BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

POROČILO O CENOVNI STABILNOSTI

SEPTEMBER 2009

Izdala:

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

Publikacija temelji na podatkih in informacijah, dostopnih do 3. septembra 2009, razen če je navedeno drugače.

This publication is also available in English.

ISSN 1855-1432

Pregled vsebine

Povzetek 9

1 Tekoče gibanje cen 13

2 Mednarodno okolje in predpostavke projekcij 19

3 Gospodarska gibanja in trg dela 27

4 Zunanje ravnotežje in konkurenčnost 41

5 Pogoji financiranja 49

6 Projekcije gibanja cen in tveganja 57

Pregled slik, tabel in okvirjev

Slike:

Slika 1.1: Maastrichtsko merilo cenovne stabilnosti 13
Slika 1.2: Inflacija 13
Slika 1.3: Osnovna inflacija 14
Slika 1.4: Območje ocenjenih vrednosti proizvodne vrzeli za Slovenijo 14
Slika 1.5: Gibanje posameznih skupin cen 16
Slika 1.6: Gibanje cen hrane 16
Slika 1.7: Gibanje cen storitev 17
Slika 1.8: Gibanje cen industrijskih proizvodov brez energentov 17
Slika 1.9: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu 18
Slika 1.10: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu 18
Slika 2.1: Zaupanje pri podjetjih v tujini in v Sloveniji 21
Slika 2.2: Cene na svetovnih trgih primarnih surovin 22
Slika 2.3: Devizni tečaj EUR/USD in centralnobančni obrestni meri 23
Slika 3.1: Domače povpraševanje in BDP 28
Slika 3.2: Projekcije rasti BDP 28
Slika 3.3: Industrijska proizvodnja 29
Slika 3.4: Prispevki komponent trošenja k rasti BDP 29
Slika 3.5: Prispevki komponent k medletni rasti BDP 30
Slika 3.6: Kazalniki zaupanja 33
Slika 3.7: Trošenje gospodinjstev in razpoložljivi dohodek 33
Slika 3.8: Kazalnik dobička 34
Slika 3.9: Delovno aktivno prebivalstvo in registrirana brezposelnost 35
Slika 3.10: Trg dela 35
Slika 3.11: Prispevki posameznih dejavnosti k rasti zaposlenosti 35
Slika 3.12: Prosta in nezasedena delovna mesta ter realizirane zaposlitve 36
Slika 3.13: Registrirana in harmonizirana stopnja brezposelnosti 37
Slika 3.14: Prispevki k rasti stroškov dela na zaposlenega 39
Slika 3.15: Stroški dela na enoto proizvoda 39
Slika 3.16: Nominalne bruto plače 40
Slika 4.1: Projekcije tekočega računa 41
Slika 4.2: Izvozna naročila 42
Slika 4.3: Pogoji menjave 43
Slika 4.4: Harmonizirana kazalnika nacionalne konkurenčnosti (41 držav in 15 držav evroobmočja) 45
Slika 4.5: Kazalniki konkurenčnosti 46
Slika 4.6: Harmonizirani kazalnik cenovne konkurenčnosti (41 držav in 15 držav evroobmočja) 46
Slika 4.7: Harmonizirani kazalnik konkurenčnosti 47
Slika 5.1: Varčevalno-investicijska vrzel 49
Slika 5.2: Finančne obveznosti do tujine 52
Slika 5.3: Finančne terjatve do tujine 52
Slika 5.4: Zunanji dolg 53
Slika 5.5: Kreditiranje domačega zasebnega sektorja 54
Slika 5.6: Obrestne mere za posojila nad 1 mio EUR za nefinančne družbe 54
Slika 5.7: Struktura kreditiranja gospodinjstev 55
Slika 5.8: Obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta 55
Slika 5.9: Obrestne mere za potrošniška posojila gospodinjstvom 56
Slika 5.10: Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom 56
Slika 6.1: Projekcije inflacije 57
Slika 6.2: Prispevki komponent k inflaciji 58
Slika 6.3: HICP in osnovna inflacija 58

Tabele:

Tabela 1.1: Struktura HICP in kazalniki gibanja cen 15
Tabela 2.1: Predpostavke o dejavnikih iz mednarodnega okolja 19
Tabela 3.1: Aktivnost, zaposlenost in plače 27
Tabela 3.2: BDP in izdatkovne komponente 28
Tabela 3.3: Komponente domačega povpraševanja 29
Tabela 3.4: Stroški dela 38
Tabela 4.1: Tekoči račun plačilne bilance 41
Tabela 6.1: Inflacija 57
Tabela 6.2: Neposredni učinki na inflacijo kot posledica vladnih ukrepov v letu 2009 59

Okviri:

Okvir 2.1: Spreminjanje napovedi o gospodarski aktivnosti v tujini za leti 2009 in 2010 20
Okvir 2.2: Denarna politika: nadaljevanje obstoječih in uvedba novih nestandardnih ukrepov po januarju 2009 24
Okvir 3.1: Ukrepi vlade in vpliv državnih (fiskalnih) ukrepov na projekcije 31
Okvir 5.1: Tveganja in negotovosti na finančnih trgih 50
Okvir 6.1: Srednjeročni javnofinančni cilj in staranje prebivalstva 60
Okvir 6.2: Primerjava napovedi za leti 2009 in 2010 z napovedmi drugih institucij 63

Okrajšave uporabljene v Poročilu o cenovni stabilnosti

AJPES	Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve
BDP	Bruto domači proizvod
BS	Banka Slovenije
CDS	zamenjava kreditnega tveganja (Credit Default Swap)
CPI	indeks cen življenjskih potrebščin
d. s.	drseča sredina
DARS	Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji
EA	evroobmočje
ECB	Evropska centralna banka
EIB	Evropska investicijska banka
EIPF	Ekonomski institut pravne fakultete
EK	Evropska komisija
EMU	Ekonomska in monetarna unija
Eonia	veljavna referenčna obrestna mera transakcij čez noč v evrih
ERM II	mehanizem deviznih tečajev
ESCB	Evropski sistem centralnih bank
ESR95	Evropski sistem računov 1995
EU	Evropska unija
EUR	evro
Euribor	medbančna obrestna mera za evro na evropskem denarnem trgu
Eurostat	Statistični urad Evropskih skupnosti
Fed	Federal Reserve
HICP	harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin
ILO	Mednarodna organizacija za delo
iTraxx Crossover	kazalnik gibanja premije za zamenjavo kreditnega tveganja za podjetja
IMF	Mednarodni denarni sklad
MF	Ministrstvo za finance Republike Slovenije
o. t.	odstotna točka
OECD	Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj
ODR	operacije dolgoročnejšega refinanciranja
OGR	operacije glavnega refinanciranja
OIS	zamenjava obrestne mere preko noči (Overnight Indexed Swap)
OPEC	Organizacija držav izvoznic nafte
PCS	Poročilo o cenovni stabilnosti
RS	Republika Slovenija
SIT	slovenski tolar
SURS	Statistični urad Republike Slovenije
ULC	stroški dela na enoto proizvoda
UMAR	Urad za makroekonomske analize in razvoj Republike Slovenije
USD	ameriški dolar

Povzetek

Močan upad BDP v zadnjem četrtletju lani in v prvem četrtletju letos pomeni za slovensko gospodarstvo recesijo izrednih razsežnosti. Padec gospodarske aktivnosti bo v letu 2009 znašal med 6 in 7 odstotkov, najverjetneje pa se bo odrazil tudi v občutnem prelomu trenda potencialnega proizvoda. Največja tveganja iz marčevske projekcije so se uresničila. Medtem ko je bil v marčevskih projekcijah na podlagi takrat dostopnih ocen predpostavljen padec tujega povpraševanja za okoli 6,5%, se je v prvi polovici leta tuje povpraševanje medletno zmanjšalo za 11,5%. Zato se v tokratnih projekcijah upošteva predpostavka o skoraj 12% padcu tujega povpraševanja. Skladno s tem so močno padle investicije, gibanje katerih je bilo v predhodnih projekcijah ocenjeno kot največje tveganje med komponentami domačega trošenja. Velik del padca bruto investicij je posledica zmanjšanja zalog, ki je bilo s skoraj polovičnim prispevkom k padcu rasti BDP v prvi polovici leta precej večje od predvidenega v predhodnih projekcijah. Tudi velika nihanja makroekonomskih agregatov v zadnjem obdobju predstavljajo pomemben dejavnik tveganja projekcij. Druga polovica leta bi morala po razpoložljivih podatkih prinesti določeno izboljšanje, v prihodnjih dveh letih pa naj bi bila gospodarska rast nizka, med enim in pol in dvema odstotkoma.

Znižanju gospodarske aktivnosti se z zamikom prilagaja tudi trg dela, kjer naj bi se upadanje zaposlenosti umirilo šele v letu 2011. Potrebnih bo več let, da bo znova dosežena predkrizna raven gospodarske aktivnosti, okrevanje pa bo predvsem odvisno od normalizacije razmer v mednarodnem okolju, posebej izvoznega povpraševanja, ki je ključno za ponovno rast slovenskega gospodarstva. Ob gospodarski aktivnosti pod potencialnim proizvodom in pričakovani nizki rasti stroškov dela v prihodnjem obdobju ne pričakujemo izrazitejših cenovnih pritiskov, vendar najnovejša dogajanja opozarjajo na naraščanje tveganj pri rasti plač. Pomembnejša tveganja za rast cen bi lahko nastopila zaradi negotovosti gibanja cen energentov in surovin.

Čeprav so tekoča svetovna gospodarska gibanja spodbudna, vzdržnost okrevanja še ni zagotovljena. Vzdržuje ga državna podpora. Notranja avtonomna gibala rasti so šibka. Na poti do okrevanja gospodarske aktivnosti so možna precejšnja nihanja gospodarskih kazalnikov. Tveganja za prihodnja leta so odvisna od postopnega umika spodbujevalnih ukrepov fiskalne politike in od morebitnega trajnejšega porasta brezposelnosti. Moč domačega okrevanja bo odvisna od rasti tujega povpraševanja, zanj pa je bistvenega pomena ponovna vzpostavitev globalnega ravnotežja in stabilnosti na mednarodnih finančnih trgih. Tveganja glede inflacije so uravnotežena.

* * *

Neugodne gospodarske razmere v domačem in mednarodnem okolju so se odrazile v zniževanju inflacije, tako preko cen surovin kot preko gospodarske aktivnosti in povpraševanja. V zadnjih mesecih je tako stopnja inflacije v Sloveniji ponovno skladna z maastrichtskim merilom cenovne stabilnosti. Zaradi baznih učinkov znižanja cen nafte na svetovnih trgih glede na lansko leto je bila poleti v Sloveniji celo zabeležena negativna rast cen, sicer zgolj prehodno, podobno kot v evroobmočju. Osnovna inflacija, izražena brez prispevka energentov in hrane, se je do jeseni znižala za dobri dve odstotni točki, k temu pa največ prispevajo manjše agregatno povpraševanje in presežne proizvodne kapacitete, ki močno vplivajo na upočasnjevanje rasti stroškov dela. Zaviralno na cene učinkuje tudi apreciacija nominalnega efektivnega tečaja, višje realne obrestne mere in zaostreni pogoji financiranja.

Gospodarsko stanje v mednarodnem okolju se je v zadnjih mesecih izboljšalo in finančni trgi so se od marca deloma stabilizirali pod izdatnim vplivom državnih ukrepov. To daje podlago za obnovo pozitivne rasti v prihodnjih dveh letih. Upad globalnega povpraševanja je poleti prispeval k močnemu medletnemu znižanju cen primarnih surovin in nafte, kar je dodatno umirilo inflacijske pritiske iz tujine in bistveno izboljšalo pogoje menjave slovenskega gospodarstva. Napovedi gospodarske rasti za leto 2009 za naše najpomembnejše zunanjetrgovinske partnerice ostajajo močno negativne. Napovedi Consensusa avgusta kaže-

jo Nemčiji 5,8%, celotnemu evroobmočju pa 4,3% upad BDP. Uresničila so se tudi tveganja poslabševanja razmer v državah Jugovzhodne Evrope in v Rusiji. Omenjeni razlogi vplivajo na znatno znižanje tujega povpraševanja, ki naj bi se letos zmanjšalo za skoraj 12%, tako da bi tekoča dinamika tujega povpraševanja prešla v zmerno rast šele sredi naslednjega leta. Takšna gibanja se skladajo z zadnjimi objavami kazalnikov zaupanja potrošnikov ter gospodarske klime. Močno znižanje cen surovin in nafte v drugi polovici lanskega leta bo v povprečju letošnjega leta izboljšalo pogoje menjave slovenskega gospodarstva za okoli tri odstotne točke, vendar naj bi v obdobju projekcij cene nafte narasle na okoli 80 USD za sodček, kar bo v prihodnjih letih pogoje menjave zmerno poslabšalo.

Močno poslabšanje rasti v prvem polletju in poslabšane predpostavke o gospodarskih gibanjih v mednarodnem okolju so podlaga za popravke gospodarskega krčenja v letu 2009 na stopnje med -6% in -7%. Gospodarska aktivnost se je v prvem polletju 2009 zmanjšala za okoli 9% in se nahaja na ravni iz konca leta 2006. Kljub močnemu vplivu gibanja zalog poglabljanje negativnih medletnih stopenj rasti v prvem polletju 2009 odraža predvsem dodatno poslabšane razmere v mednarodnem okolju. Med komponentami povpraševanja so se investicije medletno skrčile že za tretjino. Prav tako je izrazit upad uvoza in izvoza, zmerno negativne tekoče in medletne stopnje rasti pa so prisotne tudi pri potrošnji gospodinjstev. Krčenje trošenja z rastjo svojih izdatkov blaži država. Krčenje domače aktivnosti se močno odraža v upadanju zaposlenosti. To upadanje se bo po pričakovanjih s stopnjami med 2% in 3% nadaljevalo v letošnjem in tudi prihodnjem letu. Na rast celotnih stroškov dela bo zato močno vplivalo zmanjševanje števila zaposlenih. Po podatkih SURS so se ob nizkem povpraševanju, manjših naročilih in hkratnem nazadovanju proizvodnje močno zmanjšale tudi zaloge in prispevale skoraj polovico medletnega upada BDP v prvi polovici 2009. Osnovni scenarij projekcij izhaja iz ocene, da je bila najnižja tekoča stopnja BDP dosežena v prvem četrtletju 2009. Skladno s pričakovanim okrevanjem tujega povpraševanja naj bi bila gospodarska rast v letih 2010 in 2011 zmerno pozitivna, med 1,5% in 2%. Po padcu investicij v prvem polletju bo predvidoma prišlo v drugi polovici 2009 tudi do nekoliko hitrejšega okrevanja investicijskega trošenja, medtem ko bodo razmere na trgu dela in negativna rast realnega razpoložljivega dohodka povzročile krčenje osebne potrošnje. Pričakujemo, da bodo v letu 2010 k pozitivni rasti največ prispevale investicije, ki bi tako v povprečju leta nadoknadile približno tretjino znižanja v letošnjem letu.

Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance naj bi se v letu 2009 zmanjšal na okoli en odstotek BDP, nato pa naj bi se ponovno nekoliko povečal. V letu 2009 bo k takemu rezultatu poleg prehodnega izboljšanja pogojev menjave prispevalo večje krčenje blagovnega uvoza od krčenja izvoza zaradi manjšega domačega in izvoznega povpraševanja. Znižuje se tudi menjava storitev, najbolj storitev transporta, ki so tesno povezane z blagovno menjavo, in potovanj. Presežek storitev bo manjši od realiziranega v preteklih letih. Na letošnje zmanjšanje primanjkljaja tekočih transakcij pomembno vpliva tudi manjši primanjkljaj faktorskih dohodkov. Zaradi krčenja gospodarske aktivnosti se bodo zmanjšali dobički podjetij in neto odlivi povezani z neposrednimi naložbami. Najbolj se bodo zmanjšala neto plačila obresti v tujino, saj je bilo po letu 2004 okrog 80% posojil, najetih v tujini s spremenljivo obrestno mero. Ob predvidenem gibanju pogojev menjave in naraščanju neto uvoza bi se lahko primanjkljaj tekočega računa do leta 2011 ponovno približal 4% BDP.

Umirjanje kreditne aktivnosti je v veliki meri skladno s krčenjem gospodarske aktivnosti, hkrati pa tudi z omejenim dostopom do virov financiranja zaradi zaostrenih pogojev na finančnih trgih. S poglobitvijo finančne krize se je dostop do financiranja v tujini, ki je predstavljalo glavni vir bank za financiranje gospodarstva, izjemno zaostril. Banke so tako v prvi polovici leta neto odplačale za skoraj 2 mrd EUR obveznosti do tujih bank, ki so jih samo delno lahko nadomestile s krajšo ročnostjo. Vendar je zaradi upada investicij in nakupov trajnih dobrin ter stanovanj tudi povpraševanje po kreditih nizko. Medletna stopnja rasti kreditiranja zasebnega sektorja se postopoma zmanjšuje že od konca leta 2007, ko je znašala skoraj 35%, in trenutno znaša nekaj nad 5%. Povprečna tekoča rast kreditne aktivnosti je v letošnjem letu domala zastala, a bo letna rast presegala 5% zaradi močnega učinka prenosa iz lanskega leta.

Gibanje inflacije bo srednjeročno pod vplivom nizke osnovne inflacije. Nanjo vplivajo nizko agregatno povpraševanje in gospodarska aktivnost ter nizka rast stroškov dela ob padanju zaposlenosti. Pomemben nasprotni vpliv na gibanje cen pa bodo ime-

le cene energentov in surovin. Osnovna inflacija naj bi se zniževala do začetka prihodnjega leta, nato pa naj bi postopoma naraščala proti 2% ob koncu obdobja projekcij. Bazni učinki cen energentov so se avgusta obrnili in bodo od oktobra do konca leta pozitivno prispevali k celotni inflaciji že okoli eno odstotno točko. Ta učinek bo močnejši od predvidenega v prejšnjem poročilu, tako da bo povprečna letna inflacija letos znašala dober odstotek. Makroekonomske projekcije in predpostavke za prihodnji dve leti kljub temu kažejo omejene inflacijske pritiske. Gibanja bodo skladna s cenovno stabilnostjo, ki jo z denarno politiko cilja ECB.

Negotovosti glede prihodnjih gospodarskih gibanj so sicer manjše kot spomladi, a ostajajo izjemno velike. Tveganja za popravljene projekcije gospodarske rasti so pretežno uravnotežena za 2009 in usmerjena navzdol za 2010 in 2011. Negotovost glede vzdržnosti pričakovanega globalnega okrevanja predstavlja največje tveganje za projekcije. Dolgotrajnejše okrevanje v glavnih svetovnih gospodarstvih in večja prizadetost Srednje in Jugovzhodne Evrope bi pomenila nižjo rast od predvidene. Verjetno bo potrebnih več let za vzdržno okrepitev investicij in oblikovanje povpraševanja brez podpornih ukrepov denarnih in fiskalnih politik. Pri tem je pomembno opozoriti, da lahko fiskalna politika deluje stimulativno zgolj začasno. Kot najpomembnejša omejitev nastopa sposobnost financiranja deficita države. Trgi bodo pri tem pozorno opazovali naravnanost k vzdržnosti financiranja, ki jo v EU zrcalijo kriteriji Pakta stabilnosti in rasti. Dodatno tveganje predstavlja močnejši prehod vsaj deloma cikličnega poslabšanja gospodarskih razmer v Sloveniji v strukturno oziroma trajnejše poslabšanje, ki bi se pokazalo v višji strukturni brezposelnosti ter nižjem potencialnem proizvodu. Med domačimi dejavniki je velika negotovost vezana tudi na gibanje zasebne potrošnje, predvsem zaradi morebitnih odloženih prilagoditev na trgu dela. Po drugi strani pa bi hitrejši preobrat v zaupanju, proizvodnji ter v oblikovanju zalog – tudi zaradi spodbujevalnih ukrepov ekonomskih politik doma in v tujini – lahko prispeval k hitrejšemu okrevanju gospodarstva. Ovira za jasnejšo sliko so izjemno visoka nihanja investicij in zalog v zadnjem obdobju. Tveganja za napoved inflacije so uravnotežena. Na zadrževanje rasti cen vpliva možnost šibkejšega okrevanja in z njim povezana počasnejša rast stroškov dela, v nasprotno smer pa možni dvigi cen surovin ter možno povišanje davkov in trošarin zaradi potreb po fiskalni konsolidaciji.

* * *

V trenutnih razmerah je za domače makroekonomske politike pomembna njihova dolgoročna vzdržnost. Z naborom protikriznih ukrepov je fiskalna politika močno obremenila dolgoročno javnofinančno vzdržnost, zato bo konsolidacija javnih financ v okviru Pakta stabilnosti in rasti ključna za ohranjanje njene dolgoročne kredibilnosti. Slovenija spada v skupino držav z visokim tveganjem za vzdržnost javnih financ tudi z vidika staranja prebivalstva. Verodostojno načrtovana konsolidacija je potrebna za dostop do nemotenega financiranja in preprečitev porasta premij za tveganje, ki bi lahko podražile servisiranje javnega dolga. Pri tem je potrebno upoštevati možnost, da nižja gospodarska rast v prihodnjih letih prizadane tudi proračunske vire. Koristna usmeritev v tej smeri je odločitev Vlade RS, da uvede projektni pristop k oblikovanju proračuna. Za politiko na trgu dela to pomeni oblikovanje plačne politike, ki spodbuja kakovost dela in trendno gibanje stroškov dela v skladu z ohranjanjem cenovne in stroškovne konkurenčnosti gospodarstva. K temu lahko pripomore ustrezno ravnovesje med aktivnimi in pasivnimi politikami na trgu dela. Prožnost stroškov dela in usposabljanje brezposelnih za delovna mesta z višjo dodano vrednostjo sta nujna za preprečitev trajnejšega porasta brezposelnosti in znižanje dolgoročnega potenciala gospodarstva.

Nosilci ekonomskih politik v mednarodnem okolju si prizadevajo tudi za vzpostavitev institucionalnega okolja, ki bo preprečevalo možnosti za ponoven nastanek podobnih kriz. Zato se v mednarodnem okolju pripravljajo ukrepi za večjo transparentnost delovanja finančnih trgov, uravnoteženo vrednotenje finančnega premoženja, korektivne mehanizme zoper previsoko prevzemanje tveganj, oblikovanje nove vloge mednarodnih finančnih inštitucij in razvoj proticikličnih orodij za obvladovanje tveganj. Kompleksnost vprašanj, z njimi povezana tveganja in razlike v pogledih, ki odražajo interese ključnih globalnih igralcev, ne obetajo hitrega razpleta. Slednje bo nedvomno vplivalo na dinamiko okrevanja in oblikovalo tudi hitrost umika javnih sredstev, ki so zastavljena za spodbujanje povpraševanja in gospodarske rasti ter stabilizacijo delovanja finančnega sistema.

							Projekcije					
							2009		2010		2011	
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	sep.	Δ	sep.	Δ	sep.	Δ
Aktivnost, zaposlenost, plače	*realne stopnje rasti v %*											
BDP	2,8	4,3	4,5	5,8	6,8	3,5	**-6,7**	-4,7	**1,6**	-0,3	**1,7**	-1,3
Zaposlenost	-0,4	0,3	-0,2	1,5	3,0	2,8	**-2,7**	-0,1	**-2,6**	-1,9	**-0,4**	-0,9
Razpoložljivi dohodek*	1,7	4,3	2,9	4,2	5,6	4,2	**-1,4**	-0,9	**-3,1**	-4,2	**1,5**	-0,6
Povprečna sredstva za zaposlene	7,9	7,8	5,6	5,3	6,4	7,0	**2,4**	-0,1	**1,0**	-2,7	**3,6**	-0,3
Produktivnost	3,2	4,0	4,7	4,2	3,7	0,7	**-4,1**	-4,7	**4,3**	1,7	**2,1**	-0,4
ULC (nominalni)	4,5	3,7	0,9	1,0	2,6	6,2	**6,8**	4,9	**-3,2**	-4,3	**1,5**	0,1
Prispevki k rasti BDP	*odstotne točke*											
Domače povpraševanje (brez sprememb zalog)	4,1	3,5	3,0	4,9	6,8	4,3	**-7,8**	…	**1,9**	…	**1,7**	…
Neto izvoz	-1,9	-0,5	2,2	0,2	-1,8	-0,1	**2,4**	1,5	**-0,8**	-0,3	**-0,1**	0,2
Prispevek zalog	0,6	1,3	-0,7	0,7	1,9	-0,7	**-1,4**	…	**0,5**	…	**0,1**	…
Domače povpraševanje	*realne stopnje rasti v %*											
Domače povpraševanje	4,8	4,8	2,3	5,6	8,6	3,5	**-9,0**	-6,2	**2,4**	-0,1	**1,8**	-1,6
Zasebna potrošnja	3,3	2,7	2,6	2,9	6,7	2,0	**-1,8**	-2,7	**-0,4**	-1,8	**2,1**	0,1
Potrošnja države	2,2	3,4	3,4	4,0	0,7	6,2	**3,4**	1,3	**0,9**	-1,2	**0,6**	-1,9
Bruto investicije v osnovna sredstva	8,1	5,6	3,7	9,9	11,7	7,7	**-25,2**	…	**8,3**	…	**1,8**	…
Plačilna bilanca	*realne stopnje rasti v %*											
Izvoz blaga in storitev	3,1	12,4	10,6	12,5	13,7	2,9	**-17,9**	-10,9	**2,1**	0,6	**4,0**	0,0
Uvoz blaga in storitev	6,7	13,3	6,6	12,2	16,3	2,9	**-20,4**	-12,5	**3,2**	1,1	**4,1**	-0,2
Tekoči račun: v mrd EUR	-0,2	-0,7	-0,5	-0,8	-1,5	-2,3	**-0,5**	0,7	**-1,2**	0,5	**-1,4**	0,5
v % BDP	-0,8	-2,6	-1,7	-2,5	-4,2	-6,2	**-1,3**	1,9	**-3,2**	1,2	**-3,7**	1,2
Pogoji menjave**	0,8	-1,0	-2,0	-0,5	0,6	-1,9	**2,8**	0,6	**-1,9**	-0,9	**-0,4**	-0,4
Cene	*povprečne letne stopnje rasti v %*											
Cene življenjskih potrebščin (HICP)	5,7	3,7	2,5	2,5	3,8	5,5	**1,1**	0,7	**1,5**	-0,3	**1,7**	-0,6
HICP brez energentov	6,0	3,2	1,2	1,7	3,8	4,9	**1,9**	0,1	**1,1**	-0,1	**1,7**	-0,3
HICP energenti	3,4	7,0	11,9	8,5	3,4	9,4	**-3,8**	4,4	**3,6**	-2,7	**1,0**	-3,7
Mednarodno okolje	*povprečne letne stopnje rasti v %*											
Tuje povpraševanje***	5,7	7,5	4,3	8,6	7,4	2,5	**-11,8**	-5,4	**-0,1**	-1,0	**3,6**	-0,5
Nafta (USD/sod)	29	38	54	65	73	98	**62**	12	**79**	19	**82**	22
Primarne surovine	11,0	22,5	11,6	29,0	17,1	9,7	**-16,4**	8,6	**16,3**	11,3	**-4,8**	-9,8
Inflacija v EMU	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	**0,3**	-0,4	**1,2**	-0,4	**2,0**	0,0
PPI Nemčija	1,8	1,6	4,4	5,4	1,3	5,4	**-3,0**	-3,4	**0,9**	-1,0	**2,4**	0,4

* Neto plače, ostali 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, marec 2009.

V gradivu so uporabljeni podatki iz letnih in četrtletnih objav o nacionalnih računih, razpoložljivih do 3.9.2009. Ker letni in četrtletni podatki trenutno niso usklajeni, so možna odstopanja letnih podatkov od četrtletnih povprečij.

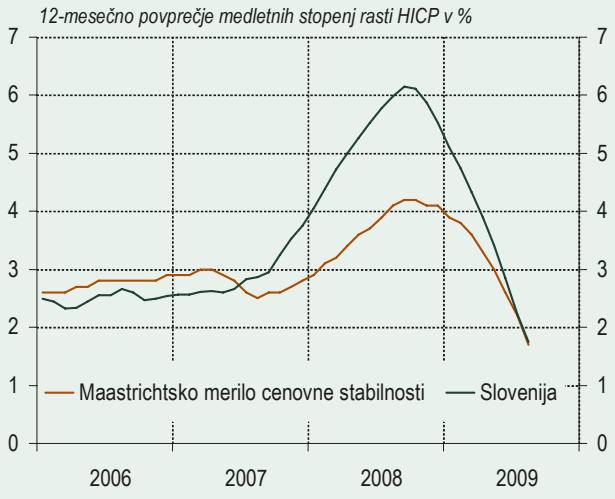
Vir: SURS, Banka Slovenije, Eurostat, Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook.

1 Tekoče gibanje cen

Po visoki povprečni rasti cen lani se je ta letos močno znižala predvsem zaradi zunanjih dejavnikov. Strmoglavljenje gospodarske aktivnosti v mednarodnem okolju se je odrazilo v močnem padcu cen surovin. Z nekaj zamika je zniževanje inflacije okrepilo še domače gospodarsko dogajanje. Povprečna letna stopnja rasti cen življenjskih potrebščin, merjena s HICP, je v prvih osmih mesecih letos znašala 0,8%, kar je za 4,7 odstotne točke manj glede na povprečno rast leta 2008. Med zunanjimi dejavniki, ki so najbolj vplivali na nižjo povprečno letno inflacijo, je bila najpomembnejša nižja rast cen energentov in ostalih surovin, predvsem hrane. Pri notranjih dejavnikih je bilo kljub upadu gospodarske rasti v začetku leta še opaziti odložene učinke izjemno visoke rasti stroškov dela v lanskem letu, kar se je odrazilo pri inflacijskih pritiskih, povezanih z domačim makroekonomskim okoljem. Tako se je osnovna inflacija zmanjševala počasneje od pričakovanj.

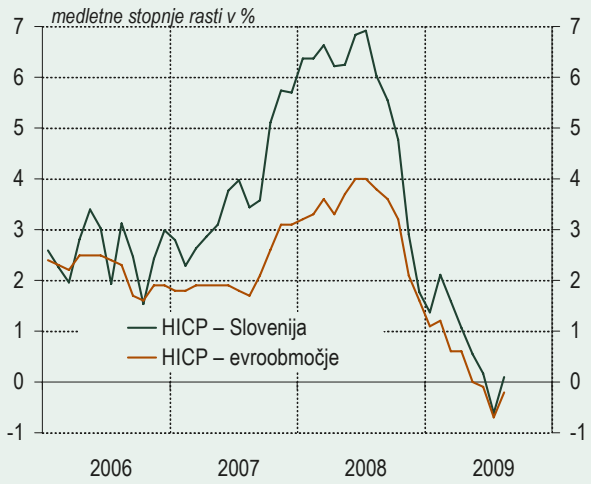
Inflacija je v začetku druge polovice 2009, prvič od poletja 2007, ponovno v okviru maastrichtskega merila cenovne stabilnosti. To je julija 2009 znašalo 2,2%, kar je 0,5 odstotne točke nad dvanajstmesečnim povprečjem stopenj rasti HICP avgusta v Sloveniji. V prvih petih mesecih letos je bila povprečna stopnja inflacije v Sloveniji še višja od maastrichtskega merila cenovne stabilnosti, junijsko znižanje inflacije pa je privedlo do skladnosti z maastrichtskim kriterijem. Zniževanje inflacije v primerjavi z evroobmočjem je predvsem odraz močnejšega vpliva dejavnikov iz mednarodnega okolja, nižjih rasti cen energentov in surovin ter tudi višjih deležev energentov in

Slika 1.1: Maastrichtsko merilo cenovne stabilnosti



Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

Slika 1.2: Inflacija



Vir: Eurostat.

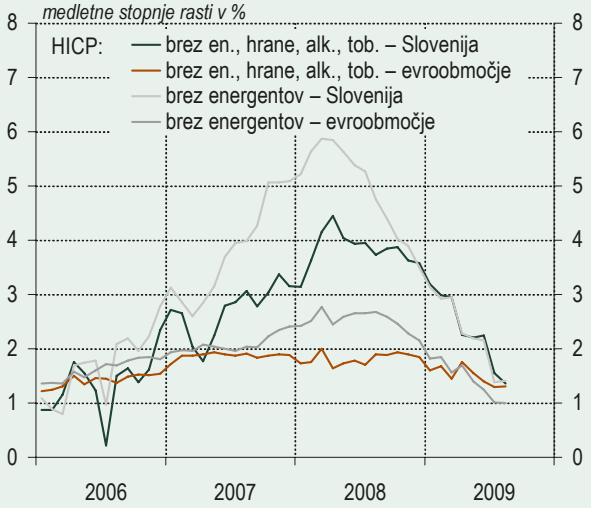
hrane v potrošniški košarici, vezano pa je tudi na gibanje agregatnega povpraševanja in gospodarske aktivnosti v Sloveniji.

Makroekonomski dejavniki in kazalniki osnovne inflacije

Osnovna inflacija se je v Sloveniji od začetka letošnjega leta postopno zniževala, kar je v največji meri posledica zmanjševanja domače gospodarske aktivnosti. Umirjanje gospodarske aktivnosti iz lanskega leta se je letos spremenilo v globok padec. Kljub verjetnemu prelomu v ravni potencialnega proizvoda se pri gospodarski aktivnosti in tudi na trgu dela kažejo velike presežne proizvodne kapacitete. Podatki kažejo tudi na precejšnje umirjanje trošenja gospodinjstev, kar zelo omejuje ponudnike blaga in storitev pri dvigovanju cen. Rast HICP brez energentov in nepredelane hrane se je od začetka letošnjega leta znižala za 1,5 odstotne točke na 1,7% v avgustu. Ker pa so v tem kazalniku zajete tudi cene predelane hrane, ki so zaradi povišanja trošarin na alkohol in tobak beležile relativno visoke rasti, je potrebno primerjati tudi kazalnike osnovne inflacije brez hrane v celoti. Harmonizirani indeks cen brez energentov, hrane, alkohola in tobaka je avgusta porastel za 1,4%, v začetku leta pa za 3,2%.

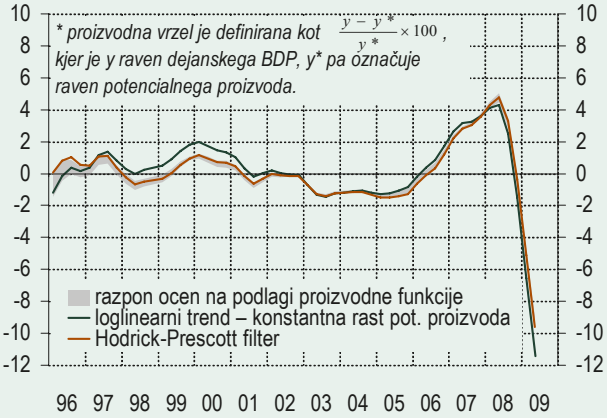
Visoka rast stroškov dela lani je prispevala k počasnejšemu umirjanju osnovne inflacije letos. Tekoči podatki o plačah v zasebnem sektorju pa že kažejo na precejšnje znižanje. Gibanja na trgu dela v prvi polovici letošnjega leta kažejo, da negativna gospodarska aktivnost že vpliva na zmanjševanje zaposlovanja. Največji padec zaposlovanja so v letošnjem letu zabeležili v predelovalnih dejavnostih, poleg tega pa se vztrajno znižuje tudi zaposlenost v gradbeništvu, kjer je bila rast zaposlovanja v preteklih letih najhitrejša. Zmanjševanje zaposlovanja se odraža tudi v naraščanju stopnje registrirane brezposelnosti, ki je še ob koncu leta 2008 znašala 7%, junija letos pa že 9,1%. Pri gibanju stroškov dela izrazito izstopa počasno prilagajanje javnega sektorja. Pomembno jo oblikuje plačna reforma iz leta 2008. Stroški dela v zasebnem sektorju, merjeni z rastjo povprečne bruto plače, so se v povprečju šestih mesecev letošnjega leta v zasebnem sektorju povišali za 2,1%, v javnem sektorju pa za 11,8%.

Slika 1.3: Osnovna inflacija



Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

Slika 1.4: Območje ocenjenih vrednosti proizvodne vrzeli za Slovenijo*



Več o izračunu kazalnikov v Okviru 1.1 (PCS oktober 2008). Ocene proizvodne vrzeli so trenutno zelo negotove in v trenutnih razmerah odražajo le kvalitativno oceno gibanja potencialnega proizvoda.
Vir: SURS, izračuni Banka Slovenije.

Med dejavniki, ki so še dodatno omejili pritiske na inflacijo, je bila apreciacija nominalnega efektivnega tečaja. Apreciacija evra je skupaj s padanjem dolarskih cen nafte in hrane še dodatno zmanjšala vhodne stroške za podjetja v evroobmočju. Povečanje vrednosti evra do

Tabela 1.1: Struktura HICP in kazalniki gibanja cen

		povprečna letna rast v %					medletna rast v četrtletju v %				
	utež	2005	2006	2007	2008	09H1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
HICP	*100,0%*	2,5	2,5	3,8	5,5	1,1	6,4	6,2	3,1	1,7	0,6
Struktura HICP:											
Energenti	*11,6%*	11,9	8,5	3,4	9,4	-7,9	11,7	15,0	-1,2	-6,6	-9,1
Hrana	*22,1%*	0,2	2,7	7,1	8,1	2,6	9,9	7,5	4,1	3,0	2,2
predelana	*15,0%*	0,6	2,5	6,3	9,9	2,6	12,7	8,9	5,5	2,4	2,8
nepredelana	*7,1%*	-0,8	3,1	8,7	4,6	2,5	4,7	4,8	1,5	4,2	0,9
Ostalo blago	*31,2%*	-0,3	-0,9	0,3	2,2	1,3	2,6	2,1	2,5	1,9	0,8
Storitve	*35,1%*	3,3	3,5	4,9	5,3	3,8	5,5	5,3	4,7	4,1	3,5
Kazalniki osnovne inflacije											
HICP brez energentov	*88,4%*	1,2	1,7	3,8	4,9	2,6	5,6	4,8	3,8	3,0	2,2
HICP brez energentov in nepredelane hrane	*81,3%*	1,3	1,5	3,4	5,0	2,6	5,7	4,8	4,0	2,9	2,3
HICP brez energentov, hrane, alkohola in tobaka	*66,3%*	1,5	1,3	2,7	3,8	2,6	4,1	3,8	3,7	3,0	2,2
Nadzorovane in proste cene:[1]											
Nadzorovane cene	*5,9%*	3,4	2,4	2,4	3,1	1,9	3,4	2,7	3,6	2,2	1,7
Proste cene	*94,1%*	2,4	2,6	3,8	5,7	1,1	6,6	6,4	3,1	1,7	0,5
Drugi kazalniki cen:											
Cene ind. proizvajalcev na domačem trgu		2,8	2,4	5,5	5,6	0,5	6,1	6,2	4,2	1,5	-0,4
BDP deflator		1,6	2,1	4,2	3,8	3,1	4,4	3,6	3,0	3,4	2,9
Uvozne cene[2]		5,0	3,3	1,8	3,6	-6,3	3,9	6,0	2,5	-4,7	-7,9
Nekateri makroekonomski dejavniki:											
Proizvodna vrzel (HP trend)		-1,4	0,2	2,9	3,0	-7,4	4,8	3,3	-0,4	-5,1	-9,6
Stroški dela na enoto proizvoda[3]		0,9	1,0	2,6	6,2	13,2	6,5	8,9	10,5	15,0	11,3
Stroški dela na zaposlenega[3]		5,6	5,3	6,4	7,0	3,8	9,0	10,0	7,1	4,9	2,6
Produktivnost[3]		4,7	4,2	3,7	0,7	-8,3	2,3	1,0	-3,1	-8,8	-7,8
Kazalnik dobička[4]		0,7	1,0	1,6	-2,3	-8,8	-2,0	-4,9	-6,8	-10,1	-7,6

Opombe: [1] Metodologija ECB. [2] Podatki iz nacionalnih računov. [3] Kot strošek dela so upoštevani podatki o sredstvih za zaposlene iz nacionalnih računov. [4] Izračunano kot razlika med BDP deflatorjem in stroški dela na enoto proizvoda.
Vir: SURS, Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

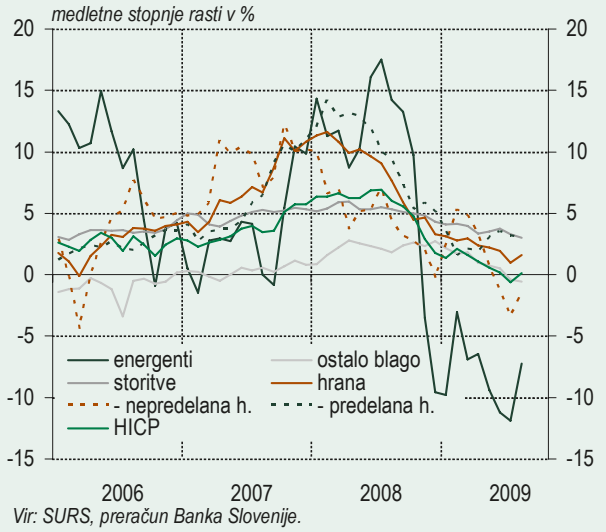
USD je od januarja do avgusta znašalo 8%, medtem ko so se dolarske cene nafte v povprečju prvih osmih mesecev letošnjega leta znižale za okoli 50%.

Zaradi krize na finančnih trgih in negotovosti glede prihodnjega gibanja gospodarske rasti so pogoji financiranja v Sloveniji še vedno dokaj zaostreni, zmanjševanje kreditne aktivnosti pa še dodatno zmanjšuje dolgoročnejša inflacijska tveganja. Realne obrestne mere so se letos višale. Hitrost zniževanja inflacije je bila v Sloveniji večja kot v evroobmočju. Na drugi strani je zniževanje obrestnih mer v poslovnih bankah počasnejše od tistega v evroobmočju. Pribitki na Euribor so se bistveno povečali in tako deloma izničili znižanje stroškov financiranja z izredno nizkimi nominalnimi obrestnimi merami zaradi spodbujevalne denarne politike. To se je še posebej izrazilo v pogojih financiranja za nefinančne družbe. To je poleg finančne krize in z njo povezane negotovosti še dodatno vplivalo na zmanjševanje kreditne aktivnosti v Sloveniji in tudi v evroobmočju.

Mikroekonomski dejavniki in struktura inflacije

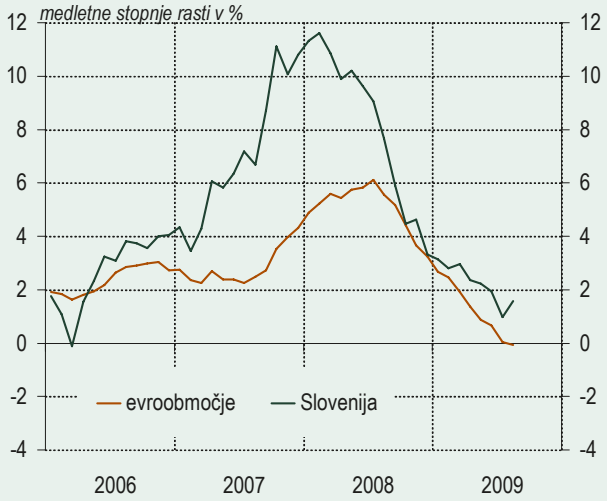
V prvih osmih mesecih leta so se najbolj znižale cene energentov. Padec cen energentov, ki se je pričel v zadnjem četrtletju lanskega leta, se je letos še poglo-

Slika 1.5: Gibanje posameznih skupin cen



Vir: SURS, preračun Banka Slovenije.

Slika 1.6: Gibanje cen hrane



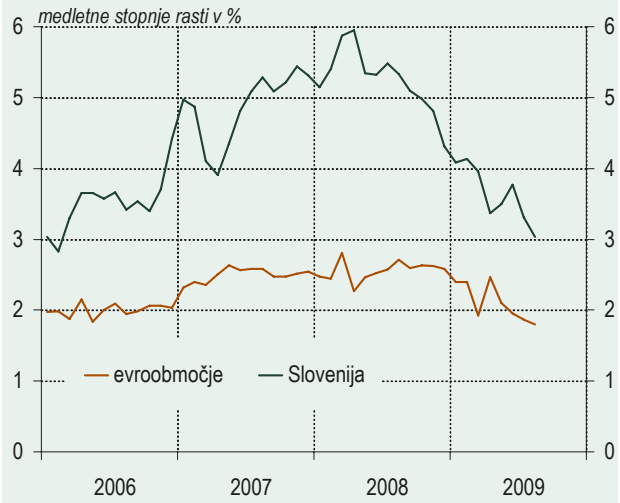
Vir: Eurostat, preračun Banka Slovenije.

bil in dno dosegel v juliju. Tako je medletna rast cen v juliju znašala -11,9%, v avgustu pa se je globina padca že zmanjšala na -7,2%. K nizki rasti cen energentov je letos najbolj prispevala nižja cena nafte na svetovnem trgu. Cena nafte je v povprečju prvih osmih mesecev letos znašala 56 USD za sodček, medtem ko je v letu 2008 znašala 98 USD za sodček. Letna rast cen energentov je v povprečju osmih mesecev letos znašala -8,2%, kar je 17,7 odstotnih točk manj kot v povprečju lanskega leta. Sicer pa bi bila rast cen energentov lahko še nižja, če se ne bi vlada ob koncu lanskega leta odločila povišati trošarine za energente ob padanju cen nafte na svetovnih trgih.

Umirjanje rasti cen hrane se je nadaljevalo tudi v prvih osmih mesecih letos, kar je rezultat manjšega povpraševanja zaradi padca gospodarske aktivnosti. Povprečna rast cen hrane je v povprečju do septembra znašala 2,3%, kar je 5,9 odstotne točke manj kot v povprečju lanskega leta in 0,9 odstotne točke več kot v evroobmočju. Padec cen hrane je v zadnjem četrtletju lani postal izrazitejši. Umirjanje se je z manjšimi nihanji navzgor nadaljevalo tudi letos. Nihanja navzgor so bila prisotna predvsem pri cenah predelane hrane, saj so se z uredbo vlade v marcu in maju povišale trošarine na alkohol in alkoholne pijače ter na tobak. Tako je medletna rast cen predelane hrane v prvih osmih mesecih letos znašala 2,7%, kar je precej nižje kot lani, vendar še vedno višje kot v evroobmočju, kjer je znašala povprečna rast letos 1,5%. Na nižjo rast cen nepredelane hrane, katerih rast je v povprečju do septembra znašala 1,3%, 3,4 odstotne točke manj kot v povprečju leta 2008, je v primerjavi s preteklim letom vplival predvsem močan padec cen hrane kot surovine za nadaljnjo predelavo. Svetovne cene hrane so se v prvih osmih mesecih letos v povprečju znižale za 22,8%, v povprečju leta 2008 pa so se povišale za 35,5%.

Rast cen storitev se je postopoma zniževala skladno z gibanjem domačega agregatnega povpraševanja in upočasnjevanjem nominalnih stroškov dela. Povprečna rast cen storitev je letos do septembra v povprečju znašala 3,6%, kar je 1,7 odstotne točke manj kot lani in 1,4 odstotne točke več kot v povprečju evroobmočja. Med storitvami sta bili najopaznejši rast cen bolnišničnih storitev, ki so se povišale za 15,0%, kar je za 7,1 odstotne točke več kot v letu poprej, in rast cen storitev za rekreacijo in šport, za 8,0%. Med storitvami, katerih rast se je najbolj opazno znižala, so počitnice v paketu, ki so še lani zabeležile 7,0% rast, v povprečju osmih mesecev letos pa le 2,0%.

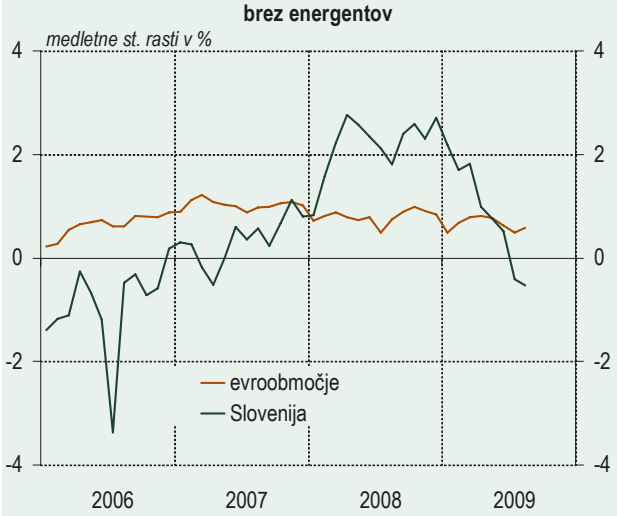
Slika 1.7: Gibanje cen storitev



Vir: Eurostat, preračun Banka Slovenije.

Tudi pri ostalih industrijskih proizvodih brez energentov je bilo letos zaslediti nižjo rast cen. Še lani je rast teh cen v Sloveniji močno odstopala od rasti v evroobmočju, medtem ko se je letos ta razlika skoraj izničila. Povprečna letna rast cen ostalih industrijskih proizvodov brez energentov je v prvih osmih mesecih letošnjega leta znašala 0,9%, kar je 1,3 odstotne točke manj kot v povprečju lanskega leta in 0,2 odstotni točki več kot v evroobmočju. Gibanje cen v letošnjem letu je bilo podobno gibanju cen storitev, vendar so se cene ostalih industrijskih proizvodov brez energentov hitreje odzvale na zmanjšanje domačega agregatnega povpraševanja. K znižanju stopenj rasti cen so največ prispevale pocenitve v skupini obleka in obutev, kjer so se cene v povprečju prvih osmih mesecev leta povišale za 1,0%, 3,3 odstotne točke manj kot v povprečju lanskega leta. V evroobmočju je povprečna rast cen preostalih industrijskih proizvodov brez energentov letos znašala 0,7%, kar pomeni 0,1 odstotne točke manj kot v povprečju leta 2008. Odstopanja te podskupine od evroobmočja so predvsem odraz notranjih makroekonomskih dejavnikov.

Slika 1.8: Gibanje cen industrijskih proizvodov brez energentov



Vir: Eurostat, preračun Banka Slovenije.

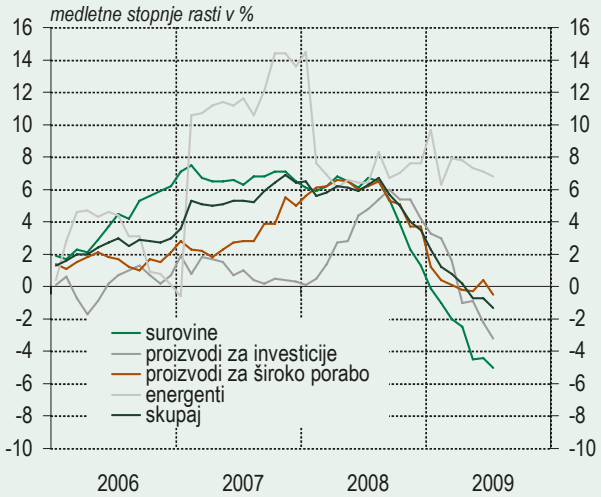
Nadzorovane cene brez energentov so se v prvih osmih mesecih letos povprečno zvišale za 2,7% in k rasti skupne ravni cen prispevale okoli 0,2 odstotne točke. Cene daljinskega ogrevanja so se v prvih osmih mesecih letos povišale za 2,6%. Cene prevoza potnikov po železnici v notranjem železniškem prometu v Sloveniji so se v prvih osmih mesecih leta 2009 povišale za 3,6%, medtem ko so se cene komunalnih storitev povišale za 2,2%.

Cene pri industrijskih proizvajalcih

Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu so se letos do julija v povprečju povišale za 0,3%, 5,3 odstotne točke manj kot v povprečju lani. V evroobmočju so se v povprečju cene znižale za 4,5%, predvsem zaradi zniževanja cen energentov. K nižji rasti cen industrijskih proizvodov je najbolj prispeval padec cen surovin, in sicer v povprečju prvih sedmih mesecev letošnjega leta za 2,8%. Na padec cen surovin so najbolj vplivale negativne medletne stopnje rasti cen kovin na svetovnem trgu, ki so se v povprečju prvih sedmih mesecev leta 2009 znižale za okoli 48%. Nizke rasti cen je bilo zabeležiti tudi pri investicijskih proizvodih, 0,1% v povprečju, in proizvodih za široko porabo, 0,2% v povprečju. Najvišjo rast cen je bilo zaslediti pri energentih[1], ki so v povprečju prvih sedmih mesecev

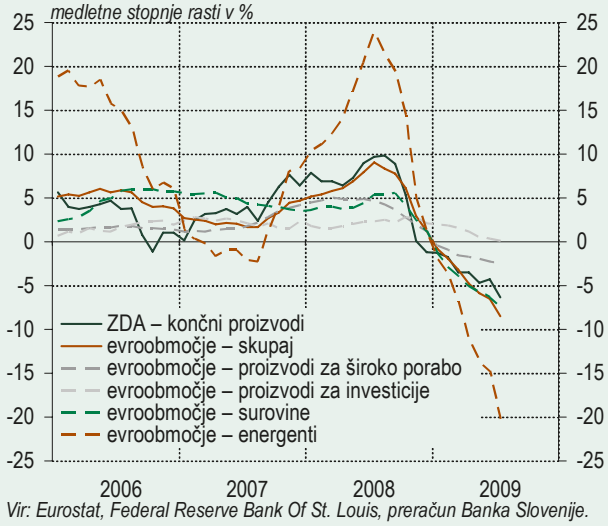
[1] Za razliko od energentov v HICP se pri energentih v cenah industrijskih proizvodov ne upošteva naftnih derivatov, ker jih Slovenija ne proizvaja. Tako so upoštevana le oskrba z električno energijo, plinom in paro ter zbiranje, prečiščevanje in distribucija vode.

Slika 1.9: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu



Vir: SURS, preračun Banka Slovenije.

Slika 1.10: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu



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

porasli za 7,5%. V evroobmočju so se najbolj povišale cene trajnih proizvodov za široko porabo in investicijskih proizvodov, medtem ko je bilo pri energentih zaslediti največji padec cen, in sicer 10,3% v povprečju. V nasprotju s Slovenijo in evroobmočjem so v ZDA v povprečju prvih sedmih mesecev letos pri cenah industrijskih proizvodov pri proizvajalcih zabeležili padec cen, za 3,6%, kar je precej manj od 6,4% rasti v lanskem letu.

2 Mednarodno okolje in predpostavke projekcij[2]

Prvo polletje letošnjega leta je zaznamovalo največje krčenje gospodarske aktivnosti v svetu in v najpomembnejših trgovinskih partnericah Slovenije po veliki krizi v tridesetih letih prejšnjega stoletja. Gospodarska kriza se je v prvem četrtletju letos še poglobila, podatki za drugo četrtletje pa so nekoliko ugodnejši. Tako se je gospodarstvo evroobmočja v prvem polletju medletno skrčilo za 4,8%, v ZDA za 3,6% na Japonskem pa v prvem četrtletju za 8,4%. Tudi v ostalih pomembnejših trgovinskih partnericah Slovenije izven evroobmočja je prišlo do občutnega padca gospodarske aktivnosti. Hrvaška je tako v prvem četrtletju beležila 6,7% upad gospodarske aktivnosti, do padca BDP pa je v prvem četrtletju prišlo tudi v Rusiji, -9,8%, in v Srbiji, -3,5%. Zaradi poglabljanja gospodarske krize v svetu in s tem tudi zniževanja napovedi gospodarske rasti do poletja letos[3] je predpostavka rasti tujega uvoznega povpraševanja s 6,4% znižana na -11,8% v letu 2009.

Tabela 2.1: Predpostavke o dejavnikih iz mednarodnega okolja

						Projekcije					
						2009		2010		2011	
	2004	2005	2006	2007	2008	**sep.**	Δ	**sep.**	Δ	**sep.**	Δ
	letne stopnje rasti v %										
Tuje povpraševanje*	7,5	4,3	8,6	7,4	2,5	**-11,8**	-5,4	**-0,1**	-1,0	**3,6**	-0,5
Nafta (USD/sod)	38	54	65	73	98	**62**	12	**79**	19	**82**	22
Primarne surovine	22,5	11,6	29,0	17,1	9,7	**-16,4**	8,6	**16,3**	11,3	**-4,8**	-9,8
Inflacija v EMU	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	**0,3**	-0,4	**1,2**	-0,4	**2,0**	0,0
PPI Nemčija	1,6	4,4	5,4	1,3	5,4	**-3,0**	-3,4	**0,9**	-1,0	**2,4**	0,4

** Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.*
Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, marec 2009.
Vir: Banka Slovenije, Eurostat, Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook.

[2] Projekcije so bile narejene na podlagi razpoložljivih podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 3. septembra 2009. 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 odvisni od odločitev ekonomskih politik. Predpostavke o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja so povzete po Consensus Forecasts (avgust 2009), JP Morgan (Global Data Watch, 21.08.2009), OECD Outlook (junij 2009). Domači dejavniki, ki so pod vplivom ekonomskih politik in so eksogeno vključeni v izdelavo napovedi, so trošenje in investiranje javnega sektorja, plače v javnem sektorju, gibanje nadzorovanih cen in nekatere druge spremenljivke fiskalne narave. Vrednosti predpostavk, uporabljene v projekcijah, niso enake predpostavkam, ki jih v svojih projekcijah uporablja ESCB. O razmerju med projekcijami BS in ESCB glej Prilogo v Poročilu o cenovni stabilnosti, april 2008.

[3] Na primer za Nemčijo je bila napoved letošnje gospodarske rasti februarja še -2,5%, avgusta pa -5,8%. Za evroobmočje se je napoved v enakem obdobju znižala z -2,0% na -4,3% in za Hrvaško z -0,6% na -4,7%.

Okvir 2.1: Spreminjanje napovedi o gospodarski aktivnosti v tujini za leti 2009 in 2010

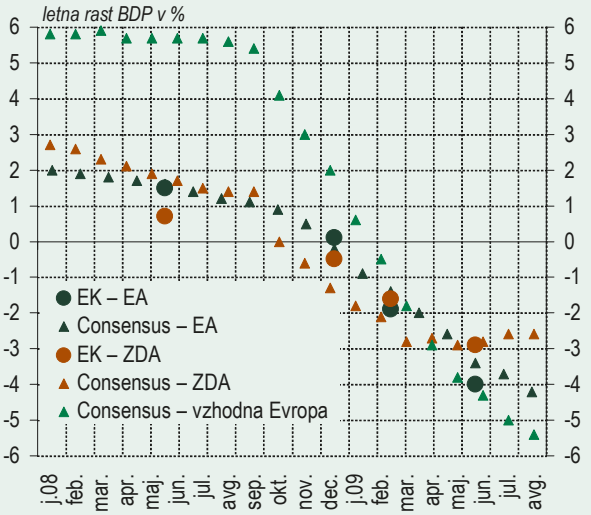
Popravki navzdol v napovedih o gospodarski aktivnosti v tujini se nadaljujejo tudi v letošnjem letu, čeprav so vedno manjši. Okvir predstavlja gibanje napovedi gospodarske rasti v evroobmočju, ZDA in v vzhodni Evropi za leti 2009 in 2010, ki so jih objavili Mednarodni denarni sklad (IMF), Evropska komisija (EK), Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj (OECD) in Consensus, ki zbira mesečna povprečja profesionalnih napovedovalcev. Od januarja do avgusta 2009 so se napovedi Consensusa glede rasti BDP v 2009 za evroobmočje kumulativno znižale za 2,9 odstotne točke, za ZDA pa 0,8 odstotne točke. Napovedi za leto 2010 so kljub rahlim vmesnim zniževanjem avgusta ostale na ravni januarskih napovedi.

V začetku letošnjega leta je EK v vmesni napovedi napovedala 1,9% padec BDP v evroobmočju in 1,6% upad BDP za ZDA v letu 2009. Za leto 2010 je bila napoved rasti pozitivna, 0,4% za evroobmočje in 1,7% za ZDA. IMF je konec januarja v svojem vmesnem poročilu objavil precej podobne napovedi kot EK za 2009 in 2010 za evroobmočje in za ZDA, medtem ko Consensusova napoved odstopa. Consensusova napoved padca BDP za evroobmočje za leto 2009 je bila konec januarja -1,4% in -1,8% za ZDA, medtem ko je bila za leto 2010 napoved rasti precej bolj optimistična, 0,8% za evroobmočje in 2,3% za ZDA. Pozitivno rast je Consensus januarja napovedal tudi za države vzhodne Evrope, kjer naj bi gospodarska rast znašala 0,6% v 2009 in 3,1% v 2010.

Do sprememb v napovedih za obe leti je prišlo že v spomladanski napovedi tako pri EK kot tudi pri IMF. EK je za evroobmočje za 2009 predvidela 4,0% padec BDP, za ZDA 2,9% padec BDP, v letu 2010 pa 0,1% upad BDP za evroobmočje in 0,9% rast za ZDA. S popravki navzdol so sledili tudi pri IMF, ki je za 2009 predvidel 4,2% padec BDP v evroobmočju in 2,8% padec BDP za ZDA, za leto 2010 pa -0,1% za evroobmočje in 0,9% za ZDA. V enakem obdobju je Consensus prav tako znižal svoje napovedi gospodarske rasti, in sicer je za 2009 za evroobmočje predvidel upad BDP -3,4%, za ZDA pa -2,7%, medtem ko je bila za 2010 napovedana rast 0,3% za evroobmočje in 1,8% za ZDA. Za države vzhodne Evrope so se napovedi Consensusa močno znižale, saj je bilo predvideno 2,7% zmanjšanje BDP za 2009, v 2010 pa rast 1,9%. Vzroki za znižanje svojih napovedi v letu 2009 in 2010 so bili pri vseh treh institucijah enaki, saj je bilo okrevanje v letošnjem letu počasnejše od pričakovanj.

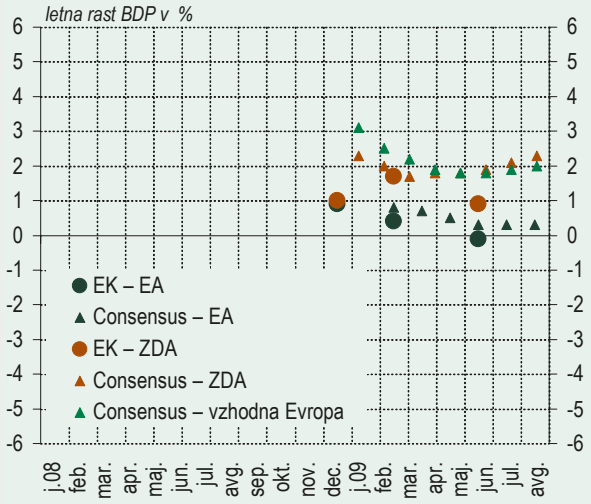
Junija je svoje napovedi objavil tudi OECD. Tako je za evroobmočje za leto 2009 napovedal 4,8% padec BDP in 2,8% padec BDP za ZDA, v letu 2010 pa 0,3% rast BDP za evroobmočje in 1,9% za ZDA. Junijske Consensusove napovedi so bile za razliko od OECD malenkost bolj optimistične, -4,2% za evroobmočje in -2,8% za ZDA za letošnje leto in 0,3% za evroobmočje ter 1,9% za ZDA za prihodnje leto, predvsem pa je bila prvič letos višja napoved rasti za leto 2010. Popravek navzgor je bil predvsem posledica izboljšanja kazalnikov gos-

Slika 1: Napovedi gospodarske aktivnosti za leto 2009



Vir: Consensus, Evropska komisija (EK).

Slika 2: Napovedi gospodarske aktivnosti za leto 2010



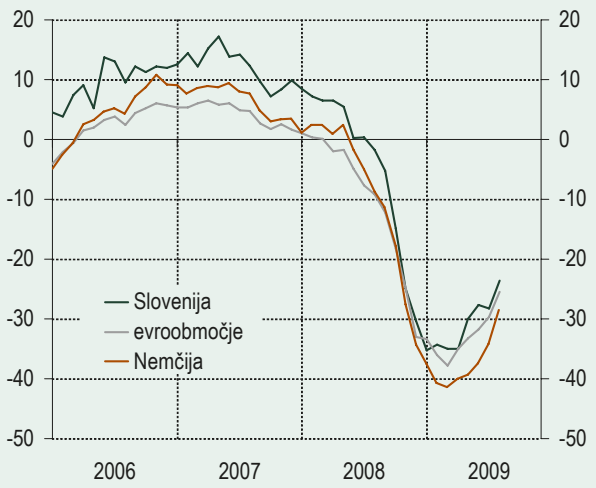
Vir: Consensus, Evropska komisija (EK).

podarske klime za evroobmočje in kazalnika zaupanja potrošnikov za ZDA. Nižanje Consensusovih napovedi se je nadaljevalo za države vzhodne Evrope, kjer naj bi po zadnjih razpoložljivih podatkih gospodarska rast znašala -4,3% v 2009 in 1,8% v 2010.

Julija in avgusta sta Consensus in IMF svoje napovedi za prihodnje leto popravila navzgor, prav tako pa so popravki navzgor vidni tudi že pri napovedih za letošnje leto. IMF je julija za 2009 napovedal 4,8% in 2,6% padec BDP za evroobmočje oziroma za ZDA, ter 0,3% padec BDP v letu 2010 za evroobmočje in 0,8% rast BDP za ZDA. Bolj optimistično napoved glede gospodarske rasti v obeh letih je avgusta objavil Consensus. Za evroobmočje je v letu 2009 predvidel 4,3%, za ZDA 2,6% padec BDP, v letu 2010 pa 0,6% in 2,3% rast BDP za evroobmočje in za ZDA. Popravki napovedi rasti BDP navzgor izhajajo predvsem iz izboljšanih kazalnikov v evroobmočju in v ZDA ter okrevanja industrijske proizvodnje v Indiji in na Kitajskem.

V poletnih mesecih se je poslabševanje napovedi gospodarske rasti za letošnje in prihodnje leto ustavilo, kar nakazuje možnost, da je dno recesije že doseženo. Vendar pa se večinoma pričakuje zelo počasno okrevanje svetovnega gospodarstva. Na zmanjšano gospodarsko aktivnost po svetu so se odzvale tako vlade z različnimi stimulacijskimi paketi kot centralne banke z zniževanjem ključnih obrestnih mer. Tudi učinki povečane državne potrošnje in stimulacij trošenja gospodinjstev so najprej prispevali k izboljšanju kazalnikov gospodarske klime in zaupanja potrošnikov na primer v Nemčiji, ZDA in v evroobmočju v drugem letošnjem četrtletju. Prve objave o gibanju BDP v drugem četrtletju so presegle pričakovanja predvsem v Nemčiji, Franciji in ZDA. V Nemčiji, ki je najpomembnejša trgovinska partnerica Slovenije, je BDP porasel za 0,3%, kar je bilo predvsem posledica okrevanja zasebne potrošnje, v veliki meri zaradi državne stimulacije nakupa avtomobilov, rasti investicij v gradbeništvu in trošenja države. Hkrati se po drugi strani zvišujejo tudi napovedi o velikosti proračunskih primanjkljajev po svetu. V Evropski uniji je trenutno že enajst držav članic v postopku zaradi presežnega primanjkljaja javnih financ, letos pa bo mejo 3% BDP javnofinančnega primanjkljaja po napovedih prekoračilo še več članic, med njimi tudi Slovenija. Zaradi postopnega izboljševanja kazalnikov zaupanja in prvih objav o rasti BDP v drugem letošnjem četrtletju se je v poletnih mesecih ustavilo upadanje napovedi letošnje gospodarske rasti tako za evroobmočje kot za ZDA. Kljub temu ostajajo zadnje[4] napovedi glede rasti gospodarske aktivnosti za letošnje leto na zelo nizkih ravneh in znašajo za evroobmočje -4,3% (Nemčija -5,8%) in za ZDA -2,6%. Negativne rasti BDP se v letošnjem letu pričakuje tudi v pomembnejših trgovinskih partnericah Slovenije izven evroobmočja, in sicer na Hrvaškem -4,7%, v Rusiji -6,7% in Srbiji -4,4%. Napovedi za naslednja leta so zelo negotove, saj je trenutno težko oceniti, kako dolgo bo gospodarska kriza v svetu trajala. Večinoma pa se pričakuje počasno okrevanje svetovnega gospodarstva. Tako naj bi v letu 2010 najpomembnejše trgovinske partnerice Slovenije dosegle ponovno pozitivno, a še vedno razmeroma nizko gospodarsko rast. Posledično je bila znižana tudi napoved rasti tujega povpraševanja v letih 2010 in 2011.

Slika 2.1: Zaupanje pri podjetjih v tujini in v Sloveniji

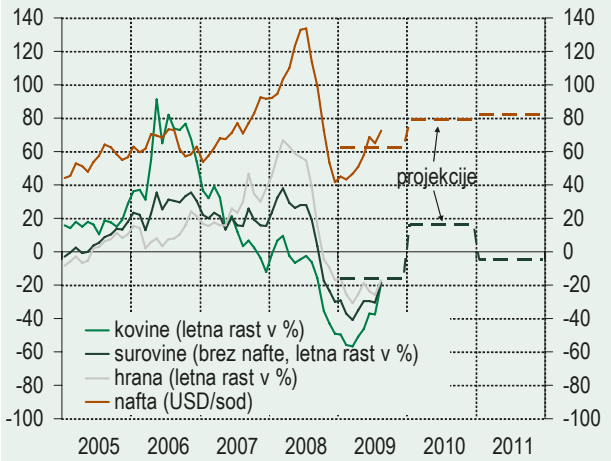


Vir: Eurostat.

Cene nafte so se, po močnem padcu v drugi polovici lanskega leta, letos višale, zaradi česar je predposta-

[4] Consensus Forecasts, avgust 2009.

Slika 2.2: Cene na svetovnih trgih primarnih surovin



Vir: The Economist, Bloomberg, projekcije Banka Slovenije.

vka o ceni nafte v celotnem obdobju projekcij višja kot v spomladanskih projekcijah. Cene nafte so dosegle vrh sredi leta 2008 pri ceni skoraj 135 USD za sod (159 litrov) nafte vrste Brent. V drugi polovici leta nižanja cen nafte niso mogle preprečiti niti odločitve naftnega kartela OPEC glede zmanjšanja količine načrpane nafte, cene nafte pa so prav ob koncu leta 2008 dosegle ravni pod 40 USD za sod. V letu 2009 so se cene nafte višale dokaj enakomerno kljub še naprej slabim obetom glede svetovne gospodarske rasti. V povprečju prvih osmih mesecev leta je cena nafte znašala 56 USD za sod, v povprečju avgusta pa 72 USD za sod, zvišanje cen v evrih pa je bilo zaradi pridobivanja vrednosti evra v primerjavi z USD nekoliko manj občutno. Trenutne terminske pogodbe nakazujejo za okoli 10 USD za sod višjo ceno v povprečju 2010 in 2011 glede na trenutne tržne cene. K zvišanju cen nafte naj bi največ prispevalo okrepljeno povpraševanje iz Kitajske in Indije, medtem ko naj bi se povpraševanje po nafti iz razvitih držav povečevalo le postopoma. Na gibanje cen nafte bodo tako na eni strani vplivale prihodnje odločitve držav proizvajalk surove nafte glede načrpanih količin, na drugi strani pa lahko na ceno nafte negativno vpliva dolžina recesije oziroma hitrost okrevanja najpomembnejših svetovnih gospodarstev.

Cene primarnih surovin so se po močnem padcu v drugi polovici lanskega leta v letošnjem letu prav tako pričele zviševati, postopoma pa naj bi naraščale tudi v prihodnje. Po izredno hitri rasti cen primarnih surovin v prvi polovici leta 2008 so se v drugi polovici skladno z zniževanjem aktivnosti v svetovnem gospodarstvu cene močno znižale. Cene primarnih surovin so na doseženih nizkih ravneh stagnirale tudi v prvem četrtletju letos, nato pa so se pričele postopoma krepiti in se trenutno nahajajo na ravni iz začetka zadnjega četrtletja leta 2008. Medletne stopnje rasti cen vseh skupin primarnih surovin so zaradi izredno visoke ravni dosežene v lanskem letu močno negativne, vendar je mogoče ob pojemanju učinka visoke osnove proti koncu letošnjega leta pričakovati ponovno pozitivne medletne stopnje rasti. V letošnjem letu se je najbolj zvišala raven cen kovin, medtem ko je rast cen hrane precej počasnejša. Glavna vzroka medletnega padca cen primarnih surovin v 2009 sta visoka osnova iz prve polovice leta 2008 in padanje svetovne gospodarske aktivnosti. Na predpostavljeno nihanje cen primarnih surovin bo do konca obdobja projekcij najpomembneje vplival predvsem statistični učinek visoke osnove iz leta 2008, na postopno krepitev cen pa naj bi delovalo pričakovano okrevanje svetovnega gospodarstva.

Inflacija je letos v evroobmočju in v ZDA postala v poletnih mesecih negativna. Negativne stopnje rasti cen so vezane na bazni učinek cen energentov in bodo zato zgolj kratkotrajne. Napovedi inštitucij kažejo na inflacijska gibanja nekoliko pod dolgoletnim povprečjem. Upad cen surovin ter ohlajanje gospodarske aktivnosti v največji meri vplivata na predpostavko o nižji inflaciji v evroobmočju, medtem ko naj bi se zaradi nekoliko boljših izgledov glede gospodarske rasti v ZDA tam nekoliko hitreje zvišala tudi rast cen. Medletno merjena rast cen je v ZDA postala negativna že v marcu, v evroobmočju pa v juniju 2009. Obdobje negativne rasti cen naj bi bilo v ZDA in v evroobmočju relativno kratko zaradi zaključka obdobja, v katerem je imela velik vpliv na medletne padce ravni cen predvsem visoka raven cen

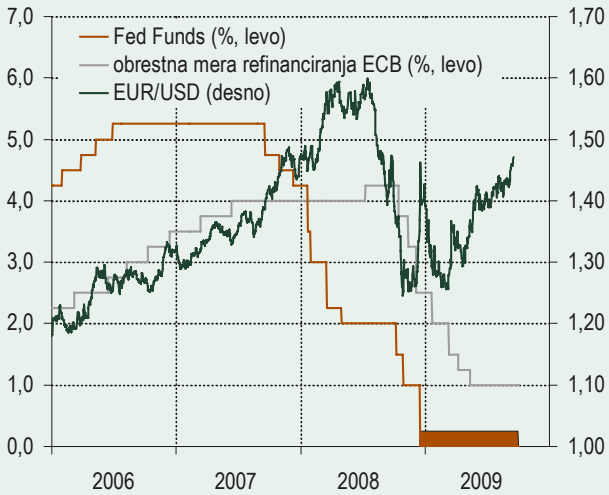
energentov dosežena lani. Cene naj bi naraščale tudi zaradi okrevanja gospodarske rasti, vendar se pričakuje, da bo medletna inflacija tudi v povprečju leta 2010 nižja od dolgoletnega povprečja. V obeh gospodarstvih se umirja tudi osnovna inflacija. V evroobmočju je osnovna inflacija (merjena kot indeks cen življenjskih potrebščin brez energentov in nepredelane hrane) julija medletno znašala 1,2%, v ZDA pa je osnovna inflacija (merjena kot indeks cen življenjskih potrebščin brez energije in hrane) julija znašala 1,5%. V povprečju lanskega leta je osnovna inflacija v evroobmočju znašala 2,4%, v ZDA pa 2,3%. Za letos tuje institucije napovedujejo okoli 0,3% rast harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin v evroobmočju, za ZDA pa se v povprečju pričakuje 0,5% znižanje indeksa cen življenjskih potrebščin.

Hkrati z umirjanjem splošne ravni cen se znižuje rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih. V povprečju prvih sedmih mesecev leta so se cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v evroobmočju znižale za 4,5%, predvsem zaradi močnega medletnega padca cen energentov. Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih so se v Nemčiji v povprečju prvih sedmih mesecev znižale za 2,1%, julija pa je medletno znižanje doseglo več kot 7%. Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v Nemčiji naj bi se v povprečju leta 2009 znižale za okoli 3% in do konca obdobja projekcij le postopoma naraščale. Na nizko rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih bosta poleg visoke osnove iz predhodnega leta vplivala oslabljeno domače in tuje povpraševanje.

Ključne obrestne mere so letos ostale na zgodovinsko nizkih ravneh, večina centralnih bank pa je stimulativno delovanje še podkrepila z nestandardnimi ukrepi. Tako se razmere na mednarodnih finančnih trgih umirjajo, kar je pogoj za postopno okrevanja gospodarstva. Zaostrene razmere na finančnih trgih so terjale aktivno delovanje centralnih bank, ki so se na omejeno delovanje denarnega trga med drugim odzvale s širjenjem nabora vrednostnih papirjev, ki jih sprejemajo za zavarovanje posojil, s podaljševanjem obdobja zagotavljanja neomejene likvidnosti ter z agresivnim zniževanjem obrestnih mer. Po tem ko so centralne banke v drugi polovici leta 2008 in v začetku 2009, med drugim tudi s koordiniranim delovanjem, močno znižale obrestne mere, sta se pogostnost in dinamika zniževanja v drugem in tretjem četrtletju 2009 umirili. Trenutno znaša ključna obrestna mera ECB 1,00%, na tej ravni se nahaja od sredine maja, v začetku leta pa je znašala še 2,50%. Federal Reserve je z zniževanjem ključne obrestne mere pričela približno eno leto pred ECB, ključna obrestna mera pa se že od decembra 2008 nahaja na intervalu med 0,00% in 0,25%. Bank of England je ključno obrestno mero nazadnje znižala marca 2009 na 0,50%. Tudi japonska centralna banka je ključno obrestno mero nazadnje znižala decembra, znaša pa 0,10%. Ker so nominalne mere večinoma dosegle najnižjo raven, so centralne banke svoje delovanje nadgradile še z nestandardnimi ukrepi denarne politike (glej Okvir 2.2). V projekcijah je upoštevana standardna predpostavka, da se bodo obrestne mere gibale skladno s trenutnimi pričakovanji finančnih trgov.

Vrednost evra do ameriškega dolarja se je v letu 2009 z izjemo prvih dveh mesecev zviševala. Tečaj EUR/USD je v povprečju prvih osmih mesecev znašal 1,38 ameriškega dolarja za evro. Po kratkem obdobju povečevanja vrednosti dolarja do evra v začetku letošnjega leta,

Slika 2.3: Devizni tečaj EUR/USD in centralnobančni obrestni meri



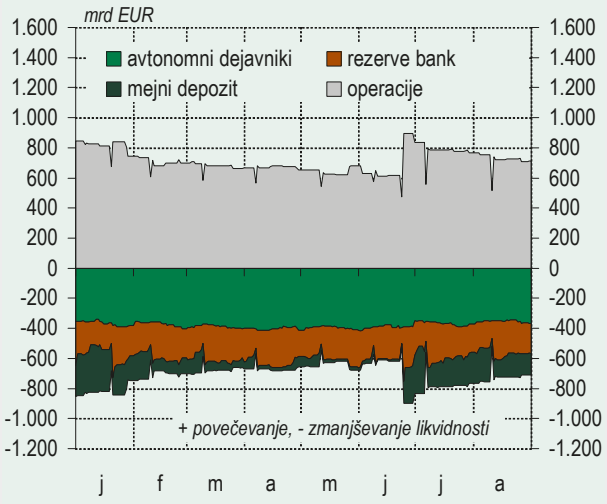
Vir: ECB, Federal Reserve.

Okvir 2.2: Denarna politika: nadaljevanje obstoječih in uvedba novih nestandardnih ukrepov po januarju 2009

Da bi preprečil negativne posledice finančne krize, ki bi jih lahko motnje v uravnavanju likvidnosti bank povzročile širši ekonomiji evroobmočja, je Evrosistem tudi po januarju 2009 nadaljeval s *ponudbo neomejenega refinanciranja* preko operacij odprtega trga, tj. operacij glavnega (OGR) in dolgoročnejšega refinanciranja (ODR).[1] Škodljive posledice nedelovanja denarnega trga bi npr. lahko nastale, če bi se zaradi negotovosti refinanciranja bank na denarnem trgu dodatno zmanjšala pripravljenost posojanja bank podjetjem in prebivalstvu.

Neomejeno refinanciranje je bilo uvedeno oktobra 2008 z odločitvijo Sveta ECB, da bo pri vseh OGR in ODR bankam omogočal izposojanje v neomejenem znesku (polna dodelitev na avkcijah) ter po fiksni, bankam pred avkcijo vnaprej znani obrestni meri. Banke morajo pri Evrosistemu izposojen znesek vedno zavarovati z ustreznim zneskom kolaterala, tj. vrednostnimi papirji ali posojili bank nebančnemu sektorju. Nabor kolaterala je bil razširjen vzporedno z odločitvijo za polno dodelitev.[2] Neomejeno refinanciranje je bilo sprva predvideno do 20. januarja 2009 (OGR) oziroma marca 2009 (ODR), vendar ga je Svet ECB podaljšal, prvič do 8. aprila 2009 in nato še enkrat – do takrat, ko bo Svet ECB ocenil, da je tak način izvajanja operacij odprtega trga potreben, vendar najmanj do začetka leta 2010. Z junijem je Svet ECB bankam v okviru ODR ponudil tudi možnost enoletnega refinanciranja po omenjenih pogojih. Likvidnost je bila bankam v operacijah OGR in ODR od oktobra 2008 vedno dodeljena po ključni obrestni meri ECB, tj. izklicni obrestni meri OGR. Ta od zadnjega znižanja 13. maja 2009 znaša 1,00%.

Slika: Operacije, mejni depozit rezerve bank in avtonomni dejavniki sprememb likvidnosti



Vir: ECB.

Pri enoletnih ODR si Svet ECB sicer pridržuje pravico, da fiksni obrestni meri doda pribitek, vendar se za to možnost do septembra 2009 ni odločil. Znesek ODR z ročnostmi enega, treh in šestih mesecev se je med koncem januarja in junija 2009 počasi zmanjševal, delno zaradi zmanjšanih potreb bank (prvi, zelo negotovi znaki oživljanja posojanja med bankami na denarnem trgu), ponudbe enoletne ODR, delno pa zaradi pričakovanj tržnih udeležencev glede gibanja ključne obrestne mere ECB v prihodnosti blizu trenutnega nivoja in s tem povezanega gibanja tržnih obrestnih mer, vključno z obrestno mero za denar, posojen preko noči (Eonia). Ta se je zaradi presežne likvidnosti večino proučevanega obdobja nahajala pod ključno obrestno mero, v zadnjih mesecih tipično med 60 in 70 bazičnih točk pod njo.

Skupaj z zneskom OGR je bil obseg likvidnosti dodeljene z operacijami še vedno znatno – občasno tudi več 100 mrd EUR – nad potrebnim.[3] Maksimum je znesek operacij odprtega trga dosegel ob poravnavi prve *enoletne ODR* konec junija 2009, ko je znašal 897 mrd EUR. Enoletne operacije, ki jih je Svet ECB najavil maja 2009 (hkrati je podaljšal zgoraj omenjeno razširitev kolaterala do konca leta 2010), bo Evrosistem izvedel še dvakrat, konec septembra in sredi decembra 2009. Visok znesek prve enoletne ODR (442 mrd EUR) je bil le delno kompenziran z zmanjšanjem uporabe tedenskih OGR in postopnim zniževanjem uporabe ODR z ročnostmi enega, treh in šestih mesecev. Ob strožjem ocenjevanju naložbenih možnosti so banke povečale dnevno nalaganje presežne likvidnosti v depozit preko noči pri Evrosistemu (t.i. mejni depozit).

Nabor nestandardnih ukrepov, ki jih je sprejel zaradi krize, je Svet ECB junija dopolnil z odločitvijo o oblikovanju 60 mrd EUR velikega *portfelja kritih obveznic*. Z oblikovanjem portfelja, ki bo popolnjen z nakupi na primarnih in sekundarnih trgih kritih obveznic, izdanih v državah evroobmočja, v obdobju med julijem 2009 in junijem 2010, naj bi se povečalo zaupanje v drugi največji trg obveznic evroobmočja (največji so trgi državnih obveznic) in podprlo posojanje bank nebančnim sektorjem gospodarstva. Poleg tega ima od začetka julija tudi *Evropska investicijska banka (EIB)* dostop do operacij odprte-

ga trga Evrosistema. S tako olajšanim uravnavanjem likvidnosti EIB naj bi se olajšala izvedba njenega programa dodatnega posojanja malim in srednje velikim podjetjem v evroobmočju.

Nestandardni ukrepi zajemajo tudi *posojanje bankam v tujih valutah*. Sporazumno s švicarsko centralno banko in Fed-om je Evrosistem v letu 2009 nadaljeval posojanje švicarskih frankov, ki ga je podaljšal najmanj do konca oktobra 2009, in ameriških dolarjev. To je bilo podaljšano najmanj do konca septembra 2009. Dolarje, podobno kot evre pri OGR in ODR, Evrosistem posoja v neomejenem znesku in po fiksni obrestni meri. Zaradi postopne normalizacije dostopa evropskih bank do kratkoročnega refinanciranja v dolarjih in frankih se je znesek teh operacij postopno, vendar vztrajno, zmanjševal. Pri dolarjih se zmanjšuje že od decembra 2008 in je konec avgusta znašal 46 mrd USD, tj. manj kot eno petino maksimalnega zneska doseženega v začetku decembra 2008 (293 mrd USD). Pri frankih se je znesek od konca junija do konca avgusta 2009 znižal na 11 mrd EUR, to je nekaj nad 40% maksimalno razpoložljivega zneska (25 mrd EUR).

se od aprila naprej vrednost evra do dolarja krepi domala nepretrgoma in postopno, v povprečju avgusta pa se je razmerje oblikovalo na ravni okoli 1,43 EUR/USD. V predpostavkah je do konca obdobja projekcij upoštevano prav to razmerje.

[1] V normalnih razmerah, kot npr. pred avgustom 2007, Evrosistem bankam posoja likvidnost enakomerno preko obdobja obveznih rezerv v zneskih, ki jih ocenjuje kot potrebno likvidnost (za definicijo potrebne likvidnosti glej opombo 3). Do septembra 2008 je z namenom, da zmanjša negotovost bank pri izpolnjevanju obveznih rezerv, uporabljal t.i. politiko zgodnjega izpolnjevanja: ker morajo banke obvezne rezerve izpolniti v povprečju obdobja obveznih rezerv, jim je ponudil več kot povprečno potrebovan znesek na začetku obdobja in s tem zmanjšal verjetnost, da bi morale potrebno likvidnost iskati konec obdobja, ko imajo manj časa za izravnavo nastalih primanjkljajev. Ker je v povprečju obdobja še vedno ponudil potrebovan znesek likvidnosti (in ne več ali manj), je ponudbo proti koncu obdobja zmanjševal. Zaradi zmanjšanja zaupanja med bankami po bankrotu ameriške banke Lehman Brothers 15. septembra 2008 denarni trg ni več omogočal niti refinanciranja ekonomsko trdnih (solventnih) bank. Zato je Evrosistem oktobra 2008 prešel na neomejeno refinanciranje.

[2] Za podrobnosti razširitve glej sporočilo za javnost ECB (v angleščini) http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081015.en.html

[3] Potrebno likvidnost opredeljujeta avtonomno povpraševanje po denarju Evrosistema, zlasti bankovcih (t.i. avtonomni dejavniki) ter predpisane obvezne rezerve; potrebna likvidnost je v obdobju februar–avgust 2009 v povprečju znašala 600 mrd EUR.

3 Gospodarska gibanja in trg dela

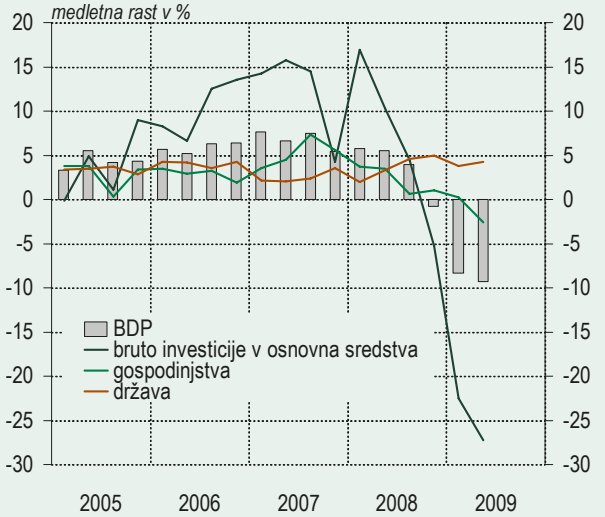
Realni bruto domači proizvod (BDP) Slovenije se je v zadnjem četrtletju lani in v prvem četrtletju letos močno znižal. Po visoki rasti v zadnjih dveh letih se je BDP v prvih šestih mesecih letos medletno znižal kar za 8,8%. Projekcije nakazujejo na postopno krepitev gospodarske aktivnosti v obdobju projekcij, vendar bo okrevanje počasno in predvsem odvisno od zunanje konjunkture. Več kot 9% medletno znižanje BDP v drugem četrtletju 2009 je največje krčenje aktivnosti v Sloveniji v zadnjih 15 letih. V drugem četrtletju letos se je BDP glede na prvo četrtletje zvišal za 0,7%. To je predvsem rezultat pozitivnega prispevka neto menjave s tujino, večje potrošnje države in manjšega zniževanja zalog. Tudi v drugem četrtletju so bile pomemben razlog za šibko ekonomsko aktivnost bruto investicije, ki so se medletno znižale kar za 36,7%, znižala pa se je tudi poraba gospodinjstev, za 2,6%. Zmanjševanje investicij naj bi se v drugi polovici leta nekoliko umirilo, zasebna poraba pa naj bi se zaradi slabih razmer na trgu dela še zniževala. K postopni stabilizaciji oziroma izboljšanju ekonomske konjunkture naj bi predvsem pripomogla postopna oživitev gospodarske rasti v najpomembnejših gospodarskih partnericah, kar naj bi obnovilo tudi domačo investicijsko aktivnost. Kljub postopni stabilizaciji krčenja in nekaterim znakom izboljšanja gospodarske klime v Sloveniji bo celoletno znižanje BDP še vedno veliko. Popravki projek-

Tabela 3.1: Aktivnost, zaposlenost in plače

						Projekcije					
						2009		2010		2011	
	2004	2005	2006	2007	2008	**sep.**	Δ	**sep.**	Δ	**sep.**	Δ
	realne stopnje rasti v %										
BDP	4,3	4,5	5,8	6,8	3,5	**-6,7**	-4,7	**1,6**	-0,3	**1,7**	-1,3
Zaposlenost	0,3	-0,2	1,5	3,0	2,8	**-2,7**	-0,1	**-2,6**	-1,9	**-0,4**	-0,9
Razpoložljivi dohodek*	4,3	2,9	4,2	5,6	4,2	**-1,4**	-0,9	**-3,1**	-4,2	**1,5**	-0,6
Popvrečna sredstva za zaposlene	7,8	5,6	5,3	6,4	7,0	**2,4**	-0,1	**1,0**	-2,7	**3,6**	-0,3
Produktivnost	4,0	4,7	4,2	3,7	0,7	**-4,1**	-4,7	**4,3**	1,7	**2,1**	-0,4
ULC (nominalni)	3,7	0,9	1,0	2,6	6,2	**6,8**	4,9	**-3,2**	-4,3	**1,5**	0,1
Prispevki k rasti BDP	*odstotne točke*										
Domače povpraševanje (brez sprememb zalog)	3,5	3,0	4,9	6,8	4,3	**-7,8**	…	**1,9**	…	**1,7**	…
Neto izvoz	-0,5	2,2	0,2	-1,8	-0,1	**2,4**	1,5	**-0,8**	-0,3	**-0,1**	0,2
Prispevek zalog	1,3	-0,7	0,7	1,9	-0,7	**-1,4**	…	**0,5**	…	**0,1**	…

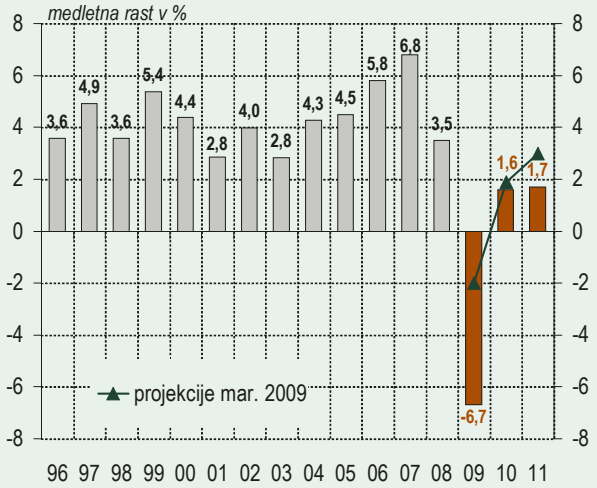
** Neto plače, ostali prejemki iz delovnega razmerja in socialni prejemki; deflacionirano s HICP.*
Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, marec 2009.
Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.

Slika 3.1: Domače povpraševanje in BDP



Vir: SURS; preračun Banka Slovenije.

Slika 3.2: Projekcije rasti BDP



Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije.

cij BDP navzdol za letos so precejšnji, v naslednjih dveh letih pa naj bi se rast BDP postopoma okrepila, vendar bo še vedno ostala na precej nizki ravni.

V drugem četrtletju letos se je realni BDP medletno znižal za 9,3%, struktura upada na izdatkovni strani pa je bila podobna kot v prvem četrtletju, z znatnim znižanjem izvoza in uvoza, še bolj pa investicij. Znižanje BDP je skladno z občutnim zniževanjem gospodarske rasti v EU in občutnim krčenjem aktivnosti v evroobmočju, ki je najgloblje od 70-ih let dalje. V drugem četrtletju letos so se na medletni ravni realno najbolj znižale bruto investicije, za 36,7%, pri čemer so se bruto investicije v osnovna sredstva realno znižale za 27,3%. Mednarodna trgovina se je zaradi posledic finančne krize močno znižala na globalni ravni, kar se kaže tudi v podatkih o menjavi Slovenije s tujino. Saldo menjave s tujino je na gospodarsko rast v drugem četrtletju vplival pozitivno v višini 3,1 odstotne točke zaradi bistveno večjega medletnega znižanja uvoza, za 24,8%, medtem ko se je izvoz zmanjšal za 21,3%. Domače trošenje se je v drugem četrtletju močno znižalo, pri čemer se je potrošnja gospodinjstev medletno skrčila za 2,6%. Potrošnja države se je v drugem četrtletju medletno zvišala za 4,3%, kar predstavlja nadaljevanje

Tabela 3.2: BDP in izdatkovne komponente

	BDP				Zasebna potrošnja				Potrošnja države				Bruto investicije v osn. sredstva				Izvoz				Uvoz			
	2008		2009		2008		2009		2008		2009		2008		2009		2008		2009		2008		2009	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
medletna sprememba v %, desezonirano in prilagojeno na število delovnih dni																								
EA*	0,5	-1,7	-4,9	-4,7	0,0	-0,7	-1,4	-0,8	2,3	2,5	2,6	2,2	-1,0	-5,5	-11,0	-10,9	1,4	-6,7	-16,6	-17,1	1,1	-3,8	-12,9	-14,4
EU**	0,7	-1,7	-4,8	-4,8	0,4	-0,6	-1,9	-1,7	2,5	2,6	1,9	1,2	-1,0	-5,6	-11,2	-11,6	1,7	-5,9	-15,6	-16,4	1,3	-4,2	-13,6	-15,3
ZDA	0,0	-1,9	-3,3	-3,9	-0,7	-1,8	-1,5	-1,8	3,0	3,1	1,9	2,5	-3,9	-7,6	-15,5	-17,2	5,4	-3,4	-11,6	-15,2	-3,3	-6,8	-16,2	-18,6
Japonska	-0,3	-4,5	-8,3	-6,5	0,7	-0,2	-2,7	-1,0	0,5	0,1	0,6	0,9	-4,8	-7,8	-14,1	-14,7	4,0	-12,9	-36,3	-29,3	-0,1	2,6	-15,3	-17,1
Slovenija	3,9	-0,8	-8,3	-9,3	0,6	1,1	0,2	-2,6	4,6	5,0	3,8	4,3	4,5	-5,3	-22,5	-27,3	4,2	-6,2	-20,8	-21,3	3,0	-6,6	-22,1	-24,8

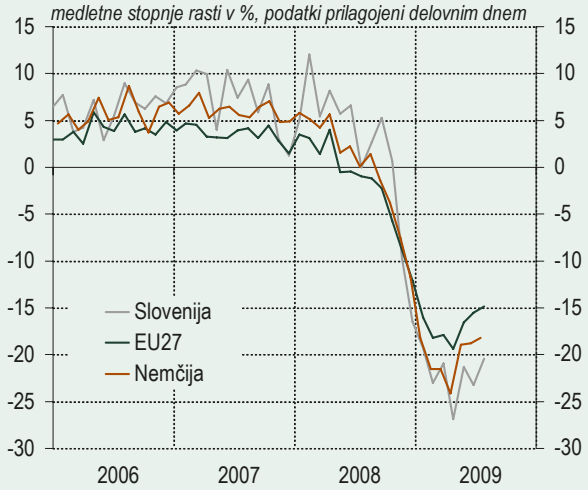
** evroobmočje (16 držav), ** Evropska unija (27 držav)*
Vir: Eurostat, SURS.

zviševanja iz predhodnih dveh četrtletij. Struktura upada skupne dodane vrednosti je bila po dejavnostih podobna tisti iz prvega četrtletja.

Gospodarska aktivnost se je po močni konjunkturi v zadnjih letih in padcu v zadnjih treh četrtletjih vrnila na raven iz konca leta 2006, v drugem četrtletju letos pa se je tekoča rast nekoliko okrepila. V zadnjem četrtletju lani in v prvi polovici letošnjega leta se je raven gospodarske aktivnosti kumulativno znižala za skoraj 10%. Rahlo tekoče zvišanje gospodarske aktivnosti v drugem četrtletju 2009, ki temelji predvsem na izboljšanem saldu mednarodne menjave in manjšem zniževanju zalog ter povečani potrošnji države, odraža še vedno slabe razmere v mednarodnem okolju. Po objavljenih podatkih je bilo največje medletno znižanje BDP doseženo v drugem četrtletju letos. Ob upoštevanju tako neugodnih podatkov v prvi polovici letošnjega leta relativno zmerna negativna rast iz spomladanske projekcije ni več verjetna, zelo verjetno pa je, da bo v letošnjem letu nižja kot v povprečju evroobmočja.

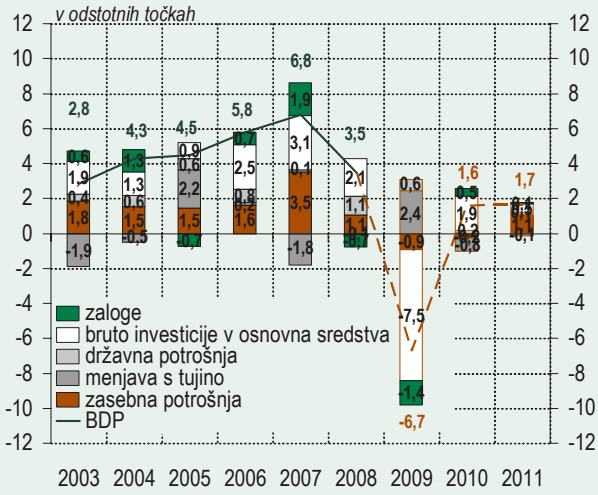
Ob nizkem povpraševanju, zmanjševanju naročil in hkratnem nazadovanju proizvodnje so se močno zmanjšale zaloge in bistveno prispevale k upadu BDP v prvi polovici leta. Po tako močnem zmanjšanju zalog obstaja dokaj velika verjetnost, da se bodo do konca leta nekoliko okrepile. Po naraščajočem trendu rasti zalog od leta 2005 v skladu s povprečno relativno visoko gospodarsko rastjo, ki je kljub temu vodila v akumuliranje večjega obsega zalog, je v prvi polovici letoš-

Slika 3.3: Industrijska proizvodnja



Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

Slika 3.4: Prispevki komponent trošenja k rasti BDP



Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije.

Tabela 3.3: Komponente domačega povpraševanja

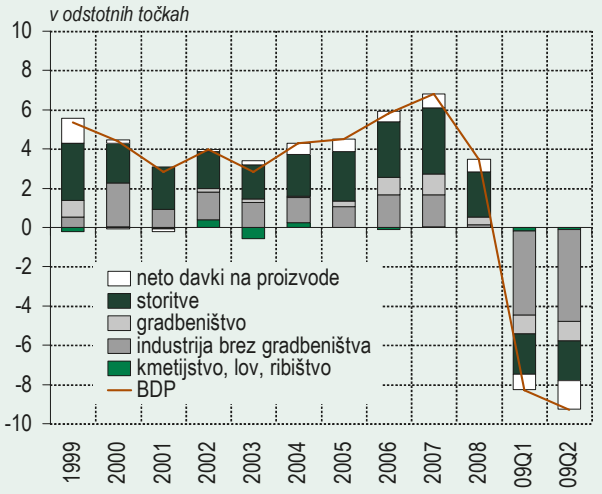
						Projekcije					
						2009		2010		2011	
	2004	2005	2006	2007	2008	**sep.**	Δ	**sep.**	Δ	**sep.**	Δ
	realne stopnje rasti v %										
Domače povpraševanje	4,8	2,3	5,6	8,6	3,5	**-9,0**	-6,2	**2,4**	-0,1	**1,8**	-1,6
Zasebna potrošnja	2,7	2,6	2,9	6,7	2,0	**-1,8**	-2,7	**-0,4**	-1,8	**2,1**	0,1
Potrošnja države	3,4	3,4	4,0	0,7	6,2	**3,4**	1,3	**0,9**	-1,2	**0,6**	-1,9
Bruto investicije v osnovna sredstva	5,6	3,7	9,9	11,7	7,7	**-25,2**	…	**8,3**	…	**1,8**	…

Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti marec 2009.
Vir: SURS, Banka Slovenije.

njega leta prav znižanje obsega zalog močno prispevalo k upadu gospodarske aktivnosti. Ciklično zniževanje zalog se je sicer začelo že v zadnjem četrtletju lanskega leta, vendar je težko zanesljivo oceniti, kako obsežna prilagoditev navzdol bo še potrebna. To oceno otežuje tudi nadaljnje upadanje novih naročil, zato je smiselno pričakovati, da bo nova proizvodnja na zelo nizki ravni, posledično naraščanje zalog pa bo verjetno zelo počasno. Zniževanje zalog v letošnjem letu je prisotno tudi v drugih državah evroobmočja, v Sloveniji pa je prispevalo skoraj 4 odstotne točke k ocenjenemu povprečnemu 8,8% medletnemu znižanju BDP v prvi polovici leta. Pri tem se je zniževanje obsega zalog v industriji v drugem četrtletju upočasnilo glede na prvo četrtletje, kar povečuje verjetnost postopnega preobrata v dinamiki zalog. Pod predpostavko postopnega gospodarskega okrevanja v glavnih trgovinskih partnericah Slovenije in postopnim povečevanjem proizvodnje je v osnovnem scenariju predvideno, da bo upad zalog v povprečju leta h gospodarski rasti prispeval -1,4 odstotne točke.

Struktura krčenja dodane vrednosti v prvi polovici leta je ostala podobna tisti iz konca lanskega leta, nekatere dejavnosti pa so v prvi polovici letošnjega leta zabeležile posebej velik upad. Posamezni kazalniki v zadnjih mesecih nakazujejo na stabilizacijo in možnost rasti aktivnosti v prihodnjem kratkoročnem obdobju. Dodana vrednost se je v prvi polovici leta najbolj znižala v predelovalnih dejavnostih, medletno za 21,3%. Medtem ko je bil v preteklih letih največji pospešek rasti dodane vrednosti dosežen v gradbeništvu, se je dodana vrednost v gradbeništvu v prvi polovici leta medletno skrčila za skoraj 13%. Zmanjševanje naročil iz tujine v prvi polovici leta v industriji in nizke ravni kazalcev gospodarskega stanja ter ponoven upad zaupanja potrošnikov nakazujeta na še vedno zelo šibka gospodarska gibanja do konca leta. V prvi polovici letošnjega leta so močan upad dodane vrednosti zabeležila tako podjetja, ki so vezana na domače povpraševanje, kot tudi podjetja, ki proizvajajo pretežno za tuje trge. Poleg velikega znižanja dodane vrednosti v predelovalnih dejavnostih in v gradbeništvu se je le-ta za okoli 12% znižala tudi v trgovini. V finančnem posredništvu so v prvi polovici leta zabeležili zvišanje dodane vrednosti v povprečju za več kot 8%, malo manj pa v zdravstvu, izobraževanju in javni upravi.

Slika 3.5: Prispevki komponent k medletni rasti BDP



Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.

Trošenje države in menjava s tujino bosta predvidoma dejavnika s pozitivnim prispevkom h gospodarski rasti v letošnjem letu. V drugem četrtletju letos se je končna potrošnja medletno realno znižala za 1%, k čemur je najbolj prispevalo medletno znižanje trošenja gospodinjstev za 2,6%. Pozitivno naj bi h gospodarski rasti v letu 2009 prispevala relativno visoka rast javne potrošnje, medtem ko bodo na počasno okrevanje bruto investicij tako kot v prvi polovici leta vplivali še vedno relativno neugodni pogoji financiranja in šibka zunanja konjunktura. Upad domačih investicij hkrati z naraščajočo stopnjo nezaposlenosti prispeva k neizkoriščenosti obstoječih kapacitet. Zato pričakujemo, da se gospodarska aktivnost še precej časa ne bo vrnila na raven ponudbenega potenciala, katerega ocene so sicer v trenutnih razmerah izredno negotove. V letu 2009 bo prispevek neto menjave s tujino predvidoma pozitiven, saj naj bi uvoz ob manjšem domačem povpraševanju upadel bolj kot izvoz.

Trošenje gospodinjstev se je v prvih šestih mesecih letos realno skrčilo za več kot 1% medletno, podobna

Okvir 3.1: Ukrepi vlade in vpliv državnih (fiskalnih) ukrepov

Države Evropske unije, vključno s Slovenijo, so v razmerah finančne in gospodarske krize sprejele številne ukrepe v podporo povpraševanju in zaupanju z namenom blaženja negativnih posledic gospodarskih razmer. Poleg delovanja avtomatskih stabilizatorjev, ki so tudi sami po sebi prispevali k povečevanju javnofinančnih primanjkljajev v državah Evropske unije, so države sprejele številne ukrepe v podporo finančnemu sistemu, gospodarstvu in prebivalstvu. Po ocenah iz junijskega gradiva Evropske komisije[1] naj bi države članice za podporo bančnemu sektorju namenile 13% BDP in dodatno odobrile še sredstva v višini 31% BDP. Največji delež ukrepov se nanaša na garancije za obveznosti bank, med ostalimi ukrepi pa izstopajo še likvidnostna podpora, kapitalske injekcije ter pomoči za oslabljena sredstva. Države so sprejele številne ukrepe tudi na področju podpore trgu dela, kupne moči prebivalstva ter spodbud podjetniškemu sektorju. Njihova učinkovitost bo odvisna od številnih dejavnikov, med drugim od pravočasnosti izvedbe, ciljanosti ter trajnosti kot tudi od velikosti fiskalnih multiplikatorjev, odprtosti gospodarstev in drugih dejavnikov. Gospodarska aktivnost se je v evroobmočju v drugem četrtletju tekoče še zmanjšala za 0,1%, hkrati pa so se – tudi pod vplivom sprejetih ukrepov – stabilizirala pričakovanja glede gospodarske rasti za letošnje leto. Kljub temu ostajajo negotovosti glede prihodnjih gibanj visoke.

Prvi ukrepi na področju finančnega sistema so bili namenjeni ohranitvi zaupanja in stabilnosti finančnega sistema, kar je predpogoj za njegovo nemoteno delovanje, ter s tem prenos prihrankov od suficitnih k deficitnim narodnogospodarskim sektorjem. Države Evropske unije so se lani odločile za neomejeno ali povišano jamstvo za vloge pri bankah v višini najmanj 50.000 EUR do konca leta 2010. Navedeni ukrep je bil ključen, saj je v pogojih izredno povečane negotovosti in dvomov prispeval k ohranitvi finančne stabilnosti in ponovni vzpostavitvi zaupanja v finančnem sektorju ter gospodarstvu nasploh. Vlada RS je letos konec avgusta sprejela predlog novele Zakona o bančništvu, ki bo v Sloveniji trajno zvišala ravni zajamčene vloge na 50.000 EUR neto, pri tem pa ostaja do konca leta 2010 v veljavi neomejeno jamstvo.

Banke v Sloveniji so do sredine septembra v omejenem obsegu koristile razpoložljive ukrepe države, ki so namenjeni spodbuditvi delovanja finančnih trgov in kreditiranja. Zgornja meja garancij države je bila v Sloveniji določena v višini 12 mrd EUR. V okviru jamstvene sheme za kreditiranje podjetij in zadrug je bankam na razpolago za 1,2 mrd EUR jamstev države za odobravanje posojil z ročnostjo med enim in desetimi leti. Država je na prvih treh avkcijah dodelila bankam jamstva v višini 310 mio EUR, banke pa so jih izkoristile v višini 80 mio EUR. Pri tem je celoten znesek kreditov, ki so jih banke vključile v jamstveno shemo dosegel 257 mio EUR. To pomeni, da je država prevzela v povprečju manj kot tretjino tveganja v posameznem poslu. Na obseg izkoriščenih jamstev verjetno pomembno vpliva tudi pripravljenost oziroma potreba bančnih komitentov po tovrstnem kreditiranju v trenutnih razmerah. Kljub temu podatki za julij in avgust kažejo na nekaj večje kreditiranje podjetij glede na drugo četrtletje. Septembra je bilo na podlagi jamstvene sheme odobrenih še za 50 mio EUR jamstev, pri čemer je država prevzela največ 35% tveganja. V okviru razpoložljivih ukrepov sta do sedaj dve banki izdali obveznico na osnovi državnega poroštva: NLB d.d. je sredi julija izdala triletno obveznico v višini 1,5 mrd EUR, ABANKA Vipa pa je septembra izdala triletno obveznico v višini 500 mio EUR. Sredi julija je bila sprejeta jamstvena shema RS za fizične osebe v višini 350 mio EUR, ki je namenjena bolj ogroženim skupinam prebivalstva, ki izpolnjujejo v zakonu določene pogoje: jamstva v višini 300 mio EUR so namenjena zaposlenim za določen čas oziroma mladim družinam, ki prvič rešujejo svoje stanovanjsko vprašanje, pri čemer država prevzema tveganje v višini 50% vrednosti posojila; jamstva v višini 50 mio EUR pa so namenjena tistim, ki so po 1. oktobru 2008 izgubili zaposlitev. Prednost pri dodelitvi jamstvene kvote bodo imele banke, ki bodo ponudile odobritev kreditov z nižjo skupno efektivno obrestno mero, prvi krediti v okviru te jamstvene sheme naj bi bili na voljo prebivalstvu oktobra. Vsi omenjeni ukrepi so časovno omejeni in se izvajajo do 31. decembra 2010 oziroma do porabe razpoložljivih sredstev.

Pomemben del ukrepov v Sloveniji je usmerjen v ohranjanje delovnih mest in s tem dohodkov prebivalstva, njihov končni učinek pa bo odvisen od hitrosti gospodarskega okrevanja. Ukrepi na področju trga dela so usmerjeni v omejevanje negativnega vpliva upada zunanjega povpraševanja na proizvodnjo in zaposlenost zaradi velikih gospodarskih in socialnih stroškov, ki so povezani z dolgoročno nezaposlenostjo in ki pomenijo izgubo človeškega kapitala. Denarna nadomestila brezposelnim se tipično v neugodnih gospodarskih razmerah

avtomatsko močno povečajo; v Sloveniji so se izplačila nadomestil brezposelnim letos v prvi polovici leta medletno povečala za 69%. Hkrati so se v tem obdobju povečali pomen in sredstva za izvajanje programov aktivne politike zaposlovanja. Vlada je glede na razmere sprejela dodatne ukrepe na trgu dela. Ključni ukrep na tem področju je januarja sprejet Zakon o delnem subvencioniranju polnega delovnega časa. Do začetka septembra se je v ukrep vključilo 701 podjetje s 60.939 zaposlenimi, manj od prvotnih ocen. Ukrep je bil dopolnjen z novim ukrepom, Zakonom o delnem povračilu nadomestila plač za delavce na čakanju. V ta ukrep je bilo do začetka septembra vključeno 211 podjetij z 8.951 zaposlenimi, ki morajo del časa, ko so na čakanju na delo, nameniti tudi usposabljanju. Število zaposlenih se postopno zmanjšuje kljub navedenim ukrepom, število brezposelnih pa raste. Z ukrepi subvencioniranja je Vlada uspela za zdaj ta negativna gibanja vsaj nekoliko ublažiti in s tem deloma ohraniti dohodke prebivalstva.[2] V kolikšni meri sta ukrepa le upočasnila prilagajanje zaposlenosti in potrebne strukturne prilagoditve se bo pokazalo v prihodnjih mesecih.

Republika Slovenija je v letošnjem letu izdala tri obveznice v skupni vrednosti 4 mrd EUR. V skladu z dopolnjenim Programom financiranja so sredstva namenjena za financiranje izvrševanja proračuna, financiranje ukrepov v zvezi s krizo ter predčasnemu financiranju za odplačila glavnic državnega dolga. V sklopu teh ukrepov je država z izdajami obveznic pridobljena finančna sredstva deloma naložila pri bankah in z novelo Zakona o javnih financah omogočila podaljšanje ročnosti vezave sredstev države pri bankah do treh let. Velik obseg novega zadolževanja močno vpliva na stanje dolga države, ki bo letos precej preseglo 30% BDP. Posledično se bodo v prihodnjih letih znatno povečali stroški obresti, saj naj bi izhajajoč iz proračunskega priročnika 2010–2011 proračun RS v letu 2011 namenil za servisiranje javnega dolga 671 mio EUR (okoli 1,8% BDP), medtem ko je v letošnjem letu za ta namen predvidenih 361 mio EUR (okoli 1% BDP). Skladno s pravili, ki jih je potrdil Eurostat, bo večina ukrepov v podporo bančnemu sistemu obravnavano kot finančna transakcija (vpliv na dolg, ne pa na primanjkljaj) ali kot implicitna obveznost (brez vpliva na dolg ali primanjkljaj). V nacionalnih računih garancije ne vplivajo na primanjkljaj in dolg države oziroma pride do tega šele, če so vnovčene. Zaradi velikega obsega garancij v državah članicah EU se bo z jesenskim poročanjem o primanjkljaju in dolgu sektorja države začelo spremljati tudi te. Iz istega razloga bo spremljanje podatkov pomembno tudi za Slovenijo.

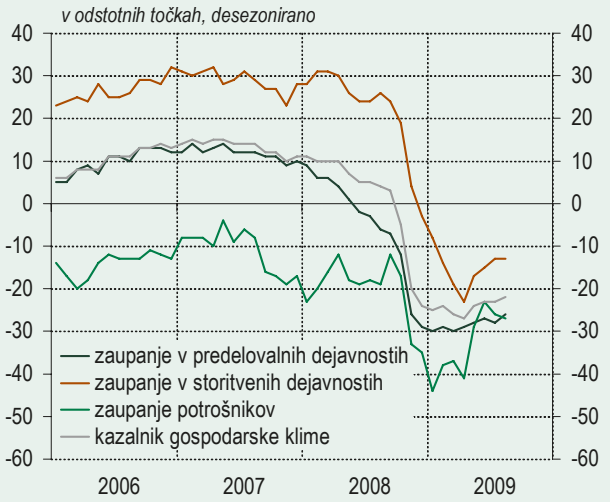
V domačem in tujem institucionalnem okolju se kot prednostna naloga na področju javnih financ poudarja oblikovanje izhodne strategije, upoštevajoč gospodarski položaj ter višino primanjkljaja in dolga države. Potrebno je tudi spremljanje gibanja implicitnih obveznosti, ki so se v zadnjem letu močno povečale. V letošnjem letu bo primanjkljaj države po trenutnih ocenah dosegel okoli 6% BDP. Slovenija bo tako postala ena izmed držav v postopku prekomernega primanjkljaja. Vračanje v okvire Pakta stabilnosti in rasti postaja zato prednostna naloga javnih financ. V oceni dopolnitve slovenskega programa stabilnosti iz aprila letos je julija Svet EU Sloveniji predlagal izvedbo ukrepov v podporo gospodarstvu v letošnjem letu, postopno odpravo javnofinančnih spodbud v letu 2010 in večjo konsolidacijo v letu 2011 ter ukrepe za zagotovitev vzdržnosti javnih financ, predvsem na pokojninskem področju. Skladno z usmeritvami Vlade naj bi fiskalna prilagoditev v Sloveniji temeljila na omejevanju rasti odhodkov. V sklopu priprave proračunov RS za leti 2010 in 2011 je Vlada uvedla fiskalno pravilo, katerega cilj je ohranjanje nominalno nespremenjenih odhodkov proračuna RS vse do leta 2011. Za doseganje tega cilja je Vlada začela pogajanja s sindikati javnega sektorja, s katerimi želi doseči dogovor o nominalno nespremenjeni masi plač v prihodnjem letu. Fiskalna konsolidacija bo glede na letos dosežena neravnovesja morala v prihodnjih letih presegati minimalno zahtevo iz Pakta stabilnosti in rasti glede izboljšanja strukturnega primanjkljaja v višini 0,5% BDP letno. Relativno hitra konsolidacija bi ohranila kredibilnost, ki jo ima Slovenija na mednarodnih finančnih trgih.

[1] Evropska komisija: Public Finances in EMU, junij 2009.

[2] Sprejet je bil tudi Zakon o posebnem dodatku za socialno ogrožene, na podlagi katerega se socialno najbolj ogroženim izplača poseben dodatek v višini od 80 do 200 EUR. Za ta ukrep je predvidenih 15 mio EUR.

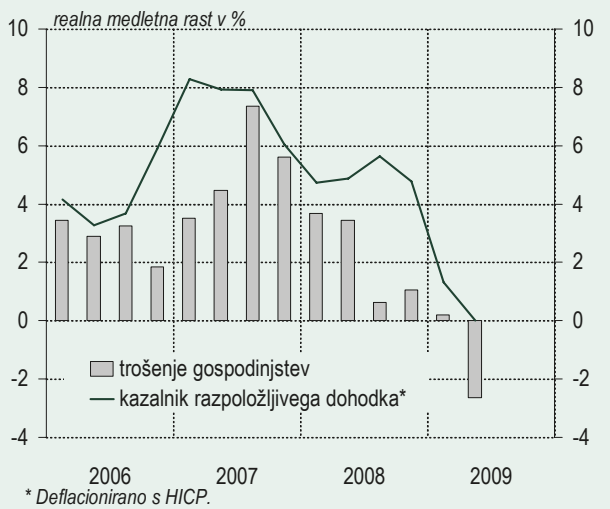
gibanja pa so pričakovana tudi v drugi polovici leta. Trošenje gospodinjstev naj bi po osnovnih projekcijah v prihodnje zaostajalo za upadom BDP ter se postopoma stabiliziralo in okrepilo v skladu z razmerami na trgu dela. Pomemben dejavnik trošenja gospodinjstev bo v letošnjem letu nadaljnje zniževanje rasti plač v zase-

Slika 3.6: Kazalniki zaupanja



Vir: SURS.

Slika 3.7: Trošenje gospodinjstev in razpoložljivi dohodek



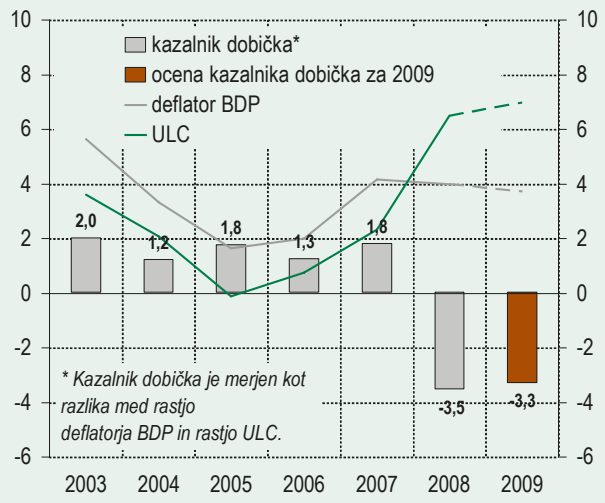
* Deflacionirano s HICP.
Vir: SURS; preračun Banka Slovenije.

bnem sektorju zaradi krčenja proizvodnje in vse manj ugodnih razmer na trgu dela. Skladno s tem so se kazalci zaupanja potrošnikov zelo znižali v prvi polovici leta, med njimi najbolj občutno ocene stanja o gospodarskih razmerah v Sloveniji, poslabšala pa so se tudi pričakovanja potrošnikov glede prihodnjih gospodarskih dogajanj. Podobna gibanja kazalnikov zaupanja so značilna tudi v drugih državah Evropske unije. Na porabo gospodinjstev utegnejo zaviralno vplivati tudi še vedno zaostreni pogoji za pridobitev kreditov, negativni premoženjski učinki in morebitne dodatne davčne obremenitve.

Realni razpoložljivi dohodek naj bi se letos znižal zaradi nizke nominalne rasti plač in padca zaposlenosti, postopoma pa naj bi se stabiliziral. Obseg razpoložljivega dohodka se letos občutno krči zaradi zniževanja povprečnih prejemkov, še bolj pa zaradi nižje zaposlenosti predvsem v zasebnem sektorju. Zniževanje inflacije v letošnjem letu in njena umirjena rast v obdobju projekcij vplivata ugodno na realni razpoložljivi dohodek. V prvi polovici leta 2009 se je masa neto plač, ki predstavlja večinski delež razpoložljivega dohodka, medletno povečala za približno 5%, medtem ko občutno rastejo nekatere ostale komponente razpoložljivega dohodka, predvsem socialni transferi, v glavnem zaradi naraščajočega števila nezaposlenih. Število registriranih brezposelnih se je v drugem četrtletju še povečevalo, do konca avgusta pa je preseglo 88.000 oseb. Število prejemnikov socialnih transferov v gospodinjstvih se je v prvi polovici leta povečalo zaradi nadaljnje rasti nezaposlenosti in rasti števila prejemnikov drugih socialnih transferov. Tako se je v prvih šestih mesecih letos povečalo število prejemnikov pokojnin, predvsem starostnih pokojnin. Upad realnega razpoložljivega dohodka v letu 2009 bi lahko znašal okoli 1,4%, v naslednjem letu pa naj bi se zaradi dodatne umiritve rasti plač še poglobil. Šele v letu 2011 bi se lahko realni razpoložljivi dohodek ponovno povišal, predvidoma za 1,5%. Na počasnejšo rast razpoložljivega dohodka v primerjavi s predhodnimi projekcijami vpliva predvsem dinamika rasti plač v letih 2009 in 2010 ter večje zmanjšanje zaposlenosti od predvidenega v predhodnih projekcijah.

Rast potrošnje države naj bi se po visoki rasti v letošnjem letu po ocenah v naslednjih dveh letih umirila. Končna potrošnja države se je v prvi polovici leta 2009 zvišala za 4%. Ocena potrošnje države za leto 2009 je bila glede na predhodno oceno popravljena navzgor za 1,3 odstotne točke na 3,4%, kar je deloma tudi posledica rasti zaposlenosti v sektorju države, ki se je v prvi polovici leta zvišala podobno kot lani, za 1,4% medletno. Rast trošenja države se bo v letih 2010 in 2011 upočasnila na

Slika 3.8: Kazalnik dobička



Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.

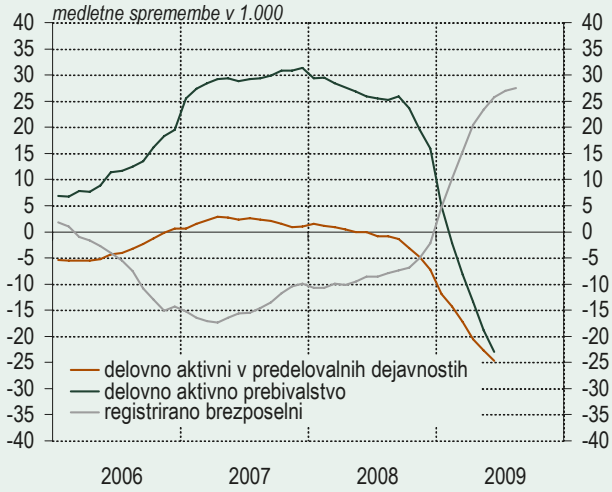
raven pod 1% letno. Ta umiritev opozarja na omejitve, s katerimi se srečuje Vlada pri vplivanju na potrošnjo. Proračunski dokumenti Vlade, ki so v pripravi, nakazujejo namere vlade k varčevanju na področju plač in materialnih stroškov. Vlada je tako sindikatom javnega sektorja posredovala predloge za omejitev rasti stroškov dela v javnem sektorju.

Na bruto investicije, ki so se v prvi polovici 2009 precej znižale, so poleg ohlajanja zunanje konjunkture vplivali še vedno relativno zaostreni pogoji financiranja. Bruto investicije so se v prvem četrtletju medletno znižale za dobrih 31% in v drugem četrtletju za 36,7%, medtem ko so še lani v prvih šestih mesecih stopnje rasti investicij dosegale dvomestne stopnje rasti. Najhitreje so se znižale investicije v stroje in opremo, v prvi polovici leta povprečno za 33,4%. Od tega so se investicije v transportno opremo znižale kar za 43%. Med investicijami v zgradbe so se v prvih šestih mesecih letos investicije v stanovanjske objekte znižale za 16,6%, investicije v druge stavbe oz. nestanovanjsko gradnjo pa za 22,6%. Bruto investicije v osnovna sredstva naj bi se letos znižale za več kot 25%, kar je predvsem posledica velikega krčenja ekonomske aktivnosti v prvem in drugem četrtletju ter pričakovane šibke tuje konjunkture v obdobju do konca leta. Podobno se bo v prihodnje upočasnjevala tudi dinamika investicij v zgradbe in objekte. Na to nakazujejo rezultati anket o poslovnih tendencah v gradbeništvu in podatki o izdanih gradbenih dovoljenjih v prvi polovici leta. Rast investicij države ter investicij javnih podjetij pod državnim nadzorom (predvsem DARS-a) naj bi bila letos precej nižja kot lani. Potem ko je znašal delež investicij države v BDP v letih 2006 in 2007 3,7% BDP, se je njihov delež lani zvišal na 4,2% BDP, kljub nizki rasti pa naj bi se tudi letos v razmerah gospodarske krize njihov delež zvišal. Na investicije zasebnega sektorja bo spodbujevalno vplivalo predvsem nadaljnje postopno zmanjševanje stopnje davka na dobiček, s 25% v 2006 na 20% v letu 2010. To lahko pomeni večji dobiček podjetij in s tem večja razpoložljiva sredstva za investiranje. Na drugi strani bodo rast dobičkov in s tem investicijsko porabo podjetij omejevale neporavnane obveznosti iz poslovanja in težave pri pridobivanju kreditov, ki izhajajo iz zaostrenih pogojev financiranja, ki so posledica povečanih premij za tveganja na mednarodnih finančnih trgih, in kumuliranega obsega dolga.

Trg dela

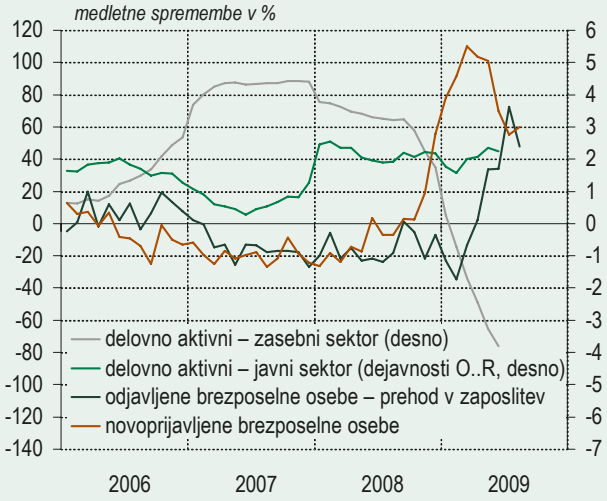
Zmanjševanje števila delovno aktivnega prebivalstva in števila plačanih delovnih ur v prvi polovici leta kaže na hiter odziv trga dela v zasebnem sektorju na naglo znižanje gospodarske aktivnosti. Po velikem znižanju obsega mednarodne menjave in aktivnosti v predelovalnih dejavnostih ob koncu lanskega leta se je v začetku letošnjega leta gospodarska kriza močneje odrazila tudi v zmanjševanju zaposlenosti v večini ostalih dejavnosti zasebnega sektorja. Število delovno aktivnega prebivalstva v zasebnem sektorju, ki se je še v zadnjem četrtletju lani medletno povečalo za več kot 2%, je bilo ob koncu prvega polletja 2009 medletno nižje za 3,8%. Medletna rast zaposlenosti v prvi polovici leta v sektorju države je ublažila padec skupne zaposlenosti, ki je ob koncu prvega polletja znašal 2,6%. Gospodarska kriza se je odrazila tudi v povprečnem številu plačanih delovnih ur na zaposlenega, ki je bilo v prvi polovici leta medletno

Slika 3.9: Delovno aktivno prebivalstvo in registrirana brezposelnost



Vir: SURS, Zavod RS za zaposlovanje, preračun Banka Slovenije.

Slika 3.10: Trg dela

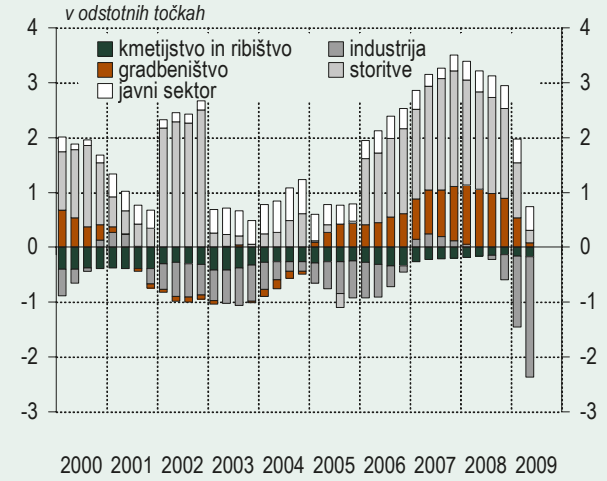


Vir: SURS, Zavod RS za zaposlovanje, preračuni Banka Slovenije.

manjše za 1,8%. V drugem in začetku tretjega četrtletja so se negativna gibanja na trgu dela umirila, na kar kaže upočasnjeno zmanjševanje števila delovno aktivnega prebivalstva in s tem počasnejša rast števila brezposelnih, hkrati pa se je precej povečalo število oseb, ki so iz brezposelnosti prešle v zaposlenost.

V predelovalnih dejavnostih, ki so najbolj izpostavljene mednarodni konkurenci, se je zmanjševanje zaposlenosti začelo že v tretjem četrtletju lani, v prvi polovici letošnjega leta pa se je ob poglobitvi krize še pospešilo. Tako je bilo v drugem četrtletju v predelovalnih dejavnostih zaposlenih dobrih 10% oziroma 22.700 oseb manj kot pred enim letom. Zaposlenost se je znižala v vseh dejavnostih predelovalne industrije z izjemo farmacije ter proizvodnje koksa in naftnih derivatov. Poleg proizvodnje tekstila, oblačil in izdelkov iz usnja, kjer se je zaposlenost intenzivno zmanjševala že v preteklih letih, je bil upad zaposlenosti največji v izvozno usmerjenih dejavnostih, kot so proizvodnja gume in plastičnih mas, proizvodnja motornih vozil in električnih ter drugih strojev in naprav. Upad zaposlenosti v izvozno usmerjenih dejavnostih je k znižanju zaposlenosti v predelovalnih dejavnostih v prvi polovici leta prispeval preko 50%. V ostalih dejavnostih zasebnega sektorja je bilo zniževanje zaposlenosti intenzivno še v prometu in skladiščenju, precej

Slika 3.11: Prispevki posameznih dejavnosti k rasti zaposlenosti



Vir: SURS – nacionalni računi; preračuni Banka Slovenije.

večje kot v preteklih letih pa tudi v kmetijstvu. V predelovalnih dejavnostih se je najbolj znižalo tudi povprečno število plačanih delovnih ur na zaposlenega, in sicer v prvi polovici leta medletno za 4,5%, kar je povezano tudi s prevladujočim deležem industrijskih podjetij v shemi subvencioniranja skrajšanega delovnega časa.

Poslabšanje razmer na trgu dela se je odrazilo tudi v manjšem številu prijavljenih prostih delovnih mest in realiziranih zaposlitev, dodatna krepitev deleža delovnih mest za določen čas v obeh kategorijah pa kaže

Slika 3.12: Prosta in nezasedena delovna mesta ter realizirane zaposlitve

Vir: Zavod RS za zaposlovanje, preračuni Banke Slovenije.

na presežno ponudbo dela, s čemer se dodatno povečuje fleksibilnost trga dela. Zmanjševanje števila prostih delovnih mest se je predvsem v prvem četrtletju letos še poglobilo, v prvih osmih mesecih pa je bilo medletno nižje za slabi dve petini. Po dejavnostih je bilo največje v predelovalnih dejavnostih, trgovini, prometu in skladiščenju ter poslovanju z nepremičninami. Zaradi presežne ponudbe dela in negotovih gospodarskih razmer v še večji meri prevladujejo zaposlitve za določen čas. Njihov delež med vsemi prostimi delovnimi mesti se je s 74,5% v povprečju leta 2008 do drugega četrtletja letos povečal na 78,0%, do avgusta pa tudi zaradi sezonskih vplivov na 82,0%. S podobno dinamiko rasti se je gibalo tudi število realiziranih zaposlitev. Njihovo medletno zmanjševanje se je v drugem četrtletju sicer umirilo zaradi 4,1% tekočega povečanja zaposlitev za določen čas, vendar se julija in avgusta dinamika ni izboljšala. Delež zaposlitev za določen čas se je v drugem četrtletju v primerjavi s povprečjem leta 2008 povečal za dobro odstotno točko na 79,4%, do avgusta pa na 82,2%. Delež nezasedenih prostih delovnih mest, merjen z razmerjem med številom novih zaposlitev in številom novo prijavljenih prostih delovnih mest, se je po močnem znižanju v zadnjem četrtletju lani proti koncu letošnjega prvega polletja začel povečevati.

Ukrepi države so letos omilili znižanje števila delovno aktivnih prebivalcev, kar nekoliko znižuje tveganje izgube dohodka gospodinjstev. V ukrep delnega subvencioniranja polnega delovnega časa, ki je začel veljati februarja, je bilo do konca avgusta vključenih 61.000 zaposlenih. Z uveljavitvijo novele Zakona o delnem subvencioniranju polnega delovnega časa, ki je začela veljati 25. julija, se je rok za vložitev zahteve za subvencije podaljšal do konca marca 2010, čas prejemanja subvencije pa je bil podaljšan za šest mesecev. Drug pomembnejši ukrep države je subvencioniranje nadomestil plače v času čakanja na delo, kamor je bilo do konca avgusta vključenih 9.000 posameznikov. Ministrstvo za delo ocenjuje, da sta ukrepa ohranila približno 15.000 delovnih mest, vendar je njihova srednjeročna ohranitev odvisna od strukture delovnih mest in dinamike okrevanja gospodarstva, kar je trenutno še vedno podvrženo veliki negotovosti. Tovrstno poseganje države na trg dela omogoča nekaterim podjetjem prebroditi težave zaradi začasnega znižanja povpraševanja po njihovih proizvodih. S tem imajo podjetja večje možnosti za ohranitev znanja in usposobljenih zaposlenih, dokler se ne povrne ustrezna raven aktivnosti. Hkrati na kratek rok tak ukrep ohranja kupno moč prebivalstva in zmanjšuje tveganje brezposelnosti in s tem preprečuje dodatno zniževanje domačega povpraševanja.

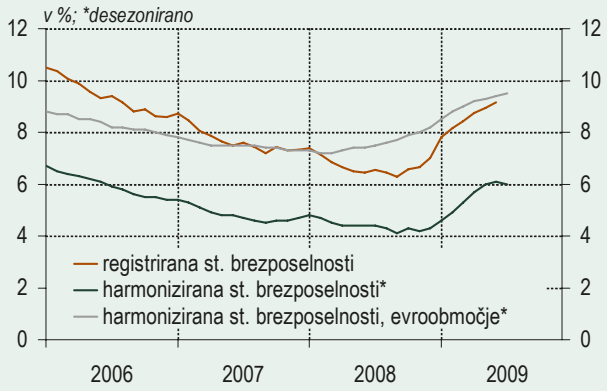
Samozaposleni so ob pomanjkanju prostih delovnih mest edina kategorija delovno aktivnega prebivalstva s pozitivno dinamiko rasti zaposlovanja v letošnjem letu. Povečevanje števila samozaposlenih (brez upoštevanja kmetov) se je stopnjevalo že v preteklih letih, letos pa se je dinamika še okrepila. Njihovo število je bilo junija letos za 5,7% večje kot pred letom. Samozaposlovanje s subvencioniranjem v višini 4.500 EUR na osebo spodbuja tudi država, pri čemer mora biti samozaposlitev ohranjena dve leti. V prvi polovici leta je bilo v ta program vključenih 2.300 od letos predvidenih 4.000 brezposelnih oseb.

Zaposlenost se bo po osnovnem scenariju projekcij poleg letošnjega zmanjšanja zaradi postopnega prila-

gajanja trga dela znižani aktivnosti zmanjšala tudi v letu 2010. Ocene iz predhodnega Poročila o cenovni stabilnosti o velikem zmanjšanju zaposlenosti v predelovalnih dejavnostih se uresničujejo, nadaljnje zmanjševanje pa je zaradi stečajev in nizkega tujega povpraševanja pričakovano do konca letošnjega leta in tudi v letu 2010. V gradbeništvu, kjer se je zaposlenost v zadnjih letih najbolj povečevala, se število delovno aktivnih tekoče zmanjšuje že od zadnjega četrtletja lani. Na medletni ravni je prilagajanje zmanjšani gradbeni aktivnosti počasnejše, saj je bilo število zaposlenih medletno manjše šele proti koncu drugega četrtletja letos. Deloma so se uresničila tudi pričakovanja o zmanjšanju zaposlenosti na račun zmanjšanja števila tujih delavcev. Njihovo število se je po podatkih SURS do konca junija v primerjavi z decembrom 2008 zmanjšalo za skoraj 3.000, oziroma za 14% skupnega zmanjšanja števila delovno aktivnih prebivalcev v tem obdobju. Kljub temu je bilo njihovo število konec junija še vedno nekoliko višje kot pred letom. Ker se je letos začelo zniževati število veljavnih in izdanih dovoljenj za delo tujcev, predvsem za zaposlitev v gradbeništvu, je v nadaljevanju leta pričakovati dodatno zmanjševanje števila tujih delavcev. Ob takšnih gibanjih in ob upoštevanju šibke aktivnosti tudi v nekaterih storitvenih dejavnostih je v projekcijah predvideno znižanje zaposlenosti za 2,7% v letu 2009, podobno pa naj bi bilo zaradi postopnega prilagajanja trga dela znižani aktivnosti tudi zmanjšanje zaposlenosti v letu 2010.

Število registrirano brezposelnih oseb je v drugem četrtletju 2009 doseglo raven iz leta 2006, torej iz obdobja pred vrhom zadnjega gospodarskega cikla, neugodna gibanja pa se bodo po pričakovanjih nadaljevala tudi v letu 2010. Avgusta je bilo registriranih 88.106 brezposelnih oseb, kar je 45,2% več kot pred letom. Po podatkih AJPES se je v prvi polovici leta med novoprijavljenimi najbolj povečal delež trajno presežnih delavcev in brezposelnih zaradi stečajev, delež brezposelnih zaradi izteka zaposlitve za določen čas pa se medletno ni bistveno spremenil. Brezposelnost se je najbolj povečala v prvem četrtletju, kasneje se je negativna dinamika umirila. V jesenskih mesecih je moč ponovno pričakovati hitrejše povečevanje števila brezposelnih. Avgusta se je število brezposelnih tekoče celo nekoliko zmanjšalo, a je bila sezona precej šibkejša kot v preteklih letih. Predvsem oktobra se bo priliv v brezposelnost predvidoma ponovno povečal, tudi zaradi sezonsko večjega števila iskalcev prve zaposlitve po zaključku šolanja. Stopnja registrirane brezposelnosti je ob polletju presegla 9% in je bila medletno višja za 2,7 odstotne točke. V nekoliko manjši meri sta se v tem obdobju povečali tudi stopnja anketne brezposelnosti, za 1,4 odstotne točke na 5,6%, in harmonizirana stopnja brezposelnosti, za 1,7 odstotne točke na 6,1%. Po projekcijah naj bi stopnja anketne brezposelnosti letos presegla 6% in se v letu 2010 povišala nad 7%.

Slika 3.13: Registrirana in harmonizirana stopnja brezposelnosti



Opomba: Eurostat objavlja harmonizirano stopnjo brezposlenosti na mesečni ravni. Podatki temeljijo na četrtletnih podatkih iz ankete o delovni sili (metodologija ILO) in zajemajo prebivalstvo v starostni dobi 15-74 let.
Vir: SURS, Eurostat.

Povprečna produktivnost dela se je po zmanjšanju v zadnjem četrtletju lani še dodatno znižala v prvi polovici leta 2009, saj se število zaposlenih le postopoma prilagaja zmanjšanemu obsegu aktivnosti. Zmanjševanje produktivnosti dela je dno doseglo v prvem četrtletju, ko je bil proizvod na zaposlenega medletno nižji za 8,8%. Produktivnost v predelovalnih dejavnostih je bila ob obsežnem znižanju proizvodnje kljub razmeroma hitremu zmanjševanju števila zaposlenih v prvem četrtletju nižja kar za 16,0%. Ob stabilizaciji proizvodnje na tekoči ravni se

je ob nadaljnjem zniževanju zaposlenosti v drugem četrtletju umirila tudi negativna medletna dinamika produktivnosti. V predelovalnih dejavnostih se je ob 3,9% znižanju števila zaposlenih v primerjavi s prvim četrtletjem proizvod na zaposlenega v drugem četrtletju tekoče povečal za 12,8%, kar je znižalo njegov medletni padec na -14,2%. To je prispevalo tudi k manjšemu padcu produktivnosti dela v celotnem gospodarstvu, ki je bila v drugem četrtletju medletno nižja za 7,8%. Zaradi nadaljnjega zniževanja zaposlenosti in pričakovanega postopnega okrevanja gospodarstva je v nadaljevanju leta pričakovano nadaljnje zmanjševanje negativne medletne dinamike v produktivnosti.

Gospodarstvo se na recesijo poleg postopnega zniževanja zaposlenosti odziva tudi s prilagajanjem stroškov dela v večjem delu zasebnega sektorja. V zadnjem četrtletju lani se je ob krčenju aktivnosti začela umirjati tudi rast stroškov dela, njeno zniževanje pa se je letos s poglobitvijo gospodarske krize močno pospešilo. V drugem četrtletju letos se je rast stroškov dela na zaposlenega medletno znižala na 1,0% in je bila za 5,2 odstotne točke nižja kot pred letom. Prispevek plač k skupni rasti stroškov dela, ki je še v tretjem četrtletju lani znašal 7,0 odstotne točke, se je do drugega četrtletja letos znižal na 3,2 odstotne točke. To je skladno z zniževanjem rasti plač v zasebnem sektorju, kjer so bile plače v predeloval-

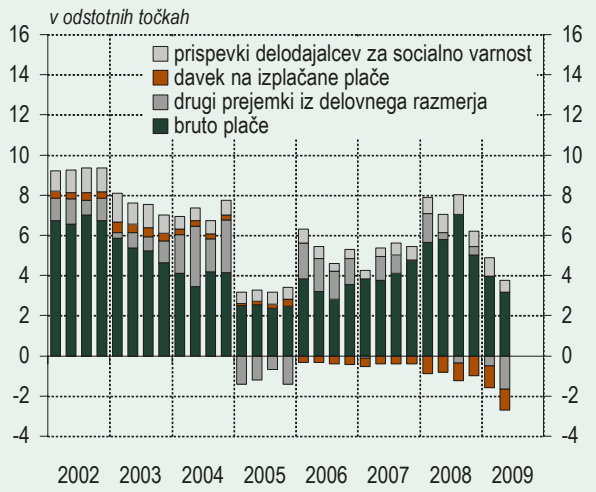
Tabela 3.4: Stroški dela

	2004	2005	2006	2007	2008	Q208	Q308	Q408	Q109	Q209
	medletna rast v %, nominalno									
Bruto plača	5,7	3,6	4,8	5,9	8,3	8,6	9,9	7,1	5,4	4,6
Bruto plača v zasebnem sektorju	7,2	3,7	5,5	6,8	7,9	9,4	9,3	4,9	2,7	1,6
Bruto plača v javnem sektorju	2,7	3,1	3,4	4,0	9,8	6,9	11,8	13,4	12,1	11,5
Bruto plača v predelovalnih dejavnostih	7,2	5,8	5,6	6,9	7,6	9,7	9,3	3,4	0,0	-0,5
Stroški dela na zaposlenega[1]	7,2	2,1	5,1	4,7	6,3	6,2	6,8	5,2	3,3	1,0
Drugi prejemki iz delovnega razmerja na zaposlenega	14,5	-6,9	9,8	3,2	2,8	1,9	-2,4	2,8	-3,6	-8,6
Bruto plača na enoto proizvoda	1,7	-1,0	0,5	2,2	7,6	6,1	8,8	10,5	15,6	13,5
Bruto plača na trendo enoto proizvoda[3]	2,5	0,4	1,6	2,7	5,1	5,4	6,7	3,9	2,2	1,4
Bruto plača v pred. dejavnostih na enoto proizvoda	1,8	0,0	-3,3	0,0	8,7	6,1	9,6	13,4	19,0	15,9
Bruto plača v pred. dejavnostih na trendno enoto proizvoda[3]	1,4	0,0	-0,2	1,1	1,9	3,9	3,5	-2,4	-5,9	-6,3
Stroški dela na enoto proizvoda[1]	3,1	-2,5	0,8	1,0	5,5	3,8	5,7	8,6	13,2	9,6
Stroški dela na trendno enoto proizvoda[1,3]	4,0	-1,1	1,8	1,5	3,1	3,0	3,6	2,0	0,0	-2,2
Sredstva za zaposlene na enoto proizvoda[2]	3,7	0,8	1,0	2,7	5,9	6,5	8,9	10,5	15,0	11,3
Proizvod na zaposlenega	4,0	4,7	4,2	3,7	0,7	2,3	1,0	-3,1	-8,8	-7,8
Proizvod na zaposlenega - predelovalne dejavnosti	5,4	5,8	9,2	6,9	-1,0	3,4	-0,2	-8,8	-16,0	-14,2
HICP	3,7	2,5	2,5	3,8	5,5	6,4	6,2	3,1	1,7	0,6
BDP deflator	3,4	1,6	2,1	4,2	3,8	4,4	3,6	3,0	3,4	2,9

[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: 3,2%
Proizvod na zaposlenega v predelovalnih dejavnostih - povprečje zadnjih 10 let: 5,8%
Enota proizvoda predstavlja razmerje realni BDP/zaposlenost po nacionalnih računih, v predelovalnih dejavnostih pa razmerje dodana vrednost v predelovalnih dejavnostih/zaposlenost v predelovalnih dejavnostih po nacionalnih računih.

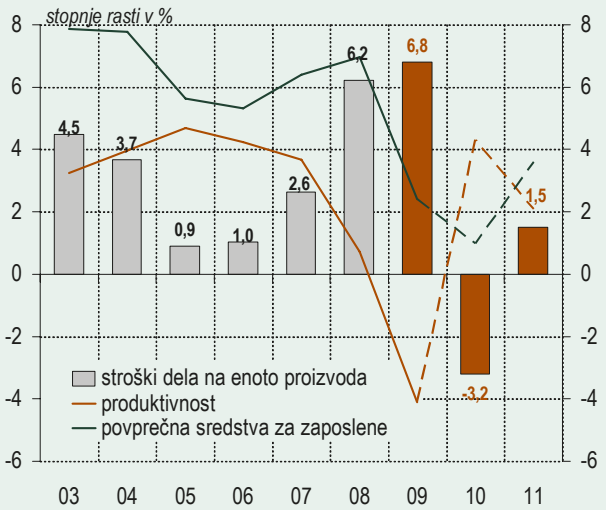
Vir: SURS, AJPES, Ministrstvo za finance Republike Slovenije; preračun Banka Slovenije.

Slika 3.14: Prispevki k rasti stroškov dela na zaposlenega



Vir: SURS, AJPES, Ministrstvo za finance; preračuni Banka Slovenije.

Slika 3.15: Stroški dela na enoto proizvoda



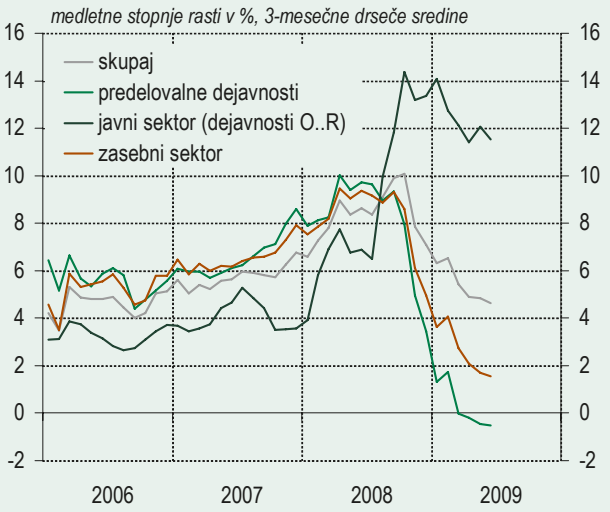
Vir: Nacionalni računi SURS; preračuni Banka Slovenije.

nih dejavnostih ter finančnih in zavarovalniških storitvah v drugem četrtletju že nižje kot pred letom. Rast stroškov dela je nižja tudi zaradi ukinitve davka na izplačane plače. Le-ta bo letos znižala rast stroškov dela za približno odstotno točko, k nižjim stroškom dela pa bo prispevala tudi nizka rast drugih prejemkov iz delovnega razmerja, katerih negativni prispevek k rasti skupnih stroškov dela se je v drugem četrtletju povečal na -1,7 odstotne točke.

Kljub zniževanju rasti nominalnih stroškov dela se je rast stroškov dela na enoto proizvoda v prvem četrtletju v primerjavi s koncem leta 2008 še povečala, preden se je v nadaljevanju leta začela zniževati. Medletna rast bruto plače na enoto proizvoda je bila v drugem četrtletju s 13,5% v primerjavi s prvim četrtletjem nižja za 2,1 odstotne točke. V predelovalnih dejavnostih se je bruto plača na enoto proizvoda v prvem četrtletju medletno povečala skoraj za petino, nato pa se je v drugem četrtletju v skladu z medletnim znižanjem plač in ustalitvijo ravni proizvodnje nekoliko umirila in je znašala 15,9%. Skupna rast stroškov dela se je tako po pospešku na 13,2% v prvem četrtletju v nadaljevanju leta približala ravni iz zadnjega četrtletja lani, ko je znašala 8,6%. Kljub temu po podatkih Eurostat-a ostaja visoka v primerjavi s povprečjem evroobmočja, kar poslabšuje mednarodno konkurenčnost slovenskega gospodarstva. Najnovejša dogajanja opozarjajo na naraščanje tveganj pri rasti plač.

Od začetka gospodarske krize so stroški dela na enoto proizvoda zaradi postopnega prilagajanja vplivali na počasnejše zniževanje osnovne inflacije, kot bi lahko pričakovali na podlagi upada povpraševanja. Kazalniki, ki upoštevajo popravek za ciklična gibanja, pa vendarle kažejo na prilagajanje zaostrenim razmeram, ki je sicer nujno potrebno z vidika ohranjanja stroškovne konkurenčnosti slovenskega gospodarstva. V drugi polovici leta 2008 je rast stroškov dela na enoto proizvoda začela prehitevati deflator BDP, največja razlika, 9,9 odstotne točke, pa je bila dosežena v prvem četrtletju letos. V drugem četrtletju se je rast stroškov dela v primerjavi z deflatorjem BDP zmanjšala na 6,7 odstotne točke. Stroški dela na trendno enoto proizvoda kažejo inflacijski del stroškov dela, če bi bila gospodarska rast blizu dolgoletnemu povprečju. Ta kazalnik se je začel izboljševati že v zadnjem četrtletju lani, do drugega četrtletja letos pa je njegova vrednost zaradi močno znižane rasti stroškov dela postala negativna, -2,2%. Zaradi precejšnjega znižanja rasti bruto plač se je začel zniževati tudi kazalnik bruto plače na trendno enoto proizvoda. Do drugega četrtletja se je v primerjavi s povprečjem leta 2008 znižal za 3,7 odstotne točke na 1,4%, kar je najmanj po letu 2005. V primeru predelovalnih dejavnosti se

Slika 3.16: Nominalne bruto plače



Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.

je negativna vrednost tega kazalnika v drugem četrtletju letos stopnjevala že tretje četrtletje zapored.

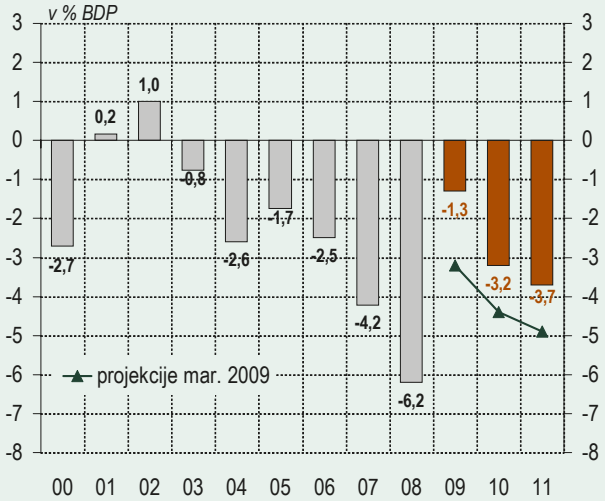
Rast plač v javnem sektorju bo letos v primerjavi z zasebnim sektorjem predvidoma višja za okoli pet odstotnih točk, v letu 2010 pa naj bi bila rast plač v obeh sektorjih približno enaka. V primerjavi s predhodnim Poročilom o cenovni stabilnosti so predpostavke o rasti plač v javnem sektorju močno znižane. Za leta 2009, 2010 in 2011 je bilo v skladu z izhodišči za pripravo proračunov za leti 2010 in 2011 predpostavljeno povečanje plač za 6,6%, 0,9% in 3,2%, pri čemer naj bi se v pogajanjih med vlado in reprezentativnimi sindikati dogovorili za način prilagoditve rasti plač v javnem sektorju novim makroekonomskim razmeram. Rast plač v javnem sektorju je z januarsko uveljavitvijo druge faze prehoda na nov plačni sistem v prvi polovici leta presegla 11%. V drugi polovici naj bi se rast močno znižala zaradi baznih učinkov, povezanih s prvo fazo prehoda na nov plačni sistem v lanskem avgustu, hkrati pa tudi zaradi neizplačevanja redne delovne uspešnosti ter znižanja višine izplačila delovne uspešnosti zaradi povečanega obsega dela, ki sta del varčevalnih ukrepov vlade, sprejetih februarja letos. Zamik nadaljnjega poviševanja plač v javnem sektorju v obdobje ugodnejših makroekonomskih razmer bi bil potreben zaradi zagotavljanja vzdržnosti javnih financ, saj so se samo v prvem polletju letos ob 7,4% znižanju javnofinančnih prihodkov konsolidirane bilance odhodki za plače in druge izdatke za zaposlene v javnem sektorju medletno povečali za 245 mio EUR (1,4% BDP v tem obdobju) oziroma za 14,2%.

Plače v zasebnem sektorju so se začele izredno hitro prilagajati zaostrenim makroekonomskim razmeram, letošnja nizka rast pa naj bi se po pričakovanjih nadaljevala tudi v letu 2010 in povzročila močan obrat navzdol pri stroških dela na enoto proizvoda. Zaradi neugodnih razmer v gospodarstvu se je nominalna rast povprečne bruto plače v drugem četrtletju letos v primerjavi z istim obdobjem leta 2008 znižala za 7,8 odstotne točke na 1,6%. Nizka rast naj bi se ohranila tudi v prihodnje, saj se letos zaradi slabih poslovnih rezultatov pričakuje še nižji obseg dodatnih izplačil ob koncu leta kot lani, prav tako pa je za avgusta letos pričakovana le delna izpolnitev predvidenega 2,3% povišanja izhodiščnih plač po kolektivni pogodbi iz maja 2008. Zaradi nizke realizirane in pričakovane inflacije ne bo prišlo do uskladitve plač z inflacijo, predvidene za januar 2010. Tudi v letu 2010 bo na rast plač negativno vplival letošnji padec gospodarske aktivnosti.

4 Zunanje ravnotežje in konkurenčnost

Primanjkljaj tekočega računa se bo po ocenah v letošnjem letu prvič po večletnem povečevanju znižal na okoli 1,3% BDP, nato pa se bo ponovno postopno poviševal in presegel 3% BDP. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance Slovenije je naraščal že od leta 2003 dalje, v zadnjih dveh letih se je povečeval v povprečju po 1,5 odstotne točke BDP letno. V letu 2008 je primanjkljaj tekočega računa znašal 2.287 mio EUR oziroma 6,2% BDP, kar je največ od osamosvojitve Slovenije. Najnovejše projekcije kažejo, da bi se lahko trend naraščanja primanjkljaja tekočega računa iz preteklih let v letošnjem letu začasno ustavil. Ocene kažejo, da se bo primanjkljaj letos znižal na slabo četrtino lanskega. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance naj bi se z 2,3 mrd EUR v letu 2008 znižal na približno 0,5 mrd EUR v letošnjem letu. Do zmanjšanja primanjkljaja v primerjavi s preteklim letom in glede na prejšnje projekcije naj bi prišlo predvsem zaradi ugodnejših pogojev menjave, hitrejšega zniževanja uvoza od izvoza in zaradi pričakovanega izboljšanja salda faktorskih dohodkov in transferov. Dinamika gibanja količinskega izvoza in uvoza ostaja v letu 2009

Slika 4.1: Projekcije tekočega računa



Vir: Banka Slovenije.

Tabela 4.1: Tekoči račun plačilne bilance

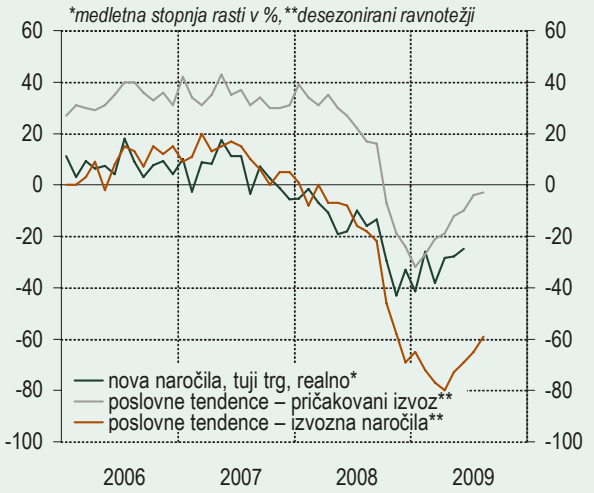
						Projekcije					
						2009		2010		2011	
	2004	2005	2006	2007	2008	**sep.**	Δ	**sep.**	Δ	**sep.**	Δ
	realne stopnje rasti v %										
Izvoz blaga in storitev	12,4	10,6	12,5	13,7	2,9	**-17,9**	-10,9	**2,1**	0,6	**4,0**	0,0
Uvoz blaga in storitev	13,3	6,6	12,2	16,3	2,9	**-20,4**	-12,5	**3,2**	1,1	**4,1**	-0,2
Tekoči račun: v mrd EUR	-0,7	-0,5	-0,8	-1,5	-2,3	**-0,5**	1,8	**-1,2**	0,5	**-1,4**	0,5
v % BDP	-2,6	-1,7	-2,5	-4,2	-6,2	**-1,3**	1,9	**-3,2**	1,2	**-3,7**	1,2
Pogoji menjave*	-1,0	-2,0	-0,5	0,6	-1,9	**2,8**	0,6	**-1,9**	-0,9	**-0,4**	-0,4

** Na podlagi deflatorjev nacionalnih računov.*
Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, marec 2009.
Vir: SURS, Banka Slovenije.

negativna in je v primerjavi s letošnjo spomladansko projekcijo močno popravljena navzdol, v skladu s hitrim zmanjševanjem tujega in domačega uvoznega povpraševanja. Dinamika količinskega uvoza in izvoza naj bi se v naslednjih letih povečevala in šele v letu 2011 presegla dinamiko iz leta 2008.

Do največjih popravkov glede na zadnje projekcije iz marca letos bo po ocenah prišlo v letošnjem letu, saj naj bi se zaradi recesije še dodatno zmanjšalo tako tuje kot domače povpraševanje, medletna dinamika menjave s tujino pa naj bi postala močno negativna. Po padcu izvoza za nekaj manj kot 18% in uvoza za dobrih 20% v letu 2009 naj bi bile stopnje obeh v nadaljevanju ponovno pozitivne, a daleč pod stopnjami iz preteklosti. Izdatno navzdol v primerjavi s spomladansko napovedjo so popravljene projekcije za 2009. Za leti 2010 in 2011 so popravki neznatni. Na občutno znižan obseg menjave v letošnjem letu vpliva zmanjšanje reeksporta cestnih vozil, ki je v letu 2007 predstavljal približno 5,7% celotnega izvoza. Čeprav je vpliv reeksporta na prispevek menjave s tujino nevtralen, bi se lahko ob predpostavljenem znižanju ravni teh transakcij za polovico rast izvoza in uvoza zmanjšala še za dodatne slabe 3 odstotne točke. Pod močnim udarom ekonomske krize je tudi domača predelovalna dejavnost, ki je tesno navezana na proizvodnjo in izvoz vmesnih proizvodov. Ta se je v prvi polovici letošnjega leta med vsemi ekonomskimi nameni izvoza blaga najbolj zmanjšal, in sicer za dobro tretjino. Vprašanje je, ali bo ob koncu krize vsa proizvodnja vmesnih proizvodov ponovno zaživela, saj velikokrat velike družbe ekonomsko krizo uporabijo tudi za zamenjavo proizvodnih partnerjev. Na manjši primanjkljaj menjave blaga in storitev ter tekočega računa plačilne bilance bodo močno vplivali tudi censki dejavniki. Po pričakovanjih naj bi se zaradi zniževanja cen energentov, hrane in ostalih surovin pogoji menjave, ki so se lani poslabšali za nekaj več kot 2 odstotni točki, v obdobju projekcij kumulativno izboljšali za slabo odstotno točko. Takšna ocena gibanja pogojev menjave je ob negotovostih na trgih energentov izpostavljena visoki ravni tveganja, podobno kot ocena gibanja neto dohodkov faktorjev, na katere v pretežni meri vplivajo dogajanja na svetovnih finančnih trgih.

Slika 4.2: Izvozna naročila

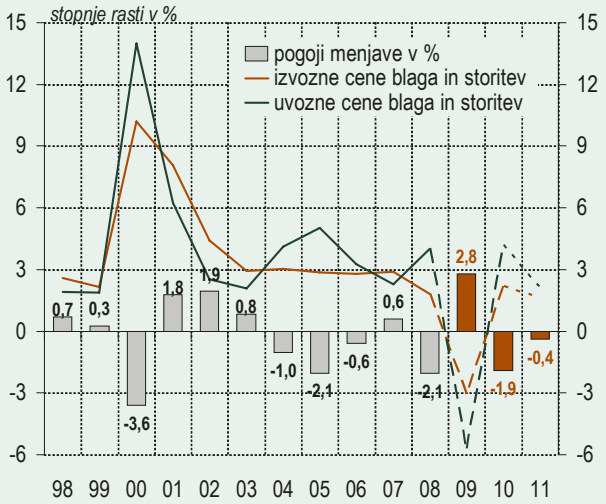


Vir: SURS.

Pričakovati je, da se bo primanjkljaj blagovne menjave v letošnjem in naslednjem letu tako v primerjavi z letom 2008 kot v primerjavi s predhodnimi projekcijami močno zmanjšal in bo najpomembnejši dejavnik izboljšanja rezultatov tekočih transakcij plačilne bilance s tujino. Primanjkljaj blagovne menjave naj bi se v letu 2009 glede na leto 2008 znižal za dobri dve tretjini z 2,7 mrd EUR na okoli 1,0 mrd EUR oziroma 2,9% BDP. Izboljšanje naj bi bilo predvsem posledica ugodnejših pogojev menjave, pa tudi relativno večjega medletnega zmanjšanja dinamike realnega uvoza od dinamike izvoza blaga. V naslednjih letih se bo dinamika rasti blagovne menjave v skladu s predvidenim izboljševanjem mednarodne konjunkture postopoma zviševala in se na strani izvoza gibala v skladu z dinamiko rasti tujega povpraševanja. Na upočasnjeno rast uvoza blaga bo poleg znižane dinamike rasti izvoza blaga[5] močno vplivalo tudi predpostavljeno zmanjšanje industrijske proizvodnje in domačega povpraševanja, saj bo poleg manjšega povpraševanja gospodinjstev precej skromno investicijsko povpraševanje, ki je bilo v preteklosti najbolj dinamična domača

[5] Proizvodnja za izvoz je močno odvisna od uvoza, saj je v povprečju za vsako dodatno enoto izvoza po oceni potrebne 0,7 enote uvoza.

Slika 4.3: Pogoji menjave



Vir: Nacionalni računi SURS; preračuni Banka Slovenije.

komponenta rasti BDP. Rast izvoza in uvoza blaga naj bi se od leta 2009 naprej postopoma povečevala in bi se v naslednjih dveh letih gibala pri izvozu med 2% in 4%, pri uvozu pa med 3% in 4%.

Na zmanjšanje primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance naj bi poleg zmanjševanja stroškov servisiranja dolga do tujine pomembno vplivalo ocenjeno izboljšanje pogojev menjave. Evrske cene nafte naj bi se v povprečju letošnjega v primerjavi s predhodnim letom zmanjšale za dobro tretjino. Na podlagi teh ocen ter ocen o znižanju cen primarnih surovin za 16,4% in nizke inflacije v evroobmočju naj bi se uvozne cene znižale za 5,8%, izvozne cene pa za 3,1%. Ocenjeni pozitivni učinek pogojev menjave blaga in storitev na saldo tekočega računa plačilne bilance naj bi v letu 2009 znašal nekaj več kot 0,7 mrd EUR, kar pojasni dobro tretjino zmanjšanja primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance v primerjavi s tistim iz leta 2008. Pogoji menjave naj bi se ob predvidenem postopnem povečevanju cen energentov in primarnih surovin v letu 2010 poslabšali za slabih 2%, v letu 2011 pa naj bi se poslabšali še za 0,4%.

Presežek v menjavi storitev s tujino naj bi v obdobju projekcij ostal dolgoročni dejavnik zmanjševanja primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance, četudi se bo dinamika tako izvoza kot uvoza storitev letos prehodno znižala. Na dinamiko rasti izvoza in uvoza storitev vplivajo podobni dejavniki kot na blagovno menjavo. Zmanjšana gospodarska aktivnost in manjše tuje povpraševanje bosta posredno najbolj vplivala na storitve, ki so tesno povezane z blagovno menjavo. Mednje spadajo predvsem transportne 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, naj bi se v prihodnjih letih zmanjšali tudi prihodki in predvsem izdatki od izvajanja investicijskih del v Sloveniji. Finančna in gospodarska kriza ter pričakovani upad kupne moči prebivalstva v najpomembnejših partnericah Slovenije bodo verjetno vplivali tudi na zmanjšanje prihodkov od potovanj. V prvih sedmih mesecih letos se je število tujih gostov in število nočitev medletno znižalo za okoli 10%. Med pomembnejšimi partnericami Slovenije se je število tujih gostov povečalo le iz Italije, za 3%, zmanjšalo pa se je iz Avstrije, za 4%, iz Nemčije, za 15%, najbolj pa iz Francije, za 17%. Ker kriza tudi v Sloveniji močno vpliva na povečanje negotovosti in zmanjšanje razpoložljivega dohodka ob hkratnem zmanjševanju zaposlenosti, se v letošnjem letu zmanjšuje tudi medletna rast izdatkov za potovanja. Ta je v prvih sedmih mesecih letos znašala 3%. Dinamika izvoza potovanj bi se lahko ob upoštevanju naštetih dejavnikov znižala za okoli 11%, kar pa je za tretjino manj kot pri blagovni menjavi. V primerjavi s predhodnimi projekcijami naj bi bil izvoz storitev v letu 2009 nižji za 8 odstotnih točk in nespremenjen v letu 2010, uvoz pa nižji za 13 odstotnih točk, v letu 2010 pa višji za slabo odstotno točko. Po letu 2009 se pričakuje nadaljevanje pozitivne dinamike menjave storitev v naslednjih letih. S krepitvijo investicij doma in v tujini naj bi storitve že od naslednjega leta ponovno prehitevale dinamiko blagovne menjave. Ob realizaciji takšnih gibanj bi se presežek v menjavi storitev, ki se je v letu 2008 povzpel na rekordnih 4,6% BDP, letos znižal na 4,1% BDP in se okrog te ravni ohranjal do konca obdobja projekcij.

Primanjkljaj faktorskih dohodkov se je v zadnjih nekaj letih pospešeno povečeval, predvsem zaradi naraščajočega stanja neto dolga do tujine in naraščanja obrestnih mer do jeseni lanskega leta. V letu 2005 je primanjkljaj faktorskih dohodkov znašal 300 mio EUR in se je do leta 2008 povečal za več kot trikrat na okoli 1 mrd EUR oziroma 2,8% BDP. V letu 2009 naj bi se njihov primanjkljaj zmanjšal za dobro petino na 800 mio EUR oziroma na 2,2% BDP. V naslednjih dveh letih bi se primanjkljaj ponovno postopoma povečeval in se ob koncu obdobja projekcij povzpel na okoli 2,8% BDP. Ob povečanem zaposlovanju tuje delovne sile v Sloveniji se neto dohodki od dela že več let zmanjšujejo. V letu 2007 so se glede na leto poprej več kot prepolovili, v letu 2008 pa so bili že neto odlivni v višini 4 mio EUR. Neugodna konjunktura doma in v tujini bo vplivala tudi na neto dohodke od dela, ki naj bi se v primerjavi z oceno iz marca v naslednjih dveh letih še nekoliko poslabšali in bi bili neto odlivni v višini okoli 0,1% BDP. Zaradi manjše konjunkture so podjetja v Sloveniji pričela najprej odpuščati tujo delovno silo, ki je v veliki meri zaposlena v gradbeništvu in v podjetjih, ki pretežno proizvajajo proizvode za izvoz. Takšna gibanja bodo med drugim vplivala na faktorske dohodke od dela, ki se bodo na strani odhodkov zmanjševali. Naraščanje brezposelnosti v evroobmočju bo vplivalo tudi na prihodke od dela. Med posameznimi postavkami faktorskih dohodkov so se v zadnjih letih zaradi neposrednih tujih naložb, povečanega zadolževanja v tujini in rasti obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih do zadnjega četrtletja lani, povečali neto odlivi dohodkov od kapitala. Pri izdatkih so se najbolj povečala plačila obresti v tujino. Relativno hitra sprememba iz neto terjatev v vrednosti 0,9 mrd EUR ob koncu leta 2005 v neto zunanji dolg v višini 9,8 mrd EUR ob koncu leta 2008 in rast obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih so bili glavni dejavniki povečevanja neto plačil obresti v tem obdobju. Od oktobra 2008 dalje se zaradi razdolževanja poslovnih bank postopoma zmanjšuje tudi obseg bruto zunanjega dolga. Med oktobrom, ko je dosegel vrh v višini 40,3 mrd EUR, pa do konca junija letos se je bruto zunanji dolg zmanjšal za 2,7 mrd EUR. Zmanjševanje obsega zunanjega dolga in zniževanje obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih, kot posledice ukrepov centralnih bank za ublažitev negativnih posledic finančne in ekonomske krize, sta vplivala na to, da so se plačila obresti v tujino v prvi polovici letošnjega leta medletno zmanjšala za 241 mio EUR na 327 mio EUR. Podjetja v tuji lasti so od leta 2005 do letos povečevala transferje dobičkov matičnim družbam v tujini. Nekoliko ugodnejša je bila uporaba ustvarjenega dobička podjetij v večinski tuji lasti v prvi polovici letošnjega leta saj je bilo od 310 mio EUR doseženega dobička 52% repatriirano v tujino in 42% reinvestirano nazaj v podjetja. Pri dohodkih od kapitala so kljub finančni krizi le prihodki od naložb v vrednostne papirje tudi v letošnjem letu neto prilivni. V prvi polovici letošnjega leta so se prihodki od naložb v vrednostne papirje medletno zmanjšali za 15%, odhodki pa povečali za 15%. Po ocenah naj bi se močno zmanjšal obseg neposrednih naložb, tako domačih v tujini kot tujih v Sloveniji. Zmanjševanje gospodarske aktivnosti naj bi se odrazilo tudi v donosnosti neposrednih naložb, zato naj bi se neto odlivni dohodki iz naslova neposrednih naložb zmanjšali z 470 mio EUR v letu 2008 na okrog 380 mio EUR v letošnjem letu, do konca obdobja projekcij pa naj bi se povečali na okrog 440 mio EUR. Pri tem naj bi se dosedanji trendi repatriacije dividend in razdeljenega dobička od neposrednih naložb v tujino, z izjemo letošnjega leta, nadaljevali tudi v obdobju projekcij. Na zmanjšanje primanjkljaja faktorskih dohodkov bodo kljub pričakovani nižji donosnosti tudi v prihodnje vplivali dohodki od naložb v tuje dolžniške vrednostne papirje. Ti so ob koncu lanskega leta za več kot dvakrat presegali stanje tujih naložb v domače dolžniške vrednostne papirje. Zaradi zadolževanja države z izdajo obveznic na tujem trgu in bank na podlagi jamstvene sheme države je možno pričakovati, da se bo to razmerje v prihodnje zmanjšalo.

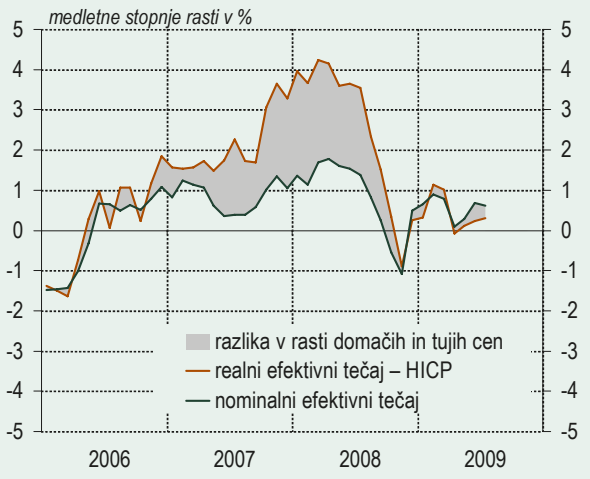
Neto odlivni tekoči transferi v tujino so se v prvem polletju letos medletno zmanjšali za dobro tretjino na 100 mio EUR. Ob manjšem povečanju na strani odhodkov so se letos medletno najbolj izboljšali prihodki urad-

nih transferjev, in sicer za 35 mio EUR na 216 mio EUR, njihov primanjkljaj pa se je zmanjšal za 25 mio EUR na 90 mio EUR. Pretežni del uradnih transferjev se nanaša na plačila davkov in prispevkov ter na prihodkovni strani dodatno še na subvencije na proizvode in drugo proizvodnjo. Pomemben del uradnih transferjev izvira iz tokov s proračunom Evropske unije. Načrtovani tokovi s proračunom Evropske unije v rebalansu proračuna za leto 2009 so bili v prvem poletju na strani prejemkov realizirani 28,5-odstotno, na strani izdatkov pa 54,1-odstotno. Nadpovprečno so bila na strani izdatkov realizirana plačila iz naslova popravkov v korist Združenega kraljestva (65%) in popravka v korist Nizozemske in Švedske (81%), na strani prihodkov pa so bila s 54% realizirana sredstva proračuna EU za izvajanje skupne kmetijske politike in s 49% sredstva za kohezijsko politiko. Neto položaj proračuna Republike Slovenije do proračuna EU je bil v prvem poletju letos v presežku za 4,5 mio EUR. Pri načrtovanju neto pozicije s proračunom Evropske unije so bili upoštevani podatki iz Proračunskega memoranduma za leti 2008 in 2009, v katerih je bilo predvideno, da bodo prejemki predstavljali 1,56% BDP, izdatki pa 1,13% BDP, to je neto 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 obdobju projekcij blizu ravnovesja oziroma bi izkazoval manjši presežek. Ostali uradni transferji brez neto pozicije s proračunom Evropske unije pa naj bi tudi v obdobju projekcij izkazovali neto primanjkljaj okoli 100 mio EUR letno. Primanjkljaj vseh transferov je v letu 2008 znašal 0,6% BDP, v letu 2009 pa naj bi se znižal na 0,2% BDP in se tudi v naslednjih letih ohranjal okrog te ravni.

Kazalniki cenovne in stroškovne konkurenčnosti

Indeks harmoniziranega kazalnika konkurenčnosti nominalnega efektivnega tečaja domače valute je v letošnjem letu pod vplivom visokih nihanj tečajev na

Slika 4.4: Harmonizirana kazalnika nacionalne konkurenčnosti (41 držav in 15 držav evroobmočja)

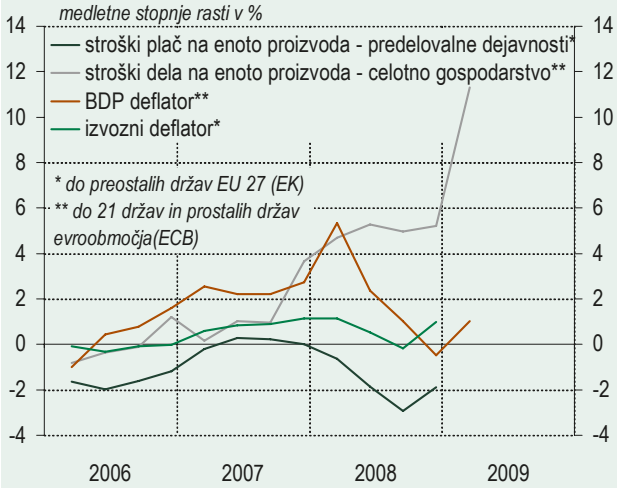


Vir: ECB.

mednarodnih finančnih trgih, tendenčno pa kaže predvsem tekočo in medletno apreciacijo. V letu 2008 je evro največ pridobil v razmerju do britanskega funta, 18,1%, medtem ko je depreciiral do ameriškega dolarja, 13,3%, japonskega jena, 25,1%, ter do švicarskega franka, 7,3%. V letošnjem letu do julija je indeks nominalnega efektivnega tečaja apreciiral za 0,7%. Domala v celoti je bila apreciacija domače valute dosežena do konca prvega četrtletja, potem pa se je v naslednjih mesecih v povprečju ohranjala okrog te ravni, saj je visoki depreciaciji aprila, za 0,4%, junija sledila visoka apreciacija indeksa nominalnega efektivnega tečaja za 0,3%. Najbolj je na apreciacijo indeksa nominalnega efektivnega tečaja v letošnjem letu vplivalo zmanjšanje vrednosti ameriškega dolarja do evra za 5,2% in še bolj japonskega jena za 9,0%, medtem ko je v enakem obdobju evro pridobil na vrednosti do švicarskega franka za 1,3% in britanskega funta za 4,3%. Medletna apreciacija harmoniziranega indeksa nominalnega efektivnega tečaja evra se je po rasti v prvem četrtletju aprila spustila na 0,1%, vendar pa je v naslednjih mesecih hitro naraščala in se do julija povzpela na 0,6%.

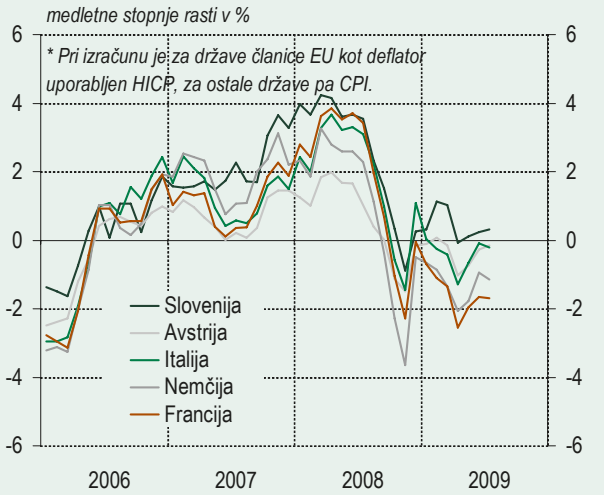
Realni efektivni tečaj je ob koncu lanskega in v začetku letošnjega leta apreciiral. Realni efektivni tečaj, merjen s stroški dela na enoto proizvoda celotnega gospo-

Slika 4.5: Kazalniki konkurenčnosti



Vir: Evropska komisija, ECB.

Slika 4.6: Harmonizirani kazalnik cenovne konkurenčnosti (41 držav in 15 držav evroobmočja)



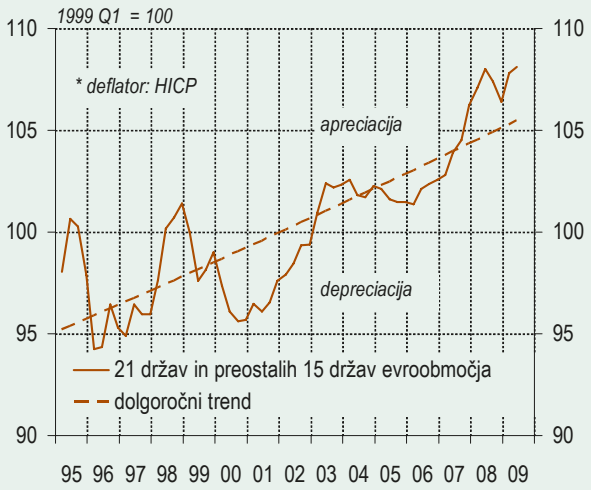
Vir: ECB.

darstva, je v prvem četrtletju letos medletno apreciiral za 11,3%, največ v posamičnem četrtletju opazovanega obdobja. Na takšen razvoj dogodkov sta ob prehodu iz finančne v ekonomsko krizo nakazovala tudi obrat v gibanju produktivnosti in porast stroškov dela na zaposlenega že v drugi polovici lanskega leta. Kazalnik realnega efektivnega tečaja, merjenega z deflatorjem bruto domačega proizvoda, je po depreciaciji za 0,5% v četrtem četrtletju lanskega leta v začetku letošnjega leta medletno ponovno apreciiral, in sicer za 1%.

Kazalnik cenovne konkurenčnosti slovenskega gospodarstva, merjen s cenami življenjskih potrebščin (HICP), v letošnjem letu sledi spremembam indeksa nominalnega efektivnega tečaja, vendar pa je med majem in julijem medletno apreciiral dvakrat počasneje od indeksa nominalnega efektivnega tečaja. Indeks cenovne konkurenčnosti, merjen s cenami življenjskih potrebščin, je v letošnjem letu do julija apreciiral za 1,1%. Na apreciacijo realnega efektivnega tečaja do julija je vplivalo predvsem zvišanje nominalnega efektivnega tečaja domače valute, medtem ko je hitrejša rast domačih od košarice tujih cen prispevala dobro tretjino apreciacije indeksa realnega efektivnega tečaja. Zaradi visoke osnove v prvi polovici lanskega leta pa je kazalnik cenovne konkurenčnosti slovenskega gospodarstva julija medletno apreciiral za 0,3%, polovico manj od sočasne apreciacije indeksa nominalnega efektivnega tečaja za 0,6%, kar pomeni, da je bila v tem obdobju rast domačih cen za 0,3 odstotne točke počasnejša od sočasne rasti košarice tujih cen.

V primerjavi z najpomembnejšimi trgovinskimi partnericami Slovenije v evroobmočju kaže kazalnik cenovne konkurenčnosti Slovenije v letošnjem letu na slabšanje konkurenčnosti. Po depreciaciji kazalnika cenovne konkurenčnosti do držav evroobmočja v drugi polovici leta je le-ta v začetku letošnjega leta apreciiral, med majem in julijem pa se je relativno izboljševal. Tekoča mesečna apreciiacija junija je bila v Franciji in Avstriji z 0,3% enaka, v Nemčiji z 0,5% in Franciji z 0,4% pa višja kot v Slovenji. Julija je znašala depreciacija v Sloveniji, Franciji in Italiji 0,1%, v Avstriji in Nemčiji pa 0,2%. Do nekoliko večjih razlik med Slovenijo in glavnimi trgovinskimi partnericami prihaja v medletnih primerjavah. V Sloveniji julija kaže na medletno apreciacijo, medtem ko je indeks realnega efektivnega tečaja, merjen s HICP oziroma CPI, pri naših glavnih trgovinskih partnericah iz evroobmočja povprečno medletno depreciiral za 0,8%. Čeprav je med partnericami Slovenija edina, ki v povprečju prvih sedmih mesecih letošnjega leta kaže na medletno apreciacijo indeksa realnega efektivnega tečaja, je ta

Slika 4.7: Harmonizirani kazalnik konkurenčnosti



Vir: ECB, preračuni Banka Slovenije.

kazalnik med aprilom in julijem depreciiral glede na glavne trgovinske partnerice. V Sloveniji se je namreč med aprilom in julijem medletna apreciacija povečala za 0,4 odstotne točke, medtem ko se je depreciacija v glavnih trgovinskih partnericah v enakem obdobju medletno znižala za med 0,8 in 1,1 odstotne točke. Manjša medletna apreciacija kazalnika cenovne konkurenčnosti v Sloveniji glede na glavne trgovinske partnerice odraža, ob predpostavki enakega učinka nominalnega efektivnega tečaja, počasnejšo medletno rast cen v Sloveniji do košarice tujih cen kot v primerjanih trgovinskih partnericah.

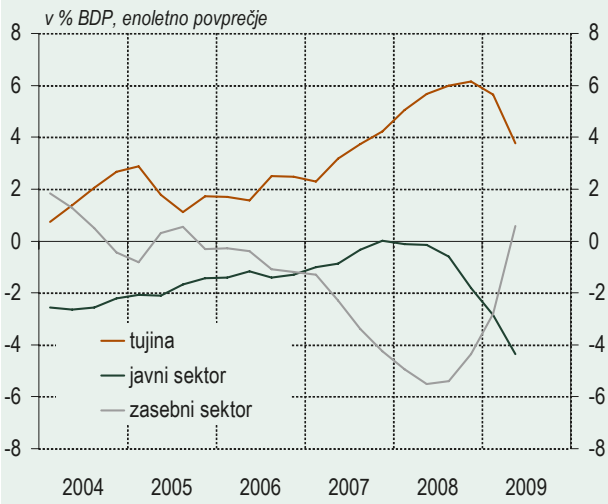
V gibanju kazalnikov cenovne konkurenčnosti se lahko kažejo tudi vplivi dolgoročne realne konvergence, ki so, kar zadeva konkurenčnost, nevtralni. V Sloveniji so ti vplivi, upoštevajoč dolgoročni trend apreciacije realnega efektivnega tečaja, od leta 1995 precej zmerni. Enake ocene kažejo tudi analize na podlagi gibanj medsektorskih relativnih cen in produktivnosti, ki so bile prikazane v PCS oktobra lani. Odstopanja od dolgoročnega trenda nakazujejo, da je v letu 2007 prišlo do obrata na slabše, saj je apreciacija presegala stopnje, ki jih je moč povezati s procesom ravnovesne dolgoročne realne konvergence.

5 Pogoji financiranja

Finančni tokovi s tujino in zunanji dolg

Zmanjševanje varčevalno-investicijske vrzeli oziroma primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance kaže od sredine 2008 naprej na omejene možnosti financiranja gospodarstva s tujim varčevanjem. Potem ko je varčevalno-investicijska vrzel celotnega gospodarstva ob koncu 2008 dosegla raven okoli 6% BDP, se je do sredine letošnjega leta zmanjšala na manj kot 4% BDP. Varčevalno-investicijski vrzeli zasebnega in javnega sektorja sta se v tem obdobju gibali v nasprotnih smereh. Medtem ko se je vrzel zasebnega sektorja v prvi polovici 2009 zmanjšala, se je presežek investicij nad varčevanjem javnega sektorja močno povečal. Varčevalno-investicijska vrzel zasebnega sektorja je dosegla najnižjo točko sredi leta 2008 in se je do sredine 2009 skrčila za okoli 6 odstotnih točk BDP. Z zaostritvijo financiranja privatnega sektorja iz tujine so proticiklično naravnani ukrepi Vlade, usmerjeni v povečano trošenje, povečali primanjkljaj javnega sektorja. Vrzel javnega sektorja, izražena z javnofinančnim saldom, se je tako iz ravnotežja v sredini 2008 spremenila v primanjkljaj okoli 4% BDP v sredini leta 2009.

Slika 5.1: Varčevalno-investicijska vrzel*



Vir: SURS, Banka Slovenije, lastni izračuni.

** Varčevalno-investicijska vrzel javnega sektorja je definirana kot primanjkljaj konsolidirane bilance javnega sektorja po metodologiji ESR95. Neto izposojanje iz tujine je definirano kot saldo tekočega računa plačilne bilance z nasprotnim predznakom. Varčevalno-investicijska vrzel zasebnega sektorja je razlika med saldom tekočega računa plačilne bilance in varčevalno-investicijsko vrzeljo javnega sektorja.*

Manjša varčevalno-investicijska vrzel je predvsem posledica občutno zmanjšane investicijske aktivnosti zasebnega sektorja. Bruto investicije so se v prvi polovici leta 2009 medletno znižale za približno eno tretjino, kar je ob varčevanju zasebnega sektorja zaradi nedostopnosti tujih virov prispevalo k manjšanju narodnogospodarske varčevalno-investicijske vrzeli. Investicije zasebnega sektorja so se zmanjšale predvsem kot odziv na poslabšane gospodarske razmere, hkrati pa je padec tudi posledica prekomerne investicijske porabe v zadnjih nekaj letih.

Spremenjene makroekonomske razmere in obrat v potrebi po financiranju domače gospodarske aktivnosti so spremenili smer in obseg finančnih tokov s tujino. Financiranje je v tem obdobju tako potekalo

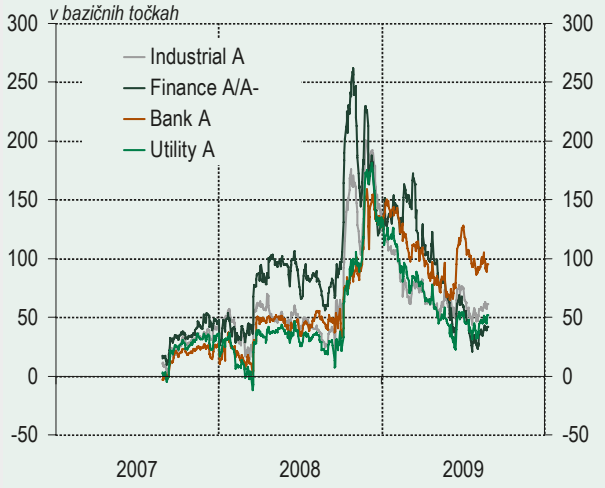
Okvir 5.1: Tveganja in negotovosti na finančnih trgih

Spremembe tveganj in negotovosti na finančnih trgih vplivajo na obnašanje ekonomskih subjektov in s tem na gospodarsko aktivnost, tako kratkoročno kot dolgoročno. Takšna ugotovitev sloni med drugim na teoriji t.i. finančnega akceleratorja oziroma na premiji zunanjega financiranja. Premija zunanjega financiranja odraža oceno tveganj, ki jih posojilodajalci povezujejo s kreditojemalcem. Premija zunanjega financiranja je najbolj odvisna od finančnega stanja posojilojemalca. Če je npr. njegovo finančno stanje slabo, se premija zunanjega financiranja zviša, kar lahko med drugim zaradi prevelikih stroškov najemanja posojila dodatno poslabša njegovo finančno stanje, s čemer pride do delovanja finančnega akceleratorja. Zato lahko spremembe pogojev financiranja, ki izhajajo iz sprememb v ocenah tveganj okrepijo proticiklične učinke delovanja denarne politike, ki na gospodarstvo deluje preko t.i. kreditnega kanala.

Ob poglabljanju finančne krize jeseni 2008 so tveganja in negotovosti na vseh segmentih finančnih trgov močno narasla. Zato so se zvišali t.i. pribitki na tveganje (risk premium), ki predstavljajo del premije zunanjega financiranja. To se je pokazalo v višjih stroških financiranja za podjetja, gospodinjstva in tudi za države, kar se je odrazilo tako v povečanih razmikih med donosi tveganih in manj tveganih dolžniških papirjev kot v povečanem nihanju cen vrednostnih papirjev. Ob povečevanju razmikov na vseh segmentih trgov financiranja podjetij so se najbolj povečala tveganja oziroma razmiki za podjetja finančnega sektorja in za podjetja, ki so bila še pred nastankom krize uvrščena v manj kakovostne bonitetne razrede. Trenutno umirjanje negotovosti je značilno za vse segmente trgov, na nekaterih segmentih pa so tveganja, izražena v razmikih med tveganimi in manj tveganimi naložbami, že manjša, kot so bila v mesecih pred septembrom 2008.

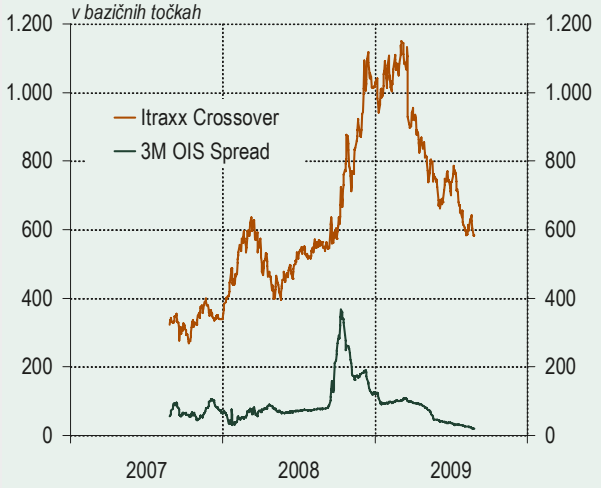
Kazalci kažejo na umirjanje tveganj na medbančnem trgu. Ker so se banke ob poglobitvi krize soočale z velikimi odpisi slabih terjatev, je postala negotova solventnost nekaterih finančnih institucij. Zato se je znižala naklonjenost posojanja na medbančnem trgu, kar je povzročilo težave z zagotavljanjem likvidnosti, hkrati pa se je še povečala tržna volatilnost cen na trgih vrednostnih papirjev. Posledica takšnega dogajanja je bil beg v kakovost, torej iz tveganih v manj tvegane naložbe, kar je znižalo donose na najbolj likvidne vrednostne papirje države. Zaradi nezaupanja med bankami je bilo posredovanje likvidnih sredstev med poslovnimi bankami nekaj časa domala popolnoma ohromljeno, kriza pa se je nato prenesla še v ostale segmente finančnega sistema. Zniževanje obrestnih mer ECB ter zagotavljanje ustrezne količine likvidnosti je pripomoglo k normalizaciji delovanja medbančnega trga, kar se je med drugim odrazilo v zniževanju obrestnih mer na nezavarovana medbančna posojila in razmikov na zamenjave obrestne mere preko noči. Že od maja 2009 se

Slika 1: Razmiki med donosi obveznic posameznih sektorjev in donosom evroobveznice 10 let



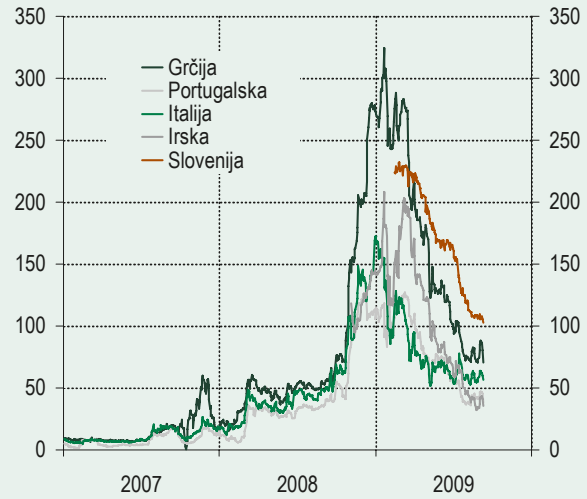
Vir: Bloomberg, preračuni Banka Slovenije.

Slika 2: Tveganja na medbančnem trgu



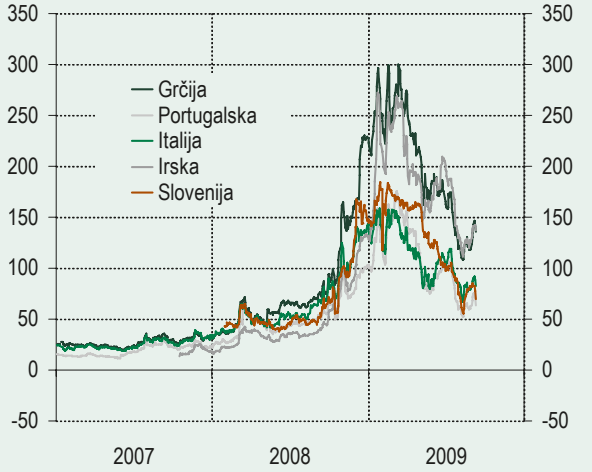
Vir: Bloomberg, preračuni Banka Slovenije.

Slika 3: Pribitki 3-letnih državnih obveznic nad nemško



Vir: Bloomberg, preračuni Banka Slovenije.

Slika 4: Pribitki 10-letnih državnih obveznic nad nemško

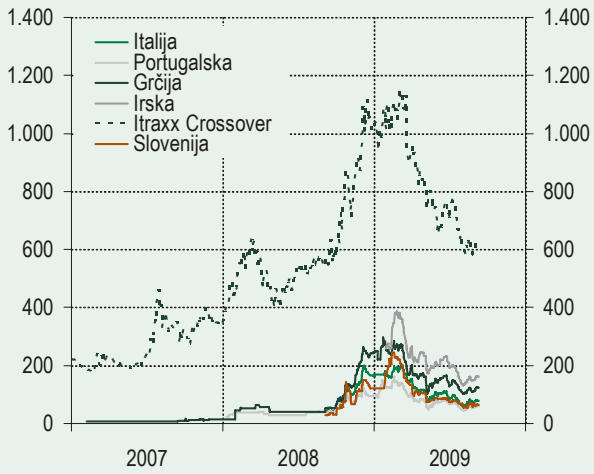


Vir: Bloomberg, preračuni Banka Slovenije.

tako razmik med Euriborjem in zamenjavami obrestne mere preko noči, običajnim merilom tveganja na medbančnem trgu, nahaja pod ravnijo, ki je veljala pred poglobitvijo finančne krize jeseni 2008. Trenutno razmik znaša okoli 20 bazičnih točk, v povprečju prvih osmih mesecev 2008 pa je znašal okoli 65 bazičnih točk.

Zmanjšujejo se tudi razmiki donosov na državne obveznice, ki pa ostajajo na višji ravni kot pred poglobitvijo finančne krize. Finančna kriza je prekinila trend konvergence v razmikih državnih obveznic. Razmiki donosov državnih obveznic so v preteklosti tudi za državne obveznice držav, ki so imele najvi-

Slika 5: 5-letni CDS in 5-letni iTraxx Europe Crossover



Vir: Bloomberg, preračuni Banka Slovenije.

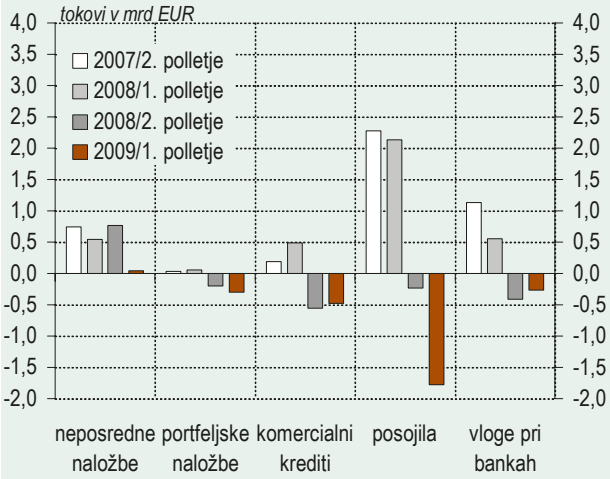
šje primanjkljaje oziroma javni dolg, le redko presegli 30 bazičnih točk, po poglobitvi krize v jeseni 2008 pa so se ti razmiki močno povečali. Povečevanje razlik v razmikih na donose državnih obveznic med članicami evroobmočja lahko odraža povečana kreditna tveganja in ocene glede likvidnosti ter vzdržnosti javnih financ oziroma makroekonomskih (ne)ravnovesij. Tako so se v razmerah finančne krize hitreje in občutneje povečevali razmiki na donose državnih obveznic za tiste članice evroobmočja, ki naj bi bile po ocenah tržnih udeležencev v trenutnih razmerah še posebej ranljive. Pribitki na donose slovenskih obveznic so med primerljivimi državnimi obveznicami na spodnjem robu pri desetletnih obveznicah in na zgornjem pri triletnih. Slednje je posledica dejstva, da je do izdaje triletne obveznice prišlo v začetku leta, ko so bile negotovosti na trgih še zelo velike. V zadnjih mesecih se razlike v razmikih donosov državnih obveznic zmanjšujejo, kar kaže na zmanjševanje tveganj, čeprav ostajajo razmiki oziroma razlike v razmikih večji kot pred izbruhom krize.

[1] Bernanke, Ben S., Mark Gertler, Simon Gilchrist (1999). "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," v: Handbook of Macroeconomics, Volume 1C, Handbooks in Economics, vol. 15. Amsterdam: Elsevier, str. 1341-93.

[2] Običajno so to državni vrednostni papirji. V izračunih razmikov obrestnih mer med državami se v evroobmočju kot referenčne običajno uporabljajo nemške državne obveznice.

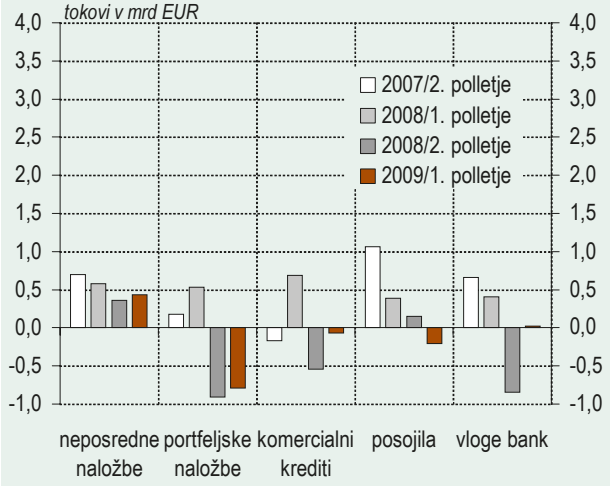
predvsem prek zmanjševanja naložb in ne preko zadolževanja v tujini. Neto finančni pritok se je v zadnjih letih zaradi visoke potrebe po financiranju s tujim varčevanjem povečeval in se je iz okoli 3,4% BDP v letu 2005 povečal na približno 6,5% BDP v letu 2008. V letu 2009 je prišlo zaradi preobrata v dostopnosti financiranja s tujimi viri do neto finančnega odtoka plačilne bilance, ki je v prvem četrtletju znašal 104 mio EUR, v drugem pa 100 mio EUR. Že od sredine 2008 se predvsem zaradi ohlajanja gospodarske aktivnosti, oteženega dostopa do financiranja v tujini ter povečane tveganosti naložb v tujini

Slika 5.2: Finančne obveznosti do tujine



Vir: Banka Slovenije.

Slika 5.3: Finančne terjatve do tujine



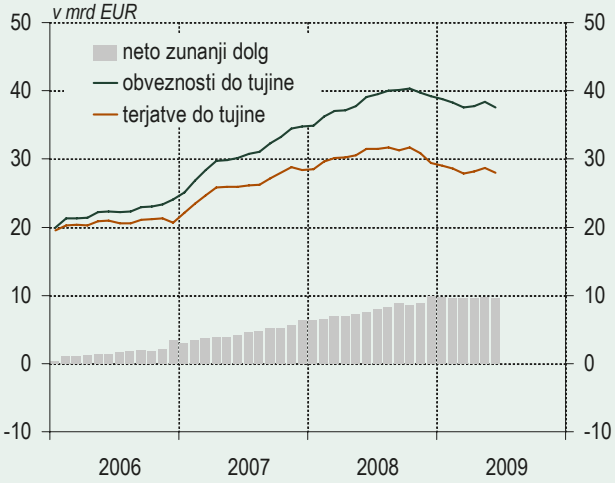
Vir: Banka Slovenije.

zmanjšujeta tako obseg obveznosti kot obseg terjatev do tujine. Neto finančni odtok plačilne bilance v 2009 je predvsem posledica neto finančnega odtoka zasebnega sektorja, ki je v prvem četrtletju dosegel 900 mio EUR, v drugem pa že 1.676 mio EUR. Sektor države je imel v istem obdobju zlasti na račun izdanih obveznic 441 oziroma 1.162 mio EUR neto finančnega pritoka. Obveznosti zasebnega sektorja so se v drugi polovici 2008 zmanjšale za 534 mio EUR, terjatve pa za 1.298 mio EUR. Zasebni sektor je bil tako neto priliven v višini 764 mio EUR. V prvi polovici 2009 je zasebni sektor zabeležil neto finančni odtok v višini 2.576 mio EUR. K temu je najbolj prispevalo zmanjšanje obveznosti v višini 2.706 mio EUR, medtem ko so se terjatve v prvi polovici 2009 zmanjšale za 130 mio EUR.

Struktura finančnih tokov zasebnega sektorja je v prvi polovici 2009 ostala podobna tisti iz druge polovice 2008, a povsod je prisoten močan padec. Med pomembnejšimi finančnimi obveznostmi zasebnega sektorja so se povečala posojila podjetjem iz tujine, ki so v drugi polovici 2008 znašala 433 mio EUR, v prvi polovici 2009 pa 264 mio EUR. Zmanjšale so se neposredne naložbe tujcev v Sloveniji. V drugi polovici 2008 so znašale 766 mio EUR, v prvi polovici 2009 pa le še 50 mio EUR. Medtem ko so se finančne terjatve zmanjšale tudi v prvem četrtletju letos, za 342 mio EUR, so se v drugem četrtletju povečale za 212 mio EUR. K zmanjšanju terjatev zasebnega sektorja so v prvem četrtletju letos podobno kot v drugi polovici 2008 najbolj prispevale portfeljske naložbe v višini 431 mio EUR, poleg tega pa še posojila tujini v višini 277 mio EUR. Po drugi strani so k povečanju finančnih terjatev v drugem četrtletju letos najbolj prispevale gotovina in vloge prebivalstva v tujini ter neposredne naložbe v tujino, vendar sta to edini postavki, ki sta v opazovanem obdobju ohranili relativno stabilen odliven tok.

Zaradi zmanjšanih možnosti financiranja domače gospodarske aktivnosti s tujim varčevanjem se je v letošnjem letu zaustavilo naraščanje neto dolga Slovenije do tujine. Poglabljanje finančne krize in ohlajanje

Slika 5.4: Zunanji dolg



Vir: Banka Slovenije.

gospodarske aktivnosti, ki je oslabilo finančne tokove s tujino, je spremljalo zmanjševanje bruto terjatev in bruto zunanjega dolga Slovenije do tujine. Avgusta 2008, tik pred poglobitvijo finančne krize, so bruto terjatve do tujine znašale 31,7 mrd EUR, bruto zunanji dolg pa 40,0 mrd EUR. Bruto terjatve so se do konca 2008 zmanjšale na 29,6 mrd EUR, do konca junija 2009 pa na 28 mrd EUR. Podobno se je bruto zunanji dolg do konca 2008 zmanjšal na 39,1 mrd EUR, do konca junija 2009 pa še za 1,5 mrd EUR, na 37,6 mrd EUR. Neto zunanji dolg Slovenije se je do konca lanskega leta, ko je dosegel 9,8 mrd EUR, še povečeval, potem pa se je njegova dinamika naraščanja ustavila.

Pričakovano umirjanje razmer na finančnih trgih in v svetovnem gospodarstvu naj bi omogočilo financiranje varčevalno-investicijske vrzeli v obdobju projekcij. Ocenjena potreba financiranja domače gospodarske aktivnosti v letu 2009 znaša okoli 0,5 mrd EUR, v letih 2010 in 2011 pa okoli 1,3 mrd EUR na leto. Hkrati s postopnim okrevanjem domačega povpraševanja naj bi v prihodnjih letih naraščala tudi potreba po financiranju s tujim varčevanjem, zaradi česar naj bi prišlo v primerjavi s prvo polovico 2009 tako do obrata smeri kot do povečevanja obsega finančnih tokov s tujino. Podlaga za oceno o izvedljivosti financiranja domače gospodarske aktivnosti s tujim varčevanjem sloni v osnovnem scenariju na podmeni, da se bodo razmere na finančnih trgih v obdobju projekcij umirile in da bodo odpravljene še preostale ovire v posredovanju virov od bank do gospodarstva, k čemur naj bi pripomogli tudi sprejeti ukrepi ekonomskih politik.

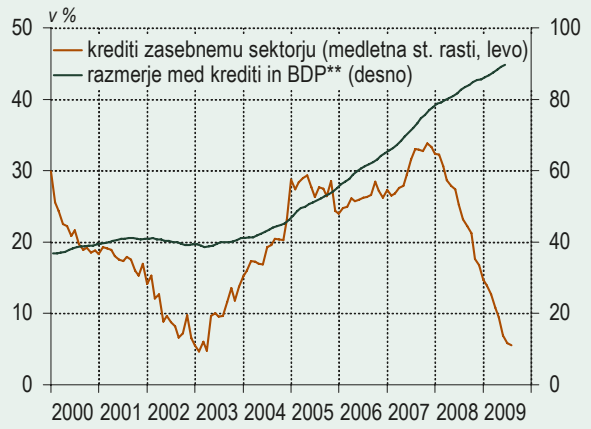
Kreditna aktivnost in pogoji financiranja

Zaradi zaostrenih pogojev financiranja na tujih finančnih trgih so se ob zmanjšanju domačega kreditiranja banke v letošnjem letu financirale predvsem z zadolževanjem pri Evrosistemu. Tok kreditov domačim sektorjem se je v prvih sedmih mesecih 2009 močno zmanjšal, na 660 mio EUR, v primerjavi s 3.423 mio EUR v enakem obdobju 2008. V tem obdobju se je opazneje povečevalo zadolževanje pri Evrosistemu, ki je v prvem polletju 2009 znašalo 1.192 mio EUR. Hkrati so banke posojila iz tujine neto odplačevale, zmanjšale pa so se tudi vloge nerezidentov, s čemer so se banke skupaj razdolžile za 2.308 mio EUR.

Zmanjšana kreditna aktivnost bank odraža tako ponudbene dejavnike kot tudi zmanjšano povpraševanje po kreditih. Zmanjšanje povpraševanja po kreditih je skladno z upadom gospodarske aktivnosti, stagnacijo trga nepremičnih in povečanjem splošne gospodarske negotovosti. Hkrati so se zaradi finančne krize zaostrili pogoji pri pridobivanju bančnih virov na finančnih trgih, banke pa zaradi večjega kreditnega tveganja postavljajo strožje kreditne standarde za svoje komitente. Raven kreditov v letošnjem letu je ostala domala nespremenjena, kar nakazuje, da v podjetja ni pritoka svežega denarja.

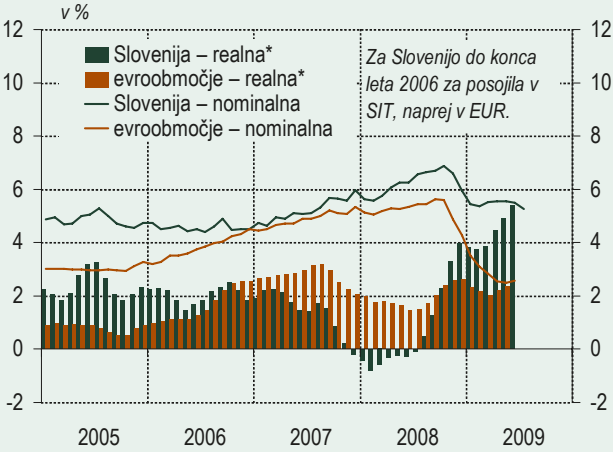
Medletna rast bančnih kreditov zasebnemu nefinančnemu sektorju se je v prvih sedmih mesecih letos zmanjšala s 15% na pod 6% v juliju. Do zmanjšanja je prišlo bolj na račun manjšega kreditiranja podjetij kot gospodinjstev. Posojila podjetjem so zelo ciklična, saj so tesno povezana z investicijsko aktivnostjo, ta pa se je v

Slika 5.5: Kreditiranje domačega zasebnega sektorja



** zasebni sektor vključuje nefinančne družbe, gospodinjstva in nedenarne finančne institucije, ** krediti zasebnemu sektorju v razmerju z enoletno drsečo sredino nominalnega BDP*
Vir: Banka Slovenije.

Slika 5.6: Obrestne mere za posojila nad 1 mio EUR za nefinančne družbe



** Prikazane so tekoče ravni realnih obrestnih mer z upoštevanjem tekoče stopnje inflacije (3 mesečne d. s.).*
Vir: ECB, Banka Slovenije.

prvi polovici leta zmanjšala za skoraj eno tretjino. V obdobju visoke gospodarske rasti je bilo kreditiranje nefinančnih družb hitrejše od kreditiranja gospodinjstev, prav tako pa je v času gospodarske krize hitrejše tudi njihovo umirjanje. Tako je julija medletna stopnja rasti kreditov podjetjem znašala 5,7%, gospodinjstvom pa 7,1%.

Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam so v prvih sedmih mesecih 2009 ostale nespremenjene kljub štirikratnemu znižanju obrestne mere refinanciranja pri ECB, medtem ko so se v evroobmočju zniževale. Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam nad 1 mio EUR so se znižale v zadnjem četrtletju 2008 kot odziv na znižanje obrestne mere refinanciranja pri ECB. Kljub večkratnemu znižanju obrestne mere ECB tudi v 2009 so obrestne mere za posojila podjetjem ostale bolj ali manj nespremenjene, na ravni okoli 5%. S tem se je poglobila razlika med stroški financiranja za podjetja pri nas in v povprečju evroobmočja, ki se je postopno povečevala od sredine leta 2007. Počasnejše prilagajanje nižanju obrestne mere refinanciranja ECB v Sloveniji lahko odraža povečan obseg rezervacij slovenskih poslovnih bank in prelaganje s tem povezanih stroškov na komitente. Manjši padec obrestnih mer za posojila v Sloveniji v primerjavi z evroobmočjem je lahko povezan tudi s skrajšanjem ročnosti posojil v Sloveniji. Kratkoročna posojila so bolj kot na EURIBOR vezana na fiksno obrestno mero, zaradi česar ukrepi zniževanja obrestnih mer s strani ECB v Sloveniji niso dosegli tolikšnega učinka kot v evroobmočju. Hkrati so v letošnjem letu realne obrestne mere v Sloveniji naraščale zaradi zmanjševanja inflacije, medtem ko so v evroobmočju ob hkratnem padanju nominalnih obrestnih mer in inflacije ostale bolj ali manj nespremenjene. Zaradi skoraj ničelne inflacije so se realne obrestne mere praktično izenačile z nominalnimi, tako v Sloveniji kot evroobmočju. Počasnejše prilagajanje obrestnih mer v Sloveniji od prilagajanja v povprečju evroobmočja pomeni poleg dejavnika, ki omejuje povpraševanje po kreditih, tudi relativno večjo obremenitev oziroma višje stroške slovenskih podjetij.

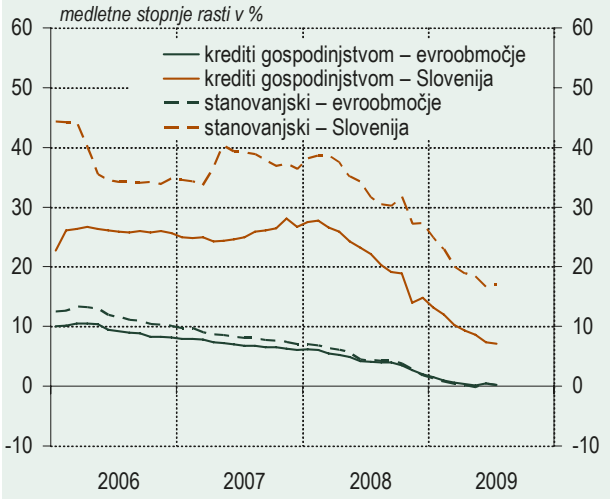
Trenutna makroekonomska gibanja in projekcije kažejo na postopno povečevanje medletne stopnje rasti kreditov v prihodnjih letih. Glede na pričakovano negativno gospodarsko rast v letu 2009 je moč do konca leta pričakovati dodatno zmanjšanje oziroma stagnacijo medletnih stopenj rasti kreditiranja nefinančnih družb, v prihodnjih letih pa skladno z okrevanjem gospodarske rasti postopno povečanje kreditiranja. Te ocene so zaradi trenutnega gospodarskega stanja v Sloveniji in v svetu sicer zelo negotove.

Umirjanje stanovanjskega kreditiranja je povezano z zmanjševanjem prometa na trgu nepremičnin[6], umirjanje potrošniškega kreditiranja pa je skladno z gibanjem zasebne potrošnje. Rast stanovanjskih kreditov se je v prvih 7 mesecih postopoma zniževala in je julija znašala 17% medletno, medtem ko je bila na začetku leta 2008 blizu 40%. Tudi rast potrošniških kreditov se je v tem obdobju znižala, in sicer z blizu 30% na začetku leta 2008 na 8% julija 2009. Obseg prometa nepremičninskih poslov se je v letu 2009 še naprej umirjal, prav tako so cene v prvi polovici 2009 kumulativno padle za okoli 6,5%. Zmanjševanje medletne rasti potrošniških kreditov je skladno z gibanjem domače zasebne potrošnje, katere rast je v prvem polletju 2009 postala negativna.

Obrestne mere za financiranje potrošnje gospodinjstev so se v prvi polovici leta 2009 zniževale in so v Sloveniji nižje od povprečja evroobmočja. Nominalne obrestne mere za potrošniška posojila so se od zadnjega četrtletja 2008 zniževale skladno z obrestnimi merami ECB, in sicer s 7,7% na 5,4% julija 2009. Kljub temu je realna obrestna mera v 2009 še nekoliko porasla zaradi močnega upada inflacije. Naraščanje realnih obrestnih mer od sredine leta 2008 je verjetno eden od razlogov za postopno umirjanje potrošniških kreditov v tistem obdobju. Dodatna občutna umiritev potrošniškega kreditiranja v letu 2009 odraža tudi druge dejavnike, predvsem manjšo kreditno sposobnost gospodinjstev.

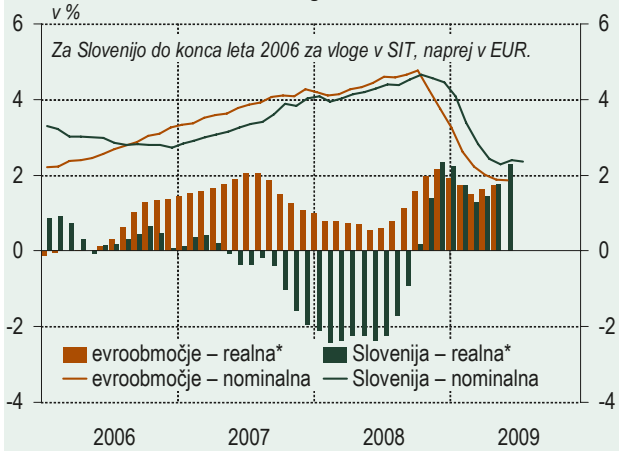
Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom so se v prvi polovici leta 2009 zniževale skladno z nižanjem obrestnih mer v evroobmočju. Nominalne obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom so skladno z zniževanjem obrestnih mer ECB najbolj upadle v začetku leta, nato pa se je njihovo padanje umirilo. Julija so tako znašale okoli 4%, še v zadnjem četrtletju 2008 pa okoli 7%. V tem obdobju se je zmanjšala tudi razlika med obrestnimi merami za stanovanjska posojila v Sloveniji in v evroobmočju. Medtem ko je v povprečju leta 2008 razlika znašala 1,2 odstotne točke, se je v prvih sedmih mesecih 2009 znižala na 0,9 odstotne točke. Ob podobnem upadanju nominalnih obrestnih mer so se tudi realne obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom po močnejšem znižanju v 2007 in 2008 letos občutneje povečale v Sloveniji kot v povprečju evroobmočja.

Slika 5.7: Struktura kreditiranja gospodinjstev



Vir: ECB, Banka Slovenije.

Slika 5.8: Obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta

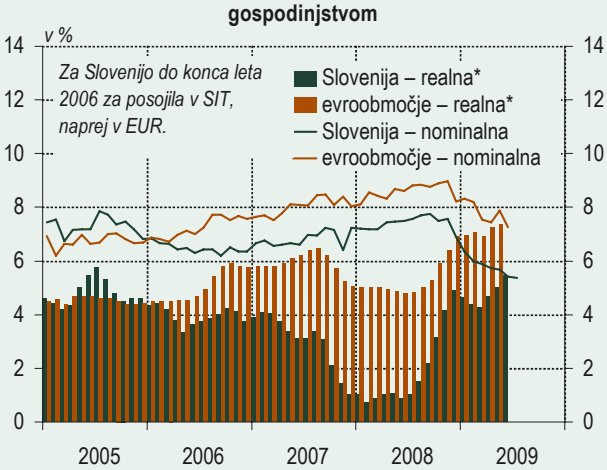


** Prikazane so tekoče ravni realnih obrestnih mer z upoštevanjem tekoče stopnje inflacije (3 mesečne d. s.).*
Vir: ECB, Banka Slovenije.

Obrestne mere za vloge gospodinjstev v Sloveniji so se v 2009 močno znižale, vendar nekoliko manj kot v evroobmočju. Znižanje je bilo izrazitejše na začetku leta, medtem ko so se v sredini leta obrestne mere za vloge

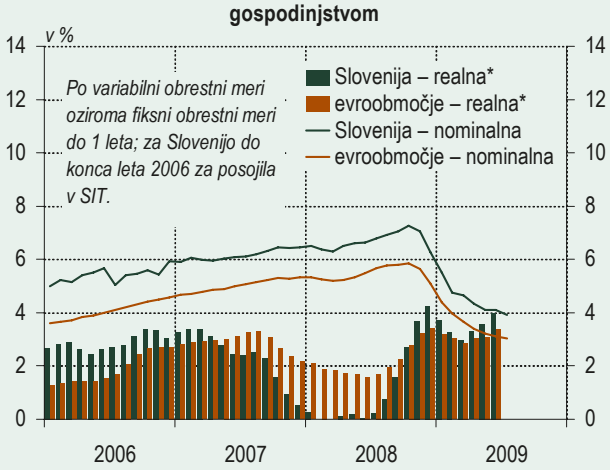
[6] Gibanja na nepremičninskem trgu so celovito obravnavana v publikaciji Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2009.

Slika 5.9: Obrestne mere za potrošniška posojila gospodinjstvom



** Prikazane so tekoče ravni realnih obrestnih mer z upoštevanjem tekoče stopnje inflacije (3 mesečne d. s.).*
Vir: ECB, Banka Slovenije.

Slika 5.10: Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom



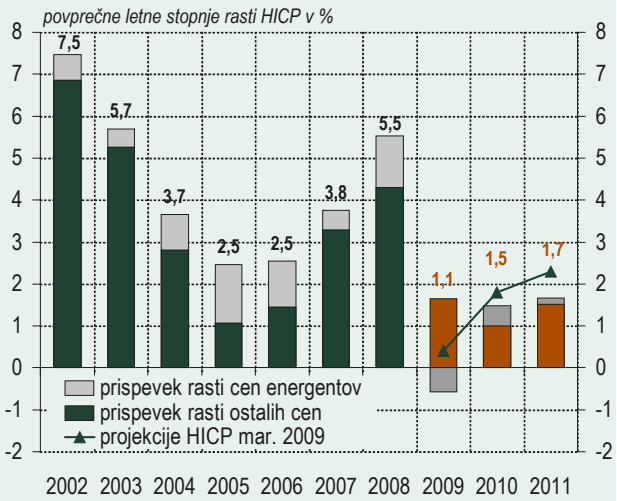
** Prikazane so tekoče ravni realnih obrestnih mer z upoštevanjem tekoče stopnje inflacije (3 mesečne drseče sredine).*
Vir: ECB, Banka Slovenije.

gospodinjstev stabilizirale v Sloveniji in v evroobmočju. Z maksimuma okrog 5% v tretjem četrtletju 2008 so se obrestne mere sredi 2009 znižale na 2,3% v Sloveniji oziroma na 2% v evroobmočju. Realne obrestne mere so, ob upoštevanju tekočih stopenj inflacije, od tega obdobja v Sloveniji ponovno pozitivne in so se izenačile s tistimi v evroobmočju. Predvsem zaradi finančne krize in s tem povezanega povečanega tveganja pri naložbah v druge oblike finančnih instrumentov, ter nekaterih ukrepov za omilitev njenih posledic, še zlasti neomejenega jamstva države za vse vloge, se vloge gospodinjstev v zadnjem obdobju povečujejo.

6 Projekcije gibanja cen in tveganja

Povprečna letna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin, naj bi v letu 2009 znašala 1,1%. Inflacija naj bi se v prihodnjem letu zvišala na 1,5%, v letu 2011 pa na 1,7%. V primerjavi s projekcijami iz marca to pomeni popravek projekcije inflacije navzgor za 0,7 odstotne točke v letošnjem letu ter navzdol za leti 2010 in 2011, za 0,2 oziroma 0,6 odstotne točke. Sprememba projekcije inflacije za letos je predvsem posledica pričakovanih višjih cen nafte in ostalih surovin v primerjavi s predhodnimi projekcijami. Rast cen energentov naj bi bila letos negativna zaradi baznih učinkov, v prihodnjih letih pa pozitivna. Rast ostalih cen naj bi se letos močno znižala, na 1,9%, v letu 2010 naj bi sledilo še dodatno znižanje na 1,1%, medtem ko naj bi v letu 2011 sledil porast na 1,7%. Po postopnem izboljšan-

Slika 6.1: Projekcije inflacije



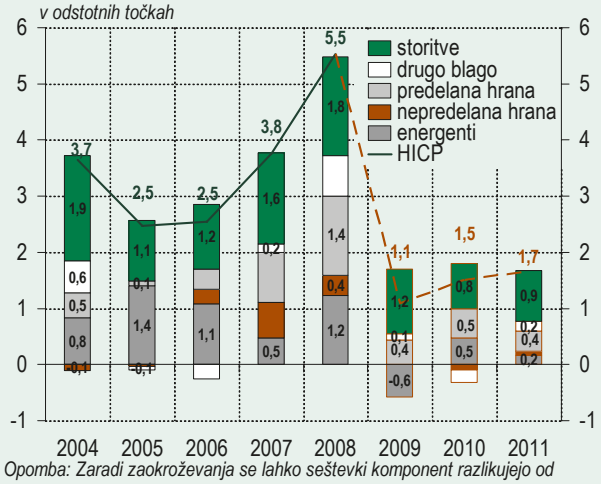
Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije.

Tabela 6.1: Inflacija

						Projekcije					
						2009		2010		2011	
	2004	2005	2006	2007	2008	**sep.**	Δ	**sep.**	Δ	**sep.**	Δ
	povprečne letne stopnje rasti v %										
Cene življenjskih potrebščin (HICP)	3,7	2,5	2,5	3,8	5,5	**1,1**	0,7	**1,5**	-0,3	**1,7**	-0,6
hrana	1,3	0,2	2,7	7,1	8,1	**1,9**	-0,3	**1,9**	0,5	**2,0**	-0,6
energenti	7,0	11,9	8,5	3,4	9,4	**-3,8**	4,4	**3,6**	-2,7	**1,0**	-3,7
drugo blago	1,8	-0,3	-0,9	0,3	2,2	**0,3**	-0,2	**-0,9**	-0,8	**0,3**	-0,6
storitve	5,8	3,3	3,5	4,9	5,3	**3,3**	0,7	**2,3**	0,3	**2,6**	0,2
Kazalniki osnovne inflacije (HICP)											
brez cen energentov	3,2	1,2	1,7	3,8	4,9	**1,9**	0,1	**1,1**	-0,1	**1,7**	-0,3
brez cen ener. in nepred. hrane	3,7	1,3	1,5	3,4	5,0	**2,1**	0,4	**1,4**	0,1	**1,8**	-0,2
brez cen ener., hrane, alko. in tob.	3,9	1,5	1,3	2,7	3,8	**1,9**	0,3	**0,9**	-0,2	**1,6**	-0,2

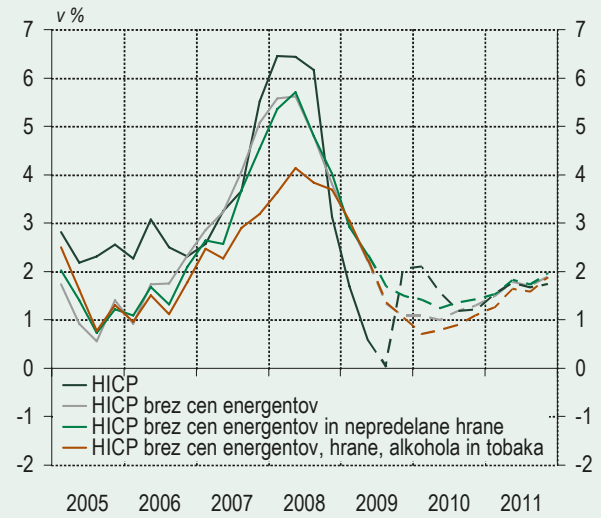
Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, marec 2009.
Vir: Banka Slovenije.

Slika 6.2: Prispevki komponent k inflaciji



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

Slika 6.3: HICP in osnovna inflacija



Vir: Eurostat, projekcije Banka Slovenije.

ju gospodarskih razmer doma in v tujini se tako v obdobju projekcij pričakuje postopno višanje rasti cen, ki pa bo skladno z doseganjem cenovne stabilnosti.

Nizka rast cen energentov in surovin na svetovnih trgih in upočasnjena gospodarska aktivnost doma in v tujini ter upadanje kupne moči prebivalstva naj bi letos prispevali k nizkim stopnjam inflacije. Po visoki lanski rasti nominalnih stroškov dela se je le-ta letos umirila skladno z zmanjšano gospodarsko aktivnostjo in zmanjševanjem zaposlenosti. Čeprav naj bi po pozitivni gospodarski rasti v drugem četrtletju tudi v drugi polovici leta gospodarstvo dosegalo pozitivne stopnje rasti, naj bi le postopno okrevanje ob močno zmanjšanem obsegu domačega povpraševanja, nizkem povpraševanju iz tujine, padcu zaposlenosti in umirjanju rasti plač prispevalo k odsotnosti pritiskov na inflacijo.

Tudi osnovna inflacija naj bi se še nadalje postopoma in z zamikom umirjala, vendar deflacijskih gibanj ni pričakovati. Kazalniki osnovne inflacije kažejo, da naj bi se v obdobju projekcij ustalila na ravni, ki omogoča vzdržno doseganje cenovne stabilnosti. Medletna rast HICP brez energentov, hrane, alkohola in tobaka se postopno znižuje že od začetka leta, malce večji padec je bilo zaznati julija, dno pa naj bi dosegla v začetku prihodnjega leta. Razlog je predvsem v pričakovanem zmerno negativnem prispevku cen ostalih industrijskih proizvodov brez energentov. Povprečna letna rast tega kazalnika osnovne inflacije naj bi tako letos znašala 1,9%, v prihodnjem letu 0,9% in v letu 2011 1,6%. Povišana rast indeksa v letu 2011 naj bi bila posledica izboljšanja domačih gospodarskih razmer in agregatnega povpraševanja. Podobno gibanje v celotnem obdobju projekcij naj bi bilo zaznati tudi pri ostalih indikatorjih osnovne inflacije.

Na gibanje inflacije v letošnjem letu naj bi v veliki meri vplivale razmere v mednarodnem okolju, predvsem gibanje cen energentov in surovin. Cene energentov, ki so močno vplivale na zniževanje medletnih stopenj inflacije v prvi polovici letošnjega leta, naj bi proti koncu letošnjega in v začetku prihodnjega leta prispevale več kot odstotno točko k medletnim stopnjam inflacije. Za letos se predvideva povprečna cena nafte okoli 60 USD za sodček, medtem ko naj bi se v prihodnjih dveh letih cena postopoma zvišala, skladno s pričakovanim gibanjem gospodarske aktivnosti po svetu. Podobno kot pri cenah nafte se tudi pri cenah ostalih surovin v povprečju leta 2009 pričakuje negativno medletno stopnjo rasti. Slednja je predvsem posledica visoke osnove iz prve polovice leta 2008. V letu 2010 naj bi se rast cen primarnih surovin ponovno okrepila in naj bi v povprečju znašala 16,3%. Rast cen življenjskih potrebščin v evroobmočju

naj bi se v prihodnjih letih nekoliko povišala in ob koncu obdobja projekcij dosegla raven okoli 2,0%.

Ob spremembi projekcij skupne inflacije so se spremenile tudi projekcije rasti indeksov posameznih censkih skupin. Popravek ocen za letošnje leto je predvsem posledica realizacije nekaterih tveganj, predvsem pri cenah energentov. Za 4,4 odstotne točke je tako navzgor popravljena ocena povprečne rasti cen energentov, ki naj bi letos znašala -3,8%, nato pa naj bi se v 2010 zvišala na 3,6% in zopet znižala na nekaj manj kot 1,0% v letu 2011. Navzdol je popravljena tudi ocena rasti cen ostalega industrijskega blaga brez energentov, medtem ko je ocena gibanja cen storitev popravljena nekoliko navzgor. Rast cen hrane naj bi se v celotnem obdobju projekcij gibala okoli 2%.

Po načrtu uravnavanja reguliranih cen za leti 2008 in 2009 je Vlada maja zvišala še trošarine na tobak. Občuten dvig teh trošarin naj bi po ocenah k inflaciji prispeval 0,3 odstotne točke. Poleg tega se je zvišal prispevek za obvezne rezerve pri naftnih derivatih, spremenile pa so se tudi cene nekaterih učbenikov. Za rast ostalih nadzorovanih cen v letošnjem letu se predpostavlja, da bo ta skladna z gibanjem rasti prostih cen, kot predvideva Načrt uravnavanja reguliranih cen za leti 2008 in 2009. Enaka predpostavka glede gibanja ostalih nadzorovanih cen je v projekcijah uporabljena tudi za leti 2010 in 2011. Za prihodnji dve leti bo Vlada ob koncu leta 2009 pripravila nov načrt uravnavanja reguliranih cen.

Tveganja

Negotovosti glede makroekonomskih gibanj ostajajo neobičajno visoke. Tveganja napovedi gospodarske rasti so v srednjeročnem obdobju usmerjena navzdol, tveganja za napoved inflacije pa so uravnovešena. Kljub nekaterim znakom okrevanja svetovnega gospodarstva in pričakovanju izhoda iz svetovne gospodarske krize je v trenutnih razmerah težko napovedati, kako dolga in globoka bo recesija ter kakšne oblike bo gospodarsko okrevanje. Obeti za gospodarsko rast v glavnih svetovnih gospodarstvih so se sicer nekoliko izboljšali, predvsem zaradi rasti BDP, ki je bila v drugem četrtletju višja od pričakovanj. K temu so v veliki meri pripomogli obsežni fiskalni ukrepi v številnih državah. Negotovo je, kakšna bo strategija izhoda iz ukrepov ekonomskih politik ter kako se bosta domače povpraševanje in s tem gospodarska rast odzvala na njihovo prenehanje. Težko je tudi z gotovostjo oceniti, kako fiskalni ukrepi delujejo znotraj gospodarstva in kako se njihov vpliv prenaša po državah

Tabela 6.2: Neposredni učinki na inflacijo kot posledica vladnih ukrepov v letu 2009

Ukrep	sprememba	učinek na HICP (v o. t.)
– sprememba cen nekaterih učbenikov	dvig cen v povp. za 2,6%	0,007
– sprememba cen vozovnic železniškega potniškega prometa	dvig cen v povp. 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
– sprememba trošarin na alkoholne pijače	dvig cen alkoholnih pijač v povp. za 9%	0,160
– sprememba trošarin na tobak	dvig cen tobačnih izdelkov v povp. za 9%	0,300
Skupni učinek na inflacijo		**0,506**

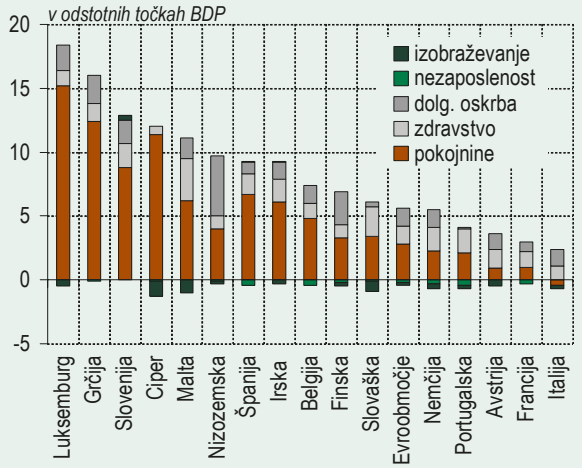
Vir: Načrt uravnavanja reguliranih cen za leti 2008 in 2009.

Okvir 6.1: Srednjeročni javnofinančni cilj in staranje prebivalstva

Srednjeročni javnofinančni cilj se v okviru prenovljenega Pakta stabilnosti in rasti za posamezno državo članico Evropske unije določi glede na njen ekonomski in proračunski položaj. Države članice Evropske unije določijo srednjeročni javnofinančni cilj, ki predstavlja varnostno mejo v smislu ohranjanja javnofinančnega salda znotraj referenčne vrednosti primanjkljaja v višini 3% BDP. Državam tako določen srednjeročni cilj omogoča vodenje proticiklične fiskalne politike, ne da bi pri tem presegle referenčno vrednost za proračunski primanjkljaj.[1] Reforma Pakta, ki je bila potrjena na zasedanju Evropskega sveta marca 2005, je med drugim omogočila uvedbo diferenciranih srednjeročnih javnofinančnih ciljev. Tako države namesto prej enotno določenega pravila doseganja izravnanega javnofinančnega položaja oziroma presežka, sedaj oblikujejo svoj srednjeročni javnofinančni cilj upoštevaje ocenjeno potencialno gospodarsko rast in dolg države. Države evroobmočja in tiste, ki sodelujejo v ERM II ter izkazujejo nizek dolg in visoko potencialno rast – med njimi tudi Slovenija – lahko za srednjeročni cilj postavijo strukturni primanjkljaj do 1% BDP.[2] Za države z visokim dolgom in nizko potencialno gospodarsko rastjo pa se pravila niso spremenila.[3]

Za letos načrtovana vključitev potencialnih obveznosti iz naslova staranja prebivalstva v izračun srednjeročnega javnofinančnega cilja bo za nekatere države pomenila njegovo zaostritev. Prenovljeni Pakt predvideva, da se opredelitev cilja dopolni tako, da se upoštevajo tudi ocenjene potencialne obveznosti iz naslova staranja prebivalstva, s čimer je dan večji poudarek vprašanju dolgoročne vzdržanosti in višini dolga. Oceno stroškov staranja, ki se bodo upoštevali pri določitvi srednjeročnega cilja fiskalne politike, je Evropska komisija[4] potrdila aprila letos na osnovi usklajenih demografskih projekcij in makroekonomskih izhodišč. Dokončna odločitev o načinu izračuna novih srednjeročnih ciljev naj bi bila kmalu sprejeta, države članice pa naj bi prvič predstavile svoje nove srednjeročne javnofinančne cilje v naslednji dopolnitvi programov stabilnosti oziroma konvergenčnih programov konec letošnjega leta.

Slika: Ocenjen porast stroškov staranja po skupinah in državah evroobmočja do leta 2060



Vir: 2009 Ageing Report: economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060), European Commission.

Slovenija spada v skupino držav, ki imajo visoke ocenjene stroške staranja. Stroški staranja zajemajo javne izdatke za pokojnine, zdravstvo, dolgotrajno oskrbo, izobraževanje in nezaposlenost in se med državami močno razlikujejo. Odražajo razlike v demografskih gibanjih (razlike v rodnosti, pričakovani življenjski dobi, migracijah), značilnosti nacionalnih pokojninskih sistemov, izvedene reforme in druge dejavnike. Po ocenah Evropske komisije se bodo v Sloveniji do leta 2060 stroški staranja povečali za 12,8 odstotne točke BDP, medtem ko je porast v celotni EU ocenjen na 4,7 odstotne točke BDP, k čemur približno polovico prispevajo izdatki za pokojnine. Tako je ocenjen porast stroškov staranja v Sloveniji eden izmed najbolj izrazitih v EU, višji naj bi bil le v Luksemburgu (18 o. t. BDP) in v Grčiji (15,9 o. t. BDP). V vseh teh državah izhajajo največji izdatki iz (nereformiranih) pokojninskih sistemov, v veliko manjši meri pa tudi iz zdravstva in dolgotrajne oskrbe. Slovenija tako spada v skupino držav z visokim tveganjem z vidika vzdržnosti javnih financ.[5] Najnižje je ocenjeno povišanje stroškov staranja v Estoniji, Latviji (obe 0,4 o. t. BDP) in na Poljskem (-2,4 o. t. BDP), znotraj evroobmočja pa v Italiji (1,6 o. t. BDP). Projekcije so predmet negotovosti, ki izvirajo iz makroekonomskih predpostavk in demografskih gibanj, javnofinančna vzdržnost pa bo med drugim zagotovljena le takrat, ko bo tudi višina pokojnin ustrezna.[6]

Potencialne obveznosti na osnovi staranja prebivalstva zadevajo v Sloveniji predvsem področje pokojnin. Več kot dve tretjini celotne ocenjene rasti starostno pogojenih izdatkov se nanaša na pokojnine in izhaja iz povišanja količnika starostne odvisnosti, ki odraža staranje prebivalstva.

Pokojninska reforma iz leta 1999 tako ni zagotovila dolgoročne vzdržnosti pokojninskega sistema. Vlada namerava jeseni

predstaviti predloge za modernizacijo pokojninskega sistema. Spremembe naj bi šle v smer administrativnega zvišanja starostne meje za upokojitev v povezavi s finančnimi spodbudami za daljše ostajanje v aktivnosti, hkrati pa naj bi spremembe zadevale tudi način odmere pokojnin in valorizacije pokojnine, zagotovitev večje preglednosti sistema ter vzpostavitev učinkovitega drugega stebra pokojninskega zavarovanja. Simulacije v dopolnitvi Programa stabilnosti iz aprila 2009 kažejo, da bi dvig upokojitvene starosti za eno leto ob hkratni uvedbi nižje, to je 80%, indeksacije pokojnin s plačami pomenil znižanje stroškov staranja za 2,6 odstotne točke BDP v obdobju do leta 2060, pri čemer bi se odhodki za pokojnine znižali za 2,1 odstotne točke BDP.

Novi srednjeročni javnofinančni cilj Slovenije bo verjetno moral biti bolj ambiciozen od trenutnega. Trenutno je srednjeročni javnofinančni cilj Slovenije opredeljen kot strukturni primanjkljaj v višini 1% BDP. Glede na dopolnjeni Program stabilnosti iz aprila 2009 Slovenija svojega srednjeročnega cilja še ni dosegla in ga kljub načrtovani konsolidaciji ne bo tudi v obdobju 2009–2011. Vključitev stroškov staranja v izračun cilja bo za Slovenijo verjetno pomenila njegovo zaostritev, za kar bo potrebna ustrezna fiskalna konsolidacija. Poleg reform na področju socialnih transferov k temu prispevajo ukrepi za znižanje dolga države ter povišanje stopenj zaposlenosti in produktivnosti. Pomemben je tudi časovni okvir izvedbe ukrepov, saj vpliva na medgeneracijsko porazdelitev bremen. Zgodnejša prilagoditev oziroma vnaprejšnje financiranje stroškov staranja, kar bi v mnogih državah evroobmočja praviloma lahko zagotovili le izraziti strukturni presežki, pomeni praviloma bolj enakomerno obremenitev različnih generacij kot postopna prilagoditev.[7] Srednjeročni javnofinančni cilj lahko država spremeni, kadar izvede večje reforme, v vsakem primeru pa na štiri leta, tako da srednjeročni cilj odraža spremembe v dolgu države, v potencialni rasti in fiskalni vzdržnosti.

[1] Navedeno velja ob običajnih konjunkturnih nihanjih.
[2] Gre za strukturni primanjkljaj, to je primanjkljaj prilagojen za učinke cikla ter po izločitvi enkratnih in začasnih ukrepov.
[3] Za te države je srednjeročni javnofinančni cilj opredeljen kot strukturni položaj blizu ravnovesja oz. v presežku.
[4] European Commission: 2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060) http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication14992_en.pdf
[5] European Commission: Public Finances in EMU 2008 http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12832_en.pdf
[6] Reforma pokojninskega sistema, ki temelji na velikem znižanju prejemkovnega razmerja, to je razmerja med pokojninami in plačami, se lahko izkaže za nevzdržno, saj prenizki prejemki terjajo kasnejšo prilagoditev navzgor ali pa zahtevajo druga javnofinančna sredstva.
[7] Ballassone in drugi: Fiscal sustainability and policy implication for the euro area: ECB Working Paper 994, 2009 http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp994.pdf

(torej kakšen je njihov čezmejni učinek). Tudi negotovosti glede normalizacije razmer na finančnih trgih so še zmeraj velike, prav tako glede obsega potrebnega zmanjšanja vzvoda bank ter interakcije med finančnimi trgi in realnim sektorjem.

Največje navzdol usmerjeno tveganje za projekcije gospodarske rasti izhaja iz predpostavke o trajanju in razsežnosti svetovne recesije, ki bi jo lahko zaostril nastanek t.i. povratnih zank, oziroma prenosa neugodnih dogajanj med realnim in finančnim sektorjem. Preobrat cikla v globalni aktivnosti in ponoven zagon svetovne trgovinske menjave bosta zaradi odprtosti slovenskega gospodarstva najpomembnejša dejavnika za okrevanje domačega povpraševanja. Osnovni scenarij predpostavlja okrevanje svetovnega gospodarstva tekom leta 2010, dolgotrajnejša svetovna recesija pa bi pomenila nižjo gospodarsko rast v Sloveniji od predvidene v osnovnem scenariju. Hkrati je potrebno upoštevati, da so se razmere na finančnih trgih poslabšale izredno hitro, hkrati pa je zelo hitro prišlo tudi do interventnih ukrepov ekonomske politike. Obstaja možnost, da bi bil lahko v stabilnejših finančnih razmerah tudi ponoven zagon globalne gospodarske aktivnosti hitrejši in močnejši od trenutno pričakovanega.

Ovire pri pridobivanju in obnavljanju bančnih virov iz tujine, zmanjševanje finančnega vzvoda bank ter povečanje kreditnega tveganja bi lahko otežile normalizacijo financiranja in s tem krepitev ekonomske aktivnosti. Kreditiranje zasebnega nefinančnega sektorja se je v letošnjem letu bistveno upočasnilo, kar gre pripisati kombinaciji dejavnikov na strani povpraševanja in ponudbe ter deloma odraža proces normalizacije. V času

visoke gospodarske rasti so se podjetja in gospodinjstva v velikem obsegu zadolževala za financiranje svojih aktivnosti in izdatkov, kriza pa jih je prisilila k znižanju zadolženosti, tako zaradi krčenja investicijske aktivnosti kot zaradi znižanja dohodkov in premoženja. Obstaja tveganje, da bi lahko nadaljevanje nizke investicijske aktivnosti in trošenja gospodinjstev otežilo okrevanje domačega povpraševanja.

Izjemno velik upad gospodarske aktivnosti bi lahko oblikoval trajno oziroma strukturno poslabšanje gospodarskih razmer. Obstaja tveganje, da bo rast potencialnega proizvoda v prihodnje nižja kot pred krizo. To bi se pokazalo v porastu dolgoročno brezposelnih in nižjem potencialnem proizvodu, kar bi imelo negativen vpliv na gospodarsko rast v srednje- in dolgoročnem obdobju. Kako hitro se bo potencialni proizvod oziroma trendna gospodarska rast povrnila na predkrizno raven je negotovo, običajno pa so za to potrebne nekatere strukturne prilagoditve, za katere velja, da se pogosto sprejemajo postopoma, da imajo dolg izvedbeni čas in da delujejo z zamikom. Za ponoven vzdržen gospodarski razvoj bo odločilen tudi konkurenčni položaj domačih podjetij. Ker je Slovenija članica denarne unije, bo na konkurenčnost lahko vplivala izključno preko domačih mehanizmov prilagajanja, predvsem trga dela in proizvodov.

Strukturno poslabšanje razmer na trgu dela ter naraščanje proračunskega primanjkljaja in dolga države predstavljata osrednje tveganje glede možnosti za še nižjo zasebno potrošnjo v celotnem obdobju projekcij. Trg dela se poslabšanim gospodarskim razmeram prilagaja postopoma, kar je zaradi njegove nepopolne fleksibilnosti običajno. Prilagoditve blažijo ukrepi države, kot so subvencioniranje delovnega časa in nadomestila za delo za delavce na čakanju, ki imajo lahko pozitiven premostitveni učinek, kadar je poslabšanje trga dela kratkotrajno. Ko je poslabšanje na trgu dela trajno, so taki ukrepi nevzdržni, kar pomeni tveganje močnejšega zmanjšanja zaposlenosti z odlogom, po preteku veljavnosti ukrepov. To pa bi imelo negativni vpliv na razpoložljivi dohodek in s tem na potrošnjo v prihodnjih letih. Tudi gibanje plač je negotovo, pri čemer veljavnost obstoječega socialnega sporazuma poteče v 2010, hkrati pa se bodo iztekli tudi dogovori o plačah. Plače v zasebnem sektorju se sicer v veliki meri prilagajajo poslabšanim gospodarskim razmeram in tako bo njihova rast odvisna predvsem od gospodarskega okrevanja. Plače v javnem sektorju bodo najbolj odvisne od proračunskih omejitev, ki bi bile lahko večje od predvidenih, zaradi česar ni izključeno tudi znižanje plač v javnem sektorju. Tudi gibanja na trgu nepremičnin in vrednostnih papirjev ostajajo skrajno negotova, s tem pa tudi vpliv premoženjskega učinka na zasebno potrošnjo.

Med domačimi dejavniki je veliko tudi tveganje glede investicij v osnovna sredstva in zalog, ki so v zadnjem obdobju močno nihale. Prav zaradi velikih nihanj je tudi tveganje glede njihovih projekcij zelo veliko. Po večletnem obdobju hitre rasti so se investicije v prvi polovici leta 2009 medletno znižale za 25%, hkrati pa je zmanjšanje zalog prispevalo skoraj polovico k zmanjšanju BDP. Cikličnost zalog je sicer običajna pri gospodarskih ciklih, vendar je bilo znižanje zalog v prvi polovici letošnjega leta izjemno, kar povečuje tveganje za projekcije. Hitrejši preobrati v zaupanju, proizvodnji in oblikovanju zalog – tudi zaradi spodbujevalnih ukrepov ekonomskih politik doma in v tujini – bi lahko prispevali k hitrejšemu okrevanju gospodarstva, kot predvideva osnovni scenarij. Tudi investicije, vezane na projekte države, bi lahko stimulirale gospodarsko rast, vendar bo njihova realizacija odvisna od razpoložljivih proračunskih sredstev in od učinkovitosti črpanja sredstev iz EU.

Potrebne fiskalne prilagoditve predstavljajo tveganje za gospodarsko rast v srednjeročnem obdobju, saj bi lahko potrebna konsolidacija javnih financ delovala omejevalno na gospodarsko aktivnost. Predvideno poslabšanje makroekonomskih razmer ter diskrecijski ukrepi vlade, v veliki meri predvideni za blaženje posledic finančne in gospodarske krize, bodo potisnili primanjkljaj države nad dovoljeno mejo 3% BDP. Čeprav so kratkoročno fiskalni ukrepi dobrodošli za blažitev posledic globalne gospodarske krize, lahko imajo negativen učinek na

Okvir 6.2: Primerjava napovedi za leti 2009 in 2010 z napovedmi drugih institucij

Napovedi za Slovenijo izdelujejo tako domače kot 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 temeljijo napovedi na različnih predpostavkah glede gibanja eksogenih spremenljivk iz mednarodnega okolja in delovanja ekonomskih politik.

V trenutnih razmerah so napovedi še posebej odvisne od trenutka njihove izdelave, saj so v zadnjem letu za napovedi gospodarske aktivnosti v tujini značilni izjemni popravki navzdol, ki pa so se v zadnjih mesecih nekoliko umirili (glej Okvir 2.1). Takšna dinamika popravkov pomembno vpliva na napovedi o gospodarski aktivnosti za Slovenijo. Čeprav so se napovedi občutno znižale že v začetku leta in večinoma predvidele negativno gospodarsko rast, so se po objavi podatkov za prvo četrtletje 2009 znižale še dodatno. Vse institucije tako predvidevajo, da bo letos slovenski BDP padel za več kot 5%. Za leto 2010 vse institucije napovedujejo zelo umirjeno okrevanje gospodarske aktivnosti, katere rast naj bi ostala precej pod dolgoletnim povprečjem.

Večina institucij napoveduje tudi precejšnje zmanjševanje primanjkljaja tekočega računa v letošnjem letu, enotne pa so si v mnenju, da bo primanjkljaj tekočega računa leta 2010 sicer višji od letošnjega, toda precej manjši v primerjavi s tistim iz leta 2008.

Inflacija naj bi po napovedih večine institucij v povprečju leta 2009 znašala približno 1%, v letu 2010 pa naj bi prišlo do postopnega zvišanja inflacije v primerjavi z letošnjo, kljub temu pa naj bi inflacija ostala na relativno nizki ravni.

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 %			
		2009		2010		2009		2010		2009		2010	
		nova	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ
Banka Slovenije	sep. 09/mar 09	**-6,7**	-4,7	**1,6**	-0,3	**1,1**	0,7	**1,5**	-0,3	**-1,3**	1,9	**-3,2**	1,0
EIPF	sep. 09/mar. 09	**-5,4**	-4,5	**1,0**	-0,8	**0,8**	0,9	**1,3**	-2,9	**-1,0**	-0,5	**-2,7**	2,4
UMAR	sep. 09/mar. 09	**-7,3**	-3,3	**0,9**	-0,1	**1,0**	0,6	**1,5**	-0,1	**-0,2**	2,0	**0,0**	3,5
Consensus Forecasts	sep. 09/mar. 09	**-5,9**	-5,4	**0,6**	-0,7	**1,0**	-1,1	**2,1**	-0,6	**-2,2**	2,5	**-2,2**	2,1
OECD	jun. 09	**-5,8**	…	**0,7**	…	**0,8**	…	**1,6**	…	**…**	…	**…**	…

Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in predhodnimi projekcijami.
Vir: Banka Slovenije, EIPF, Consensus Economic Forecasts, OECD; preračuni Banka Slovenije.

gospodarsko okrevanje in gospodarsko rast v srednjeročnem obdobju. Potrebne prilagoditve bi namreč lahko ohromile zaupanje ter s tem potrošnjo in investicije v prihodnjih letih. Prav tako bi se ob številnih izdajah obveznic držav povečal pritisk na njihov donos in negotovosti glede (z)možnosti financiranja dolga v tujini. Naraščanje obresti bo povečevalo javnofinančni primanjkljaj in dolg, predvsem če se bo okrevanje gospodarstva zavleklo in ne bo zadostnih proračunskih prihodkov. Odstopanje od javnofinančnega ravnovesja je v Sloveniji še posebej velika težava zaradi neugodne demografske strukture, ki bo v prihodnje zahtevala večja sredstva pokojninske in zdravstvene blagajne. Zato bodo nujno potrebne strukturne prilagoditve javnih financ (predvsem zmanjšanje odhodkov), ki bi prav tako lahko imele prehodno negativen učinek na gospodarsko rast (glej Okvir 3.1).

Na strani inflacije so negotovosti tesno povezane z gospodarskim okrevanjem, gibanjem cen surovin, razmerami na trgu dela ter možnim povišanjem davkov in trošarin zaradi potreb po fiskalni konsolidaciji. Domače povpraševanje odločilno vpliva na gibanje inflacije, čeprav so običajno ocene tega vpliva negotove. Če bi se uresničila tveganja o trajnem poslabšanju na trgu dela, bi bila lahko tudi v srednjeročnem obdobju rast cen

nižja. Če bo na drugi strani okrevanje močnejše kot v osnovnem scenariju projekcij, se lahko inflacijski pritiski s strani povpraševanja hitreje povrnejo. Hkrati bi se lahko inflacijski pritiski okrepili ob povišanju cen surovin ali v primeru, če bi rast plač porasla ob izboljšanju gospodarskih razmer oziroma se ne bi prilagodila zaostrenim gospodarskim razmeram, kot predvideva osnovni scenarij. Najnovejša dogajanja povečujejo tveganja za rast plač.