobmočja v preteklih štirih letih do vključno drugega četrtletja v letu 2007 znašala okoli 4%, medtem ko je le v drugi polovici preteklega leta prišlo do apreciacije v višini 3%. Ob upoštevanju menjave z državami zunaj EU27 je nominalni efektivni tečaj evra v evroobmočju do košarice valut 41 držav v preteklem letu medletno apreciiral v povprečju za 3,2%. V preteklem letu je evro vrednostno največ pridobil do ameriškega dolarja, in sicer za 10,3%, in do britanskega funta, za 7,1%. Vrednost evra, izražena v ameriškem dolarju, je ob koncu februarja 2008 presegla 1,5 USD in se približuje menjalnemu razmerju v višini 1,6 USD. Vrednost evra do dolarja se je tako v obdobju zadnjih pet let povečala za več kot 40%. Ker so na gibanje vrednosti ameriškega dolarja vezane tudi nekatere valute iz industrijsko razvijajočih se konkurenčnih držav Azije, bi

Slika 4.4: Kazalnik konkurenčnosti - stroški plač na enoto proizvoda v predelovalnih dejavnostih



Vir: Evropska komisija; preračuni Banke Slovenije

Slika 4.5: Kazalnik konkurenčnosti - stroški dela na enoto proizvoda v celotnem gospodarstvu

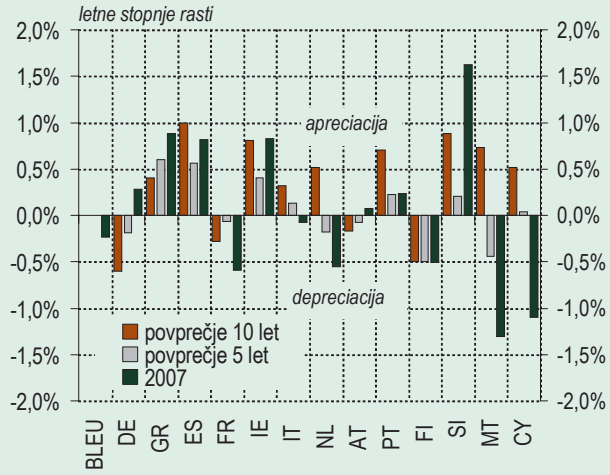


Vir: Evropska komisija; preračuni Banke Slovenije

lahko taka apreciacija evra v razmerju do ameriškega dolarja pomenila pomemben pritisk na konkurenčnost gospodarstva evroobmočja in Slovenije. Šibkost nekaterih valut do evra odraža tudi težave v gospodarstvih teh držav, še posebej v luči trenutnih negotovosti na finančnih trgih.

Primerjava gibanja kazalnikov konkurenčnosti Slovenije z drugimi državami evroobmočja za leto 2007 kaže, da je stopnja apreciacije v Sloveniji višja pri kazalniku cenovne konkurenčnosti, merjene s HICP,

Slika 4.6: Kazalnik konkurenčnosti - HICP



Vir: Evropska komisija; preračuni Banke Slovenije

in kazalniku stroškovne konkurenčnosti v celotnem gospodarstvu, medtem ko je položaj Slovenije zaradi depreciacije realnega efektivnega tečaja na podlagi stroškov plač v predelovalnih dejavnostih ugodnejši od povprečja v evroobmočju. Oba kazalnika stroškovne konkurenčnosti se gibljeta blizu povprečnih vrednosti v evroobmočju, kazalnik cenovne konkurenčnosti pa zaradi visoke stopnje inflacije v Sloveniji v zadnjem letu strmo apreciira, kar postavlja Slovenijo na rep cenovne konkurenčnosti med državami evroobmočja. Visoka inflacija, ki izhaja iz projekcij za leto 2008, bo trenutno stanje še poslabšala.

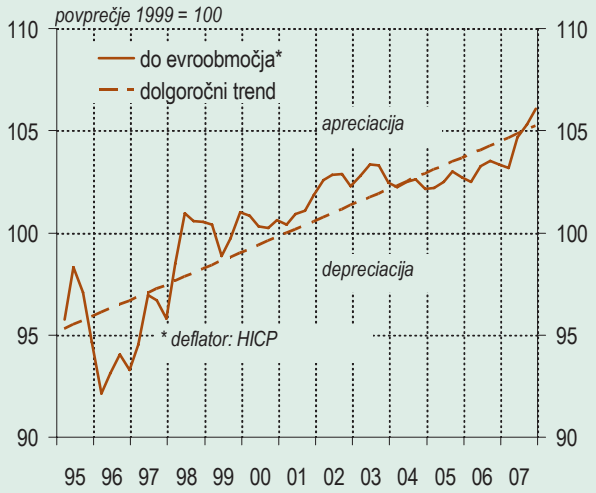
Kazalnik stroškovne konkurenčnosti v predelovalnih dejavnostih kaže, da je bila v preteklem letu od Slovenije konkurenčnejša le Nemčija. Vendar gibanje kazalnika kaže, da gre le za ciklično, ne pa za trajno izboljšanje. Zaradi ciklične narave industrijske proizvodnje v zadnjem četrtletju leta 2007 se je slika že obrnila, saj se je depreciacija v Sloveniji zelo upočasnila.

Kazalnik konkurenčnosti glede na stroške dela na enoto proizvoda v celotnem gospodarstvu je za Slovenijo manj ugoden. Čeprav je v zadnjem letu relativno stabilen, so ga po višini apreciacije v lanskem letu presegle le tri države, vse druge države pa so glede na ta kazalnik konkurenčnejše od slovenskega gospodarstva. Posebej je treba opozoriti na precejšnjo razliko med povprečno stopnjo apreciacije v zadnjih petih letih in povprečno stopnjo apreciacije v letu 2007, ki kaže slabšanje konkurenčnosti Slovenije v lanskem letu glede na dolgoročno povprečje. Po ugodni konkurenčnosti na podlagi skupnih stroškov dela izstopajo predvsem Nemčija, Ciper in Malta.

Na področju cenovne konkurenčnosti, kjer je bil položaj Slovenije v primerjavi z drugimi državami evroobmočja v letu 2007 najslabši, so države dokaj izenačene. Najugodnejši položaj z vidika cenovne konkurenčnosti so v preteklem letu imele Malta, Ciper, Irska in Nizozemska. Razlog za poslabševanje tega kazalnika je v povečanju inflacije v Sloveniji glede na evroobmočje. Glede na projekcije inflacije za leto 2008 bo apreciacija tudi v prihodnjih letih na visoki ravni, kar lahko pomeni poslabševanje cenovne konkurenčnosti Slovenije v prihodnje.

Kazalnike cenovne konkurenčnosti prek realnega tečaja na podlagi indeksov cen je treba obravnavati previdno, saj lahko apreciacija teh kazalnikov odraža vpliv dolgoročne realne konvergence, ne pa tudi zmanjšanja konkurenčnosti. Vpliv dolgoročne realne konvergence je v Sloveniji, če upoštevamo dolgoročni trend apreciacije realnega efektivnega tečaja, od leta 1995

Slika 4.7: Realni efektivni tečaj



Vir: Evropska komisija

precej zmeren. Močne apreciacije realnega tečaja do evrooobmočja v letu 2007 ni mogoče pojasniti izključno s procesom dolgoročne realne konvergence, kar je dodaten kazalnik verjetnega slabšanja cenovne konkurenčnosti glede na evroobmočje (slika 4.7). Do evroobmočja, kjer je večina ekonomsko razvitejših držav EU27, slovenska valuta v povprečju dolgoročno realno apreciira za malo manj kot 1 odstotno točko letno. Če je dolgoročni trend povezan s procesom realne konvergence, ki pravilloma ne vpliva na cenovno konkurenčnost gospodarstva, je gibanje cenovne konkurenčnosti mogoče okvirno opredeliti kot odstopanje od dolgoročnega trenda. Ta kazalnik cenovne konkurenčnosti kaže, da je cenovna konkurenčnost glede na evroobmočje v zadnjih letih bila sicer ugodna, a se je po postopnem poslabševanju popolnoma približala povprečni ravni v evroobmočju, v drugem polletju 2007 pa že prešla v polje realno apreciirane valute, kar lahko nakazuje zmanjšanje cenovne konkurenčnosti.

5 Pogoji financiranja

Naraščajoče finančne potrebe domačega zasebnega sektorja so bile v tudi v lanskem letu predvsem povezane z visoko gospodarsko in investicijsko aktivnostjo. Hkrati pa se je nadaljeval proces finančnega poglabljanja, pri katerem razvitost domačega finančnega sektorja dohiteva raven v razvitejših gospodarstvih. Posledica negativne varčevalno-investicijske vrzeli je povečano zadolževanje v tujini in naraščanje neto zunanjega dolga.

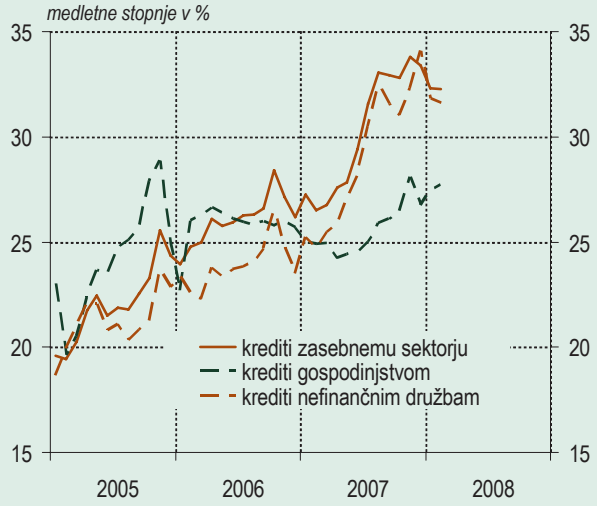
Kreditna aktivnost in pogoji financiranja

Velike finančne potrebe domačega zasebnega sektorja se kažejo v močni rasti bančnih kreditov domačemu zasebnemu sektorju[14], ki je dosegla medletno rast okoli 35%. Stopnja rasti kreditov se je v enoletnem obdobju povečala za skoraj 10 odstotnih točk. Kot je razvidno s slike 5.1, se je kreditiranje nefinančnih družb začelo opazneje povečevati v drugem četrtletju 2007. Ob koncu leta 2007 in na začetku leta 2008 so že vidni prvi znaki umirjanja kreditiranja nefinančnih družb. Kreditiranje gospodinjstev se je sicer v drugem četrtletju prav tako povečalo, a bistveno manj kot kreditiranje nefinančnih družb, rast pa ostaja nekaj nad ravnijo 25%.

Pospešeno povečevanje zadolževanja nefinančnih družb je deloma ciklične narave in je povezano s hitro gospodarsko rastjo, predvsem investicijami.[15] Močno zadolževanje nefinančnih družb predvsem v drugem in tretjem četrtletju 2007 je v glavnem povezano s hitro rastjo investicij. Njihova realna rast se je v zadnjem četrtletju umirila, kar se ujema z umirjanjem zadolževanja nefinančnih družb. Dodatno so k relativno velikemu zadolževanju nefinančnih družb prispevale potrebe po financiranju za prevzeme podjetij, za utrjevanje in poglabljanje pozicij na zunanjih trgih, predvsem na zahodnem Balkanu, in za relativno velike finančne naložbe.

Kljub temu je mogoče relativno visok dolgoročni trend rasti zadolževanja domačega zasebnega sektorja s sedežem v Sloveniji pri bankah delno pripisati

Slika 5.1: Kreditiranje domačega zasebnega sektorja

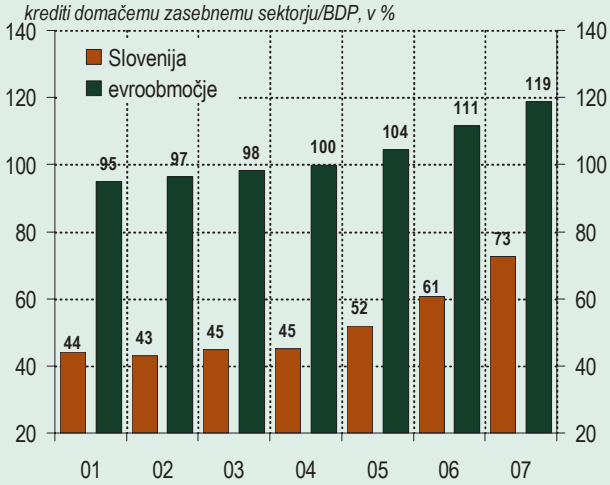


Vir: Banka Slovenije

[14] Domači zasebni sektor vključuje nefinančne družbe, gospodinjstva in nedenarne finančne institucije. Podatki so iz tabele 1.2 v Biltenu BS.

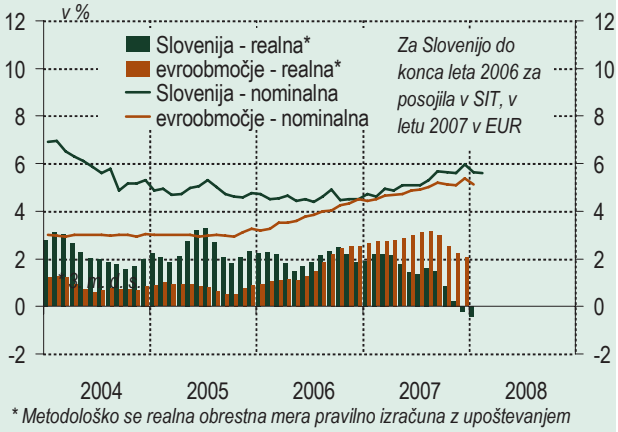
[15] V evroobmočju je rast kreditiranja nefinančnih družb najvišja v zadnjih 25 letih in znaša nekaj pod 15% medletno. ECB relativno močno kreditiranje nefinančnih družb v evroobmočju pripisuje hitri gospodarski rasti in pričakovanju vse bolj zaostrenih pogojev financiranja (ECB, Monthly Bulletin, November 2007; ECB, Monthly Bulletin, February 2008).

Slika 5.2: Finančno poglabljanje



Vir: ECB, Banka Slovenije

Slika 5.3: Obrestne mere za posojila nad 1 mio EUR za nefinančne družbe



** Metodološko se realna obrestna mera pravilno izračuna z upoštevanjem pričakovane inflacije. Zaradi nerazpoložljivosti kazalnikov pričakovane inflacije smo realno obrestno mero izračunali z upoštevanjem tekoče inflacije. 3. m.d.s.*
Vir: ECB, Banka Slovenije

procesu poglabljanja finančnega posredništva. Kot je razvidno s slike 5.2, je ta proces postal očitnejši predvsem od leta 2004 naprej. Globina finančnega posredništva, merjena z deležem kreditov zasebnemu sektorju glede na BDP, se v zadnjih letih v Sloveniji povečuje po stopnji okoli 10% BDP na leto in že presega 70% BDP. Razlika med tako merjeno globino finančnega poglabljanja med evroobmočjem in Slovenijo se je s tem zmanjšala z okoli 55% BDP v letu 2004 na okoli 45% BDP v letu 2007.

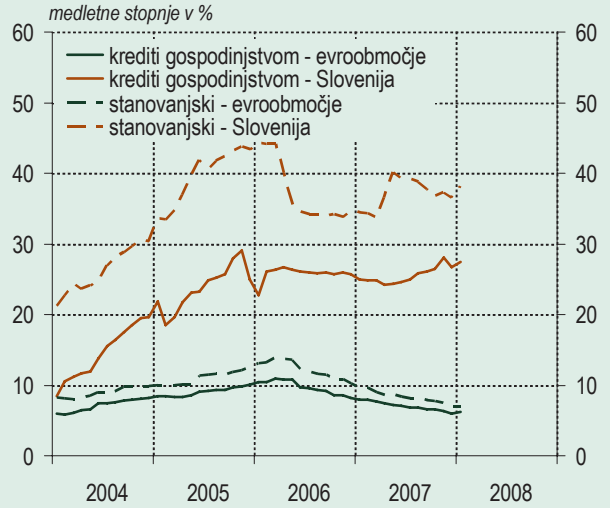
Realni pogoji financiranja za nefinančne družbe so kljub postopnemu višanju nominalnih obrestnih mer od konca leta 2006 naprej še vedno ugodni. Kot je razvidno s slike 5.3, so se nominalne posojilne obrestne mere za nefinančne družbe po nizkih ravneh v letih 2004 in 2005 pod vplivom zaostrovanja denarne politike ECB začele v evroobmočju povečevati ob koncu leta 2005. Od konca leta 2006 sta gibanje in raven nominalnih obrestnih mer za posojila za nefinančne družbe v Sloveniji primerljivi s tistimi v evroobmočju, kar kaže precejšnjo stopnjo integracije finančnega sistema Slovenije z evroobmočjem. Realne obrestne mere so bile v Sloveniji do sredine leta 2006 nad tistimi v evroobmočju. V tem obdobju je bil končan proces konvergence obrestnih mer monetarnim pogojem evroobmočja. Po vstopu v evroobmočje so realne obrestne mere kljub zviševanju obrestnih mer ECB upadle. Na to je vplivala inflacija, ki je bila v Sloveniji višja od tiste v evroobmočju. Realni pogoji financiranja za nefinančne družbe so torej v Sloveniji dejansko ugodnejši kot v evroobmočju.

Pričakovano nadaljevanje umirjanja gospodarske aktivnosti in investicij nakazuje postopno zmanjševanje medletne stopnje rasti kreditov nefinančnim družbam. Projekcije gospodarskih gibanj kažejo postopno umirjanje gospodarske rasti na okoli 4%, prav tako naj bi se nadaljevalo tudi umirjanje investicij. Zato je mogoče pričakovati postopno zmanjševanje medletnih stopenj rasti kreditiranja nefinančnih družb s sedanje ravni prek 30% na pod 20% do konca obdobja projekcij. Tako bi se postopoma umaknila komponenta rasti kreditov, ki je vezana na gospodarski cikel. Še naprej pa bo rast kreditov presegala rast kreditov v evroobmočju zaradi procesa realne konvergence, kar se med drugim kaže v finančnem poglabljanju.

Nekaj večje kreditiranje gospodinjstev je predvsem posledica močnega stanovanjskega kreditiranja[16]. Iz strukture kreditiranja gospodinjstev je razvidno, da se je

[16] V evroobmočju se kreditiranje gospodinjstev od sredine leta 2006 umirja. ECB postopno zmanjševanje kreditiranja gospodinjstev v evroobmočju pripisuje predvsem umirjanju cen nepremičnin in postopnemu povečevanju posojilnih obrestnih mer (ECB, Monthly Bulletin, February 2008).

Slika 5.4: Struktura kreditiranja gospodinjstev



Vir: ECB, Banka Slovenije.

rast stanovanjskih kreditov gospodinjstvom do konca leta 2005 povečevala, od takrat pa se postopoma znižuje, a še vedno dosega medletno rast skoraj 40%. Rast stanovanjskih kreditov vseskozi bistveno presega skupno rast kreditov gospodinjstvom, pri čemer je treba upoštevati, da je visoka rast stanovanjskega kreditiranja tudi posledica relativno nizke osnove. Delež stanovanjskih kreditov v vseh kreditih gospodinjstvom se je tako povečal s približno četrtine na začetku leta 2005 na več kot 40% na začetku leta 2008. Medletna rast potrošniških kreditov se od sredine leta 2007 povečuje in se je do začetka leta 2008 povečala z okoli 15% medletno na prek 20% medletno. To je sicer skladno z gibanjem domače zasebne potrošnje, ki se je povečala z 2,2% v prvem na 4,0% v drugem polletju 2007.

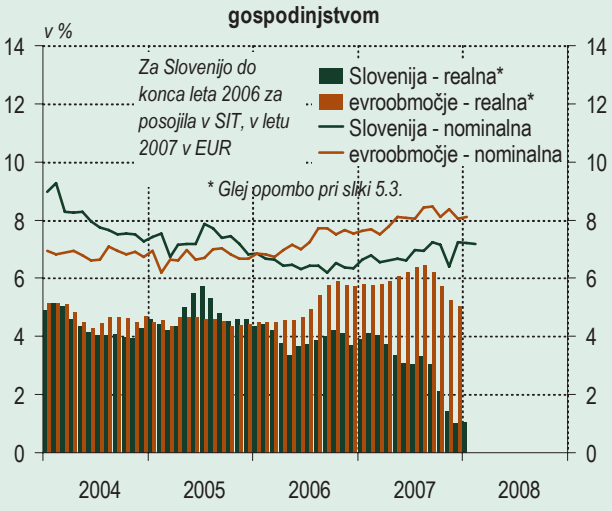
Del povečanega stanovanjskega kreditiranja je tudi posledica povečevanja cen nepremičnin. Cene nepremičnin se v zadnjih dveh letih povečujejo po okoli 15% na leto (vir: SLONEP), kot kažejo zadnji razpoložljivi podatki pa se rast cen nepremičnin od drugega polletja 2007 naprej umirja.

Pogoji financiranja potrošnje gospodinjstev so v Sloveniji od sredine leta 2006 ugodnejši kot v evroobmočju. S slike 5.5 je razvidno, da so od začetka leta 2006 nominalne, še bolj pa realne obrestne mere za potrošniška posojila v Sloveniji nižje kot v evroobmočju. Nizke realne obrestne mere predvsem v drugem polletju 2007 so verjetno eden od razlogov za ponovno postopno povečevanje potrošniških kreditov. Nominalne obrestne mere za stanovanjska posojila so v Sloveniji še vedno bistveno višje kot v evroobmočju.

Pri zadolževanju gospodinjstev je zaradi pričakovane zmernejše rasti realnega dohodka in nadaljevanja umirjanja stanovanjskega kreditiranja pričakovati postopno zmanjševanje rasti kreditiranja. Z nadaljevanjem trenda zmanjševanja rasti cen nepremičnin in deloma s tem povezanim zmanjševanjem stanovanjskih kreditov se pričakuje, da se bo trend umirjanja stanovanjskih kreditov nadaljeval kljub še vedno ugodnim pogojem financiranja. Ob zmanjšanju realne rasti zasebne potrošnje od prek 4% v drugem polletju 2007 na okoli 3% v obdobju projekcij naj bi se kreditiranje gospodinjstev postopoma umirjalo.

Realne obrestne mere za vloge gospodinjstev se v Sloveniji v zadnjih dveh letih postopoma znižujejo. Deloma je to posledica konvergence nominalnih obrestnih mer, v zadnjem obdobju pa realni del obrestnih mer zmanjšujeta povišanje inflacije in inflacijska pričakovanja. Gibanje nominalnih obrestnih mer za vloge gospodinjstev od konca leta 2006 kaže visoko sto-

Slika 5.5: Obrestne mere za potrošniška posojila gospodinjstvom



Vir: ECB, Banka Slovenije

Okvir 5.1: Možnosti in učinkovitost ukrepov za zmanjšanje kreditne aktivnosti bank

Povečana kreditna aktivnost v Sloveniji v zadnjih nekaj letih je povezana predvsem s procesom finančnega poglabljanja in hitro gospodarsko rastjo. Konvergenca obrestnih mer pred vstopom v evroobmočje je delovala na te procese precej nevtralno. Realne obrestne mere se do vstopa v evroobmočje niso pomembneje znižale. S podobnimi procesi so se ob vstopu v evroobmočje srečevale tudi druge manj razvite države, kjer je bila predvsem v prvem letu po vstopu v evroobmočje[1] rast kreditov precej visoka. Pri tem je treba opozoriti, da je tudi trenutna kreditna rast v evroobmočju relativno visoka in presega 10%.

Močno kreditiranje lahko prinaša makroekonomska in/ali mikroekonomska tveganja. Na makroekonomski ravni močno kreditiranje spodbuja gospodarsko rast predvsem prek investicij in zasebne potrošnje. To v pogojih prevelike gospodarske rasti glede na potencialno rast povzroča inflacijske pritiske in/ali zunanje neravnotežje. S takimi učinki se trenutno srečuje tudi Slovenija, pri čemer je treba poudariti, da sta k naraščanju inflacije in zunanjega neravnotežja pomembno prispevala tudi visoka rast cen hrane in energentov na svetovnih trgih ter posledično poslabšani pogoji menjave. Posledici višje inflacije in zunanjega neravnotežja sta lahko predvsem izguba konkurenčnosti in naraščanje zunanjega dolga, kar lahko dolgoročno povzroči zmanjšanje gospodarske aktivnosti in večje brezposelnosti. Na mikroekonomski ravni lahko prevelika kreditna aktivnost ogroža likvidnost in solventnost posameznih bank ter varnost njihovega poslovanja. Pri tem je treba poudariti, da so nevarnosti, ki izhajajo iz makroekonomskih in mikroekonomskih dejavnikov visokega kreditiranja, večinoma tudi povezane.

Slovenija je z vstopom v Evrosistem izgubila možnost omejevanja kreditne aktivnosti prek klasičnih instrumentov denarne politike, tj. obrestne mere. Pogoji in instrumenti financiranja bank prek centralne banke oziroma ECB so za banke v Sloveniji enaki kot za banke v celotnem evroobmočju, torej je tudi obrestna mera centralne banke kot klasični instrument delovanja denarne politike v Sloveniji enaka kot v preostalih državah evroobmočja. Obrestna mera ECB je prilagojena razmeram v evroobmočju kot celoti in ne razmeram v posameznih državah evroobmočja. Realni pogoji financiranja bank pri ECB so ob nekaj višji inflaciji v Sloveniji in nekaterih predvsem manj razvitih članicah evroobmočja ugodnejši kot v razvitejših državah evroobmočja, kar med drugim odraža procese realne konvergence. Ti procesi so makroekonomsko vzdržni, dokler se izražajo v okviru maastrichtskih kriterijev. Odstopanja od teh kriterijev pa zahtevajo reakcijo ekonomske politike, ker sicer povzročajo poglabljanje makroekonomskih ravnotežij.

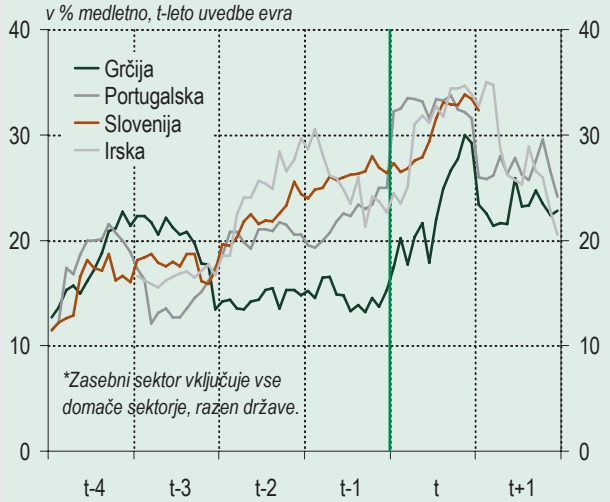
Omejevanje kreditne aktivnosti bank prek bonitetnih in drugih instrumentov je namenjeno ohranjanju finančne stabilnosti in ne ohranjanju makroekonomske stabilnosti. V pogojih prostega pretoka kapitala bi morebitni posegi v ponudbo kreditov zaradi zmanjšanja kreditnih tveganj sicer zmanjšali domače bančno kreditiranje, a bi se domači nefinančni sektor ob odsotnosti enakih ukrepov v drugih okoljih zadolževal pri finančnih posrednikih oziroma v tujini. S tem bi agregatno povpraševanje in posledično tudi inflacija ter zunanje neravnotežje ostali nespremenjeni. Z omenjenimi instrumenti[2] se torej zagotavljajo finančna stabilnost, likvidnost in solventnost bank ter njihovo varno poslovanje. Poleg tega je v evropski ureditvi vse manj prostora za nacionalne posebnosti pri urejanju tveganj v bančnem oziroma finančnem posredništvu. Dodatno naj bi na zmanjšanje kreditne aktivnosti vplivala potreba po dodatnem kapitalu zaradi implementacije določil nove bančne direktive. Banka Slovenije je decembra 2007 s pismom banke opozorila na pomen in dolžnost ustreznega informiranja posojilojemalcev o tveganjih, ki se jim izpostavljajo predvsem pri najemanju posojil v tujih valutah, hkrati pa izrazila pričakovanje, da bodo banke posojila v tujih valutah začele odobravati konzervativneje. Poleg tega je povečala uteži potrebnega kapitala za banke, ki so izpostavljene s posojili do gospodarskih družb, ustanovljenih za prevzem ciljnih gospodarskih družb, in priporočila bankam, da povečajo rezerve iz dobička.

---

[1] Za več o tem glej Poročilo o cenovni stabilnosti, oktober 2007, str. 46, okvir 5.1: Povečana kreditna aktivnost ob vstopu v evroobmočje.

[2] Zelo znan primer uporabe različnih klasičnih instrumentov denarne politike in bonitetnih in administrativnih instrumentov za omejevanje kreditne rasti je v zadnjih letih Hrvaška. S temi instrumenti je sicer hrvaška centralna banka omejila kreditno rast, a se je skokovito povečalo zadolževanje v tujini, predvsem pri tujih bankah, ki imajo podružnice na Hrvaškem. To je še en dokaz, da taki ukrepi sicer izboljšujejo finančno stabilnost, a v pogojih prostega pretoka kapitala ne morejo zagotavljati makroekonomske stabilnosti.

Slika : Rast kreditov zasebnemu sektorju in uvedba evra*

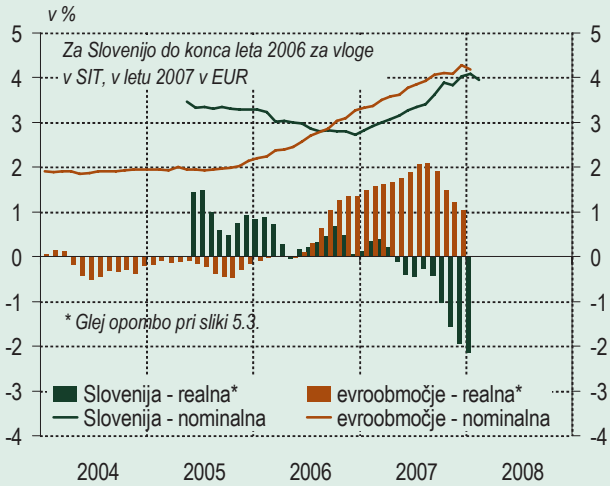


Vir: IFS

Omejitve dinamiki kreditne aktivnost bank vse bolj postavlja trg. Zaradi dolgotrajne negotovosti na finančnih trgih v svetu se dražijo tuji viri za domače banke. Njihova cena se je v zadnjem obdobju povečala za okoli 40 baznih točk. Težje postaja pridobivanje kapitala, ki omogoča vzvod za dinamično kreditiranje. Zaradi izgub, ki so posledica finančnih nemirov v svetu, se razpoložljivi viri usmerjajo v dokapitalizacijo mnogo močnejših igralcev na trgu, kot so domače banke. Nekateri znaki umirjanja kreditne aktivnosti so bili ob koncu leta 2007 in na začetku leta 2008 že vidni (glej sliko 5.1).

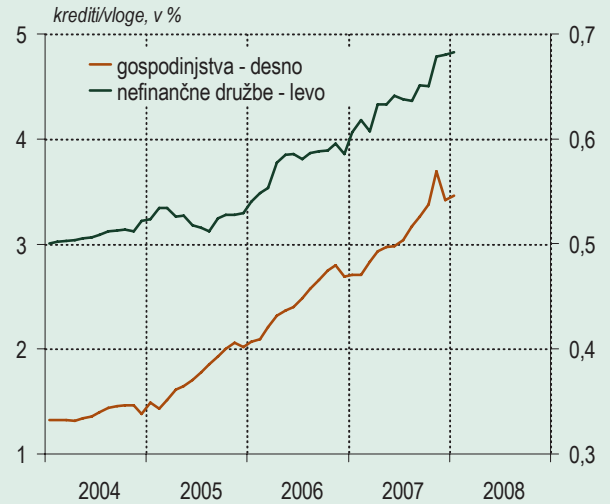
pnjo integracije z evroobmočjem, pri čemer so nominalne, še bolj pa realne obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta v Sloveniji nižje kot v evroobmočju in so bile med letom 2007 celo negativne. Zniževanje realnih obrestnih mer v Sloveniji za vloge gospodinjstev povzroča zaradi manjše donosnosti vse manjšo rast vlog in selitev v druge oblike naložb, tj. predvsem v vzajemne sklade, nepremičnine in v tujino. S tem se po eni strani zaradi selitve iz bančnih vlog v bolj tvegane naložbe povečuje ranljivost gospodinjstev na morebitna nihanja na finančnih trgih, po drugi strani pa deluje spodbudno na domačo potrošnjo in je s tem lahko vir inflacijskih pritiskov. Banke manjšo rast vlog nadomeščajo predvsem z večjim zadolževanjem v tujini. S težjim in dražjim dostopom do virov financiranja v tujini, predvsem zaradi povečane nemirnosti na finančnih trgih, se lahko pričakuje postopno približevanje nominalnih depozitnih obrestnih mer v Sloveniji tistim v evroobmočju.

Slika 5.6: Obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta



Vir: ECB, Banka Slovenije

Slika 5.7: Neto zadolženost pri bankah



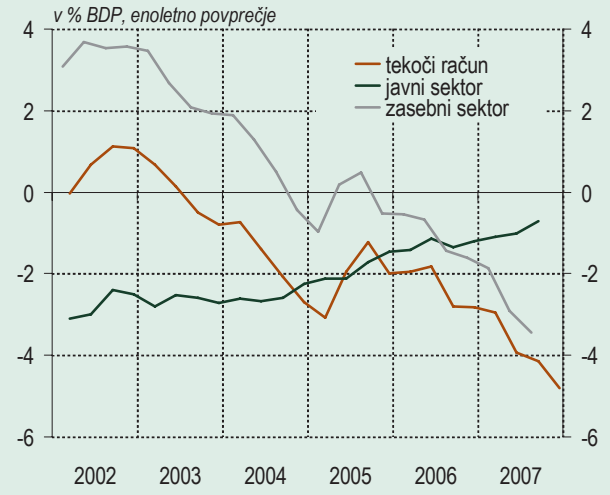
Vir: ECB, Banka Slovenije

Neto zadolženost nefinančnih družb in gospodinjstev pri bankah se povečuje, trajnejše obdobje nizkih realnih obrestnih mer pa na ta proces deluje pospeševalno. Neto zadolženost nefinančnih družb in gospodinjstev, definirana kot razmerje med stanjem kreditov in vlog posameznega sektorja, se je začela opazneje povečevati v letu 2005. Do takrat je to razmerje znašalo pri nefinančnih družbah nekaj nad 3, pri gospodinjstvih pa nekaj nad 0,35. Do začetka leta 2008 se je to razmerje povečalo na prek 4,5 za nefinančne družbe in na okoli 0,55 za gospodinjstva.

Finančni tokovi s tujino in zunanji dolg

Varčevalno-investicijska vrzel zasebnega sektorja se od sredine leta 2006 naprej pospešeno povečuje. Ker ni zadostnega neto varčevanja domačih sektorjev, primanjkljaj domačega varčevanja nadomeščajo finančna sredstva iz tujine. Narodnogospodarsko varčevanje se postopoma povečuje in je znašalo v letu 2005 25,3% BDP, v letu 2006, 25,6% BDP in v letu 2007 26,6% BDP. Še hitreje pa se povečujejo bruto investicije, ki so znašale v letu 2005 27,3% BDP, v letu 2006 28,4% BDP, v letu 2007 pa že 31,3% BDP. Zato se je varčevalno-investicijska vrzel oziroma razlika med domačim varčevanjem in investiranjem povečala z 2% BDP v letu 2005 na 4,8 % BDP v letu 2007. Kot je razvidno s slike 5.8 je varčevalno-investicijska vrzel javnega sektorja v zadnjem letu na ravni pod 1% BDP. Varčevalno-investicijska vrzel zasebnega sektorja se postopoma povečuje od začetka leta 2003, po začasnem obratu pa nepretrgoma že od sredine leta 2005 naprej. Ob koncu leta 2007 je varčevalno-investicijska vrzel zasebnega sektorja že skoraj dosegla 5% BDP.

Slika 5.8: Varčevalno investicijska vrzel*



Vir: Banka Slovenije, SURS, lastni izračuni

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

Banke ob pomanjkanju domačih virov s pospešenim zadolževanjem v tujini financirajo povečano kreditno povpraševanje domačega zasebnega sektorja. Tok posojil iz tujine v banke in tok vlog nerezidentov je v letu 2006 znašal 2,4 mrd EUR, v letu 2007 pa 4,5 mrd EUR, medtem ko je tok kreditov domačim sektorjem znašal v letu 2006 4,2 mrd EUR, v letu 2007 pa 6,8 mrd EUR. To pomeni, da so banke v letu 2006 nekaj več kot polovico, v letu 2007 pa že okoli dve tretjini toka kreditov domačemu zasebnemu sektorju financirale z zadolževanjem v tujini. Ta delež je v drugem polletju 2007 celo presegel 90%.

Povečevanje varčevalno-investicijske vrzeli se kaže v povečevanju neto finančnega pritoka plačilne bilance. Ta se je povečal z 1,0 mrd EUR v letu 2006 na 1,7 mrd EUR v letu 2007, od tega je le v zadnjem četrtletju lani znašal 0,8 mrd EUR.[17] Pri tem se je najbolj povečal neto finančni pritok v zasebni sektor.

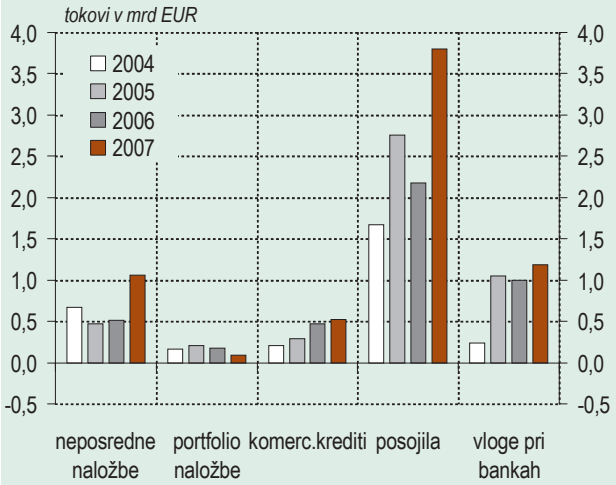
[17] Izkazovanje povečanega finančnega pritoka v Banko Slovenije in odtoka portfeljskih naložb zasebnega sektorja je računovodska posledica izplačila blagajniških zapisov Banke Slovenije do konca aprila 2007. Na podlagi teh izplačil je prišlo do odtoka portfeljskih naložb in vlaganja teh sredstev domačih bank v tuje vrednostne papirje. Za podrobnejšo razlago tega procesa glej Poročilo o cenovni stabilnosti, oktober 2007, str. 48, Okvir: Prilagoditve nekaterih kategorij plačilne bilance ob uvedbi evra.
http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=284

V letu 2007 so se še naprej povečevali finančni odtoki, še bolj pa finančni pritoki zasebnega sektorja. Vpetost Slovenije v mednarodne finančne tokove se je z uvedbo evra in posledično odpravo tečajnega tveganja ter zmanjšanimi tveganji financiranja v tujini še povečala. Finančni pritoki zasebnega sektorja so v letu 2006 presegli 15% BDP in so bili približno enaki finančnim odtokom zasebnega sektorja. V letu 2007 so se finančni pritoki v zasebni sektor povečali na prek 20% BDP, medtem ko so finančni odtoki zasebnega sektorja ostali nekaj nad ravnijo 15% BDP. Predvsem finančni pritoki v zasebni sektor so se med letom 2007 povečevali in so v zadnjem četrtletju znašali kar 40% celoletnega toka, pri čemer se je najbolj povečalo zadolževanje bank v tujini.

Med finančnimi pritoki zasebnega sektorja prevladujejo zlasti posojila iz tujine v banke in vloge nerezidentov pri bankah. Od celotnega finančnega pritoka v zasebni sektor v letu 2007 v znesku 6,8 mrd EUR so kar 3,4 mrd EUR predstavljala posojila iz tujine v banke in 1,2 mrd EUR vloge nerezidentov pri bankah. Glede na predhodno leto so se posojila iz tujine v banke povečala za skoraj dvakrat. Kljub negotovostim na finančnih trgih in s tem povezanimi višjimi stroški zadolževanja v tujini so se finančni pritoki prek posojil iz tujine in vlog nerezidentov proti koncu leta celo okrepili (glej okvir 5.2). V zadnjem četrtletju lani so namreč posojila iz tujine znašala prek tretjine celoletnega toka, vloge nerezidentov pa prek polovice celoletnega toka.

Med preostalimi finančnimi pritoki zasebnega sektorja se neposredne naložbe iz tujine postopoma povečujejo, bistveno pa se je zmanjšalo zadolževanje podjetij v tujini. Neposredne naložbe iz tujine so se tako povečale z 0,5 mrd EUR v letu 2006 na 1,1 mrd EUR v letu 2007. Zadolževanje podjetij v tujini se je zmanjšalo z 0,7 mrd EUR na 0,5 mrd EUR, kar je v glavnem posledica nadomeščanja tujih z domačimi viri financiranja. Delež zadolževanja podjetij v tujini v skupnem zadolževanju se je zmanjšal s skoraj petine v letu 2006 na manj kot desetino v letu 2007. Pritoki portfeljskih naložb so tudi v letu 2007 ostali zanemarljivi.

Slika 5.9: Finančni pritoki iz tujine



Vir: Banka Slovenije

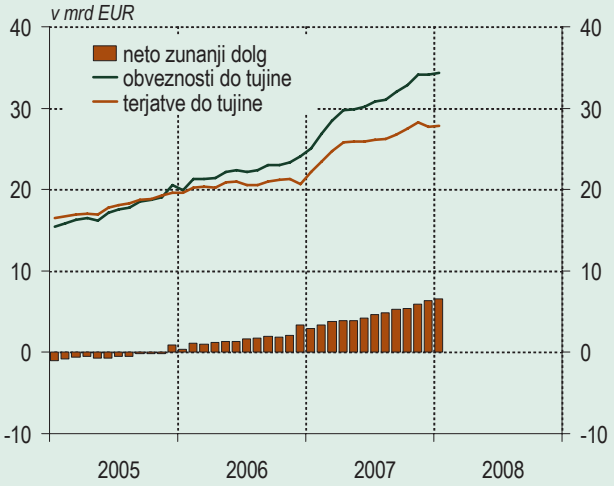
Med finančnimi odtoki so se v letu 2007 najbolj povečala posojila in vloge v tujini. Financiranje tujine prek posojil je v letu 2007 znašalo 1,8 mrd EUR, kar je skoraj trikrat več kot v predhodnem letu, prevladovalo pa je bančno kreditiranje tujine. Vloge bank v tujini so se v letu 2007 povečale za 0,9 mrd EUR, medtem ko v letu 2006 teh odtokov skoraj ni bilo. Portfeljske naložbe, ki so v prvem polletju 2007 znašale kar 3,5 mrd EUR in so bile posledica izplačila blagajniških zapisov Banke Slovenije, so se po pričakovanjih umirile in so tudi zaradi zniževanja donosnosti in povečevanja nestabilnosti na trgih v tujini v drugem polletju znašale le 0,2 mrd EUR. Neposredne naložbe v tujino so znašale 1,1 mrd EUR in so bile enake kot neposredne naložbe tujcev v Slovenijo.

V skladu s preteklimi in tekočimi trendi se bo povečevanje finančnih pritokov iz tujine in finančnih odtokov v tujino nadaljevalo tudi v prihodnje, zato se bodo povečevali bruto zunanji dolg in terjatve do tujine. Pritoki posojil iz tujine naj bi se še naprej postopoma povečevali in s tem poleg domačih posojil financirali sicer nekaj počasnejšo gospodarsko rast. Pričakuje se tudi nadaljevanje trenda povečanih neposrednih naložb, kar pa je večinoma odvisno tudi od realizacije vladnih načrtov prodaje državnega premoženja. Na strani odtokov naj bi se posojila in neposredne naložbe še naprej povečevale

s trenutno dinamiko. Pritoki in odtoki prek portfeljskih naložb naj bi ostali še naprej zanemarljivi. Bruto zunanji dolg Slovenije se je tako povečal s 24,0 mrd EUR ob koncu leta 2006 na 34,1 mrd EUR ob koncu leta 2007, v istem obdobju pa so se terjatve Slovenije do tujine povečale z 20,7 mrd EUR na 27,7 mrd EUR.

Zaradi prevladujočega neto financiranje iz tujine prek dolžniških instrumentov se povečuje tudi neto zunanji dolg, kar dodatno poslabšuje tekoči račun plačilne bilance. Neto zunanji dolg se je v letu 2005 povečal za 1,8 mrd EUR, v letu 2006 za 2,4 mrd EUR, v letu 2007 pa že za 3,1 mrd EUR. Neto zunanji dolg je ob koncu leta 2007 že znašal 6,4 mrd EUR. Od tega je neto dolg državnega sektorja predstavljal okoli 40% celotnega neto zunanjega dolga. Z naraščanjem neto zunanjega dolga se povečuje tudi breme financiranja, ki dodatno poslabšuje tekoči račun plačilne bilance. Neto odhodki od kapitala so se povečali z 0,5 mrd EUR v letu 2006 na 0,8 mrd EUR v letu 2007, kar predstavlja prek 2% BDP. Zaradi relativno visokega primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance v obdobju projekcij in njegovega nadaljnjega financiranja prek dolžniških instrumentov je mogoče pričakovati, da se bo sedanji trend povečevanja neto zunanjega dolga nadaljeval, stroški njegovega financiranja pa so odvisni tudi od negotove predpostavke glede gibanja obrestnih mer v prihodnje.

Slika 5.10: Zunanji dolg



Vir: Banka Slovenije

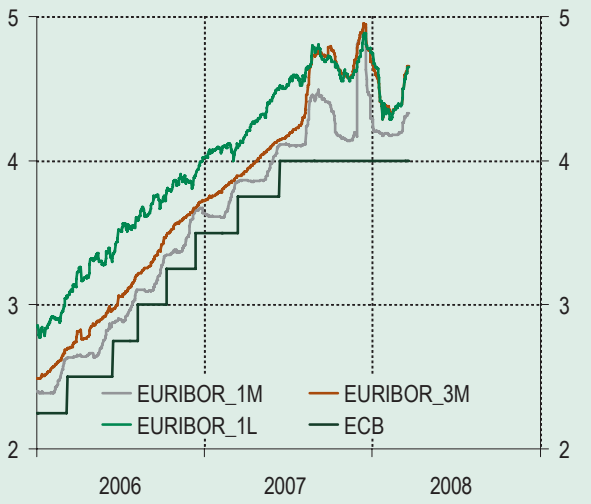
Okvir 5.2: Vpliv nestanovitnosti na finančnih trgih na gospodarska in finančna gibanja

Nestanovitnosti na finančnih trgih, ki so posledica krize na trgih hipotekarnih kreditov v ZDA po polletju 2007, za zdaj niso bistveno vplivale na gospodarska gibanja v evroobmočju. So pa bistveno povečale negotovosti glede prihodnjih gospodarskih in finančnih gibanj. Ker nestanovitnosti na finančnih trgih še niso končane in so v ZDA že prerasle v finančno krizo, dokončna ocena njihovega vpliva na gospodarska gibanja še nekaj časa ne bo mogoča. Gospodarska aktivnost je bila v letu 2007 visoka, čeprav se je med letom umirjala, stopnja brezposelnosti pa se je ob koncu leta zmanjšala na najnižjo raven v zadnjih 25 letih. Dogajanje na finančnih trgih je poleg drugih dejavnikov (na primer umirjanje na trgu nepremičnin) vplivalo na zmanjševanje kazalnikov zaupanja potrošnikov in podjetij od sredine leta 2007 naprej. Podobno kot v celotnem evroobmočju tudi v Sloveniji nestanovitnosti na finančnih trgih doslej še niso bistveno vplivale na gospodarska gibanja.

Kljub povečanju negotovosti so gibanja glavnih denarnih in kreditnih agregatov evroobmočja v zadnjem obdobju ostala nespremenjena. Povečanje negotovosti na finančnih trgih za zdaj ni povzročilo prehajanja iz manj varnih naložb v bančne vloge, saj se od sredine leta naprej rast denarnega agregata M3 ni bistveno spremenila. Morebitno povečanje transakcij zaradi prestrukturiranja portfeljev bi se lahko odrazilo v naraščanju denarnega agregata M1 (vključuje v glavnem transakcijski denar), a se je njegova rast zaradi povečevanja obrestnih mer ECB do sredine leta 2007 celo upočasnjevala. Zmanjšanje cen vrednostnih papirjev in splošna negotovost bi lahko vplivala na zmanjšanje kreditiranja, a je rast kreditov zasebnemu sektorju med letom ostala nespremenjena na ravni nekaj nad 10%. Umirjanje kreditiranja gospodinjstev ni povezano s finančnimi nemirnostmi, saj se je začelo že v sredini leta 2006 in je predvsem posledica umirjanja na trgih nepremičnin in postopnega višanja obrestnih mer ECB do sredine leta 2007.

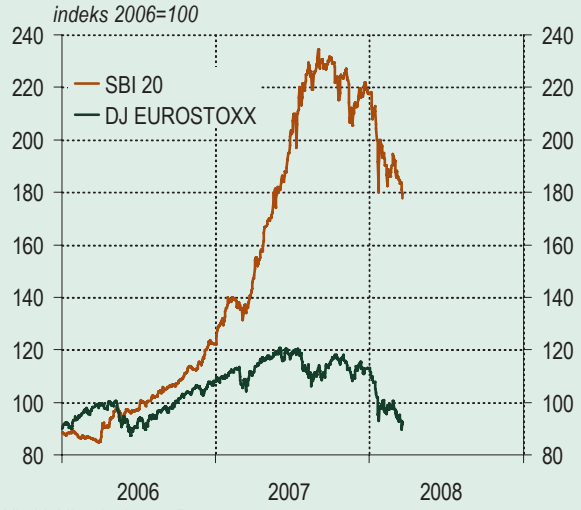
Posledice finančnih nemirnosti se v evroobmočju kažejo v povečanju pribitkov za tveganje ter s tem obrestnih mer na

Slika: Obrestne mere na denarnem trgu in obrestna mera ECB



Vir: ECB

Slika: Borzni indeksi v Sloveniji in evroobmočju



Vir: Ljubljanska borza, Reuters

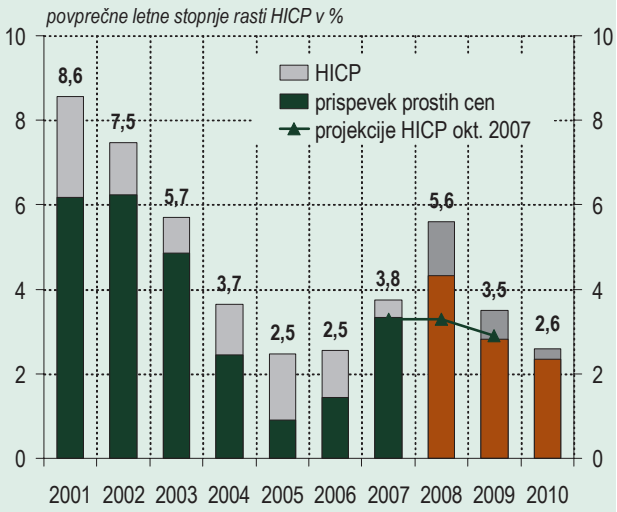
denarnem trgu, padanju cen vrednostnih papirjev in v strukturi monetarnih in kreditnih agregatov. Evrske medbančne obrestne mere so do sredine leta naraščale skladno z obrestno mero refinanciranja ECB. Na začetku finančnih nemirnosti so skokovito poskočile, hkrati pa se je bistveno povečalo njihovo nihanje v naslednjih mesecih, kar kaže splošno negotovost in pomanjkanje zaupanja. Kljub temu se povečanje medbančnih obrestnih mer ni preneslo na povečanje posojilnih obrestnih mer. Na kapitalskih trgih so cene vrednostnih papirjev v evroobmočju takoj po začetku nemirnosti padle za okoli 10%, od takrat se je bistveno povečalo tudi njihovo nihanje. Rast kreditiranja nedenarnih finančnih institucij, kar izvajajo banke, se je v evroobmočju v drugem polletju 2007 povečalo za okoli 10 odstotnih točk na medletno rast skoraj 25%, kar je predvsem posledica prestrukturiranja financiranja nekaterih finančnih institucij iz financiranja prek izdaje vrednostnih papirjev v financiranje prek zadolževanja pri bankah. Do določenih premikov prihaja tudi v nekaterih postavkah širokega denarnega agregata predvsem v prestrukturiranju obveznosti iz točk/delnic skladov denarnega trga v izdane dolžniške vrednostne papirje. Taki premiki kažejo, da so nemirnosti na finančnih trgih kljub trenutno ugodni agregatni sliki delno vplivale na denarni sektor.

Tudi v Sloveniji doslej ni mogoče zaznati bistvenega vpliva nemirnosti na finančnih trgih na glavne denarne in kreditne agregate, so pa poleg preostalih dejavnikov vplivale na padanje cen na kapitalskih trgih. Rast vlog v Sloveniji se je sicer v sredini leta povečala, a je bila bolj posledica hitrega naraščanja kreditiranja in gospodarske aktivnosti kot pa pretresov na finančnih trgih. Kljub težji dostopnosti in višji ceni virov iz tujine se je zadolževanje bank v tujini po finančnih pretresih celo povečalo. Povečevale so se tudi vloge nerezidentov pri bankah, ki vključujejo predvsem vloge bank mater iz tujine v bankah v Sloveniji. Visoko in dražje zadolževanje bank v tujini in/ali morebitno njihovo preusmerjanje na manj razvite trge pri financiranju lahko prinaša nekatera tveganja za bančni sistem, na primer zmanjšanje dobičkonosnosti in povečanje valutnega tveganja. Podobno kot v evroobmočju so se od avgusta naprej tudi v Sloveniji cene vrednostnih papirjev zmanjševale, kar je posledica finančnih nemirnosti in visokih rasti cen vrednostnih papirjev v preteklosti, negotovosti glede prodaj državnega deleža v Telekomu Slovenije in zbiranja sredstev za sodelovanje v privatizaciji NKBM.

6 Projekcije gibanja cen in tveganja

Zaradi nastalih inflacijskih gibanj in močno poslabšanih in hkrati negotovih predpostavk je projekcija inflacije bistveno popravljena navzgor. Inflacija naj bi se v območje cenovne stabilnosti vrnila šele proti koncu obdobja projekcij. Projekcije kažejo, naj bi bila povprečna letna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), v letu 2008 višja od lanskoletne za 1,8 odstotne točke in naj bi znašala 5,6%. To pomeni popravek inflacije navzgor za 2,3 odstotne točke v letu 2008 in 0,6 odstotne točke v letu 2009. Nove predpostavke, ki so podlaga za novo oceno, kažejo delno realizacijo nekaterih tveganj, na katera je BS opozorila v predhodnem Poročilu o cenovni stabilnosti, vezanih na visoko gospodarsko aktivnost, naraščanje stroškov dela in povišanje cen nafte. Hkrati je bil povišanje cen

Slika 6.1: Projekcije inflacije



Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije

Tabela 6.1 Inflacija

						Projekcije					
						2008		2009		2010	
	2003	2004	2005	2006	2007	**apr.**	Δ	**apr.**	Δ	**apr.**	Δ
	povprečne letne stopnje rasti v %										
Cene življenjskih potrebščin (HICP)	5,7	3,7	2,5	2,5	3,8	**5,6**	2,3	**3,5**	0,6	**2,6**	…
hrana	6,1	1,3	0,2	2,7	7,1	**9,6**	4,2	**5,5**	…	…	…
energenti	3,4	7,0	11,9	8,5	3,4	**8,1**	6,3	**2,8**	…	…	…
drugo blago	4,8	1,8	-0,3	-0,9	0,3	**1,5**	1,0	**1,5**	…	…	…
storitve	7,1	5,8	3,3	3,5	4,9	**5,4**	0,5	**4,2**	…	…	…
Kazalniki osnovne inflacije (HICP)											
brez cen energentov	6,0	3,2	1,2	1,7	3,8	**5,2**	…	**3,6**	…	**2,0**	…
brez cen ener. in nepred. hrane	6,3	3,7	1,3	1,5	3,4	**5,3**	…	**3,7**	…	…	…
brez cen ener., hrane, alko. in tob.	6,0	3,9	1,5	1,3	2,7	**3,6**	…	**3,0**	…	…	…
Proste cene	5,9	3,0	1,2	1,9	4,1	**5,5**	2,0	**3,6**	0,3	**3,0**	…
Nadzorovane cene	4,4	6,1	7,4	4,8	2,1	**5,9**	3,5	**3,2**	2,2	**0,9**	…

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

predelane hrane ob koncu leta nepričakovano visoko, vsi ti dejavniki pa ob počasnem in nezadostnem odzivanju makroekonomskih politik oddaljujejo horizont ponovne vzpostavitve cenovne stabilnosti. Predpostavke predvidevajo, da bodo ti dejavniki inflacije v obdobju projekcij postali zmernejši. Če ne bo dodatnih zunanjih ali domačih šokov, bi se lahko inflacija v prihodnjih dveh letih ponovno vrnila na dolgoročno bolj vzdržne ravni. V letu 2009 naj bi znašala 3,5%, leta 2010 pa 2,6%.

Postopno zniževanje inflacije naj bi omogočili pričakovana zmernejša gospodarska aktivnost in vzdržna rast stroškov dela. Visoka gospodarska aktivnost in rast agregatnega povpraševanja pospešujeta osnovno inflacijo in rast prostih cen. Za znižanje inflacije v prihodnje bo zato ključno, da postane gospodarska aktivnost skladnejša z rastjo ponudbenega potenciala oziroma, kot kažejo projekcije, nekoliko počasnejša. Skladno s projekcijami naj bi se tudi rast prostih cen po letošnjem dvigu na 5,5% v prihodnjih dveh letih postopno znižala na raven okoli 3%. Inflacijske pritiske naj bi dodatno omejevalo tudi postopno zniževanje rasti stroškov dela na enoto proizvoda kljub prehodnemu povišanju njihove rasti na okoli 4% v letošnjem letu. Čeprav ta stopnja rasti presega raven skladno s cenovno stabilnostjo, pa kljub temu to pomeni le delno prilagoditev nastalim inflacijskim gibanjem, kar kaže primerjava gibanja realnih stroškov dela in produktivnosti oziroma zaostajanje nominalnih stroškov dela na enoto proizvoda za gibanjem inflacije. Kljub temu bi lahko vztrajanje tako visoke rasti stroškov dela v prihodnje predstavljalo dodaten inflacijski pritisk, kot kažejo scenariji v poglavju o tveganjih, in oteževalo doseganje cenovne stabilnosti. Ocene inflacije v osnovnem scenariju temeljijo na izhodišču, da ostanejo socialni partnerji odgovorni in ohranijo rast plač ter preostalih prejemkov v vzdržnih okvirih, skladnih z rastjo produktivnosti.

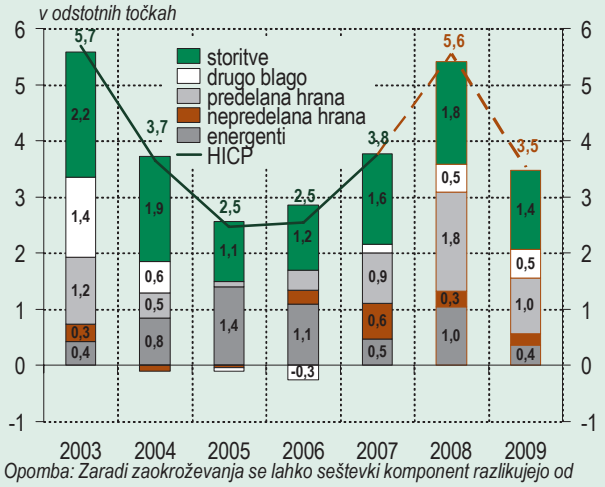
Skladno z gibanji v domačem makroekonomskem okolju naj bi se postopoma začela umirjati tudi osnovna inflacija. Kazalniki osnovne inflacije kažejo, naj bi se ta v prihodnjih letih ponovno znižala na raven, ki omogoča vzdržno doseganje cenovne stabilnosti, med 2,5% in 3%, in odraža tudi vzdržne procese realne konvergence. HICP brez cen energentov, hrane, alkohola in tobaka naj bi se sicer letos še zvišal in dosegel v povprečju leta rast okoli 3,6%, vendar naj bi se že v prihodnjem letu ob ohlajanju gospodarstva njegova rast ponovno znižala. Če ne bo ponovnih šokov pri cenah hrane, naj bi se tudi rast preostalih dveh indeksov, po letošnjem dvigu na okrog 5,5%, ob koncu prihodnjega leta znižala pod 3,5%.

Tabela 6.2 Predpostavljeni neposredni učinki na inflacijo kot posledica vladnih ukrepov v letu 2008 in 2009

Ukrep	pričakovana sprememba	pričakovani učinek na HICP (v o.t.)
Načrtovane spremembe pri nadzorovanih cenah v letu 2008:		
– sprememba cen nekaterih učbenikov	dvig cen za v povp. 2.8%	0,007
– sprememba cen vozovnic železniškega potniškega prometa	dvig cen za 3.5%	0,007
– načrtovani dvig prispevka za obvezne rezerve pri naftnih derivatih	dvig prispevka za 10%	0,000
– spremembe omrežnine in dodatkov k omrežnini za prenos električne energije	dvig končne cene električne energije za 1,4%	0,032
Skupni učinek na inflacijo v letu 2008		**0,046**
Načrtovane spremembe pri nadzorovanih cenah v letu 2009:		
– sprememba cen nekaterih učbenikov	dvig cen za v povp. 2.6%	0,007
– sprememba cen vozovnic železniškega potniškega prometa	dvig cen za 2.8%	0,007
– načrtovani dvig prispevka za obvezne rezerve pri naftnih derivatih	dvig prispevka za 10%	0,000
Skupni učinek na inflacijo v letu 2009		**0,014**

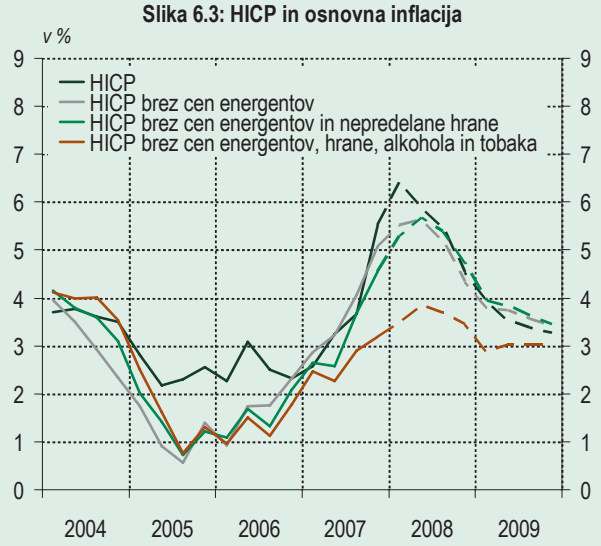
Vir: Načrt uravnavanja reguliranih cen za leti 2008 in 2009

Slika 6.2: Prispevki komponent k inflaciji



Opomba: Zaradi zaokroževanja se lahko seštevki komponent razlikujejo od agregatnih vrednosti.
Vir: SURS, prerojekcije Banka Slovenije

Slika 6.3: HICP in osnovna inflacija



Vir: Eurostat, projekcije Banka Slovenije

Predpostavljena gibanja v mednarodnem okolju v obdobju projekcij naj ne bi povzročala dodatnih inflacijskih pritiskov. Cene nafte naj bi se stabilizirale na ravni okrog 100 USD za sod. Postopno naj bi se začela umirjati tudi rast cen preostalih primarnih surovin, predvsem cen nepredelane hrane. Inflacija v evroobmočju naj bi se skladno s prenosi lanskih šokov letos zvišala, v prihodnjih dveh letih pa naj bi sledila ponovna umiritev na ravni nekaj nad 2%. Malenkost pod to raven naj bi se v obdobju projekcij znižala rast cen industrijskih proizvodov v Nemčiji, potem ko je bila v zadnjih letih občutno višja. Vplivi na inflacijo iz zunanjega okolja naj bi bili omejevalni tudi zaradi upočasnjenega tujega povpraševanja.

V primerjavi s predhodnimi projekcijami so ocene inflacije popravljene navzgor v vseh censkih agregatih. Popravek ocene za letošnje leto je v pretežni meri posledica realizacije inflacijskih gibanj, ki odstopajo navzgor predvsem zaradi lanskoletnih šokov pri cenah hrane v zadnjem četrtletju leta, ter podcenjene predpostavke glede pričakovane rasti cen energentov. Ocena rasti cen hrane je tako popravljena navzgor za 4,2 odstotne točke na 9,6% v povprečju letošnjega leta. Za 6,3 odstotne točke je višja tudi ocena rasti cen energentov, ki naj bi v povprečju leta znašala okrog 8,1%. Čeprav naj bi se gospodarski cikel letos obrnil, rast gospodarske aktivnosti pa naj bi bila počasnejša od predhodno pričakovane, so projekcije rasti cen preostalega blaga glede na predhodne popravljene navzgor za 1 odstotno točko. Višja projicirana medletna rast je pretežno posledica višje ravni teh cen z začetka letošnjega leta, medtem ko so tekoče stopnje rasti posledica pričakovanega umirjanja gospodarske aktivnosti. Za pol odstotne točke, na 5,4%, je navzgor popravljena tudi rast cen storitev. Višja rast za letos je predvsem posledica močnejše tekoče rasti teh cen iz lanskega leta, ki so bile večinoma pod vplivom domačega makroekonomskega okolja. To je bilo še posebno opazno ob koncu leta, ko se zaradi visoke tekoče rasti teh cen medletna stopnja inflacije ni znižala, čeprav so v smeri zniževanja delovali učinki visoke osnove iz obdobja okoli uvedbe evra.

Kljub rasti cen preostalega blaga, ki naj bi bila po pričakovanjih višja od povprečja evroobmočja, naj ta ne bi poslabšala konkurenčnosti gospodarstva. V preteklih letih je bila namreč rast cen preostalega industrijskega blaga v Sloveniji bistveno počasnejša od tiste v evroobmočju in je bilo zato rahlo preseganje dolgoročnega povprečja pričakovano, še posebno v luči prilagajanja relativnih cen ob menjavi valute. Vendar pa dinamika, ki ta proces spremlja, presega pričakovanja in je pretežno tudi posledica visoke aktivnosti domačega gospodarstva.

Kljub temu naj bi se ob pričakovanem umirjanju gospodarske aktivnosti v letošnjem in v prihodnjih letih pritisk na rast cen preostalega industrijskega blaga iz zadnjega obdobja, ki je bil zmeren, še zmanjšal. V tej censki skupini gre večinoma za proizvode menjalnega sektorja, ki so praviloma pod vplivom konkurence iz tujine. Zato ob zmernejših gospodarskih gibanjih, ki jih kažejo projekcije, pri tem censkem agregatu ni pričakovati večjih odstopanj navzgor v prihodnjem obdobju.

Po relativno hitri rasti nadzorovanih cen letos naj bi se ta v prihodnjih dveh letih ponovno upočasnila pod rast prostih cen. Hitrejša rast nadzorovanih cen bo letos verjetno predvsem posledica vpliva močne rasti cen energentov s konca lanskega in začetka letošnjega leta. Projekcija rasti cen energentov je skladna s predpostavkama o gibanju cen nafte na svetovnih trgih in tečajem ameriškega dolarja do evra, ki se v obdobju projekcij ne spreminjata bistveno glede na izhodiščne ravni. Tekoča rast cen energentov ostaja zato v obdobju projekcij nizka in posledično znižuje medletno rast cen energentov in nadzorovanih cen. Za rast preostalih nadzorovanih cen se predpostavlja, da bo ta skladna z rastjo prostih cen, kot predvideva Načrt uravnavanja reguliranih cen za leti 2008 in 2009.[18] Po tem načrtu naj bi bilo neposrednih učinkov sprememb cen, ki so pod nadzorom vlade, na inflacijo letos bistveno manj kot v preteklih letih. Za letos se pričakuje vpliv v višini okrog 0,05 odstotne točke, za prihodnje leto pa le še petino letošnjega. Prav tako je bila večina potrebnih prilagajanj in usklajevanj trošarin z evropskimi direktivami že izvedena. Tako bo letos učinek lanskoletnega dviga trošarin na tobačne izdelke medletno inflacijo znižal za 0,3 odstotne točke.

Tveganja

Projekcije inflacije in gospodarskih gibanj so izpostavljene negotovostim, ki so neobičajno visoke. Negotovosti prevladujejo pri zunanjih dejavnikih, in sicer glede razsežnosti nestanovitnosti na svetovnih finančnih trgih in posledičnega povečanja splošne negotovosti glede globalne aktivnosti ter cen surovin na svetovnih trgih. Te negotovosti so se glede na predhodne projekcije še okrepile. Gibanja cen surovin, predvsem nedavna povišanja hrane, nakazujejo, da gre morda za bolj strukturne dejavnike na strani svetovnega povpraševanja, ki običajno trajneje vplivajo na gibanje cen. Tudi na področju domačih dejavnikov obstaja precej negotovosti, med njimi pa še naprej prevladujejo negotovosti, povezane z gibanjem plač. Dogovori glede oblikovanja plač v zasebnem sektorju so zaradi nesoglasij zastali, hkrati pa so se povečala tveganja za nastanek drugotnih učinkov oziroma prenosa trenutno višje inflacije v rast plač. Poleg tega predstavljajo v letošnjem letu precejšnjo negotovost tudi projekcije gibanja investicij, ki so lani rasle izredno hitro, ob koncu leta pa se je že nakazoval obrat k zmanjševanju njihove rasti. Na zmanjšano rast investicij bodo namreč letos po pričakovanjih vplivali manj ugodna gospodarska rast v tujini, otežen dostop do virov financiranja ter krčenje podjetniških dobičkov, čeprav je predvideno nadaljevanje visokih investicij v infrastrukturo in realno nizke obrestne mere, ki bi lahko spodbujale investicije.

Zaradi negotovosti, ki so povezane z uresničitvijo predpostavk, so poleg osnovnega scenarija ocenjeni tudi alternativni scenariji projekcij in simulacije, ki kažejo mogoča odstopanja od osnovnega scenarija. Predpostavke iz mednarodnega okolja in predpostavke glede delovanja fiskalne ter dohodkovne politike so upoštevane v osnovnem scenariju projekcij. Alternativni scenariji projekcij temeljijo na spremenjenih predpostavkah, predvsem glede gibanja tistih spremenljivk, ki so najbolj izpostavljene tveganjem. S primerjavo scenarijev je mogoče oceniti vpliv odstopanja predpostavk na projekcije (tabela 6.3).

Tveganja za gospodarsko rast so se obrnila navzdol, medtem ko ostajajo tveganja za inflacijo usmerjena navzgor. V razmerah neobičajno visoke negotovosti je taka kombinacija tveganj prisotna, čeprav je bila napoved gospodarske rasti popravljena nekoliko navzdol, za infla-

[18] Vir: Načrt uravnavanja reguliranih cen za leti 2008 in 2009: [http://193.2.236.95/dato3.nsf/OC/080103210540A/$file/152v1_11.doc]

cijo pa navzgor, saj se je uresničila večina zunanjih tveganj iz oktobrskega Poročila o cenovni stabilnosti. Tveganja upočasnjevanja gospodarske rasti izhajajo predvsem iz mednarodnega okolja, pri čemer bo ključno, kako se bo vpliv finančnih nemirov in upočasnjene gospodarske rasti v ZDA prenesel na povpraševanje trgovinskih partneric Slovenije ter kako bodo cene surovin in pogoji financiranja vplivali na agregatno povpraševanje doma in v tujini. Navzdol usmerjena tveganja glede gibanja gospodarske rasti naj bi delovala v nasprotni smeri kot tveganje, da bo rast plač višja od pričakovane, in znižanje realnih obrestnih mer (kot posledica višje inflacije) močneje, kar bi spodbudno učinkovalo na domače trošenje in investicije. Ključna tveganja za inflacijo so obrnjena navzgor. Tveganja izhajajo iz zunanjih in domačih dejavnikov, in sicer da bo povišanje cen surovin močnejše od predvidenega in da bo rast plač nad pričakovano, kar bi pospešilo inflacijo v srednjeročnem obdobju. Na drugi strani navzdol usmerjena tveganja glede gibanja inflacije v glavnem izhajajo iz šibkejše gospodarske rasti, kot je bila pričakovana v svetu in doma.

Negotovosti na svetovnih finančnih trgih ter upočasnjevanje gospodarske aktivnosti v mednarodnem okolju predstavljajo osrednje navzdol usmerjeno tveganje za gospodarsko rast. Če bo upočasnjevanje globalne aktivnosti dobilo večje razsežnosti, bi to lahko zmanjšalo izvoz in domače povpraševanje glede na osnovni scenarij projekcij. Osnovni scenarij predpostavlja, da bos-

Tabela 6.3 Modelske simulacije nekaterih makroekonomskih šokov

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

Simulacija	BDP			Inflacija		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Projekcije - osnovni scenarij	4,2	3,9	4,1	5,6	3,5	2,6
Odzivnost projekcij na šoke:						
a) Tuje okolje						
1. Nafta	4,2	3,8	4,0	6,0	3,8	2,7
2. Primarne surovine	4,2	3,9	4,1	5,9	3,7	2,7
3. Tuje povpraševanje	4,0	3,6	4,0	5,5	3,3	2,6
b) Domače okolje						
4. Plače	4,3	4,1	4,2	5,8	3,9	3,1
5. Trošenje gospodinjstev	4,5	4,3	4,5	5,8	3,8	3,0
6. Trošenje države	4,4	4,1	4,3	5,7	3,7	2,8
7. Nadzorovane cene	4,3	3,8	4,1	5,8	3,8	3,0

Opombe: Medletna rast v %. Simulacije so bile opravljene z modelom, ki ga Banka Slovenije uporablja pri napovedih. Pri posameznih simulacijah (1,2,3,6) so spremenjene eksogene spremenljivke, pri drugih simulacijah (4,5,7) pa so vrednostim spremenljivkam iz osnovnega scenarija dodane spremembe, ki definirajo samo simulacijo. Vse druge predpostavke v izvedenih simulacijah so enake tistim iz osnovnega scenarija. Obdobje trajnih šokov je od prvega četrtletja 2008 do zadnjega četrtletja 2010.
Vir: SURS, Banka Slovenije; preračuni Banka Slovenije

ta nestabilnost na finančnih trgih in nižja gospodarska rast v ZDA imela relativno omejen vpliv na povpraševanje preostalih trgovinskih partneric; kljub nekoliko upočasnjeni rasti tujega povpraševanja v 2008 osnovni scenarij predpostavlja, da bo umiritev razmer na svetovnih finančnih in surovinskih trgih pozneje ponovno spodbudila povpraševanje trgovinskih partneric. Glede na modelske ocene elastičnosti makroekonomskih dejavnikov na rast tujega povpraševanja, prikazane v tabeli 6.3, je mogoče ovrednotiti učinke upočasnitve tujega povpraševanje na slovensko gospodarstvo. Če bi prišlo v letu 2008 do zmanjšanega tujega povpraševanja v obsegu, ki bi bil podoben tistemu iz leta 2001 – v tem letu se je rast tujega povpraševanja zmanjšala za okoli 5 odstotnih točk – bi se v letu 2009 rast gospodarske aktivnosti po ocenah znižala za okoli 1,5 odstotne točke, inflacija pa za približno eno odstotno točko.

Zaostrovanje pogojev financiranja za domača podjetja in gospodinjstva ali celo pojav omejene razpoložljivosti kreditov bi lahko še bolj upočasnili gospodarsko rast. Osnovni scenarij predpostavlja rahlo znižanje kratkoročnih obrestnih mer v skladu s tržnimi pričakovanji. Vendar obstaja tveganje, da se stroški financiranja za domača podjetja in gospodinjstva povišajo, predvsem v primeru nadaljevanja finančnih nemirov na svetovnih trgih in posledičnega zviševanja rizičnih premij ali dvigovanja ključnih obrestnih mer kot odgovora na trajnejšo višjo inflacijo. Hkrati bi lahko prišlo do bolj bistvenega zmanjšanja obsega kreditiranja od predvidenega ali celo do količinskega omejevanja kreditov. Zaostreni pogoji financiranja bi zmanjšali potrošnjo ter hkrati omejili investiranje. Vendar pa bi po drugi strani višja inflacija kot v evroobmočju lahko spodbudila nadaljevanje zadolževanja ter potrošnjo gospodinjstev, saj bi znižala realne stroške zadolževanja, hkrati pa zmanjšala donosnost varčevanja.

Nadaljnje povišanje cen nafte in drugih primarnih surovin, predvsem hrane, predstavlja največje tveganje za rast inflacije med zunanjimi dejavniki. Zaradi hitre rasti cen primarnih surovin osnovni scenarij upošteva občutno višje cene surovin kot v predhodnih projekcijah. Cene nafte in nekaterih drugih primarnih surovin, predvsem hrane, so se na svetovnih trgih močno povečale, kar je učinkovalo tudi na cene hrane in nafte v Sloveniji. To potrjuje tveganja iz predhodnega Poročila o cenovni stabilnosti glede inflacijskih dejavnikov iz mednarodnega okolja, hkrati pa so se ta tveganja še povečala. Na to vpliva poleg šokov na ponudbeni strani predvsem povečanje svetovnega povpraševanja, ki je deloma strukturne narave (rast dohodka in posledično spremenjenih prehranskih navad prebivalstva v razvijajočih se ekonomijah ter proizvodnja biogoriv), deloma pa so tveganja podkrepljena tudi s špekulativnimi razlogi. Poleg cen na svetovnih trgih vpliva na domače cene uvoženih surovin tudi gibanje tečajev valut. V zadnjem času je apreciacija evra pripomogla k zniževanju inflacijskih pritiskov, ki izvirajo iz rasti cen surovin na svetovnih trgih, na trgih evroobmočja. Čeprav to možnost trenutno nakazuje izredno majhno število kazalnikov, bi se lahko pri obratu trenutnih tečajnih gibanj v prihodnje inflacijski pritiski še dodatno povečali.

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

Med domačimi dejavniki predstavlja rast plač največje tveganje za inflacijo v obdobju projekcij. To tveganje se je glede na oktobrsko Poročilo o cenovni stabilnosti povečalo, saj so se zahteve sindikatov povečale, dogovori o plačah pa so zaradi nesoglasij v marcu zastali. Hkrati so se povišali tekoča inflacija in kazalniki inflacijskih pri-

čakovanj ter zaznane inflacije, ki imajo pri oblikovanju plačnih zahtev običajno velik vpliv. V trenutnih razmerah visoke izkoriščenosti kapacitet in zaostrenih razmer na trgu dela so se zato povečala tveganja nastanka drugotnih učinkov oziroma prenosa visoke rasti cen v rast plač. t Tveganja za višjo rast plač so se povečala tudi zaradi nedavno doseženega dogovora o rasti plač v javnem sektorju in mogočega demonstracijskega učinka. Višja rast plač od tiste v osnovnem scenariju bi lahko povišala inflacijo, saj po eni strani povečuje stroške podjetij, po drugi pa povečuje pritiske na strani povpraševanja. Prav v razmerah visoke gospodarske rasti je verjetneje, da podjetja povišanje plač prenesejo v povišanje cen in s tem ohranijo (ali celo povečajo) svoj pribitek na cene (dobiček). Še zlasti to velja za sektorje, ki so manj izpostavljeni konkurenci, kot so na primer storitvene dejavnosti. Ker prav te dejavnosti običajno izkazujejo manjšo stopnjo produktivnosti, ki bi lahko absorbirala višje stroške v obliki plač, je tveganje nastanka inflacijskih pritiskov zaradi rasti plač v teh dejavnostih še večje.

Tveganja, ki jih prinaša negotovost glede gibanja plač v prihodnje, so predpostavljena v alternativnem scenariju polne indeksacije plač na rast cen, ki bi po ocenah povzročila spiralno dinamiko cen in stroškov dela. Scenarij je predstavljen v tabeli 6.4. Alternativni scenarij predpostavlja, da se bo rast plač zasebnega sektorja v celotnem obdobju projekcij popolnoma uskladila z rastjo produkta na zaposlenega in z rastjo cen, zato bi bila rast plač v obdobju od 2008 do 2010 med 1 in 1,5 odstotno točko višja od tiste v osnovnem scenariju in bi znašala med 7 in 8,5%. V primeru uresničitve takega scenarija bi se inflacija v obdobju projekcij precej povečala nad projekcijo inflacije v osnovnem scenariju in bi lahko znašala 5% namesto 3,5% v osnovnem scenariju v letu 2009 ter okoli 4,5% namesto 2,6% v letu 2010. Hkrati bi se zaradi realnega povečanja razpoložljivega dohodka in agregatnega povpraševanja nekoliko in samo prehodno zvišala gospodarska aktivnost. Scenarij kaže nevarnost nastanka plačno-inflacijske spirale, če se v rast plač začnejo vgrajevati enkratni censki pritiski ponudbene narave, kot sta rast cen energentov in hrane – ti ne povišujejo produktivnosti dela – in tisti del inflacije, ki je vezan na ciklično pospešeno gospodarsko aktivnost. Osnovni scenarij sicer predvideva, da se plačna politika v zasebnem sektorju ne bo bistveno spremenila glede na obdobje zadnjih nekaj let, ko so stroški dela rasli dokaj zmerno. Če bi prišlo do odstopanj od take politike, bo večja tudi verjetnost odstopanja od doseganja cenovne stabilnosti.

Tabela 6.4 Alternativni scenarij projekcij: višja rast nominalnih plač

	Scenarij polne indeksacije			Odstopanja od osnovnega scenarija		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
	medletne stopnje rasti v %			v odstotnih točkah		
Bruto plače (nominalno)	**8,6**	**8,4**	**7,1**	1,2	1,4	1,5
Cene življenjskih potrebščin (HICP)	**5,7**	**5,0**	**4,4**	0,1	1,5	1,8
Realni BDP	**4,2**	**4,0**	**4,2**	0,0	0,1	0,1
Domače povpraševanje	**4,4**	**3,9**	**3,9**	0,2	0,4	0,2
Izvoz blaga in storitev	**9,5**	**8,1**	**8,3**	0,0	-0,1	0,0
Uvoz blaga in storitev	**9,4**	**7,9**	**8,0**	0,1	0,2	0,2

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

Okvir 6.1: Primerjava napovedi za leti 2008 in 2009 z napovedmi drugih institucij

Napovedi za Slovenijo izdelujejo domače in mednarodne institucije. 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 glede gibanja eksogenih spremenljivk iz mednarodnega okolja in delovanja ekonomskih politik.

Napovedi gospodarske aktivnosti za leto 2008 so v primerjavi s predhodnim krogom napovedi tokrat praviloma popravljene navzdol. Kljub temu so institucije še vedno enotne v mnenju, da bo dosežena rast presegala 4%. Za leto 2009 večina institucij napoveduje dodatno umirjanje gospodarske aktivnosti. Bistveno povečanje napovedanega primanjkljaja tekočega računa je za leto 2008 značilno predvsem za projekcije institucij, ki so napovedi pripravile že v letošnjem letu. Med institucijami prevladuje mnenje, da bo primanjkljaj tekočega računa leta 2009 nekoliko manjši v primerjavi z letošnjim.

Pri napovedih inflacije so v tokratni primerjavi značilni večji popravki napovedi za letošnje leto, saj so vse institucije zvišale napovedi inflacije v primerjavi s prejšnjim krogom vsaj za eno odstotno točko. Kljub temu se napovedi razlikujejo bolj kot v preteklih krogih, letošnje ocene pa nakazujejo, da bo inflacija v letu 2008 blizu ravni 5%. Za leto 2009 vse institucije ocenjujejo, da bo prišlo do znižanja inflacije v primerjavi z letošnjo.

Tabela: Primerjava napovedi za Slovenijo in razlike s predhodnimi napovedmi

	Objava nove/prejšnje napovedi	BDP letna rast v %				Inflacija povprečje leta v %				Tekoči račun delež v BDP v %			
		2008		2009		2008		2009		2008		2009	
		nova	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ
Banka Slovenije	apr 08 / okt 07	**4,2**	-0,2	**3,9**	0,0	**5,6**	2,3	**3,5**	0,6	**-6,1**	-3,1	**-5,5**	-3,3
EIPF	mar 08 / sep 07	**4,5**	-0,5	**4,5**	…	**5,1**	2,8	**2,2**	…	**-4,7**	-5,8	**-3,0**	…
UMAR	apr 08 / sep 07	**4,4**	-0,2	**4,1**	0,0	**5,2**	1,8	**3,2**	0,4	**-4,6**	-1,5	**-2,8**	-0,8
Consensus Forecasts	mar 08 / sep 07	**4,7**	0,0	**4,4**	…	**4,5**	1,8	**3,3**	…	**-3,0**	-2,2	**-2,6**	…
Evropska komisija	nov 07 / maj 07	**4,6**	0,6	**4,0**	…	**3,7**	1,0	**2,9**	…	**-2,6**	-0,3	**-1,8**	…

Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, oktober 2007.
Vir: Banka Slovenije, EIPF, UMAR, Consensus Economic Forecasts, Evropska komisija; preračuni Banka Slovenije

Vodenje ekonomskih politik

Pogodba o Evropski skupnosti opredeljuje enotni trg in ekonomsko in denarno unijo kot orodji, s katerima Evropska Skupnost uresničuje svoje ekonomske in socialne cilje, usmerjene v skladen razvoj celotne skupnosti. Med temi cilji je tudi spodbujanje vzdržne in neinflacijske gospodarske rasti. Slovenija kot država članica EU je v skladu s pogodbo o Evropski skupnosti dolžna svoje ekonomske politike naravnati tako, da prispevajo k uresničevanju ciljev Skupnosti. Pozitivno konvergenčno poročilo, objavljeno v letu 2006, je potrdilo, da Slovenija ustrezno izpolnjuje to svojo obveznost. To je omogočilo prevzem evra v letu 2007. Konvergenčno poročilo je pri tem posebej poudarilo pomembnost trajne vzdržnosti dosežene ekonomske konvergence, ki je skladna s cilji Skupnosti. Maastrichtski kriteriji zato ostajajo trajen spremljevalec in orientacija ekonomskih politik v Sloveniji. Postavljeni so tako, da zahtevajo aktivno dopolnjevanje denarne politike Skupnosti z ekonomskimi politikami v nacionalni pristojnosti. Dovoljena odstopanja od opredeljenih povprečij rasti cen treh najboljših držav članic Evropske Unije zrcalijo za izvajanje skupne denarne politike še sprejemljive razlike, ki so v posameznih državah članicah lahko rezultat asinhronosti gospodarskih ciklov ali različnih stopenj razvoja. Obvladovanje teh razlik je prepuščeno ekonomskim politikam v nacionalni pristojnosti. Oddaljevanje od maastrichtskega inflacijskega

kriterija zato pomeni močan znak za reakcijo teh politik na dogajanja.

Fiskalna politika ima s svojo srednjeročno naravnanostjo ključno vlogo pri omejevanju inflacijskih pritiskov, ki jih povzroča agregatno povpraševanje. S tem prispeva k vzdrževanju srednjeročnih inflacijskih pričakovanj na ravni cenovne stabilnosti. Zrahljana notranja makroekonomska stabilnost in negotovo zunanje okolje prinašata nove izzive fiskalni politiki. Primanjkljaj domačega varčevanja in odliv faktorskih dohodkov kot posledica naraščanja čezmejnega dolga zahtevata uravnoteženje takih tveganj. Obrestna mera, s katero bi bilo mogoče spodbuditi domače varčevanje, ni več v nacionalni pristojnosti. Odvisni smo od potez ECB in tržnih reakcij bank doma in v tujini nanje. Amortiziranje naraščanja varčevalno-investicijske vrzeli, ki v danih razmerah nastaja z dejavnostjo zasebnega sektorja in se kaže v visokem deficitu tekočega dela plačilne bilance, zato spada v domeno fiskalne politike. V praksi pomeni ustvarjanje presežkov, ki zagotavljajo potrebno dodatno domače varčevanje. V pogojih, ko pričakujemo upad gospodarske rasti, to ni lahka naloga. Najmanj kar je smiselno pričakovati, je omejitev možnosti prelivanja inflacijskega dela javnofinančnih prihodkov, ki izvira iz povečane rasti cen, v tekoče javnofinančne odhodke. Zato bi bilo treba pri usmeritvah javnofinančne politike oblikovati kriterij neinflacijske rasti odhodkov, povezan z maastrichtskim kriterijem cenovne stabilnosti.

Strukturne politike so pomembne za doseganje vzdržne gospodarske rasti v srednjeročnem in dolgoročnem obdobju, skladne z ohranjanjem cenovne stabilnosti. Strukturne politike zajemajo predvsem ukrepe za povečanje prožnosti trga dela, izboljšanje konkurenčnosti trgov proizvodov in storitev ter reforme socialnih programov. V denarni uniji nosi trg dela kratkoročno največje breme prilagajanja v gospodarstvu v času neugodnih razmer, zato je prožnost trga dela ključna. Pomembno je, da na trgu dela ne pride do neskladij, ki bi lahko vodila do neupravičeno visokih plačnih zahtev. Tveganja za inflacijo, ki jih prinaša visoka rast plač, povečuje tudi indeksacija nekaterih dohodkov prebivalstva, predvsem pokojnin in socialnih transferjev, ki so vezani na rast plač. Do zdaj sprejeti strukturni ukrepi za povečevanje tržne prožnosti in spodbujanje konkurenčnosti, ki jih izvaja Vlada, so ustrezno naravnani.

Pri oblikovanju plačnih dogovorov je pomembno razlikovati ciklične in dolgoročne elemente v gibanju produktivnosti. Plačno politiko bi morala usmerjati trendna oziroma dolgoročnejša gibanja, za rast produktivnosti, ki izvira iz konjunkturnega cikla, pa je bolje, da bi se odrazila v dogovorih o participaciji delavcev na dobičku. Nedavno sprejeti zakon tako razlikovanje omogoča. Njegovo razumno uresničevanje lahko pomembno prispeva k ohranjanju stroškovne konkurence, pri kateri so na mestu primerjave z najuspešnejšimi v evrosistemu. V zadnjih nekaj letih je gibanje celotnih stroškov dela pomembno prispevalo k doseganju nizkih stopenj inflacije. Dalj časa trajajoče odstopanje inflacijskih gibanj v Sloveniji od gibanj v evroobmočju, obotavljive reakcije politik v nacionalni pristojnosti na ta odstopanja ter posledičen pospešen odmik od maastrichtskega kriterija cenovne stabilnosti je na začetku leta povzročilo inflacijsko pogojeno kompenzacijo v dvigu plač. Ta prilagoditev je povzročila, da se v osnovnem scenariju rast plač umiri šele proti koncu obdobja projekcij. Nekatera razmišljanja sindikatov glede bodoče rasti plač kažejo razumevanje vsebine, pomembne za ohranjanje konkurenčnosti in delovnih mest v negotovem zunanjem okolju. Ta razmišljanja potrebujejo oporo tudi v delovanju razpoložljivih notranjih ekonomskih politik. Pomemben vpliv na preostale dele gospodarstva ima tudi izvajanje plačne politike v javnem sektorju, ki lahko močno demonstracijsko učinkuje na plače v zasebnem sektorju. Zadnji dogovori narekujejo rast plač v javnem sektorju, ki na inflacijo predvsem v letu 2008 ne deluje več omejevalno.[19] Kakšne bodo posledice takega dogovora na plače v zasebnem sektorju bo odvisno predvsem od dogovora socialnih partnerjev.

[19] Sicer je v dogovor o uskladitvah plač v javnem sektorju vključena varovalka, po kateri rast plač v letih 2009 in 2010 ne sme presegati rasti produktivnosti za več kot 0,5 odstotne točke.

Svet Banke Slovenije je sprejel ukrepe za omejevanje nadaljnjega povečevanja posojilne aktivnosti bank. Ob visoki gospodarski rasti in nadaljevanju procesa privatizacije so stopnje rasti posojil nebančnemu sektorju ob koncu leta dosegle skoraj 35%**.** Povpraševanje po kreditih in olajšan dostop do tujih virov po uvedbi evra sta pomembno povečala tuje vire za financiranja posojil pri bankah. Upoštevati pa je treba, da se ponudba posojil za domače ekonomske subjekte oblikuje v evropskem, ne samo v slovenskem gospodarskem prostoru. Nanjo bo v domačem prostoru poleg sprejetih ukrepov vplivalo tudi zaostrovanje pogojev financiranja bank na mednarodnih finančnih trgih. Pomemben dodatni omejitveni dejavnik za nadaljnjo kreditno ekspanzijo bo prestavljala potreba po dodatnem kapitalu bank zaradi implementacije določil nove bančne direktive (Basel II). Z implementacijo nove bančne direktive se v glavnem izenačujejo pogoji poslovanja bank v evroobmočju, ki jih določajo nacionalni bonitetni predpisi.

Politika nadzorovanih cen mora biti usmerjena v obvladovanje stroškov v sektorjih s cenami pod nadzorom, pri tem pa preprečevati nastanek distorzij med relativnimi cenami. Napovedi predpostavljajo, da se bodo nadzorovane cene gibale v skladu z Načrtom o nadzorovanih cenah iz decembra 2007, medtem ko na strani davkov ni predvidenih sprememb. Čeprav je tveganje za odstopanje od te predpostavke relativno majhno, razen cen naftnih derivatov, predstavlja največjo negotovost gibanje cen električne energije po odprtju trga lani. Sam program nadzorovanih cen in omejevanje davčnih učinkov na cene ne moreta predstavljati jedra politik za zagotavljanje cenovne stabilnosti – učinki na inflacijo, ki jih povzročajo take politike, so samo kratkotrajni, lahko pa povzročajo trajnejše distorzije relativnih cen, kar dolgoročneje poslabšuje učinkovitost gospodarstva. Take politike so najpogosteje nevzdržne in sčasoma privedejo do močnih inflacijskih sunkov, ki jih povzročijo nadzorovane cene. Zato je pri nadzorovanih cenah predvsem treba preprečevati, da bi postale inflacijski dejavnik zaradi neučinkovitega delovanja in nezadostnega obvladovanja stroškov v sektorjih, katerih cene so pod nadzorom.

Priloga: Projekcije Banke Slovenije in projekcije Evrosistema

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

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

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

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

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