BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

# POROČILO O CENOVNI STABILNOSTI

OKTOBER 2008

Izdala:

BANKA SLOVENIJE
Slovenska 35
1505 Ljubljana
Tel.: (01) 471 90 00
Faks: (01) 251 55 16

Publikacija temelji na podatkih in informacijah, dostopnih do 30. septembra 2008, 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 23

3 Gospodarska gibanja in trg dela 29

4 Zunanje ravnotežje in konkurenčnost 41

5 Pogoji financiranja 51

6 Projekcije gibanja cen in tveganja 59

# Pregled slik, tabel in okvirjev

## Slike:

Slika 1.1: Maastrichtsko merilo cenovne stabilnosti 13
Slika 1.2: Skupna inflacija 13
Slika 1.3: Osnovna inflacija 14
Slika 1.4: Gibanje posameznih kategorij cen 16
Slika 1.5: Gibanje cen hrane 16
Slika 1.6: Gibanje cen storitev 17
Slika 1.7: Gibanje cen industrijskih proizvodov brez energentov 17
Slika 1.8: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu 18
Slika 1.9: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu za ZDA in evroobmočje 18
Slika 2.1: Zaupanje pri podjetjih v tujini in Sloveniji 24
Slika 2.2: Gospodarska rast evroobmočja in projekcije Evropske komisije 24
Slika 2.3: Cene na svetovnih trgih primarnih surovin 27
Slika 2.4: Devizni tečaj EUR/USD in centralnobančni obrestni meri 28
Slika 3.1: Domače povpraševanje in BDP 30
Slika 3.2: Projekcije rasti BDP 30
Slika 3.3: Industrijska proizvodnja – celotna industrija brez gradbeništva 31
Slika 3.4: Prispevki komponent trošenja k rasti BDP 31
Slika 3.5: Kazalniki zaupanja 32
Slika 3.6: Trošenje gospodinjstev in razpoložljivi dohodek 33
Slika 3.7: Kazalnik dobička 36
Slika 3.8: Prispevki posameznih dejavnosti k rasti zaposlenosti 36
Slika 3.9: Struktura brezposelnosti po trajanju brezposelnosti 37
Slika 3.10: Veljavna dovoljenja za delo tujcev 38
Slika 3.11: Stopnja brezposelnosti, stopnja participacije in delež nezasedenih delovnih mest 38
Slika 3.12: Prispevki k rasti stroškov dela na zaposlenega 38
Slika 4.1: Projekcije tekočega računa 41
Slika 4.2: Pogoji menjave 44
Slika 4.3: Realni efektivni tečaj 47
Slika 4.4: Realni efektivni tečaj do evroobmočja: deflator HICP 48
Slika 4.5: Realni efektivni tečaj do evroobmočja: stroški plač na enoto proizvoda – predelovalna dejavnost 49
Slika 4.6: Realni efektivni tečaj do evroobmočja: stroški dela na enoto proizvoda – celotno gospodarstvo 49
Slika 4.7: Realni efektivni tečaj 49
Slika 5.1:Varčevalno-investicijska vrzel 51
Slika 5.2: Finančni pritoki iz tujine 52
Slika 5.3:Finančni odtoki v tujino 52
Slika 5.4: Zunanji dolg 53
Slika 5.5: Neto zadolženost pri bankah 54
Slika 5.6: Kreditiranje domačega zasebnega sektorja 54
Slika 5.7: Rast kreditov zasebnemu sektorju in uvedba evra 54
Slika 5.8: Obrestne mere za posojila nad 1 mio EUR za nefinančne družbe 55
Slika 5.9: Struktura kreditiranja gospodinjstev 56
Slika 5.10: Obrestne mere za potrošniška posojila gospodinjstvom 56
Slika 5.11: Obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta 57
Slika 6.1: Projekcije inflacije 59
Slika 6.2: Prispevki komponent k inflaciji 61
Slika 6.3: HICP in osnovna inflacija 61

## Tabele:

Tabela 1.1: Struktura HICP in kazalniki gibanja cen 15
Tabela 2.1: Predpostavke o dejavnikih iz mednarodnega okolja 23
Tabela 3.1: Aktivnost, zaposlenost in plače 29
Tabela 3.2: BDP in izdatkovne komponente v Sloveniji in tujini 30
Tabela 3.3: Komponente domačega povpraševanja 31
Tabela 3.4: Stroški dela 39
Tabela 4.1: Tekoči račun plačilne bilance 41
Tabela 6.1: Inflacija 59
Tabela 6.2: Predpostavljeni neposredni učinki na inflacijo kot posledica vladnih ukrepov v letih 2008 in 2009 60
Tabela 6.3: Modelske simulacije nekaterih makroekonomskih šokov 63
Tabela 6.4 :Alternativni scenarij projekcij: manjša gospodarska aktivnost v tujini 64

## Okvirji:

Okvir 1.1: Kazalniki potencialnega proizvoda in proizvodne vrzeli za Slovenijo 19
Okvir 1.2: Prispevek Balassa-Samuelsonovega učinka k razliki med inflacijo v Sloveniji in evroobmočju 20
Okvir 2.1: Kazalniki gospodarske klime evroobmočja kažejo poslabševanje konjunkture 25
Okvir 3.1: Gibanje kazalnikov dobička podjetij v Sloveniji 34
Okvir 4.1: Dejavniki rasti primanjkljaja tekočih transakcij plačilne bilance 42
Okvir 6.1: Primerjava napovedi za leti 2008 in 2009 z napovedmi drugih institucij 67

## Okrajšave uporabljene v Poročilu o cenovni stabilnosti

| | |
|---|---|
| AJPES | Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve |
| BDP | Bruto domači proizvod |
| BS | Banka Slovenije |
| d. s. | Drseča sredina |
| DARS | Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji |
| DDV | Davek na dodano vrednost |
| ECB | Evropska centralna banka |
| EIPF | Ekonomski institut pravne fakultete |
| EMU | Ekonomska in monetarna unija |
| ERM II | Mehanizem deviznih tečajev |
| ESCB | Evropski sistem centralnih bank |
| ESR95 | Evropski sistem računov 1995 |
| EU | Evropska unija |
| EU27 | Evropska unija (27 držav) |
| EUR | Evro |
| HICP | Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin |
| IFS | International Financial Statistics, baza podatkov Mednarodnega denarnega sklada |
| ILO | Mednarodna organizacija za delo |
| IMF | Mednarodni denarni sklad |
| MF | Ministrstvo za finance Republike Slovenije |
| NCB | Nacionalne centralne banke, članice evro območja |
| o. t. | Odstotna točka |
| OECD | Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj |
| OPEC | Organizacija držav izvoznic nafte |
| PCS | Poročilo o cenovni stabilnosti |
| RS | Republika Slovenija |
| SURS | Statistični urad Republike Slovenije |
| ULC | Stroški dela na enoto proizvoda |
| UMAR | Urad za makroekonomske analize in razvoj Republike Slovenije |
| USD | Ameriški dolar |
| ZDA | Združene države Amerike |

# Povzetek

*Projekcije gospodarskih gibanj in inflacije spremljajo nenavadno visoke negotovosti v mednarodnem okolju. Ohlajanje gospodarstva v mednarodnem okolju ne izvira samo iz obrata v ciklu, ampak nanj vedno bolj vplivajo strukturni dejavniki, ki jih soobликujejo cene energije in drugih surovin ter nestanovitnosti na mednarodnih finančnih trgih, ki v odnose med dolžniki in upniki vnašajo napetosti. Tveganja, ki spremljajo te negotovosti, so pri inflaciji usmerjena navzgor, pri gospodarski rasti pa navzdol. Razmere zahtevajo skupno razumevanje težav in usklajeno ukrepanje. Močnejša upočasnitev gospodarske aktivnosti v mednarodnem okolju je srednjeročno največje tveganje za domačo gospodarsko rast, hkrati pa bi lahko dodatno poglobila zunanje neravnotežje, zlasti v kontekstu slabšanja cenovne konkurenčnosti slovenskega gospodarstva. To bi se lahko močneje pokazalo tudi na trgu dela.*

*V Sloveniji so se makroekonomska neravnotežja od objave Poročila o cenovni stabilnosti (PCS) še nekoliko poglobila, v obdobju projekcij pa bi bila lahko gospodarska aktivnost zmernejša in bi prispevala k postopnemu umirjanju osnovne inflacije. V prvem polletju 2008 je inflacija presegla spomladansko projekcijo delno zaradi vpliva višjih cen surovin, delno pa zaradi počasnejšega zmanjševanja domačega povpraševanja. Gospodarska aktivnost se je v prvem četrtletju ponovno povečala zaradi večje investicijske aktivnosti, primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance v zadnjih dvanajstih mesecih pa je presegel šest odstotkov BDP. Po obdobju, v katerem so glavni makroekonomski kazalniki kazali na pregrevanje gospodarstva, kaže osnovna projekcija gospodarskih gibanj zmernejšo gospodarsko rast v prihodnjem srednjeročnem obdobju, in sicer na ravni nekoliko pod štirimi odstotki. Zmernejša rast povpraševanja bi lahko prispevala k ponovni vzpostavitvi cenovne stabilnosti v obdobju projekcij. Poleg tveganj v mednarodnem okolju je taka dinamika odvisna predvsem od umiritve rasti domačih stroškov dela, ki bi lahko ključno vplivala tudi na konkurenčnost gospodarstva in izboljševanje zunanjega ravnotežja ter na gibanje zaposlenosti.*

* * *

*Gospodarska gibanja v mednarodnem okolju kažejo povečane inflacijske pritiske v prvem polletju 2008, pričakovanja pa nakazujejo manjšo gospodarsko aktivnost in umirjanje rasti cen surovin v povprečju prihodnjega srednjeročnega obdobja. Čeprav se gospodarska aktivnost v evroobmočju upočasnjuje, se pričakovanja o skupnem uvoznem povpraševanju glavnih trgovinskih partneric niso bistveno spremenila, zaradi ohranjanja povpraševanja na trgih srednje in južne Evrope ter Rusije. Največja sprememba v mednarodnem okolju je povišanje inflacije, ki je predvsem izraz močnega povišanja cen surovin v prvem polletju. Cena za sodček surove nafte (159 litrov) na svetovnih trgih je julija presegla 140 USD in se nato do septembra znižala na raven malo nad 100 USD. Glede na gibanja na terminskih trgih znaša predpostavka o ceni nafte 120 USD v letih 2009 in 2010, predpostavka o rasti dolarskih cen drugih primarnih surovin pa je popravljena navzgor predvsem v letu 2008 z 12,5 na 20,0% medletno.*

*Gospodarska rast v Sloveniji je v prvi polovici leta 2008 znašala 5,5% medletno. Domače povpraševanje se umirja počasneje od pričakovanj, predvsem zaradi visoke rasti investicij. Najhitreje, za 18,7% medletno, so v prvem polletju rasle investicije v "druge zgradbe in objekte", ki večinoma izražajo pospešeno gradnjo cest. Kljub umirjanju v drugem četrtletju ostaja visoka tudi rast investicij v stanovanjsko gradnjo, zmernejša pa rast investicij v opremo in stroje, na ravni 8% medletno. Rast trošenja gospodinjstev in države po razpoložljivih podatkih za prvo polovico leta zaostaja za rastjo BDP, a presega dolgoletno povprеč-*

*je. Rast trošenja države je bila v prvi polovici leta približno enaka tisti iz povprečja lanskega leta in je bila predvsem posledica povečanja vmesne potrošnje in zaposlovanja, delno povezanega s predsedovanjem EU. Višja rast gospodarske aktivnosti in agregatnega povpraševanja glede na mednarodno okolje je prispevala k višji dinamiki uvoza v primerjavi z izvozom v prvem polletju, kar se je izrazilo v negativnemu prispevku menjave s tujino k rasti BDP. Rast industrijske proizvodnje je bila na začetku tretjega četrtletja negativna, prvi znaki obrata v gospodarski aktivnosti pa se kažejo tudi na trgu dela. Rast delovno aktivnega prebivalstva je medletno še vedno visoka, zaradi visoke dinamike zaposlovanja pa se ob upadanju gospodarske aktivnosti zmanjšuje realna rast proizvoda na zaposlenega. Ob močnemu pospešku rasti bruto plač nad 8% v prvem polletju je rast stroškov dela na enoto proizvoda precej višja od stopenj rasti, ki omogočajo konkurenčno delovanje gospodarstva brez cenovnih pritiskov.*

*Varčevalno-investicijska vrzel se poglablja že od sredine leta 2006, primanjkljaj tekočega računa pa že presega 6% BDP. K povečevanju primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance pa poleg slabšanja pogojev menjave vedno večji delež prispeva hitrejša dinamika količinskega uvoza od izvoza v zadnjem obdobju. Po lanski hitri rasti uvoza blaga za široko potrošnjo je ta letos zmernejša, najhitreje pa narašča uvoz investicijskega blaga. Naraščanje primanjkljaja tekočega računa opozarja na prenizko raven domačega varčevanja glede na investiranje. Ker gospodarstvo presežno povpraševanje po financiranju s posredovanjem bank zapolnjuje z zadolževanjem v tujini, se povečuje tudi neto zunanji dolg, predvsem zasebnega sektorja. Plačila obresti na neto zunanji dolg, ki je nastal zaradi primanjkljaja tekočega računa po letu 2004, ob zaostrenih pogojih financiranja prispevajo k primanjkljaju tekočega računa v zadnjem letu že 1,9% BDP. Primanjkljaj tekočega računa je lahko še zlasti problematičen v luči upočasnjevanja gospodarske aktivnosti v mednarodnem okolju, neugodnih gibanj kazalnikov cenovne konkurenčnosti Slovenije in zaostrovanja dostopnosti virov financiranja zaradi nestanovitnosti na mednarodnih finančnih trgih.*

*Medletna stopnja inflacije se je od januarja do avgusta gibala nad 6%, presegala povprečno inflacijo v evroobmočju kar za okoli tri odstotne točke, septembra pa dosegla 5,5%. To kaže uresničevanje nekaterih tveganj, na katera je Banka Slovenije opozorila v predhodnih poročilih o cenovni stabilnosti, in sicer glede censkih pritiskov iz mednarodnega okolja in tudi glede domačih dejavnikov inflacije. Naraščanje cen nafte je povečalo prispevek energentov k medletni stopnji inflacije nad dve odstotni točki, rast cen hrane pa se od februarja znižuje, z 11,6 na 6,1% v septembru, in sicer ob postopnem zniževanju rasti cen prehrambenih surovin na svetovnih trgih. S sprejetimi dogovori o plačah v javnem in zasebnem sektorju se je v glavnem uresničilo najpomembnejše tveganje med domačimi dejavniki, tj. sekundarni učinki na rast stroškov dela zaradi precejšnje indeksacije plač na dejanska gibanja inflacije. Temu se pridružujejo še učinki plačne reforme v javnem sektorju. Če upoštevamo še vedno veliko gospodarsko aktivnost, agregatno povpraševanje, ki presega ponudbeni potencial, in ugodne razmere na trgu dela v prvem polletju, je domače makroekonomsko okolje prispevalo k ohranjanju osnovne inflacije na visoki ravni. Inflacija brez hrane, energentov, tobaka in alkohola je bila najvišja aprila, 4,4 % medletno, nato pa se je postopno zniževala in dosegla 3,8% septembra, ko je presegla raven osnovne inflacije v evroobmočju za približno dve odstotni točki. V evroobmočju se je skupna inflacija septembra znižala na 3,6%, potem ko je bila junija in julija štiriodstotna. K tako visoki rasti so prispevale predvsem visoke cene nafte in hrane, saj so kazalniki osnovne inflacije ostali skoraj nespremenjeni na ravni nekaj pod 2%.*

*Projekcija gospodarske rasti v letu 2008 je popravljena navzgor na 4,5% zaradi visoke rasti v prvem polletju, hkratno umirjanje rasti tujega in domačega povpraševanja v letu 2009 in le postopno okrevanje v letu 2010 pa bi lahko povprečno gospodarsko rast v obdobju med letoma 2009 in 2010 znižalo pod 4%. Zmernejša gospodarska rast kaže predvsem zmernejšo dinamiko domačega povpraševanja, kar naj bi ob postopnem okrevanju tujega povpraševanja po letu 2009 prispevalo k ponovno pozitivnemu prispevku menjave s tujino h gospodarski rasti. Zasebna potrošnja naj bi bila v drugi polovici leta 2008 in v letu 2009 nekoliko večja od aprilske napovedi predvsem zaradi dogovorjene višje rasti plač, na letni ravni pa naj njena realna rast ne bi presegala 3,5%. Vsebinsko pomenijo nove projekcije prehoden pospešek gospodarske rasti v letu 2008, vezan predvsem na gibanja iz prvega polletja, in nato zmanjšanje aktivnosti na predhodno predvideno raven, kar se kaže kot znižanje rasti v letu 2009. Če bi se trenutna rast zaposlenosti izkazala kot trajnejša in ne predvsem ciklična, kar trenutno nakazuje koncentracija v sektorjih, kot je gradbeništvo, bi bila lahko rast višja od 4% tudi v letu 2009.*

*Umirjanje konjunkture v tujini in izredno nizka rast izvoza v prvi polovici leta sta glavna razloga za povečanje primanjkljaja salda tekočega računa na okoli 6,3% BDP letos, v naslednjih dveh letih pa bi se primanjkljaj tekočega računa lahko začel postopno zmanjševati. Glavni vir postopnega manjšanja primanjkljaja je pričakovana hitrejša rast izvoza od uvoza blaga in storitev, za okoli 0,3 odstotne točke letno med letoma 2009 in 2010. Zato je ključno, da kazalniki cenovne konkurenčnosti, ki v zadnjem času kažejo precejšnjo realno apreciacijo, delno vezano tudi na apreciacijo evra, ne bodo močneje vplivali na zaostajanje rasti izvoza glede na rast uvoza. Negativni saldo faktorskih dohodkov bo v obdobju projekcij precej prispeval k primanjkljaju tekočega računa predvsem zaradi neto obrestnih odhodkov na dejansko neto stanje zunanjega dolga.*

*Umirjanje inflacije bo večinoma vezano na bazne učinke preteklih censkih pritiskov iz tujine, zniževanje osnovne inflacije pa bo, glede na uresničena in pričakovana gibanja v domačem makroekonomskem okolju, postopnejše. Skladno s tekočimi in pričakovanimi gibanji predpostavk so projekcije inflacije popravljene nekoliko navzgor, na 6,1%, 3,5% in 2,8% za leta 2008, 2009 in 2010. Ob koncu leta 2008 in v letu 2009 se pričakuje, da bodo energenti in prehrambene surovine močno znižali prispevek k inflaciji, vezan na ponudbene censke šoke iz lanskega leta in prvega polletja letos. Po drugi strani se vpliv na cene, ki ga povzročajo agregatno povpraševanje in domači stroškovni dejavniki, predvsem stroški dela, ne bo umiril tako hitro, kot so kazale projekcije v aprilskem Poročilu o cenovni stabilnosti. Osnovna inflacija naj bi se na dolgoročno bolj vzdržne in z evroobmočjem primerljivejše ravni vrnila šele leta 2010.*

*Tveganja pri inflaciji so večinoma obrnjena navzgor, pri gospodarski rasti pa navzdol. Pri gospodarski rasti ostaja največje tveganje predvsem možnost močnejše in trajnejše upočasnitve gospodarske rasti v mednarodnem okolju. Občutno zmanjšanje tujega povpraševanja, ki bi bilo po obsegu enako tistemu v letu 2001, ko se je rast uvoza glavnih trgovinskih partneric znižala za pet odstotnih točk, bi lahko gospodarsko rast v naslednjih dveh letih v povprečju upočasnilo za okoli 1,5 odstotne točke. Morebitno kreditno stiskanje, ki bi lahko nastopilo, če bi se nestanovitnosti na svetovnih finančnih trgih še poglobile, bi lahko delovalo zaviralno na trošenje in investiranje v tujini in tudi v Sloveniji. Med domačimi dejavniki povpraševanja pomeni največjo negotovost rast investicij, pri katerih bi se lahko njihova dinamika zaradi visoke rasti v zadnjem obdobju zelo hitro umirila. Med dejavniki inflacije so negotovosti povezane predvsem z gibanjem cen surovin in plač. Še vedno je težko oceniti učinke na upočasnjevanje zniževanja osnovne inflacije zaradi plačnih uskladitev v letošnjem letu. Simulacije kažejo, da bi se ob polni indeksaciji plač na preteklo inflacijo v obdobju projekcij inflacija v povprečju gibala za okoli eno odstotno točko nad osnovno projekcijo v letih od 2008 do 2010. Trajnejše slabšanje stroškovne in cenovne konkurenčnosti gospodarstva zaradi previsoke inflacije in rasti stroškov dela bi lahko onemogočilo tudi postopno zmanjševanje zunanjega neravnotežja.*

*Okvir za vodenje nacionalnih ekonomskih politik po vstopu Slovenije v evroobmočje so maastrichtska konvergenčna merila in pravila Pakta o stabilnosti in rasti. V zadnjih mesecih inflacija presega maastrichtsko merilo cenovne stabilnosti za okoli dve odstotni točki. Po zadnji notifikaciji naj bi bil saldo države v letu 2008 izravnan po presežku v letu 2007. Vendar pa se lahko ob precejšnji upočasnitvi gospodarske rasti razmerja v javnih financah zelo hitro poslabšajo, ker so rezerve, ustvarjene ob zelo ugodni rasti prihodkov v zadnjih letih, razmeroma majhne.*

*Glede na pričakovana gospodarska gibanja morajo domače ekonomske politike omogočiti mehek prehod v območje zmernejše gospodarske aktivnosti, skladne s cenovno stabilnostjo in zunanjim ravnotežjem. Dokler ni znakov, da bi se gospodarska rast čezmerno upočasnila, pospeševanje gospodarske aktivnosti z makroekonomskimi politikami ni primerno, saj bi lahko ogrozilo zniževanje inflacije in povečalo zunanji primanjkljaj. Spodbujanje investicijske aktivnosti omejuje investicijsko aktivnost zasebnega sektorja, še zlasti v zaostrenih pogojih pridobivanja posojil. Pozornost je treba usmeriti na vzpostavitev zmernejših gibanj na področju rasti stroškov dela in deindeksacije ter na vzpostavljanje ustrezne tržne strukture in prilagodljivega delovanja trgov. Zmerna rast nominalnih stroškov dela, ki se večinoma oblikuje glede na trendno rast produktivnosti, je ključna za vzdržno cenovno stabilnost, cenovno konkurenčnost gospodarstva in dolgoročno vzdržno gospodarsko rast.*

| | | | | | | Projekcije | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 2008 | | 2009 | | 2010 | |
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | **okt.** | Δ | **okt.** | Δ | **okt.** | Δ |
| **Aktivnost, zaposlenost, plače** | *realne stopnje rasti v %* | | | | | | | | | | |
| BDP | 2,8 | 4,3 | 4,3 | 5,9 | 6,8 | **4,5** | 0,3 | **3,5** | -0,4 | **4,1** | 0,0 |
| Zaposlenost | -0,4 | 0,3 | -0,1 | 1,6 | 3,0 | **2,1** | 1,2 | **0,3** | -0,3 | **0,5** | 0,0 |
| Povprečne neto plače (nominalno) | 7,5 | 4,4 | 6,2 | 5,1 | 7,9 | **8,5** | 0,7 | **7,0** | 0,1 | **6,1** | 0,6 |
| Razpoložljivi dohodek* | 1,7 | 4,2 | 1,7 | 5,2 | 6,6 | **4,4** | 1,4 | **3,7** | -0,2 | **3,7** | 0,4 |
| Povprečne bruto plače (nominalno) | 7,6 | 4,6 | 4,9 | 4,8 | 5,9 | **8,7** | 1,3 | **7,1** | 0,1 | **6,2** | 0,6 |
| Produktivnost | 3,2 | 4,0 | 4,5 | 4,2 | 3,7 | **2,4** | -0,9 | **3,2** | -0,1 | **3,6** | 0,0 |
| ULC (nominalni) | 4,2 | 0,6 | 0,4 | 0,5 | 2,1 | **6,2** | 2,2 | **3,8** | 0,2 | **2,5** | 0,6 |
| **Domače povpraševanje** | *realne stopnje rasti v %* | | | | | | | | | | |
| Domače povpraševanje | 4,8 | 4,8 | 2,1 | 5,7 | 8,0 | **5,0** | 0,8 | **3,3** | -0,2 | **4,0** | 0,3 |
| Zasebna potrošnja | 3,3 | 2,7 | 2,6 | 2,9 | 5,0 | **3,3** | 0,1 | **3,4** | 0,4 | **3,4** | 0,1 |
| Potrošnja države | 2,2 | 3,4 | 3,3 | 4,1 | 2,5 | **3,1** | 0,5 | **1,9** | 0,0 | **1,8** | 0,0 |
| Bruto investicije | 10,3 | 10,4 | 0,4 | 12,5 | 17,2 | **9,1** | 1,9 | **4,0** | -1,4 | **6,0** | 0,4 |
| **Plačilna bilanca** | *realne stopnje rasti v %* | | | | | | | | | | |
| Izvoz blaga in storitev | 3,1 | 12,4 | 10,6 | 12,5 | 13,8 | **7,1** | -2,4 | **7,4** | -0,8 | **8,4** | 0,1 |
| Uvoz blaga in storitev | 6,7 | 13,3 | 6,6 | 12,2 | 15,7 | **7,8** | -1,5 | **7,1** | -0,6 | **8,1** | 0,3 |
| Tekoči račun: v mrd EUR | -0,2 | -0,9 | -0,7 | -1,0 | -2,0 | **-2,4** | -0,2 | **-2,5** | -0,3 | **-2,5** | -0,4 |
| v % BDP | -0,8 | -2,7 | -2,1 | -2,5 | -4,3 | **-6,3** | -0,2 | **-6,2** | -0,7 | **-5,8** | -0,8 |
| Pogoji menjave** | 0,8 | -1,0 | -2,0 | -0,6 | 0,0 | **-2,0** | 0,2 | **0,1** | -0,3 | **0,5** | 0,1 |
| **Cene** | *povprečne letne stopnje rasti v %* | | | | | | | | | | |
| Cene življenjskih potrebščin (HICP) | 5,7 | 3,7 | 2,5 | 2,5 | 3,7 | **6,1** | 0,5 | **3,5** | 0,0 | **2,8** | 0,2 |
| Proste cene | 5,9 | 3,0 | 1,2 | 1,9 | 4,1 | **5,5** | 0,0 | **3,6** | 0,0 | **2,9** | -0,1 |
| Nadzorovane cene | 4,4 | 6,1 | 7,4 | 4,9 | 2,2 | **7,7** | 1,8 | **3,3** | 0,1 | **2,6** | 1,7 |
| **Mednarodno okolje** | *povprečne letne stopnje rasti v %* | | | | | | | | | | |
| Tuje povpraševanje*** | 6,2 | 8,5 | 5,0 | 9,6 | 7,7 | **5,3** | -0,2 | **6,2** | -0,1 | **6,8** | 0,4 |
| Nafta (USD/sod) | 28,8 | 38,3 | 54,2 | 64,9 | 72,7 | **115** | 15 | **120** | 22 | **120** | 23 |
| Primarne surovine | 11,3 | 16,0 | 6,0 | 27,7 | 17,5 | **19,5** | 7,0 | **0,0** | -5,0 | **5,0** | 0,0 |
| Inflacija v EMU | 2,1 | 2,1 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | **3,6** | 0,7 | **2,5** | 0,4 | **2,0** | 0,1 |
| PPI Nemčija | 1,7 | 1,6 | 4,6 | 5,5 | 2,0 | **5,3** | 3,0 | **3,0** | 1,2 | **1,8** | 0,0 |

* 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, april 2008

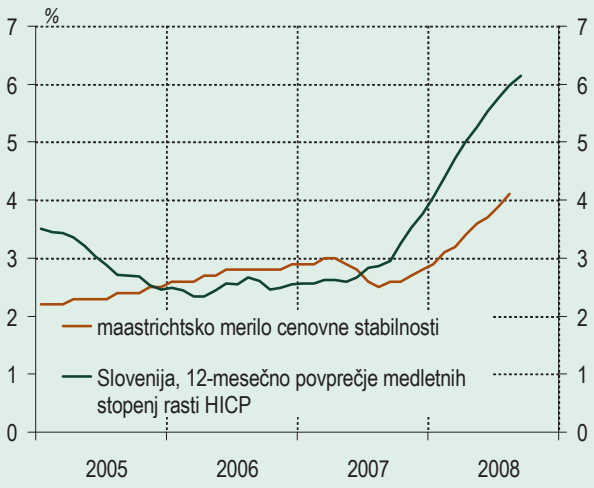
Vir: SURS, Banka Slovenije, Eurostat, Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook, IMF World Economic Outlook.

# 1 Tekoče gibanje cen

**Po visoki povprečni rasti cen lani se je ta letos še povišala zaradi domačih in tudi zunanjih dejavnikov.** Povprečna letna stopnja rasti cen življenjskih potrebščin, merjena s HICP, je v prvih devetih mesecih letos znašala 6,4%, kar je za 2,7 odstotne točke več glede na povprečno rast leta 2007. Med zunanjimi dejavniki, ki so najbolj vplivali na višjo povprečno letno inflacijo, je bila najpomembnejša rast cen surovin, predvsem energentov in hrane. Med notranjimi dejavniki so izstopali predvsem rast stroškov dela ter še vedno razmeroma visoka gospodarska rast in rast agregatnega povpraševanja. Inflacijski pritiski, povezani z domačim makroekonomskim okoljem, so se na začetku leta kazali predvsem kot hitra rast kazalnikov osnovne inflacije, ki pa se je v zadnjih mesecih že nekoliko umirila.

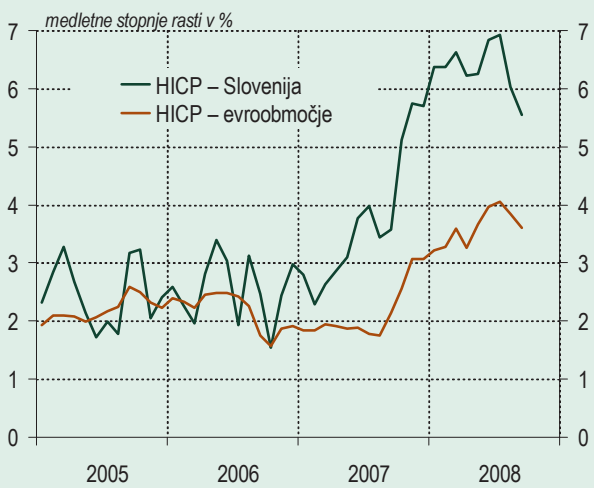
**V prvih osmih mesecih je inflacija presegla raven, ki bi bila še skladna z vzdržno realno konvergenco, in tako že od poletja 2007 vedno bolj odstopa od maastrichtskega merila cenovne stabilnosti.** Ta je julija 2008 znašal 3,9%, kar je za 2,1 odstotne točke manj kot znaša dvanajstmesečno povprečje stopenj rasti HICP v Sloveniji. Odstopanje povprečne stopnje inflacije med Slovenijo in evroobmočjem je naraslo v povprečju z 1,7 odstotne točke leta 2007 na 2,8 odstotne točke v prvih osmih mesecih letos. Povečanje inflacije v primerjavi z evroobmočjem je po eni strani pokazatelj različnega odzivanja na dejavnike mednarodnega okolja, po drugi strani pa notranjih dejavnikov domačega makroekonomskega okolja, ki so v evroobmočju manj opazni.

**Slika 1.1: Maastrichtsko merilo cenovne stabilnosti**




*Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 1.2: Skupna inflacija**



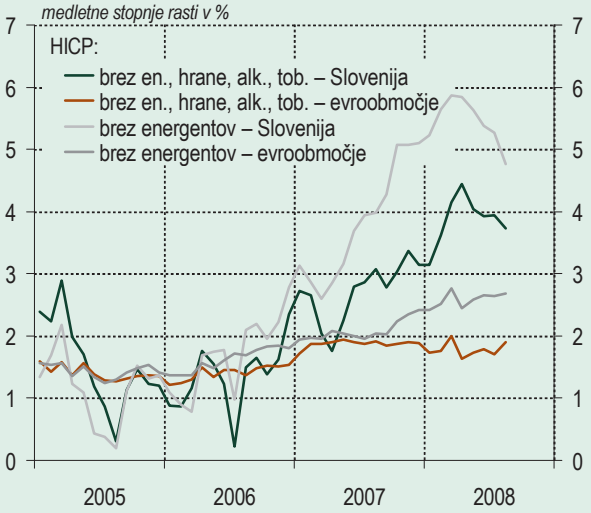

*Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banka Slovenije.*

## Makroekonomski dejavniki in kazalniki osnovne inflacije

**Cenovna gibanja v zadnjih mesecih kažejo postopno zmanjševanje domače gospodarske aktivnosti. Kazalniki osnovne inflacije se v Sloveniji zadnje štiri mesece postopno znižujejo.** Po močni gospodarski rasti lani se dinamika gospodarske aktivnosti v prvem polletju letos nekoliko umirja, večina kazalnikov pa kaže, da bi se lahko umirjanje rasti nadaljevalo tudi v drugi polovici leta. Ponudniki blaga in storitev so v takih konjunkturnih razmerah bolj omejeni pri dvigovanju cen. Rast HICP brez energentov in nepredelane hrane se je od marca znižala za več kot odstotno točko na 4,5% v septembru. Ker so bila cenovna gibanja na začetku letošnjega leta še vedno pod močnim vplivom povišanja cen predelane hrane, je treba primerjati tudi kazalnike osnovne inflacije brez hrane v celoti. Rast harmoniziranega indeksa cen brez energentov, hrane, alkohola in tobaka je septembra znašala 3,8%, kar pomeni postopno zniževanje od aprila, ko je rast indeksa znašala še 4,4%. Kljub temu se razlike v rasti cen glede na evroobmočje ohranjajo na visoki ravni.

**Inflacijski pritiski se zaradi visokega agregatnega povpraševanja zmanjšujejo le počasi. Letošnja** gospodarska aktivnost se v primerjavi z rekordno rastjo lani sicer postopno zmanjšuje, vendar je še vedno nad ocenjeno potencialno rastjo. Proizvodna vrzel ostaja še naprej pozitivna, vendar pa zadnji podatki in kazalniki o gibanju gospodarske aktivnosti kažejo, da bi bilo lahko zapiranje proizvodne vrzeli v prihodnje morda hitrejše (glej okvir 1.1). Domače povpraševanje še naprej najbolj poganja rast investicij, usmerjenih pretežno v gradbeništvo. Tako je rast ponudbenega potenciala gospodarstva zaradi naložb v sektor z relativno nizko dodano vrednostjo precej omejena in še naprej izvira večinoma iz povečanega zaposlovanja. Velika potreba po delovni sili izraža tudi precej nizko rast produktivnosti, ki v zadnjem letu za dolgoročnim povprečjem zaostaja za več kot odstotno točko. Po trenutnih podatkih nacionalnih računov ostaja rast trošenja gospodinjstev kljub precej visoki rasti razpoložljivega dohodka relativno umirjena. Medletna rast trošenja

**Slika 1.3: Osnovna inflacija**




*Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.*

države se je od zadnjega četrtletja lani nekoliko povečala, a še vedno ostaja bistveno pod rastjo BDP.

**Glede na visoko konjunkturo v Sloveniji in gibanje inflacije so pogoji financiranja preveč ugodni.** Čeprav se je v zadnjih mesecih zniževanje realnih obrestnih mer ustavilo, so te še vedno prenizke, da bi lahko učinkovito omejevale inflacijske pritiske pri povpraševanju. Nominalne posojilne obrestne mere se za nefinančne družbe in tudi za gospodinjstva zaradi zaostrovanja denarne politike ECB in povečanih nestabilnosti na finančnih trgih v zadnjem letu povišujejo ter se trenutno gibljejo med 7 in 8%. Ob povečani zadolženosti gospodarskih subjektov in višji ravni obrestnih mer se povišujejo stroški financiranja za podjetja. To poleg visokih stroškov v obliki cen surovin in višjih nominalnih plač že postopno vpliva na dobičke in odločitve o investiranju ter s tem posredno na najemanje kreditov nefinančnih družb. Na znižano rast kreditiranja nefinančnih družb dodatno vplivajo pričakovanja o umirjanju gospodarske rasti, ki se že delno kaže v nekaterih kazalnikih. Ob bolj zaostrenih pogojih financiranja, nižji rasti zasebne potrošnje ter povečanem pesimizmu potrošnikov in umirjanju cen nepremičnin se je znižala tudi rast kreditov prebivalstvu, ki se je od začetka letošnjega leta do julija zmanjšala za 10 odstotnih točk.

**Rast stroškov dela se od začetka leta giblje na ravni, precej višji od ravni, skladne z doseganjem cenovne stabilnosti.** Gibanja na trgu dela v drugem četrtletju letos kažejo, da umirjanje gospodarske aktivnosti že delno vpliva na postopno nižjo rast zaposlovanja v primerjavi z lanskim letom oziroma z začetkom letošnjega leta. Visoka rast zaposlovanja še vedno izvira predvsem iz zaposlovanja v gradbeništvu, vendar pa se hkrati z umirjanjem aktivnosti v tem sektorju umirja tudi zaposlovanje. Kljub temu se postopno umirjanje rasti zaposlenosti za zdaj še ne izraža v naraščanju stopnje brezposelnosti, ki se je v drugem četrtletju še dodatno znižala na raven le nekaj nad 4%. Sprejeti dogovori o izrednem usklajevanju plač zaradi visoke inflacije v letu 2007 so letos pripeljali do povišanja rasti stroškov dela. V prvi polovici leta so se stroški dela v zasebnem sektorju, merjeni z rastjo povprečne bruto plače, povišali za skoraj 9%, kar je za okoli 2,5 odstotne točke več kot v istem obdobju lani. Ob predpostavljenem gibanju dolgoročne produktivnosti med 3 in 4% dosega rast nominalnih stroškov dela na enoto proizvoda v zadnjem obdobju skoraj 5%. Če bi se taka rast stroškov dela še nadaljevala, zlasti v obdobju, ko se gospodarske razmere v domačem in tujem okolju slabšajo, lahko pričakujemo na eni strani pritisk na inflacijo oziroma na drugi strani zmanjševanje zaposlenosti. To pa lahko zlasti pride do izraza v razmerah, ko proizvajalci zaradi poslabšanih gospodarskih razmer ne bodo sposobni prenašati povišanih stroškov poslovanja v cene.

**Med dejavniki, ki so na inflacijo vsaj delno delovali omejevalno, je apreciacija nominalnega efektivnega**

**Tabela 1.1 Struktura HICP in kazalniki gibanja cen**

| | | povprečna letna rast v % | | | | | medletna rast v četrtletju v % | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | utež | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | H108 | 07Q2 | 07Q3 | 07Q4 | 08Q1 | 08Q2 |
| HICP | *100,0%* | 3,7 | 2,5 | 2,5 | 3,8 | 6,4 | 3,2 | 3,7 | 5,5 | 6,5 | 6,4 |
| Struktura HICP | | | | | | | | | | | |
| Energenti | *13,4%* | 7,0 | 11,9 | 8,5 | 3,4 | 12,1 | 3,3 | 1,1 | 8,6 | 12,5 | 11,7 |
| Hrana | *22,5%* | 1,3 | 0,2 | 2,7 | 7,1 | 10,6 | 6,1 | 7,5 | 10,7 | 11,3 | 9,9 |
| predelana | *14,9%* | 2,7 | 0,6 | 2,5 | 6,3 | 12,8 | 3,9 | 7,1 | 10,6 | 13,0 | 12,7 |
| nepredelana | *7,5%* | -1,4 | -0,8 | 3,1 | 8,7 | 6,2 | 10,4 | 8,3 | 10,8 | 7,8 | 4,7 |
| Drugo blago | *29,8%* | 1,8 | -0,3 | -0,9 | 0,3 | 2,1 | 0,0 | 0,4 | 0,9 | 1,6 | 2,6 |
| Storitve | *34,3%* | 5,8 | 3,3 | 3,5 | 4,9 | 5,5 | 4,4 | 5,2 | 5,3 | 5,5 | 5,5 |
| Kazalniki osnovne inflacije | | | | | | | | | | | |
| HICP brez energentov | *86,6%* | 3,2 | 1,2 | 1,7 | 3,8 | 5,6 | 3,2 | 4,1 | 5,1 | 5,6 | 5,6 |
| HICP brez energentov in nepredelane hrane | *79,1%* | 3,7 | 1,3 | 1,5 | 3,4 | 5,5 | 2,6 | 3,7 | 4,5 | 5,4 | 5,7 |
| HICP brez energentov, hrane, alkohola in tobaka | *64,2%* | 3,9 | 1,5 | 1,3 | 2,7 | 3,9 | 2,3 | 2,9 | 3,2 | 3,6 | 4,1 |
| Nadzorovane in proste cene[1] | | | | | | | | | | | |
| Nadzorovane cene | *23,1%* | 6,1 | 7,4 | 4,8 | 2,1 | 7,4 | 2,0 | 0,7 | 5,4 | 7,6 | 7,2 |
| Proste cene | *76,9%* | 3,0 | 1,2 | 1,9 | 4,1 | 6,1 | 3,5 | 4,4 | 5,5 | 6,1 | 6,1 |
| Drugi kazalniki cen | | | | | | | | | | | |
| Cene ind. proizvajalcev na domačem trgu | | 4,3 | 2,7 | 2,3 | 5,4 | 6,1 | 5,1 | 5,4 | 6,5 | 5,9 | 6,3 |
| Ddeflator BDP | | 3,3 | 1,7 | 2,0 | 3,9 | 4,5 | 3,5 | 4,2 | 3,8 | 5,3 | 3,9 |
| Uvozne cene[2] | | 4,1 | 5,0 | 3,3 | 3,3 | 3,3 | 4,6 | 2,0 | 3,1 | 3,2 | 3,4 |
| Nekateri makroekonomski dejavniki | | | | | | | | | | | |
| Proizvodna vrzel (HP trend) | | -0,7 | -1,2 | -0,3 | 1,0 | 1,4 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,4 | 1,5 |
| Stroški dela na enoto proizvoda[3] | | 0,5 | 0,9 | 0,3 | 2,5 | 5,8 | 2,3 | 2,1 | 5,0 | 5,5 | 6,0 |
| Stroški dela na zaposlenega[3] | | 4,6 | 4,9 | 4,8 | 5,9 | 8,2 | 5,6 | 5,8 | 6,8 | 7,8 | 8,6 |
| Produktivnost[3] | | 4,1 | 4,0 | 4,5 | 3,3 | 2,3 | 3,3 | 3,6 | 1,7 | 2,2 | 2,4 |
| Kazalnik dobička[4] | | 2,9 | 0,8 | 1,7 | 1,4 | -1,1 | 1,2 | 2,0 | -1,2 | -0,2 | -2,1 |

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

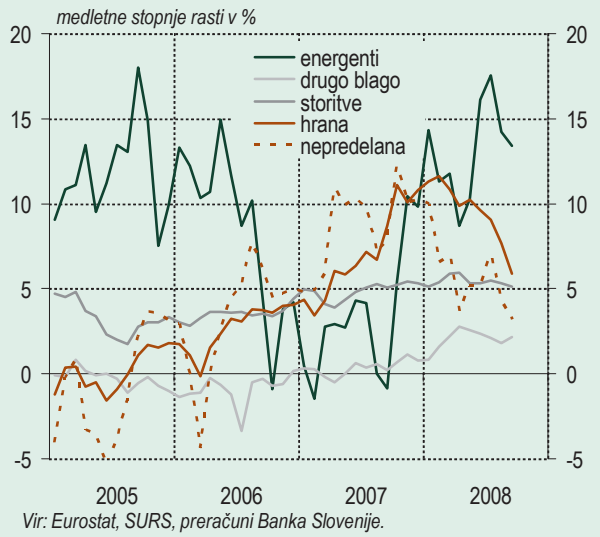
**tečaja, ki še naprej blaži inflacijske šoke ponudbene narave iz mednarodnega okolja.** Apreciacija evra je vsaj delno prispevala k manjšemu prenosu dolarskih cen nafte v stroške za podjetja v evroobmočju. Povečevanje vrednosti evra do USD je letos do julija v primerjavi s povprečjem lanskega leta znašalo okoli 11%, medtem ko so se dolarske cene nafte povišale za dobrih 20%. Poleg tega lahko apreciacija evra zmanjšuje tudi cenovno konkurenčnost domačega gospodarstva, kar bi lahko srednjeročno omejevalno delovalo na inflacijo in inflacijska pričakovanja.

## Mikroekonomski dejavniki in struktura inflacije

**Cene hrane in nafte so še naprej najhitreje rastoče sestavine inflacije.** Med podskupinami so letos najhitreje rasle cene energentov. Povprečna letna rast cen energentov je v prvih osmih mesecih letošnjega leta znašala 13,1%, kar je za 9,7 odstotne točke več kot v povprečju lanskega leta. S tem se je povečal tudi prispevek cen energentov v skupni inflaciji, in sicer z 0,5 odstotne točke v povprečju leta 2007 na 1,7 odstotne točke letos do septembra. Hitrejša rast cen energentov je posledica rasti cen nafte na svetovnih trgih, ki je v povprečju v prvih osmih mesecih leta znašala 72% na medletni ravni. Povišanje cen nafte na mednarodnih trgih se je izrazilo tudi v evroobmočju, kjer je letos medletna rast cen energentov v povprečju osmih mesecev znašala 13,1%, medtem ko je bila še lani le 2,6%, kar je približno toliko kot v Sloveniji.

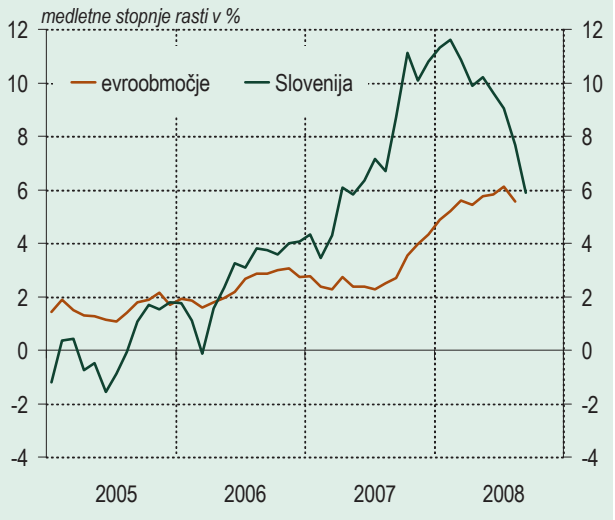
**Gibanje cen hrane je bilo letos v primerjavi z lanskim letom zmernejše, saj se je začela medletna rast v drugi polovici leta umirjati.** Medletna rast cen hrane je v povprečju do septembra znašala 9,6%, kar je za 2,5 odstotne točke več kot lani. Višja medletna rast v prvih štirih mesecih je predvsem posledica nižjih rasti cen hrane v prvih štirih mesecih lanskega leta. Med cenami hrane so letos najbolj naraščale cene predelane hrane, katerih medletna rast znaša v povprečju devetih mesecev 11,5%, medtem ko se rast cen nepredelane hrane počasi umirja. Tako je septembra medletna rast cen nepredelane hrane znašala le še nekaj nad 3%, lani ob koncu leta pa je bila rast precej višja, saj je znašala 10%. Podobno kot lani lahko razloge za še vedno visoko rast cen hrane pripišemo predvsem višjim cenam hrane v mednarodnem okolju, kjer je povprečna medletna rast dolarskih cen hrane letos znašala 58%. V evroobmočju je letos medletna rast cen hrane v povprečju osmih mesecev znašala 5,6%, kar je za 2,8 odstotne točke več kot lani in je še vedno veliko pod povprečjem rasti cen hrane v Sloveniji.

**Slika 1.4: Gibanje posameznih kategorij cen**



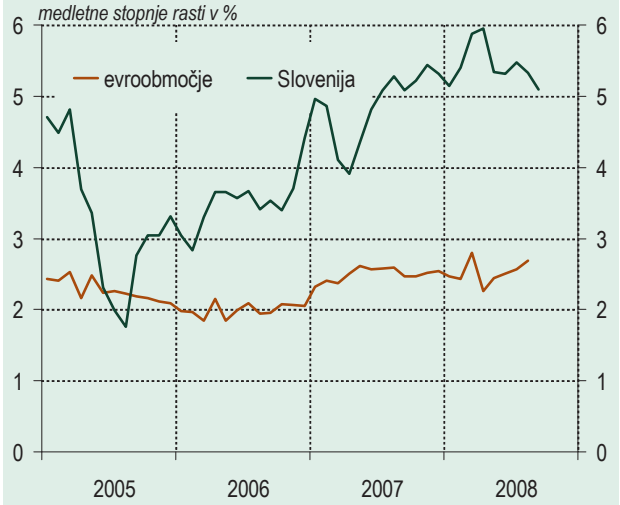

*Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 1.5: Gibanje cen hrane**




*Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banka Slovenije.*

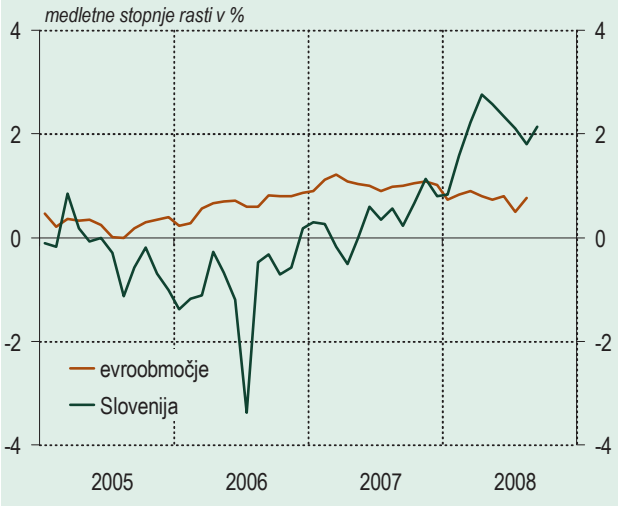
**Slika 1.6: Gibanje cen storitev**




*Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Rast cen storitev se je po manjšem pospešku v prvi polovici leta na začetku tretjega četrtletja ustalila na ravni s konca lanskega leta.** Povprečna letna rast cen storitev je do septembra znašala 5,5%, kar je za 0,6 odstotne točke več kot lani. V evroobmočju je bila rast cen storitev letos do avgusta za tri odstotne točke nižja kot v Sloveniji in je znašala 2,5%. Med storitvami je bila najopaznejša rast cen izdatkov za rekreacijo in osebno nego, ki so se povišali za okrog 9%, kar je za 1,5 odstotne točke več v primerjavi z letom prej, in rast cen počitniških paketov, s prav tako 9-odstotno rastjo. Letos so se za okrog 2% podražile tudi cene prevoznih storitev. Cene komunalnih storitev so po lanskem padcu letos ostale bolj ali manj nespremenjene.

**Slika 1.7: Gibanje cen industrijskih proizvodov brez energentov**



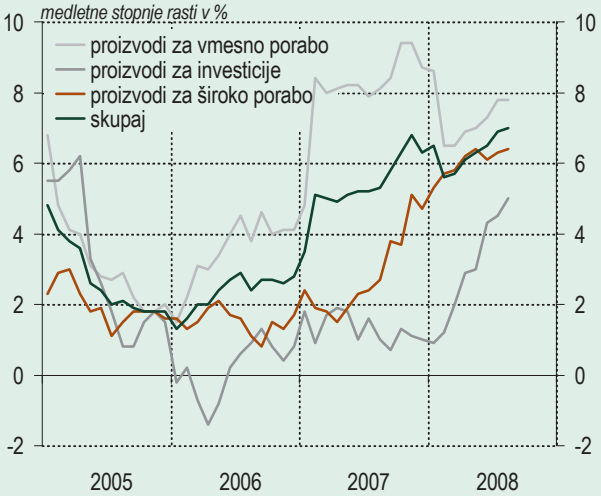

*Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Gibanje cen preostalih industrijskih proizvodov brez energentov je bilo skladno z makroekonomskimi gibanji.** Povprečna letna rast cen preostalih industrijskih proizvodov brez energentov je letos do septembra znašala 2,0%, kar je za 1,6 odstotne točke več kot lani. Prav tako se je povečal tudi prispevek te skupine k skupni inflaciji, in sicer z 0,2 odstotne točke lani na 0,7 odstotne točke letos. K višji rasti cen so največ prispevale podražitve v skupini obleka in obutev, ki so se v povprečju devetih mesecev povečale za 3,5%. Prav tako se je rast preostalih industrijskih proizvodov brez energentov prvič po treh letih dvignila nad povprečje evroobmočja, kjer so letos opazili 0,7-odstotno rast. Kljub temu je iz gibanja cen industrijskih proizvodov brez energentov razvidno, da se njihova rast umirja, kar je skladno z umirjanjem makroekonomskih dejavnikov.

## Cene pri industrijskih proizvajalcih

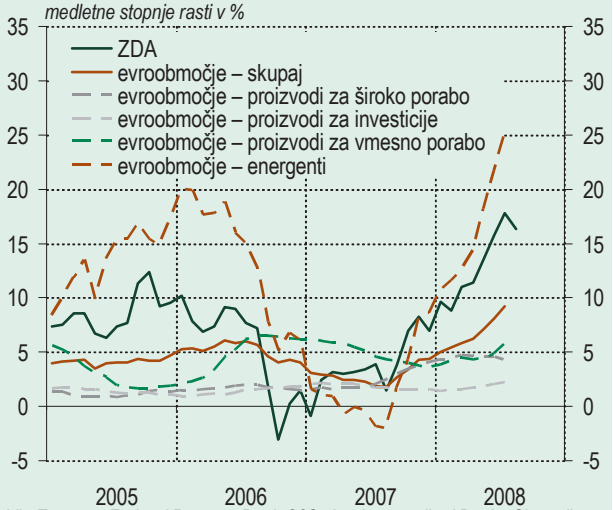
**Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu so se letos do julija v povprečju povišale za 6,2%, kar pomeni 0,8 odstotne točke več kot v povprečju lani.** Taka gibanja nakazujejo, da so v prihodnje možni še dodatni pritiski na rast cen proizvodov, namenjenih potrošnikom. Najbolj so se povišale cene proizvodov za vmesno porabo, za 7,2%, kar je posledica visokih rasti cen energentov in surovin na svetovnih trgih. Dolarske cene surovin na svetovnih trgih so se medletno v povprečju prvih osmih mesecev letošnjega leta zvišale za 29%, kar pomeni 10 odstotnih točk več kot v povprečju lanskega leta. Cene proizvodov za široko porabo so se v povprečju sedmih mesecev povišale za 6%, cene investicijskih proizvodov pa za 2,7%. V evroobmočju je na višjo rast cen pri proizvajalcih v primerjavi z lani vplivala predvsem višja povprečna rast cen energentov, ki je v povprečju sedmih mesecev letos znašala 16,2% in se je v primerjavi z letom 2007 povišala za 14,4 odstotne točke. Poleg

**Slika 1.8: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu**




*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 1.9: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu za ZDA in evroobmočje**




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

energentov so se povišale tudi cene proizvodov za vmesno porabo in široko porabo, vendar v manjšem obsegu. V nasprotju z evroobmočjem so v ZDA opazili nižjo rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v primerjavi z lanskim letom, in sicer za 3,1 odstotne točke, kar pomeni, da je letos rast cen znašala 0,7%.

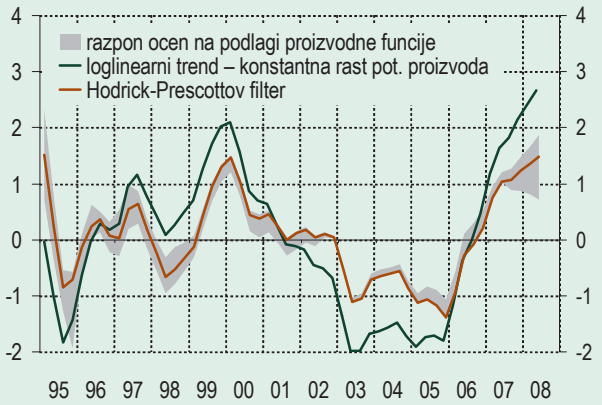
## Okvir 1.1: Kazalniki potencialnega proizvoda in proizvodne vrzeli za Slovenijo

Proizvodna vrzel meri razmerje med agregatnim povpraševanjem in ponudbenimi zmogljivostmi v gospodarstvu ter je eden glavnih kazalnikov inflacijskih pritiskov kratko- do srednjeročno. Če povpraševanje presega ponudbene zmogljivosti, se pojavijo pritiski na poviševanje cen. Da se določi proizvodna vrzel, je treba oceniti raven ponudbenih zmogljivosti, to je potencialnega proizvoda. Potencialni proizvod je navadno opredeljen kot raven ponudbe v gospodarstvu, ki jo določajo struktura proizvodnje, tehnološka opremljenost in proizvodni dejavniki. Če agregatno povpraševanje presega raven ponudbenih kapacitet gospodarstva, je to eden od pokazateljev inflacijskih pritiskov.

Različne metode ocenjevanja potencialnega proizvoda kažejo podobno sliko gibanja proizvodne vrzeli v Sloveniji. Po ocenah je v zadnjih dveh letih proizvodna vrzel postala močno pozitivna, kar kaže presežek agregatnega povpraševanja nad ponudbenim potencialom in tako jasno izraža inflacijske pritiske. Da obstaja podobna pozitivna proizvodna vrzel, opozarjajo tudi ocene Evropske komisije.[1] Hkrati projekcije kažejo, da bi se lahko, če bi se gospodarska aktivnost umirila, proizvodna vrzel do konca obdobja projekcij skoraj popolnoma zaprla, zaradi česar bi se lahko v prihodnje začeli zmanjševati inflacijski pritiski.

Metode, ki se največkrat uporabljajo za izračun potencialnega proizvoda, lahko razvrstimo v dve večji skupini: (i) proizvodna funkcija in (ii) statistične metode. V prvem primeru se potencialni proizvod določi na podlagi modela ponudbene strani gospodarstva. Pri uporabi statističnih metod, med katere spadajo univariatni in tudi multivariatni pristopi, gre za razmejitev med trendno in ciklično komponento serije BDP. Vsaka od metod izračunavanja potencialnega proizvoda ima prednosti in slabosti, zaradi česar je koristno uporabiti različne kazalnike proizvodne vrzeli.[2] Ocene kazalnikov proizvodne vrzeli so pogosto izredno negotove tudi zaradi revizij podatkov in nezanesljivosti statističnih ocen na koncu razpoložljivega vzorca podatkov.[3] Ker v Sloveniji ni na voljo uradno ocenjene serije kapitala, je treba vrednost te serije oceniti, za kar je na voljo precej metod, in določiti vrednosti parametrov, ki v njih nastopajo. Treba je določiti vrste investicij, na podlagi katerih se izbere obseg kapitala, in med drugim tudi koeficiente elastičnosti proizvoda na spremembo proizvodnih dejavnikov.

**Slika: Območje ocenjenih vrednosti proizvodne vrzeli za Slovenijo***




** Proizvodna vrzel je definirana kot* $\frac{y - y^*}{y^*} \times 100$ *, kjer je y raven dejanskega BDP, y pa označuje raven potencialnega proizvoda.*
*Vir: SURS, izračuni Banka Slovenije.*

Kljub nezanesljivosti posameznih ocen je mogoče z različnimi metodami ugotoviti glavne usmeritve gibanja proizvodne vrzeli, če so rezultati različnih ocen podobni. Na sliki je predstavljen razpon gibanja vrednosti ocen proizvodne vrzeli, ki temelji na različnih metodah in vrednostih parametrov, ki nastopajo v izračunih proizvodne funkcije, Hodrick-Prescottovem filtru (vrednost gladilnega parametra = 1600) in loglinearnega trenda, ki predpostavlja, da se rast potencialnega proizvoda v ocenjevanem obdobju ni spreminjala. Serija kapitala je v proizvodni funkciji določena na podlagi metode stalnih zalog, pri čemer so uporabljene različne začetne vrednosti kapitala (na podlagi pogoja optimalnosti, po kateri je cena kapitala enaka mejnemu proizvodu kapitala, in na podlagi ocene SURS o vrednosti kapitala za zadnje četrtletje leta 1999), koeficienta amortizacije (uporabljene vrednosti letne amortizacije 5%, 7,5% in 10%), različne definicije investicij (celotne investicije in investicije brez investicij v gradbene objekte) in različne metode glajenja osnovnih serij (Hodrick-Prescottov filter oziroma ocena trenda na podlagi metode X12).

[1] http://circa.europa.eu/Public/irc/ecfin/outgaps/library?l=/1_spring_2008/spring_2008_results&vm=compact&sb=Title

[2] Na pomen natančnosti ocen proizvodne vrzeli pri izvajanju ekonomske politike opozarja primer ZDA med sredino 1960- in 1980-ih, ko se je inflacija poviševala, čeprav so takratne ocene Sveta ekonomskih svetovalcev (Council of Economic Advisers) kazale na obstoj negativne proizvodne vrzeli (Orphanides in van Norden, 1999).

[3] Do takih ugotovitev so za evroobmočje prišli na primer Camba-Mendez et al. (2005).

**Okvir 1.2: Prispevek Balassa-Samuelsonovega učinka k razliki med inflacijo v Sloveniji in evroobmočju[1]**

Balassa-Samuelsonov (B-S) učinek je eden izmed dejavnikov inflacije oziroma razlik v inflaciji med državami tudi v evroobmočju. B-S-učinek izraža razliko v stopnjah inflacije med državami, ki izhaja izključno iz razlik pri rasti relativne produktivnosti menjalnega sektorja glede na nemenjalnega po državah. Tako kaže ravnotežni proces, ki ne vpliva na zunanjo konkurenčnost države, saj so "prizadete" izključno cene nemenjalnega sektorja. Z B-S-učinkom je mogoče pojasniti del višje inflacije v relativno manj razvitih in hitro rastočih državah, saj je po navadi gibalo hitre gospodarske rasti prav hitra rast v menjalnem sektorju (npr. zaradi večje izpostavljenosti konkurenci, neposrednih tujih naložb in mednarodne povezanosti). B-S-učinek predpostavlja, da plače v menjalnem sektorju izražajo rast produktivnosti v tem sektorju, medtem ko se plače v nemenjalnem sektorju prilagodijo v bolj ali manj enakem obsegu zaradi predpostavljene mobilnosti dela in institucionalnega okvira določanja plač, čeprav je rast produktivnosti v tem sektorju nižja. Da nemenjalni sektor omogoči financiranje rasti plač, ki ni upravičena z rastjo produktivnosti, povečuje cene relativno bolj kot menjalni sektor in s tem prispeva k rasti splošnega indeksa cen. Taka gibanja so se v zadnjem desetletju pojavljala tudi v Sloveniji. Povprečna rast plač v nemenjalnem sektorju je le malo zaostajala za menjalnim sektorjem, čeprav je bila rast produktivnosti precej počasnejša, hkrati pa so se hitreje zviševale cene nemenjalnega sektorja (tabela 1).[2]

Nove ocene kažejo, da je B-S-učinek v zadnjem desetletju (1998–2007) v Sloveniji glede na evroobmočje znašal 0,6 odstotne točke.[3] To pomeni, da je mogoče v povprečju do 0,6 odstotne točke razlike v inflaciji med Slovenijo in evroobmočjem pripisati hitrejši rasti relativne produktivnosti menjalnega sektorja glede na nemenjalnega v Sloveniji oziroma učinku dohajanja. Posodobljena ocena je skladna s predhodno oceno (0,7 odstotne točke v obdobju 1993–2001) in tudi z drugimi razpoložljivimi ocenami, ki se večinoma gibljejo v razponu med 0,5 in 1,5 odstotne točke.[4]

Produktivnost v Sloveniji se bo približevala produktivnosti v evroobmočju. Zato lahko pričakujemo, da se bo v prihodnje postopno zmanjševal B-S-učinek. Ker na njegovo velikost vpliva razlika v rasti relativne produktivnosti menjalnega in nemenjalnega sektorja, bo k zmanjšanju velikosti B-S-učinka in s tem razlik v inflaciji glede na evroobmočje vodilo predvsem izboljšanje rasti produktivnosti nemenjalnega sektorja. Pri tem bodo ključni ukrepi in strukturne reforme, ki bodo prispevali k zaostrovanju konkurence v nemenjalnem sektorju.[5]

Inflacijske razlike so normalen pojav tudi med državami evroobmočja in v glavnem predstavljajo mehanizem prilagajanja pri ekonomskem izenačevanju. Hkrati so lahko razlike v inflaciji rezultat neustreznih domačih politik oziroma dejavnikov, kot so fiskalna politika, gibanje plač in strukturni dejavniki. V tem primeru je treba razlike v inflaciji odpraviti z nacionalnimi politikami, saj je denarna politika odgovorna za ohranjanje cenovne stabilnosti v evroobmočju kot celoti. Poleg B-S-učinka obstajajo tudi drugi dejavniki, povezani s konvergenco, med katere spadajo predvsem dohajanje ravni cen in dohodkov ter razlike v strukturi gospodarstva (preference potrošni-

**Tabela: Balassa-Samuelsonov učinek v Sloveniji glede na evroobmočje in nekateri z njim povezani kazalniki za Slovenijo**

| | 1998–2007 (povprečje) | 1998–2002 (povprečje) | 2003–2007 (povprečje) |
|---|---|---|---|
| **B-S-učinek** *(v odstotnih točkah)* | **0,6** | **0,6** | **0,7** |
| **Kazalniki za Slovenijo** *(stopnje rasti v %)* | | | |
| Plače menjalnega sektorja (nominalno) | 8,4 | 10,2 | 6,5 |
| Plače nemenjalnega sektorja (nominalno) | 7,6 | 8,8 | 6,4 |
| Produktivnost menjalnega sektorja | 6,1 | 5,2 | 7,0 |
| Produktivnost nemenjalnega sektorja | 2,1 | 1,4 | 2,8 |
| Cene menjalnega sektorja (nominalno)* | 3,9 | 6,4 | 1,3 |
| Cene nemenjalnega sektorja (nominalno)* | 5,7 | 6,9 | 4,4 |

** Deflator dodane vrednosti kot merilo za proizvajalčeve cene.*
*Vir: Eurostat, izračuni Banka Slovenije.*

kov in s tem sestava potrošniške košarice, proizvodna struktura,[6] odprtost gospodarstva, delež uvoženega blaga, odvisnost od surovin, delovanje trgov). Prehodno na razlike v inflacijskih stopnjah med državami evroobmočja vpliva tudi uvedba evra, ki prinaša novo institucionalno okolje, večjo vpetost v kapitalske trge evroobmočja ter nižje obrestne mere v državah, ki so imele v preteklosti višje stopnje inflacije, kar lahko povzroči povečanje domačega povpraševanja in inflacijske pritiske, predvsem v nemenjalnem sektorju.[7] Vpliv posameznih učinkov je težko oceniti in med sabo ločiti, zato je treba biti pri razlagi previden. Ko se oblikujejo ekonomske politike, je pomembno, kako razlike v inflaciji vplivajo na konkurenčnost gospodarstva in s tem na dolgoročnejša pričakovanja za gospodarsko rast in zaposlenost. Analiza kaže, da lahko B-S-učinek, – ki je ravnotežni proces in tako ne vpliva na cenovno konkurenčnost države – v Sloveniji pojasni le razmeroma majhen del razlike v inflaciji do evroobmočja, ki je v povprečju prvih osmih mesecev leta 2008 znašala skoraj tri odstotne točke.

[1] V okvirju je predstavljen povzetek posodobljenega članka Žumer, T.: Estimation of the Balassa-Samuelson effect in Slovenia, ki je bil objavljen v Prikazih in analizah X/1 (september 2002), Banka Slovenije, in prispevka v gradivu: "On the estimated size of the Balassa-Samuelson effect in five Central and Eastern European countries", WP, 2002, Magyar Nemzeti Bank.

[2] Menjalni sektor obsega dejavnosti C+D+E, nemenjalni pa F+G+H+I+J+K. Sektorja kmetijstva in državne uprave (ki skupaj obsegata približno 20% celotne dodane vrednosti) sta izvzeta zaradi administrativnega določanja cen. Produktivnost je definirana kot proizvod na zaposlenega, strošek dela na zaposlenega pa kot povprečna bruto plača.

[3] B-S-učinek je izračunan kot razmerje rasti relativne produktivnosti (menjalnega glede na nemenjalni sektor) v Sloveniji in evroobmočju v izbranem obdobju, ponderiranim z deležem nemenjalnih dobrin (storitev) v košarici HICP (ki se je postopno povečal s 24% v letu 1998 na 34% v letu 2007). Metodologija, na kateri temelji ocena, je podrobneje pojasnjena v članku, navedenem zgoraj.

[4] Za pregled razpoložljivih ocen B-S-učinka, tudi v primerjavi z drugimi državami, glej na primer Égert, B., Halpern, L., in MacDonald, R. (2006): Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies: Taking Stock of the Issues, Journal of Economic Surveys, vol. 20(2), str. 257–324. Večina študij ugotavlja, da lahko B-S-učinek pojasni le majhen del razlik v inflaciji oziroma apreciacije realnega tečaja.

[5] Po drugi strani bo večanje deleža storitev košarici HICP (ki trenutno v evroobmočju znaša 41, v Sloveniji 34%) vplivalo na povečanje B-S-učinka, vendar pa izračuni na podlagi uporabljene metodologije kažejo, da je ta učinek razmeroma majhen v primerjavi z učinkom dohajanja produktivnosti.

[6] Égert, B., in Podpiera, J., kot glavni dejavnik višje inflacije v državah Višegrajske skupine identificirata spremembo v kakovosti ("quality bias"), saj višja kakovost prinaša višje cene za potrošnike in tudi proizvajalce (CEPR Policy insight No. 20, April 2008).

[7] Glej na primer članek Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area, Bilten ECB, maj 2005.

# 2 Mednarodno okolje in predpostavke projekcij[1]

**Umirjanje gospodarske rasti in visoka inflacija sta ključni značilnosti gospodarskega okolja v večini držav tudi na začetku druge polovice leta 2008. Rast svetovnega gospodarstva poleg negotovosti na finančnih in umirjanja na nepremičninskih trgih znižujejo predvsem visoke cene primarnih surovin in nafte.** Objave o slabšem stanju evroobmočja v drugem četrtletju letošnjega leta in nadaljevanje nestabilnosti na svetovnih finančnih trgih nakazujejo trajanje negotovosti glede gospodarskih dogajanj v drugi polovici letošnjega in v prvi polovici naslednjega leta. Gospodarska rast je na začetku leta v evroobmočju presegla pričakovanja, v drugem četrtletju pa se je močno umirila. Skrb vzbujajoči so predvsem podatki za tri največja gospodarstva evroobmočja (Nemčija, Francija, Italija), ki so v drugem četrtletju dosegala negativno gospodarsko rast. Zadnje objave kazalnikov gospodarske aktivnosti za Japonsko kažejo, da bi to gospodarstvo lahko še letos zašlo v recesijo. Spodbudnejši so podatki za ZDA, kjer zadnje objave kažejo izboljšanje gospodarske rasti. Visoka medčetrtlet-

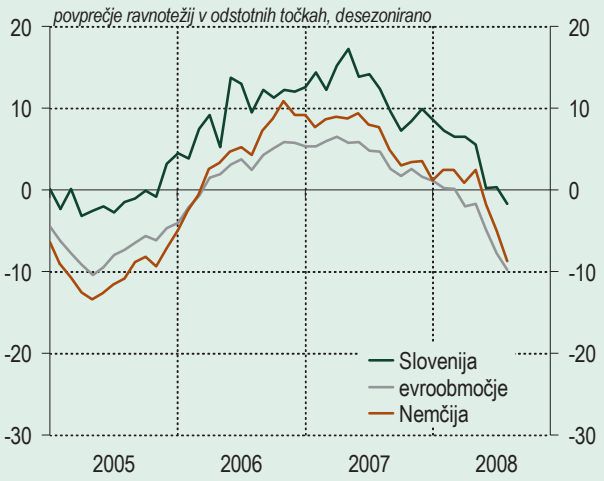
**Tabela 2.1 Predpostavke o dejavnikih iz mednarodnega okolja**

| | | | | | | Projekcije | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 2008 | | 2009 | | 2010 | |
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | **okt.** | Δ | **okt.** | Δ | **okt.** | Δ |
| | *letne stopnje rasti v %* | | | | | | | | | | |
| Tuje povpraševanje* | 6,2 | 8,5 | 5,0 | 9,6 | 7,7 | **5,3** | -0,2 | **6,2** | -0,1 | **6,8** | 0,4 |
| Nafta (USD/sod) | 28,8 | 38,3 | 54,2 | 64,9 | 72,7 | **115** | 15 | **120** | 22 | **120** | 23 |
| Primarne surovine | 11,3 | 16,0 | 6,0 | 27,7 | 17,5 | **19,5** | 7,0 | **0,0** | -5,0 | **5,0** | 0,0 |
| Inflacija v EMU | 2,1 | 2,1 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | **3,6** | 0,7 | **2,5** | 0,4 | **2,0** | 0,1 |
| PPI Nemčija | 1,7 | 1,6 | 4,6 | 5,5 | 2,0 | **5,3** | 3,0 | **3,0** | 1,2 | **1,8** | 0,0 |

** Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.*
*Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, april 2008.*
*Vir: Banka Slovenije, Eurostat, Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook, IMF World Economic Outlook.*

[1] Projekcije so bile narejene na podlagi razpoložljivih podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 10. septembra 2008. Projekcije makroekonomskih dejavnikov, predstavljene v tem poročilu o cenovni stabilnosti, temeljijo na predpostavkah o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja in na nekaterih domačih dejavnikih, ki so odvisni od odločitev ekonomskih politik. Predpostavke o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja so povzete po Consensus Forecasts (avgust 2008), JP Morgan (Global Data Watch, 30. 8.), OECD Outlook (julij 2008), IMF World Economic Outlook Update (julij 2008) ter iz vrednosti terminskih pogodb na dan 29. 8. 2008. 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.

**Slika 2.1: Zaupanje pri podjetjih v tujini in Sloveniji**

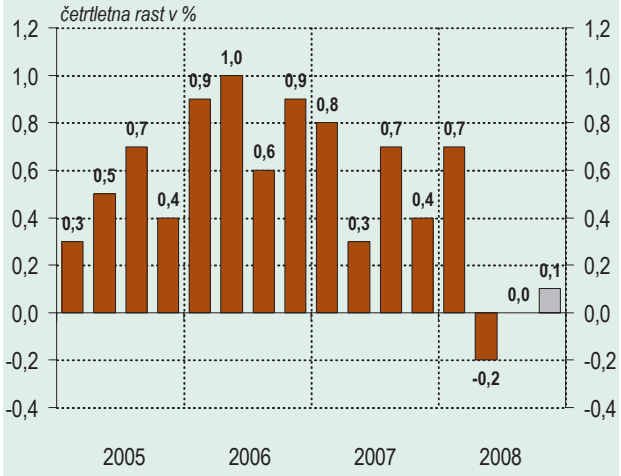



*Vir: Eurostat.*

na rast v drugem četrtletju v ZDA je bila med drugim tudi posledica enkratnih fiskalnih ukrepov, ki so spodbudili trošenje gospodinjstev, in zmanjšanja vrednosti dolarja, kar je povečalo izvoz. Za prvo polovico leta 2008 je bilo značilno nadaljevanje hitre rasti cen primarnih surovin, predvsem nafte, kar je pomembno prispevalo k povišanim stroškom proizvajalcev, ki so del teh uspeli prenesti na potrošnike. Inflacija se je zato v evroobmočju in tudi v ZDA v prvi polovici letošnjega leta precej povišala. Rast cen primarnih surovin in nafte naj bi se v drugi polovici letošnjega leta pod vplivom oslabljene svetovne gospodarske rasti in visoke osnove iz lanskega leta umirjala.

**V najpomembnejših trgovinskih partnericah se letos pričakuje nižja gospodarska rast kot lani, dodatno odstopanje navzdol pa je mogoče predvsem zaradi pretresov na finančnih trgih in višjih cen surovin.** Ob polletju so se poslabšali kazalniki zaupanja potrošnikov in splošna gospodarska klima v evroobmočju. Nižanje napovedi gospodarske rasti za letošnje leto so podkrepile ocene rasti evroobmočja v drugem četrtletju, ki so bile precej nižje od pričakovanj. Gospodarska rast treh največjih gospodarstev evroobmočja je bila v drugem četrtletju negativna. Nemčija, največja trgovinska partnerica Slovenije, je na medčetrtletni ravni dosegla 0,5-odstotni padec gospodarske aktivnosti. Končna potrošnja gospodinjstev je na medčetrtletni ravni upadla za 0,7%, bruto investicije so se zmanjšale za 3,4%, od tega v gradbeništvu za 3,5%. Umiril se je tudi izvoz, ki se je v prvem četrtletju medletno še povečal za 2,1%, v drugem četrtletju pa upadel za 0,2%. Skladno s poslabševanjem kazalnikov za drugo četrtletje so se znižale napovedi gospodarske rasti evroobmočja za letošnje in prihodnje leto. Consensusova avgustovska napoved gospodarske rasti za evroobmočje znaša 1,5% za leto 2008, za leto 2009 pa 1,1% (pred šestimi meseci 1,6% za leto 2008 in 1,9% za leto 2009). Septembrska napoved Evropske komisije za letošnjo gospodarsko rast evroobmočja je nekoliko nižja od Consensusove in znaša 1,3%. Nekoliko boljši so kazalniki gospodarske aktivnosti za ZDA. V drugem četrtletju letošnjega leta se je BDP tudi pod vplivom enkratnega fiskalnega učinka in rasti izvoza, povečal za 0,8% medčetrtletno. Avgustovska Consensusova napoved gospodarske rasti ZDA znaša za letošnje leto 1,6%, za leto 2009 pa 1,4%. Pred šestimi meseci je napoved rasti BDP za ZDA za leto 2008 prav tako znašala 1,6%, za leto 2009 pa je bila bistveno višja, in sicer 2,6%. Predvideno je tudi umirjanje rasti v drugih trgovinskih partnericah Slovenije. Najbolj naj bi se rast umirila v Franciji in Italiji, medtem ko naj bi bilo umirjanje rasti v trgovinskih partnericah iz vzhodne in srednje Evrope nekoliko manj občutno.

**Slika 2.2: Gospodarska rast evroobmočja in projekcije Evropske komisije**




*Vir: Napoved: Evropska komisija, september 2008; projekcije za vsa četrtletja 2008.*

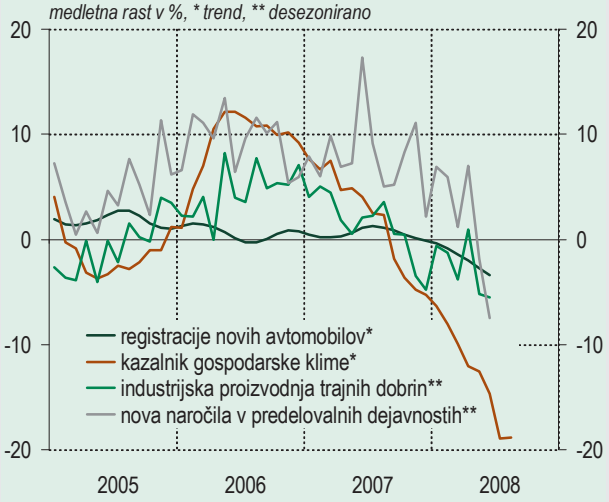
## Okvir 2.1: Kazalniki gospodarske klime evroobmočja kažejo poslabševanje konjunkture

Kazalniki zaupanja v evroobmočju so bili še pred dobrim letom blizu zgodovinsko najvišjih vrednosti, v zadnjega pol leta pa so se njihove vrednosti občutno umirile v skoraj vseh dejavnostih. Kazalniki gospodarske klime Evropske komisije[1] v evroobmočju temeljijo na anketah, s katerimi ocenjujejo trenutno stanje gospodarstva in pričakovanja glede stanja gospodarstva v prihodnje. Kazalnik Evropske komisije sestavlja pet podkategorij (industrija, storitve, trgovina, gradbeništvo in potrošniki), ki sestavljajo skupni kazalnik gospodarske klime. Pri tem sta najpomembnejši komponenti industrija in storitve s 40- oziroma 30-odstotnim deležem. Kazalnik pričakovanj, ki je ena izmed komponent splošnega kazalnika gospodarske klime in ki meri pričakovanja tržnih udeležencev glede prihodnjega stanja gospodarstva, se letos v evroobmočju že nekaj mesecev slabša. Nekatere študije, narejene v zadnjih letih, kažejo, da kazalnik pričakovanj kratkoročno dejansko precej dobro odraža gospodarsko stanje.[2]

Skupni kazalnik gospodarske klime evroobmočja je kljub rahlemu izboljšanju v avgustu v primerjavi z julijem še vedno precej pod dolgoletnim povprečjem. Kazalniki zaupanja v evroobmočju po komponentah kažejo precejšen upad v skoraj vseh pomembnih podkategorijah skupnega indeksa gospodarske klime. Najnižjo vrednost ravnotežja, izračunanega kot razlika med pozitivnimi in negativnimi odgovori, sta v avgustu izkazovala kazalnika gospodarske klime v gradbeni in trgovinski dejavnosti. Najvišjo vrednost je izkazal kazalnik storitev, ki pa je prav tako na zelo nizki ravni.

Slabo gospodarsko stanje potrjujejo tudi zadnji podatki o novih naročilih, številu registraciji novih avtomobilov in industrijski proizvodnji trajnih dobrin. Trend števila registraciji novih avtomobilov v evroobmočju je negativen že od sredine leta 2007, število registracij novih avtomobilov pa je bilo junija letos najmanjše v zadnjih štirih letih. Razmeroma slabi so tudi podatki o novih naročilih v evroobmočju, ki so se junija zmanjšala za več kot 7% medletno. Industrijska proizvodnja se je v istem obdobju zmanjšala za 5,5%.

**Slika 1: Kazalniki gospodarske aktivnosti**




*Vir: Eurostat.*

**Slika 2: Kazalniki zaupanja v evroobmočju**

*Vir: Evropska komisija.*

[1] Kazalnik gospodarske klime, ki ga na podlagi rezultatov anket ocenjuje Evropska komisija, je izredno reprezentativen pokazatelj dogajanja v gospodarstvu, saj temelji na vzorcu 125.000 podjetij in 40.000 potrošnikov iz držav članic EU.

[2] Na primer Hüfner, Schröder (2002): Forecasting Economic Activity in Germany – How useful are sentiment indicators. Zew Discussion Paper No. 02–56.

**Relativno ugodno povpraševanje iz vzhodno- in srednjeevropskih držav naj bi le deloma odpravilo vpliv oslabljene gospodarske rasti v evroobmočju, zato je napoved rasti tujega povpraševanja po slovenskem izvozu nekoliko nižja od aprilske.** Objave o nizki rasti evroobmočja v drugem četrtletju, predvsem domače porabe in izvoza, na eni strani, kljub še relativno ugodnemu povpraševanju iz vzhodno- in srednjeevropskih držav na drugi strani, znižujejo aprilsko predpostavko glede rasti tujega povpraševanja za 0,2 odstotne točke v letu 2008 in za 0,1 odstotne točke v letu 2009. Rast tujega povpraševanja po slovenskem izvozu naj bi v letu 2008 znašala 5,3%, v letu 2009 pa 6,2%. Oslabljena gospodarska aktivnost evroobmočja naj bi se po napovedih nadaljevala tudi v drugi polovici leta 2008 in na začetku leta 2009. Napovedi so dodatno otežene zaradi negotovosti na finančnih trgih, ki so se iz ZDA razširile v Evropo, ter visokih cen primarnih surovin in nafte. Na drugi strani je v zadnjih treh mesecih Consensus zvišal napovedi gospodarske rasti za Rusijo. V letu 2008 naj bi gospodarska rast v Rusiji znašala 7,7%, v letu 2009 pa 7,0%, pred šestimi meseci pa je Consensusova napoved rasti BDP za Rusijo znašala 6,8% za leto 2008 in 6,5% za leto 2009. Prav tako ostajajo relativno ugodne tudi Consensusove napovedi za Srbijo in srednjeevropske države. Predvsem zaradi dvomov, da bodo razvijajoča se gospodarstva iz Azije uspela prevzeti vlogo gonilne sile svetovne konjunkture, ostaja negotova tudi napoved rasti ZDA v prihodnje. Ta naj bi v primerjavi s prejšnjimi leti večinoma temeljila na izvozu in ne toliko na domači porabi. V letu 2009 naj bi se razmere na svetovnih finančnih trgih postopno izboljševale, kar bi lahko spodbudilo rast trošenja v trgovinskih partnericah Slovenije. Glede na hitro spreminjanje razmer na svetovnih finančnih trgih in zelo verjetne posledice takega dogajanja za realni sektor, bi se lahko ta predvidevanja izkazala za preveč optimistična. K povečanemu trošenju v trgovinskih partnericah bi lahko pripomoglo tudi umirjanje rasti cen primarnih surovin in nafte. Rast tujega povpraševanja naj bi se v letu 2010 vrnila na dolgoročno raven.

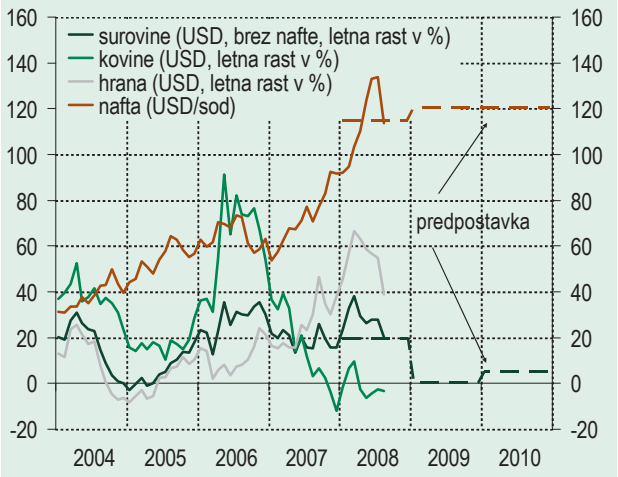
**Po visoki rasti cen nafte v letu 2007 in v prvi polovici leta 2008 se cene nafte od sredine leta 2008 umirjajo.** Visoka rast cen nafte je po letu 2007 zaznamovala tudi prvo polovico leta 2008. V letu 2007 je cena sodčka (159 litrov) nafte Brent v povprečju znašala 73 USD, povprečna evrska cena pa 53 EUR. V povprečju prvih treh mesecev leta 2008, ko se je rast cen nafte še okrepila, je bilo treba za sodček odšteti že 96 USD, kar je za 33% več kot v povprečju leta 2007. Zaradi apreciacije evra do dolarja je bila rast evrske cene sodčka nafte nekoliko nižja. V drugem četrtletju letošnjega leta se je nafta še naprej dražila in dosegla vrh julija, ko je bilo treba za sodček v povprečju odšteti 135 USD. Na visoko ceno nafte naj bi poleg velikega povpraševanja (naftni kartel OPEC je vseskozi zagovarjal mnenje, da je ponudba dovolj visoka) in motenj na strani ponudbe vplivale tudi špekulacije na blagovnih borzah. Umirjanje rasti cen nafte se je začelo konec julija in nadaljevalo v avgustu, ko je sodček v povprečju stal nekaj manj kot 114 USD. Na nižje cene nafte je najbolj vplivalo upočasnjevanje svetovne gospodarske rasti. Po naših predpostavkah naj bi cena nafte do konca letošnjega leta ostala na podobni ravni kot znaša povprečje prvih sedmih mesecev letošnjega leta. Nafta naj bi se letos tako podražila za približno 58% v USD in za 43% v EUR v primerjavi s povprečjem leta 2007. Razlogi za popravek navzgor pri predpostavki za ceno nafte glede na aprilsko napoved so predvsem že realizirane visoke cene nafte v prvih osmih mesecih letošnjega leta. Glede gibanja cen nafte v letih 2009 in 2010 kažejo terminske pogodbe umirjanje rasti in ceno nafte na ravni okrog 120 USD za sodček.

**Če upoštevamo trenutna gibanja in pričakovanja, je bila za letos navzgor popravljena tudi aprilska predpostavka o cenah primarnih surovin brez nafte.** Ob precej manjši rasti cen kovin v prvih sedmih mesecih letošnjega leta, ko so se kovine glede na leto 2007 v povprečju podražile le za 2%, se je močno povišala rast cen hrane, predvsem pšenice, soje in mleka. Dolarske cene hrane so se tako v prvih sedmih mesecih letošnjega leta glede na povprečje leta 2007 povišale za 45%. Cena

pšenice je na začetku letošnjega leta na svetovnih trgih tako rasla s stopnjami, ki so na medletni ravni presegale 100%, cena koruze pa se je v prvi polovici letošnjega leta povišala za več kot 40% medletno. Hitra rast cen hrane je bila predvsem posledica naraščajočega povpraševanja iz držav v razvoju, neugodnih vremenskih razmer, uporabe žit oziroma kmetijskih površin za proizvodnjo biogoriv in tudi zaradi kmetijskih politik, usmerjenih k zmanjševanju presežkov v kmetijstvu. Rast cen primarnih surovin, tudi hrane, naj bi se v naslednjih dveh letih umirila. Na umiritev cen primarnih surovin v naslednjih letih naj bi vplivala odsotnost ponudbenih šokov ter visoke osnove, dosežene lani in letos.

**Inflacija se je v evroobmočju in ZDA letos močno zvišala predvsem na račun visokih cen nafte in hrane.** Cene, merjene s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin, so se v povprečju leta 2007 v evroobmočju povišale za 2,1%, do večjega pospeška rasti cen pa je prišlo v zadnjem četrtletju. Cene življenjskih potrebščin so v prvih osmih mesecih leta 2008 glede na isto obdobje lani povišale za 3,6%. Največ so k rasti cen prispevale višje cene hrane in nafte, nekoliko manjši pa je bil prispevek drugih dejavnikov. Kljub temu je osnovna inflacija, merjena kot rast cen brez energentov in nepredelane hrane, v evroobmočju junija in julija medletno znašala 2,5%, medtem ko je v povprečju leta 2007 dosegala 2,0%. Cena goriv za transport se je julija medletno povečala za 18,9%, cena kurilnega olja pa v istem obdobju kar za 51,5%. Tudi stopnje rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v evroobmočju se povišujejo od konca leta 2007. Julija je znašala medletna rast indeksa cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v evroobmočju 9%, v nekaterih državah pa so bile medletne stopnje še višje, kot na primer na Nizozemskem, 14,5%, ter v Belgiji, 13,8%. Visoko povišanje cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih je značilno tudi za Nemčijo, kjer so se julija cene povišale za 8,9% medletno, v povprečju lanskega leta pa je bila rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v Nemčiji samo 2%. Vzroke za hitro povečanje cen proizvodov pri proizvajalcih lahko najdemo v rekordno visokih cenah surovin in energentov, ki so pospešile rast cen vmesnih proizvodov in netrajnih potrošnih dobrin. Dodatno so na povišanje cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih vplivali tudi višji stroški dela. Gibanje cen življenjskih potrebščin je bilo v ZDA letos zelo podobno tistemu v evroobmočju, samo da je bila rast cen v celotnem obdobju še višja. Inflacijski pospešek je bil močnejši predvsem na začetku leta 2008, saj so se cene po povprečni 2,9-odstotni rasti v letu 2007, kljub manjšemu domačemu povpraševanju, že marca povišale na 4,0% medletno. Inflacija je julija na medletni ravni znašala že 5,6%. Pospešila se je tudi osnovna inflacija, definirana kot indeks cen brez energentov in hrane, ki je v povprečju leta 2007 znašala 1,9%, julija pa 2,5% medletno. Tako gibanje osnovne inflacije kaže, podobno kot v evroobmočju, med drugim tudi na prenos določenega dela visokih cen energentov in hrane v druge cene, ki pa naj bi se v prihodnje ob pričakovanem umirjanju povpraševanja znižale.

**Slika 2.3: Cene na svetovnih trgih primarnih surovin**

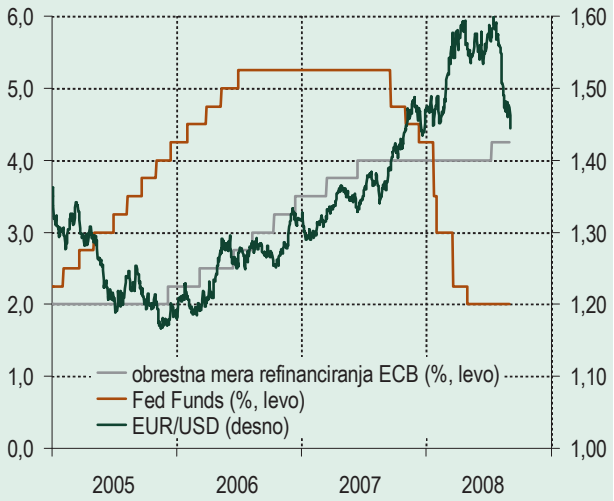



*Vir: The Economist, Bloomberg, preračuni in predpostavke Banka Slovenije.*

**Predpostavke o rasti cen življenjskih potrebščin v evroobmočju in ZDA ter rasti cen pri proizvajalcih v Nemčiji so popravljene navzgor.** Zvišanje predpostavke o inflaciji v evroobmočju na 3,6% za leto 2008 je predvsem posledica višjih cen energentov in vztrajne rasti cen hrane na svetovnih trgih. Poleg pritiskov cen surovin in

hrane naj bi v prihodnje na inflacijo močneje pritiskali tudi stroški dela ob počasnejši rasti produktivnosti. Tveganje višjih stroškov dela izvira iz zahtev sindikatov za nadomestitev dela izgubljene kupne moči v razmerah visokih cen hrane in energentov ter za udeležbo zaposlenih v ugodnih gospodarskih rezultatih iz preteklih let. Censke pritiske visokih stroškov dela naj bi nekoliko omilile nižje profitne marže. Zvišani sta tudi predpostavki glede višine inflacije v ZDA, še bolj pa glede rasti cen pri proizvajalcih v Nemčiji, popravki obeh pa se nanašajo predvsem na rekordne cene surovin in energentov. Ob odsotnosti šokov na surovinskih trgih in hitrejši rasti produktivnosti naj bi se v naslednjih dveh letih umirili vsi trije kazalniki rasti cen.

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




*Vir: ECB, Federal Reserve.*

**V obdobju od zadnjih projekcij je ECB dvignil, Federal Reserve pa znižal svojo ključno obrestno mero.** ECB je julija ključno obrestno mero dvignil na 4,25%, Federal Reserve pa aprila Federal Funds znižal na 2,00%. Za znižanje Federal Funds so bile ključne negotovosti na finančnih trgih, ki se tudi letos še niso občutneje zmanjšale. Na drugi strani se je ECB za zvišanje obrestne mere odločila predvsem z namenom "… preprečevanja vgrajevanja višje inflacije v rast plač in zmanjševanja povečanih tveganj, ki srednjeročno ogrožajo cenovno stabilnost …".[2] V projekcijah je upoštevana standardna predpostavka, da se bodo obrestne mere evroobmočja v prihodnje gibale skladno s pričakovanji finančnih trgov.

**Evro je do ameriškega dolarja na začetku letošnjega leta pretežno apreciiral pod vplivom poglabljanja negotovosti na finančnih trgih in objav slabših gospodarskih kazalnikov v ZDA, od konca julija pa se je vrednost ameriškega dolarja do evra nekoliko povečala.** Vrednost evra se je v primerjavi z ameriškim dolarjem krepila tudi v prvi polovici leta 2008 in vrh dosegla julija, ko je bil evro v povprečju vreden 1,577 dolarja. Po slabših objavah za drugo četrtletje za evroobmočje je dolar začel pridobivati vrednost. En evro je bil tako avgusta v povprečju vreden 1,4975 dolarja. Vrednost evra v primerjavi z ameriškim dolarjem v prihodnje temelji na tehnični predpostavki, kjer je upoštevano povprečno razmerje med obema valutama v zadnjem mesecu pred izdelavo predpostavk.

[2] http://www.ecb.int/press/pressconf/2008/html/is080703.en.html

# 3 Gospodarska gibanja in trg dela

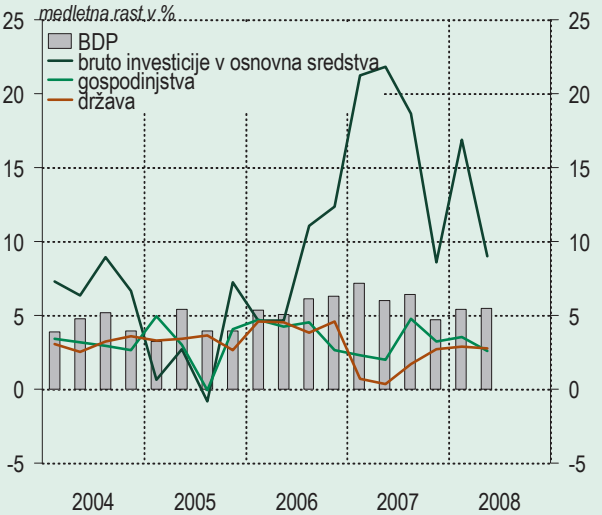
**Realni bruto domači proizvod Slovenije se je v prvi polovici leta 2008 glede na visoko rast v letu 2007 zvišal manj, vendar še vedno za povprečno 5,5% medletno. Projekcije nakazujejo postopno zmanjšanje gospodarske aktivnosti na raven dolgoročnega trenda.** Predhodna ocena rasti BDP za leto 2007 je bila revidirana s 6,1 na 6,8%. Po podatkih, prilagojenih vplivu sezone in številu delovnih dni, se je BDP v drugem četrtletju tekoče zvišal za 0,9%, kar je za približno polovico manj od dvoodstotne tekoče rasti iz prvega četrtletja. Gospodarska rast v Sloveniji je bila v prvi polovici leta kljub temu nekoliko višja od pričakovanj, v drugi polovici leta pa naj bi se še naprej umirjala. Popravki projekcij gospodarske rasti navzgor so predvsem posledica visoke dinamike domače investicijske porabe. Umirjanje rasti investicijske potrošnje naj bi v prihodnje vplivalo na ciklično umiritev gospodarske rasti, k zmernejši rasti pa naj bi pripomoglo tudi šibkejše tuje povpraševanje kot posledica umirjanja gospodarske aktivnosti v tujini, močnega evra in visokih cen surovin na svetovnih trgih. Dinamika tekoče rasti izvoza se je sicer v prvi polovici leta umirila na ravni, podobni tisti iz druge polovice lanskega leta, s čimer se je znižala za približno polovico glede na tekoče rasti iz začetka lanskega leta. Projekcije kažejo, da se bo rast BDP v naslednjih dveh letih umirila, kar je skladno s predhodnimi projekcijami. Pričakovana gospodarska rast v povprečju pod 4% v naslednjih dveh letih bo nekoliko nižja od ocenjene rasti dolgoročnega trenda. Taka rast naj bi še naprej omogočala realno konvergenco proti razvitejšim državam EU, saj naj bi bila rast BDP v Sloveniji višja v primerjavi s pričakovano gospodarsko rastjo v starih članicah EU.

**Tabela 3.1 Aktivnost, zaposlenost in plače**

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

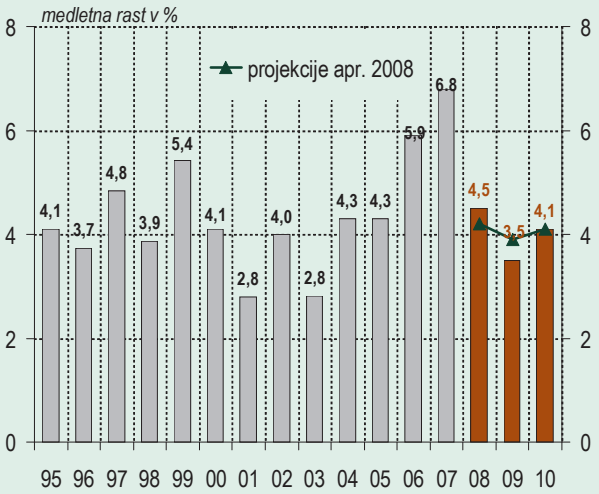
** Neto plače, ostali prejemki iz delovnega razmerja in socialni prejemki; deflacionirano s HICP.*
*Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, april 2008.*
*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 3.1: Domače povpraševanje in BDP**




*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 3.2: Projekcije rasti BDP**




*Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije.*

**Struktura rasti dodane vrednosti je v prvi polovici leta ostala skoraj nespremenjena v primerjavi z lanskim letom, pomembnejših sprememb pa ni mogoče pričakovati do konca leta.** Največji pospešek rasti dodane vrednosti je bil v prvi polovici letos tako kot v letu 2007 dosežen v gradbeništvu, prav tako je dodana vrednost hitro rasla v finančnem posredništvu in trgovini. Dodana vrednost v gradbeništvu se je v prvih šestih mesecih letos povečala povprečno za 20,5% medletno, pri čemer je bila v drugem četrtletju rast dodane vrednosti, 13,9%, precej manjša od 27,4% medletne rasti, dosežene v prvem četrtletju. Počasneje je dodana vrednost rasla v predelovalnih dejavnostih, saj je bila v prvi polovici leta povprečno višja za 2,4% medletno, kar je precej manj od dolgoletnega povprečja, ki v zadnjih desetih letih znaša 5,4%. Industrijska proizvodnja se je julija znižala gleda na junij, kar delno izraža gibanje ekonomske aktivnosti v EU in evroobmočju. BDP v evroobmočju se je v drugem četrtletju v primerjavi s prvim četrtletjem znižal za 0,2%, v celotni EU pa za 0,1%. Na pesimistična pričakovanja za obdobje do konca leta nakazujejo tudi zmanjšanja naročil iz tujine v predelovalni dejavnosti, znižanje kazalnikov gospodarskega stanja in poslabšanje zaupanja potrošnikov doma in tudi v evroobmočju in EU (glej okvir 2.1).

**Domače povpraševanje bo letos predvidoma ostalo glavni dejavnik gospodarskega cikla.** V drugem četrtletju letošnjega leta se je domače trošenje realno povečalo

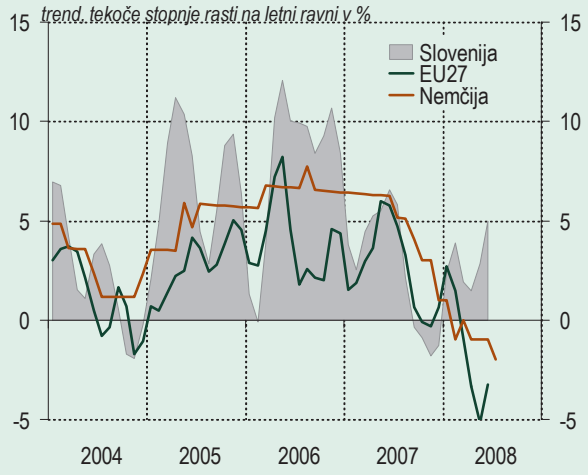
**Tabela 3.2 BDP in izdatkovne komponente v Sloveniji in tujini**

| | BDP | | | | Zasebna potrošnja | | | | Potrošnja države | | | | Bruto investicije | | | | Izvoz | | | | Uvoz | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2007 | | 2008 | | 2007 | | 2008 | | 2007 | | 2008 | | 2007 | | 2008 | | 2007 | | 2008 | | 2007 | | 2008 | |
| | 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)* | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| **Evroobmočje*** | 2,6 | 2,1 | 2,1 | 1,4 | 1,8 | 1,2 | 1,2 | 0,4 | 2,5 | 2,1 | 1,3 | 1,7 | 3,7 | 3,2 | 3,7 | 2,4 | 7,3 | 4,1 | 5,4 | 3,6 | 6,5 | 4,0 | 4,7 | 3,4 |
| **Evropska unija**** | 2,9 | 2,5 | 2,3 | 1,6 | 2,4 | 1,8 | 1,7 | 1,0 | 2,4 | 2,1 | 1,4 | 1,6 | 4,5 | 4,1 | 3,6 | 2,0 | 6,9 | 4,3 | 5,4 | 3,9 | 7,1 | 4,7 | 4,7 | 3,6 |
| **ZDA** | 2,8 | 2,3 | 2,5 | 2,2 | 2,9 | 2,2 | 1,5 | 1,4 | 2,3 | 2,1 | 2,6 | 2,4 | -1,3 | -1,1 | -1,7 | -2,7 | 11,7 | 8,9 | 10,1 | 11,2 | 2,2 | 1,1 | -1,0 | -2,0 |
| **Japonska** | 1,8 | 1,4 | 1,2 | 1,0 | 1,8 | 1,2 | 1,3 | 0,5 | 0,2 | 1,4 | 0,7 | 0,5 | -1,4 | -3,8 | -3,6 | -2,6 | 8,5 | 10,4 | 11,0 | 6,5 | 1,5 | 2,3 | 2,9 | -1,2 |
| **Slovenija** | 6,3 | 4,9 | 5,6 | 5,1 | 4,8 | 3,2 | 3,5 | 2,6 | 1,7 | 2,7 | 2,9 | 2,7 | 19,6 | 7,6 | 17,3 | 10,9 | 15,1 | 9,3 | 6,8 | 7,8 | 18,2 | 8,6 | 9,7 | 7,3 |

**15 držav, ** 27 držav*
*Vir: Eurostat, SURS, 2008.*

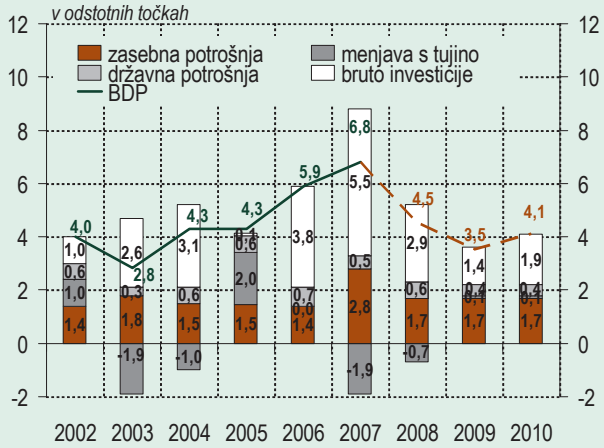
za 5,1% medletno. K ohranjanju visokega prispevka domačega povpraševanja h gospodarski rasti bo tudi v letu 2008 prispevala relativno visoka rast investicij. Na visoko rast investicij so v prvi polovici leta med drugim vplivali še vedno razmeroma ugodni pogoji financiranja, ki pa se zaostrujejo z zviševanjem obrestnih mer. Visoka rast domačih investicij hkrati s pričakovano solidno rastjo zaposlovanja še naprej povečuje obseg ponudbenih zmogljivosti gospodarstva. Kljub temu je treba upoštevati, da je precejšen del povečanja zaposlenosti in pospeška investicij cikličen, kar dodatno stopnjuje gospodarski cikel. Hkrati prihaja do postopnega obrata v dinamiki investicij in zaposlenosti, s čimer se bo po pričakovanjih gospodarska aktivnost postopno ponovno zmanjšala na raven ponudbenega potenciala. V letu 2008 bo prispevek menjave s tujino predvidoma nekoliko negativen, ker bo rast izvoza ob manjšemu tujemu povpraševanju rasla počasneje kot lani, rast uvoza pa bo v povprečju presegala rast izvoza zaradi visoke domače porabe oziroma močne investicijske aktivnosti. Domače povpraševanje naj bi v celotnem obdobju med letoma 2008 in 2010 prispevalo večinski delež k oblikovanju agregatnega povpraševanja, prispevek menjave s tujino pa bo v povprečju nekoliko negativen. Zmanjšanje prispevka domače porabe bo v glavnem posledica ohlajanja investicijskega trošenja po močnem povečanju celotnih investicij v letih 2007 in 2008. Rasti zasebne in tudi državne potrošnje naj bi v celotnem obdobju projekcij po sedanjih ocenah ostali zmerni.

**Slika 3.3: Industrijska proizvodnja – celotna industrija brez gradbeništva**




*Vir: Eurostat.*

**Slika 3.4: Prispevki komponent trošenja k rasti BDP**




*Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije.*
*Opomba: Zaradi uporabe verižnih indeksov in zaokroževanja se lahko seštevki komponent razlikujejo od agregatnih vrednosti.*

**Tabela 3.3 Komponente domačega povpraševanja**

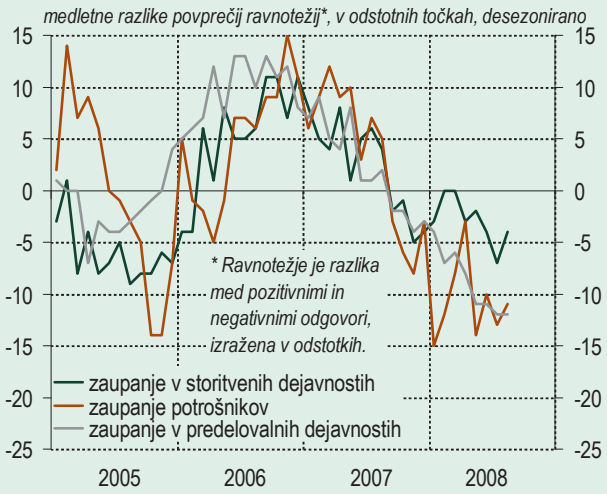
| | | | | | | Projekcije | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 2008 | | 2009 | | 2010 | |
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | okt. | Δ | okt. | Δ | okt. | Δ |
| | realne stopnje rasti v % | | | | | | | | | | |
| Domače povpraševanje | 4,8 | 4,8 | 2,1 | 5,7 | 8,0 | **5,0** | 0,8 | **3,3** | -0,2 | **4,0** | 0,3 |
| Zasebna potrošnja | 3,3 | 2,7 | 2,6 | 2,9 | 5,0 | **3,3** | 0,1 | **3,4** | 0,4 | **3,4** | 0,1 |
| Potrošnja države | 2,2 | 3,4 | 3,3 | 4,1 | 2,5 | **3,1** | 0,5 | **1,9** | 0,0 | **1,8** | 0,0 |
| Bruto investicije | 10,3 | 10,4 | 0,4 | 12,5 | 17,2 | **9,1** | 1,9 | **4,0** | -1,4 | **6,0** | 0,4 |

*Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, april 2008.*
*Vir: SURS, Banka Slovenije.*

**Trošenje gospodinjstev se je v prvih šestih mesecih letos realno povečalo za 3,1% medletno. Blizu te ravni naj bi predvidoma ostalo tudi do konca leta.** Pomembna dejavnika trošenja gospodinjstev bosta letos višja rast plač in še vedno ugodne razmere na trgu dela. Vendar pa so se kazalniki zaupanja potrošnikov v prvi polovici leta znižali, med njimi najbolj občutno tisti, ki kažejo pripravljenost potrošnikov za večje nakupe, nekoliko pa so se zmanjšala tudi pričakovanja potrošnikov glede prihodnjih gospodarskih gibanj. Podobna gibanja je mogoče zaznati tudi v drugih državah EU, kjer se zaradi višje inflacije in slabšanja gospodarske klime prilagaja vedenje gospodinjstev, ki trošijo manj oziroma se odločajo za cenejše nakupe. Na raven trošenja gospodinjstev utegne zaviralno vplivati tudi postopno zaostrovanje pogojev financiranja oziroma zviševanje obrestnih mer. Poleg tega rast trošenja gospodinjstev omejujeta tudi hitrejša rast cen od predvidene, ki upočasnjuje rast realnega razpoložljivega dohodka, in nekoliko počasnejša rast zaposlenosti v primerjavi z lanskim letom. Že uvedene institucionalne spremembe pri pokojninskem zavarovanju in nove alternativne oblike varčevanja bodo prebivalstvo tudi v prihodnje spodbujale k dolgoročnejšim oblikam varčevanja.

**Rast trošenja gospodinjstev v zadnjem letu zaostaja za stopnjo rasti razpoložljivega dohodka, ki pa naj bi ostala na precej visoki ravni.** Kljub občutni reviziji rasti porabe gospodinjstev navzgor za leto 2007, s 3,1 na 5,0%, je rast porabe gospodinjstev tudi lani zaostajala za stopnjo rasti realnega razpoložljivega dohodka. Revidirana ocena rasti porabe gospodinjstev je po oceni skladnejša z makroekonomskimi dogajanji v lanskem letu od predhodne ocene. Obseg razpoložljivega dohodka se letos povečuje tako zaradi rasti povprečnih prejemkov kot zaradi hitre rasti zaposlenosti. Čeprav se je v prvi polovici leta masa neto plač, ki pomeni večinski delež razpoložljivega dohodka, povečala kar za 14,6%, tudi nekatere druge sestavine razpoložljivega dohodka, predvsem socialni transferji, niso rasle bistveno počasneje. Ker so se pri tem neto plače najbolj povečale v višjih dohodkovnih razredih s po navadi nižjo mejno nagnjenostjo k trošenju, njihovo povečanje ni pomembneje vplivalo na trošenje gospodinjstev. Poleg višje rasti zaposlenosti je k povečanemu številu prejemnikov dohodkov v gospodinjstvih prispevala tudi rast števila prejemnikov socialnih transferjev. V prvih šestih mesecih letos je število prejemnikov pokojnin naraslo za 1,4% medletno, skupna zaposlenost pa se je v istem obdobju povečala za 3,1% medletno in se za približno toliko povečuje že skoraj eno leto. Ker se je letos zaposlovanje najbolj povečevalo v gradbeništvu, kjer se po podatkih zaposluje precej tuje delovne sile, se povečanje razpoložljivega dohodka ne izraža popolnoma v trošenju gospodinjstev. Rast realnega razpoložljivega dohodka v letu 2008 se ocenjuje na 4,4% medletno, v naslednjih dveh letih pa naj bi se rast umirila na raven med 3,5 in 4,0%. Na povišano rast razpoložljivega dohodka v obdobju projekcij v primerjavi s predhodnimi projekcijami vplivata predvsem hitrejša rast plač v javnem in tudi zasebnem sektorju ter zlasti v letu 2008 hitra rast zaposlenosti.

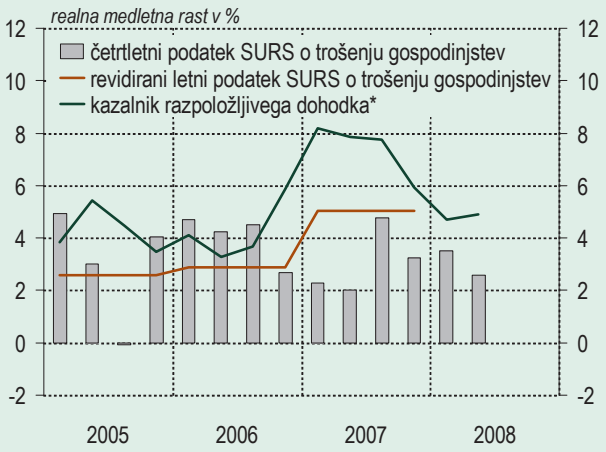
**Slika 3.5: Kazalniki zaupanja**




*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Trošenje gospodinjstev naj bi v osnovni projekciji tudi v prihodnje zaostajalo za rastjo BDP.** Po izredno hitri rasti trošenja prebivalstva v letu 2007 se bo dinamika porabe gospodinjstev v prihodnje po pričakovanjih umirila. K relativno umirjeni rasti porabe gospodinjstev naj bi

**Slika 3.6: Trošenje gospodinjstev in razpoložljivi dohodek**




** Neto plače, drugi prejemki iz delovnega razmerja in socialni prejemki. Deflacionirano s HICP.*
*Vir: SURS, AJPES, preračuni Banka Slovenije.*

prispevala predvsem znižana rast zaposlenosti, hkrati pa visoka rast cen omejuje rast realnega razpoložljivega dohodka. Na manjšo pripravljenost potrošnikov za trošenje večinoma vpliva visoka rast cen hrane in energentov, ki obsegajo velik delež v potrošniški košarici. Poleg tega bi lahko na vedenje potrošnikov v prihodnje vsaj delno vplivali negativni premoženjski učinki, zlasti tisti, ki izvirajo iz upočasnjene ali celo negativne rasti cen nepremičnin, in tisti, ki so posledica občutnega umirjanja rasti cen vrednostnih papirjev. Taka pričakovanja glede porabe gospodinjstev so skladna s precej poslabšano ravnijo kazalnikov zaupanja potrošnikov, ki nakazujejo predvsem pesimizem glede pripravljenosti potrošnikov za večje nakupe.

**Prispevek potrošnje države k skupnemu povpraševanju naj bi bil po ocenah v celotnem obdobju projekcij manjši od povprečja zadnjih nekaj let.** Končna poraba države se je v prvi polovici leta povečala za 2,8%. Ocena porabe države za letos je bila glede na predhodno popravljena navzgor za 0,4 odstotne točke na 3,0%, kar je predvsem posledica rasti zaposlenosti v sektorju države, ki je v prvi polovici letos znašala 1,3% medletno. Rast trošenja države bo v letih 2009 in 2010 predvidoma ostala na ravni pod 2,0% letno. Skladno s sprejetimi dogovori v okviru plačnih pogajanj v javnem sektorju je v celotnem obdobju nominalna rast trošenja države precej visoka.

**Bruto investicije so se v prvi polovici leta precej povečale, tekoča rast pa se je umirila na ravni s konca lanskega leta.** Rast bruto investicij je v prvi polovici leta znašala povprečno 14,1%, v prvem četrtletju 17,3% in v drugem četrtletju 10,9% medletno. Po rahlem umirjanju v zadnjem četrtletju lanskega leta se je dinamika investicij na začetku letošnjega leta ponovno okrepila in nato v drugem četrtletju umirila. Bruto investicije naj bi se letos povečale za približno devet odstotkov medletno, popravek navzgor pa je predvsem posledica hitre rasti v prvem in drugem četrtletju. Investicije v stroje in opremo so se večale precej solidno in so se v prvi polovici leta povprečno povečale za 8,2%. Najhitreje rastoči sestavini investicij sta bili nestanovanjska in stanovanjska gradnja, saj so se v prvi polovici leta investicije v gradbene objekte povečale za 17,2%, gradnja stanovanj se je povečala za 13,2%, gradnja nestanovanjskih objektov pa za 18,7% medletno. Visoka rast investicij na področju nestanovanjske gradnje je bila na začetku leta delno posledica ugodnih vremenskih razmer, ki so pospešile že sicer načrtovano visoko raven gradnje avtocest. Tudi visoka dinamika investicij v stanovanjsko gradnjo je bila delno posledica medčasovne menjave zaradi ugodnih vremenskih razmer na začetku leta, delno pa je bila posledica velikega povpraševanja po stanovanjih.

**Najhitreje rastoča sestavina bruto investicij v osnovna sredstva bodo v obdobju projekcij po pričakovanjih investicije v nestanovanjske objekte, medtem ko naj bi se po pričakovanjih najbolj umirila rast investicij države oziroma javnih podjetij.** Rast investicij v zgradbe in objekte bo po pričakovanjih v prihodnje nekoliko počasnejša kot v prvi polovici leta. To kažejo rezultati anket o poslovnih usmeritvah v gradbeništvu in podatki o izdanih gradbenih dovoljenjih, hkrati pa se že kažejo znaki umirjanja visoke rasti cen nepremičnin. V drugem četrtletju letos je bilo izdanih za 11% manj gradbenih dovoljenj za gradnjo stavb in za 34% manj gradbenih dovoljenj za gradnjo stanovanj v primerjavi z istim obdobjem lani. Ob umirjanju domače in tuje konjunkture je skladno z manjšanjem vrednosti kazalnika, ki kaže obseg presežnih

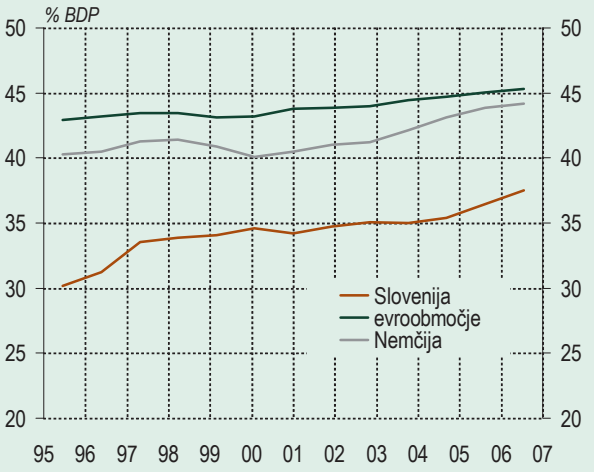
## Okvir 3.1: Gibanje kazalnikov dobička podjetij v Sloveniji

Analiza gibanja dobičkov podjetij ima pomembno vlogo pri ocenjevanju inflacijskih pritiskov, hkrati pa dobički pomembno vplivajo pri odločitvah podjetij o investiranju in zaposlovanju v prihodnosti. Dejansko ugodna raven dobičkov se lahko med drugim uporabi kot delni blažilnik negativnih posledic poslabšanih gospodarskih razmer. Namesto takojšnjega zmanjševanja zaposlenosti se lahko vsaj neko obdobje zmanjšuje kumuliran dobiček iz obdobja ugodne gospodarske rasti.

Spremembe dobička lahko izražajo ciklične in tudi strukturne spremembe. Ker se zaposlenost in obseg kapitala prilagajata sorazmerno počasi, je gibanje dobička navadno prociklično, kar pomeni, da se dobički večajo v obdobju visoke gospodarske rasti in zmanjšujejo v obdobju gospodarskega ohlajanja. Na gibanje dobičkov vplivajo tudi večje spremembe pogojev menjave, sprožene, na primer zaradi visokih cen surovin, in nihanj deviznih tečajev. Pomembno vlogo pri oblikovanju dobičkov imajo tudi strukturni dejavniki, ki vplivajo na produktivnost podjetij in njihove stroške, pri čemer zvišanje produktivnosti oziroma znižanje stroškov prispevata k povečanju dobičkov. Med strukturnimi dejavniki ima še zlasti pomembno vlogo učinkovitost trga dela oziroma hitrost prilagajanja trga dela z vidika odzivanja zaposlenosti in tudi vidika prilagodljivosti plač. Na raven dobičkov vpliva tudi raven konkurence. Povečevanje konkurence na trgu navadno znižuje profitne marže, ki so jih podjetja sposobna povečati šele, ko se zaradi zaostrene konkurence izboljša njihova relativna učinkovitost.[1] Veliki dobički oziroma razlike med proizvodnimi cenami in (mejnimi) stroški so tako lahko pokazatelj pomanjkanja konkurence, relativno učinkovitega delovanja podjetij ali pa ciklično pogojenega povpraševanja.[2]

Kazalniki dobička so razvidni iz bilanc podjetij, zaradi mednarodne primerljivosti pa se velikokrat uporabljajo podatki iz statistike nacionalnih računov.[3] Pri tem gre za neposredno primerjavo dobička z dodano vrednostjo ("profit margin"), predvsem pa za kazalnike, ki temeljijo na definiciji dobička kot razliki med prihodki (oziroma njihovo censko komponento) in odhodki (oziroma njihovo stroškovno komponento). Poenostavljen kazalnik dobička definira dobiček kot razliko med deflatorjem BDP in stroški dela na enoto proizvoda. Z vidika razlike med ceno in mejnimi stroški se v analizah kot kazalnik dobička (pribitka, marže; "mark-up") uporablja tudi obratno razmerje deleža stroška proizvodnega dejavnika delo v BDP.[4]

**Slika 1: Delež bruto poslovnega presežka in raznovrstnih dohodkov**

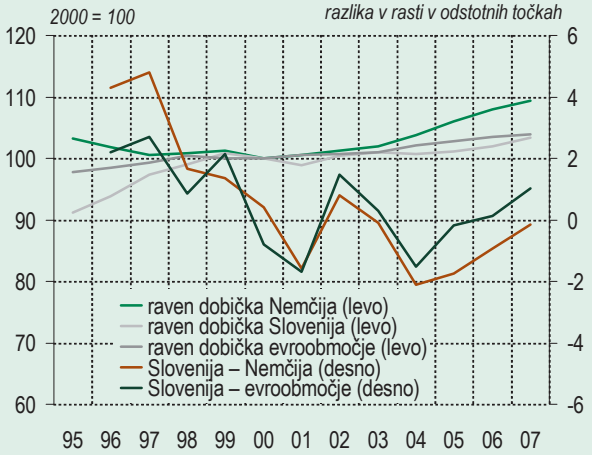



*Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.*

Večina kazalnikov dobička kaže, da je bila v zadnjem obdobju rast dobičkov v Sloveniji višja od povprečne rasti v evroobmočju le v letu 2007. Hkrati je rast dobičkov v zadnjih nekaj letih zaostajala za njihovo rastjo v Nemčiji, glavni trgovinski partnerici Slovenije, predvsem zaradi počasne rasti stroškov dela v Nemčiji. Primerjava obenem pokaže, da je delež dobička v BDP v Sloveniji za nekaj več kot pet odstotnih točk BDP nižji od povprečja evroobmočja, kar lahko izraža tudi nekatere strukturne dejavnike, na primer relativno obdavčitev dela in kapitala. V zadnjih dveh letih se je relativna raven dobička v Sloveniji v primerjavi z Nemčijo znižala, hkrati pa se je nekoliko približala tisti v evroobmočju. To kaže, da bi se lahko dobiček uporabil kot blažilnik negativnih učinkov predvidenega upadanja konjunkturne dinamike v podobnem obsegu kot v evroobmočju in hkrati precej v manjšem obsegu kot na primer v Nemčiji. To bi se lahko pokazalo med drugim v nekoliko počasnejšem odzivu podjetij na poslabšane gospodarske razmere z zmanjševanjem zaposlenosti. Poleg tega bi lahko pričakovano zniževanje rasti dobičkov v prihodnje ugodno vplivalo tudi na nižjo rast cen.

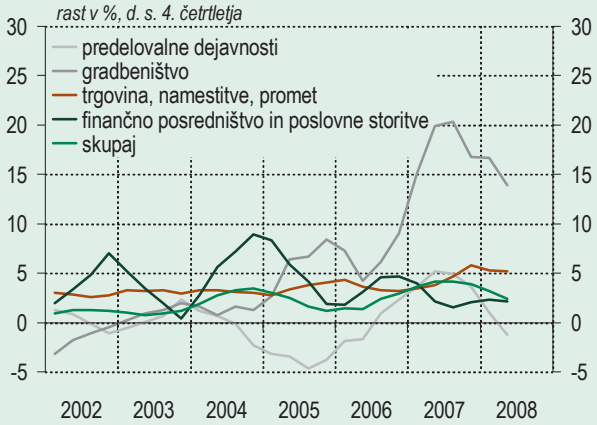
Med dejavnostmi se je dobiček v zadnjem letu najhitreje večal v gradbeništvu, kjer se je rast, podobno kot v predelovalnih dejavnostih, očitno umirjala glede na obdobje pred enim letom, rast dobička v storitvenih dejavnostih pa je bila približno enaka povprečni rasti dobička.[5] Rast dobička v finančnem posredništvu in poslovnih storitvah je bila nižja od povprečne, rast dobička v dejavnostih trgovine, gostinstva in prometa pa

**Slika 2: Kazalniki dobička**



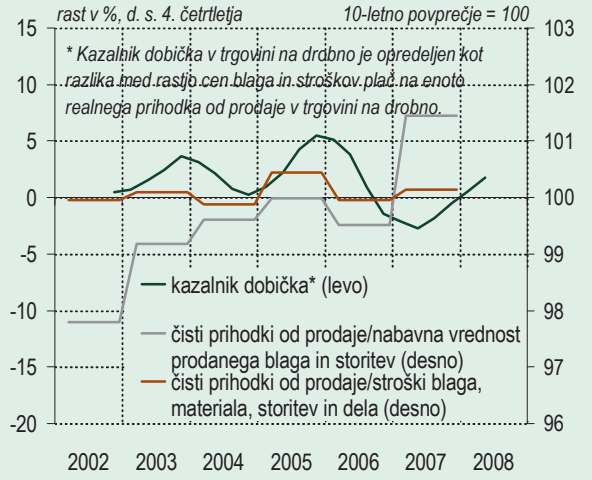

*Kazalnik dobička je definiran kot razlika med rastjo deflatorja BDP in rastjo stroškov dela na enoto proizvoda.*
*Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 3: Kazalnik dobička po dejavnostih v Sloveniji**



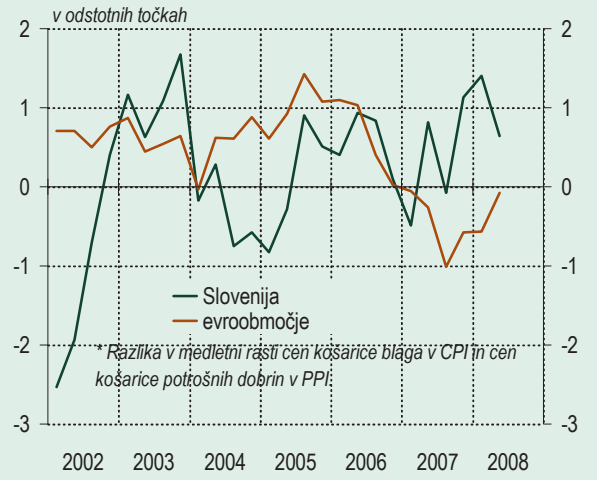

*Kazalnik dobička je opredeljen kot razlika med rastjo deflatorja dodane vrednosti in rastjo stroškov plač na enoto proizvoda.*
*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 4: Kazalniki dobička v trgovini na drobno**




*Vir: SURS, AJPES, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 5: Kazalnik marže v trgovini na drobno***




*Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.*

se je v zadnjem letu ponovno povečala nad raven povprečne rasti dobička v gospodarstvu. Opazno je zlasti izboljšanje rasti dobičkov v gradbeništvu po sredini leta 2005, kar je skladno z izredno hitro rastjo dodane vrednosti v tej dejavnosti, in upadanje rasti dobička v predelovalni dejavnosti od sredine leta 2007 naprej. Uporaba nadomestnih spremenljivk za rast dobička v trgovini na drobno pokaže, da je ta v zadnjem obdobju rasel podobno kot povprečna rast dobička v Sloveniji, nekaj razlik je opaziti le v dinamiki, ki se v trgovini na drobno v nasprotju s celotnim dobičkom nekoliko izboljšuje. Letni podatki iz bilanc podjetij kažejo, da se je razmerje med prihodki iz prodaje in nabavno vrednostjo v letu 2007 močno povečalo glede na dolgoročno povprečje, nekoliko manj pa se je povečalo razmerje med prihodki iz prodaje in celotnimi stroški, kar kaže relativno večje povišanje drugih stroškov v primerjavi s povečanjem nabavne vrednosti blaga.

[1] Dobičkonosnost se je v EU na primer zniževala med letoma 1989 in 1992, v obdobju uvajanja enotnega trga v EU. Šele po tem obdobju se je dobičkonosnost ponovno povečala (Sauner-Leroy, 1993).

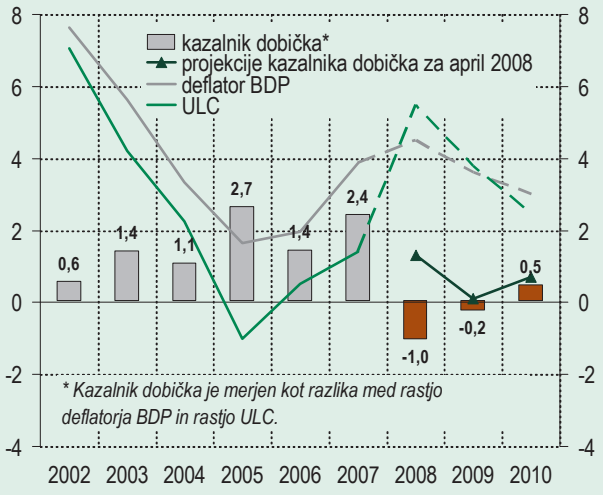
[2] Kljub temu večina analiz ugotavlja, da med ravnijo konkurence in inflacijo obstaja negativna povezava. Glej na primer Cavelaars (2002) za države OECD ter Przybyla in Roma (2005) za evroobmočje.

[3] Za pregled alternativnih mer dobička več na primer v Quarterly Report on Euro Area (2004, Vol 3, No. 3). EU Comission: DG EC-FIN.

[4] Več o izpeljavi tega kazalnika dobička na primer v Cavelaars (2002).

[5] Sektorska delitev dejavnosti je skladna z objavljenimi podatki o nominalni dodani vrednosti SURS.

**Slika 3.7: Kazalnik dobička**

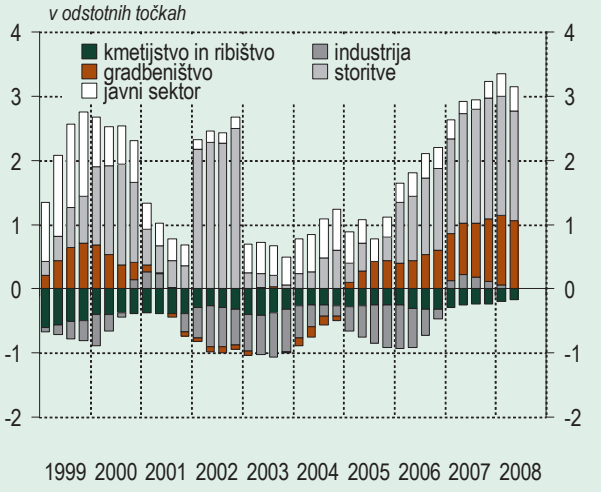



*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

proizvodnih zmogljivosti, v prihodnje mogoče pričakovati tudi upočasnjeno rast investicij v stroje in opremo. Rast investicij države in investicij javnih podjetij pod državnim nadzorom, predvsem DARS-a, se bo v prihodnjih letih po pričakovanjih postopno umirjala. Investicije države, izražene v deležu BDP, naj bi se ob upoštevanju Programa stabilnosti iz decembra 2007 počasi zmanjšale na raven, doseženo v predhodnem obdobju. Potem ko je znašal delež investicij države v BDP v letih 2006 in 2007 3,7% BDP, naj bi se njihov delež do leta 2010 zmanjšal na 3,3% BDP, kar je podobno ravni iz obdobja med letoma 2000 in 2005. Poročilo o primanjkljaju in dolgu iz aprila 2008 za letos predvideva skromno, 3,2% nominalno povečanje investicij države, v prvem četrtletju pa so se te povečale za 8,0%. Na investicije zasebnega sektorja bo spodbujevalno vplivalo predvsem nadaljnje postopno zmanjševanje stopnje davka na dobiček, ki se bo s 25-odstotne stopnje v 2006 postopno znižala na 20-odstotno v letu 2010. To omogoča podjetjem, da dosegajo večji dobiček in s tem večja razpoložljiva sredstva za investiranje. Na drugi strani bodo rast dobičkov in s tem investicijsko porabo podjetij omejevale visoke cene surovin, razmeroma visoka rast stroškov dela in višji stroški financiranja. Ti izhajajo iz višje ravni obrestnih mer in bolj zaostrenih pogojev financiranja, ki so posledica povečanih premij za tveganja ob zadnjih dogodkih na finančnih trgih ter tudi iz kumuliranega obsega dolga. Ocene kažejo, da bo v letošnjem in prihodnjem letu censka sestavina prihodkov, merjena z rastjo deflatorja BDP, zaostajala za censko sestavino stroškov, merjeno z rastjo ULC, kar pomeni, da se bo rast dobičkov v teh dveh letih upočasnila. To razmerje bo, skladno s pričakovanim umirjanjem stroškov dela in bolj umirjeno rastjo uvoznih cen, ponovno postalo pozitivno šele v letu 2010 (glej sliko 3.7), s čimer bo omogočena ponovna rast dobičkov in s tem razpoložljivih lastnih virov podjetij za investicije.

**Tudi na trgu dela se postopno že zaznava obrat v tekoči dinamiki gibanja zaposlenosti, ki se že nekoliko umirja.** To je še zlasti značilno za predelovalne dejavnosti, kjer je v drugem četrtletju 2008 začelo znova padati število zaposlenih. To se je od prvega četrtletja lani predvsem zaradi ugodnega cikla povečevalo po predhodnih petih letih zaporednega upadanja. Pri tem bo za prihodnja dogajanja na trgu dela v Sloveniji v prihajajočem obdobju pomembno napovedano krčenje proizvodnje v avtomobilski industriji. Renault, na primer načrtuje zmanjšanje proizvodnje, ki naj bi bilo povezano tudi z odpuščanji zaposlenih. Kljub temu pa se v večini dejavnosti zaposlenost še naprej povečuje. V prvem četrtletju letos je rast zaposlenosti znašala 3,1%, v drugem pa 3,0%. Še

**Slika 3.8: Prispevki posameznih dejavnosti k rasti zaposlenosti**




*Vir: SURS – nacionalni računi; preračuni Banka Slovenije.*

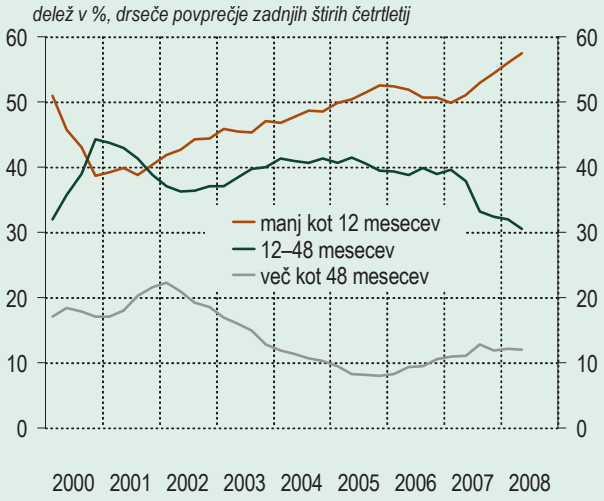
zlasti izrazita je bila rast v gradbeništvu, ki je v prvi polovici leta dosegla 13,1% medletno, s čimer je k skupni rasti zaposlenosti prispevala 1,1 odstotne točke. Poleg gradbeništva je zaposlenost v prvi polovici letošnjega leta hitro naraščala še v dejavnosti nepremičnine, najem in poslovne storitve za 6,2% ter v dejavnosti promet, skladiščenje in zveze, kjer se je povečala za 5,9% na medletni ravni.

**Skladno z visoko gospodarsko rastjo in naraščanjem zaposlenosti se je v prvi polovici leta nadaljeval trend zmanjševanja brezposelnosti.** Stopnja registrirane brezposelnosti je v prvi polovici leta znašala 6,8%, kar je za 1,2 odstotne točke nižje kot v istem obdobju lani. Skladno s tekočo dinamiko zadnjih let se je stopnja brezposelnosti po Anketi o delovni sili v prvem četrtletju nekoliko dvignila, nato pa ponovno znižala. V prvem četrtletju je znašala 5,1%, v drugem pa 4,2%. Stopnja anketne brezposelnosti je s tem nizka tudi v mednarodnem merilu, saj je za več kot dve odstotni točki nižja od povprečja v evroobmočju, kjer je v drugem četrtletju letos znašala 6,8%. Stopnja brezposelnosti je za dobro odstotno točko nižja tudi od povprečja skupine dvanajstih novih članic EU, 5,6%, s katerimi je Slovenija po trenutni konjunkturi bolj primerljiva. Ob precejšnjem zmanjšanju brezposelnosti se še naprej spreminja tudi sestava brezposelnosti. Nadaljuje se trend povečevanja deleža dolgoročno brezposelnih, to je oseb, ki so brezposelne več kot 48 mesecev, kar traja že od leta 2005. Dejstvo, da ostaja njihovo dejansko število bolj ali manj nespremenjeno, kaže omejitve strukturne narave, ki bi lahko oteževale nadaljnje zmanjševanje brezposelnosti. V zadnjih četrtletjih se povečuje tudi delež kratkoročno brezposelnih, to je oseb, ki so brezposelne manj kot 12 mesecev, kar bi lahko izražalo povečanje frikcijske brezposelnosti, povezane z bolj prilagodljivim trgom dela.

**Na nadaljevanje povečevanja nesorazmerja med ponudbo in povpraševanjem na trgu dela kažejo med drugim kazalniki o tokovih delavcev in podatki o številu nezasedenih prostih delovnih mest.** Ob visoki gospodarski aktivnosti se že od srede leta 2005 pospešeno povečuje delež delavcev, ki so se zaposlili v zadnjem letu, iz ene službe v drugo, iz brezposelnosti ali pa iz delovne neaktivnosti. V tretjem četrtletju leta 2005 je bilo takih delavcev 6,7% vseh zaposlenih, v prvem četrtletju letos pa 7,9%. Delež izstopov, merjen s številom delavcev, ki so izstopili iz zaposlitve in se zaposlili v novi službi, postali iskalci zaposlitve ali postali neaktivni, se je v istem obdobju gibal na ravni okoli 6,5%. V zadnjih letih trendno narašča tudi število nezasedenih prostih delovnih mest, merjeno kot razlika med številom novih zaposlitev in številom na novo prijavljenih prostih delovnih mest. V povprečju zadnjih štirih let se je ta delež povečeval za okrog dve odstotni točki na leto in je letos dosegel že 11%.

**Slika 3.9: Struktura brezposelnosti po trajanju brezposelnosti**

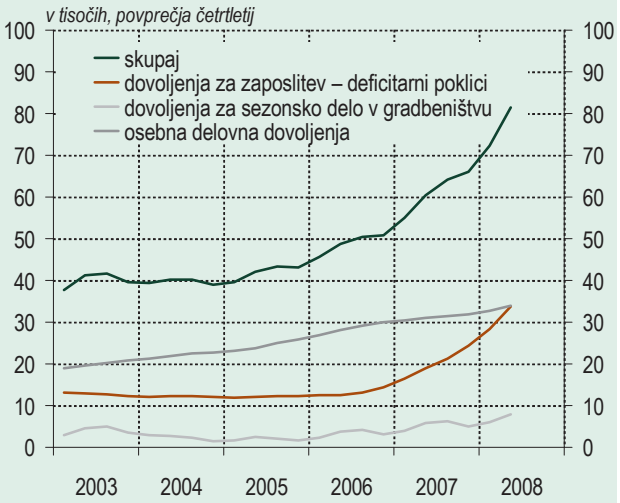
*delež v %, drseče povprečje zadnjih štirih četrtletij*




*Vir: Eurostat – anketa o delovni sili; preračuni Banka Slovenije.*

**Nesorazmerja med ponudbo in povpraševanjem na trgu dela v Sloveniji bi bila še večja, če se ne bi v zadnjih letih močno povečalo število tujih državljanov, zaposlenih v Sloveniji.** Število veljavnih dovoljenj za delo tujcev se je od januarja 2005 do julija 2008 več kot podvojilo, z 38.800 na 83.800. Od teh dovoljenj je okoli 34.000 oziroma 41% t. i. osebnih dovoljenj, ki niso vezana na razmere na trgu dela in niso omejena s kvoto, ki jo vsako leto določi vlada. Približno 8.000 oziroma 10% je t. i. dovoljenj za delo, ki so vezana na sezonsko delo, pri čemer je velika večina sezonskih delavcev zaposlena

**Slika 3.10: Veljavna dovoljenja za delo tujcev**



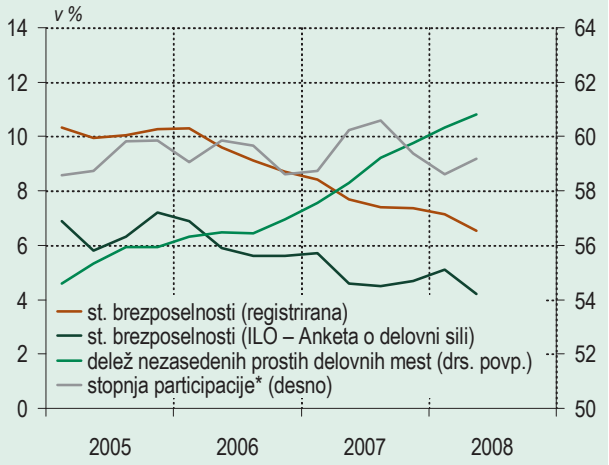

*Vir: Zavod za zaposlovanje RS.*

v gradbeništvu. Večino preostalih dovoljenj, 36.000 oziroma 43%, pa obsegajo t. i. dovoljenja za zaposlitev, ki so vezana na neko delovno mesto in delodajalca. Na podlagi tega je mogoče ugotoviti, da obstaja dobra polovica oziroma okoli 50.000 dovoljenj, ki bi lahko bila odpravljena ob manj ugodnih razmerah na trgu dela. Ti tujci predstavljajo okoli 5% delovno aktivnega prebivalstva, kar pomeni, da je tveganje za bistveno povečanje števila registriranih brezposelnih slovenskih državljanov ob znižani gospodarski rasti relativno majhno. Treba je omeniti, da državljani EU, vključno z državljani novih članic EU, v to število po maju 2004 niso vključeni, saj za delo v Sloveniji ne potrebujejo delovnega dovoljenja, kljub temu pa je njihovo število od vstopa Slovenije v EU relativno majhno. Precej večje tveganje pa ukinitev delovnih mest, ki jih zasedajo tuji državljani, pomeni za število zaposlenih.

**V obdobju projekcij naj bi rast zaposlenosti, skladno z umiritvijo gospodarskega cikla, postala zmernejša.** Največja umiritev rasti zaposlenosti se pričakuje v gradbeništvu, kjer se je zaposlenost pod vplivom trenutnega gospodarskega cikla najbolj povečevala. Pri tem je mogoče pričakovati, da se bo zaposlenost zmanjšala predvsem na račun zmanjšanja zaposlenih s pogodbami za določen čas, kjer imajo razmeroma velik delež tujci. Ti predstavljajo segment trga dela, v katerem je zaposlenost najbolj odvisna od cikličnih sprememb gospodarske aktivnosti. Po uvedbi novega Zakona o delovnih razmerjih iz leta 2003 se je delež zaposlenih za določen čas v strukturi zaposlenih povečal za okoli tretjino in je v prvem četrtletju letos znašal 17,0%.

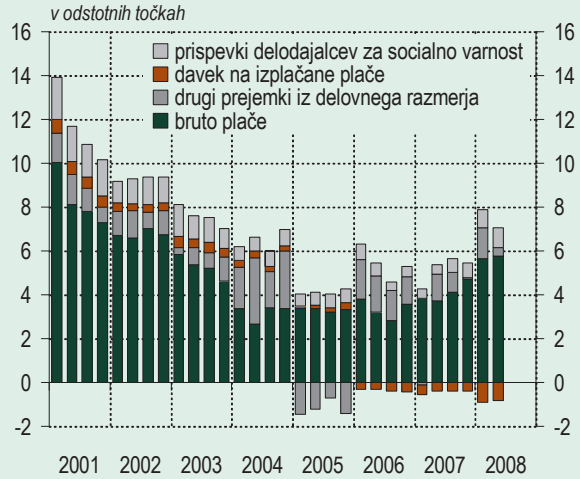
**Visoka rast stroškov dela v prvi polovici leta kaže uresničevanje tveganj, izpostavljenih v spomladanskem Poročilu o cenovni stabilnosti.** Rast povprečne bruto plače v zasebnem sektorju, ki najbolj izraža ciklična gibanja na trgu dela, je v drugem četrtletju letos nominal-

**Slika 3.11: Stopnja brezposelnosti, stopnja participacije in delež nezasedenih delovnih mest**




** Delež aktivnega prebivalstva med delovno sposobnim prebivalstvom.*
*Vir: SURS, Anketa o delovni sili, Zavod za zaposlovanje RS.*

**Slika 3.12: Prispevki k rasti stroškov dela na zaposlenega**




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

no znašala že 9,4%, v predelovalnih dejavnostih pa 9,6%. Povišuje se tudi rast bruto plače na enoto proizvoda, ki je v drugem četrtletju dosegla 6,0%, medtem ko je bila še v obdobju med letoma 2004 in 2006 manjša od enega odstotka, v povprečju lanskega leta pa 2,1%. Postopno odpravljanje davka na izplačane plače delno omejuje rast stroškov dela, ki zato zaostaja za pospešeno dinamiko bruto plač. Od leta 2006 je bila rast stroškov na enoto proizvoda zaradi odpravljanja tega davka vsako leto za približno 0,4 odstotne točke nižja. Hkrati je kazalnik stroškov dela nekoliko zavajajoč pri analizi trendnih gibanj, predvsem zaradi precejšnjih nihanj drugih prejemkov iz delovnega razmerja: v drugem četrtletju leta 2006 so drugi prejemki iz delovnega razmerja k rasti stroškov na enoto proizvoda prispevali 3,6 odstotne točke, v zadnjem četrtletju leta 2005 pa –0,1 odstotne točke. K višji rasti stroškov dela na enoto proizvoda prispeva tudi upočasnjevanje rasti produktivnosti. V prvi polovici letošnjega leta je rast proizvoda na zaposlenega v povprečju znašala 2,3% medletno, medtem ko je ta v obdobju med letoma 2003 in 2007 v povprečju znašala 3,9%.

**Primerjava rasti stroškov dela na enoto proizvoda in deflatorja BDP kaže, da so tudi stroški dela vplivali na višjo rast cen v zadnjem letu.** V prvi polovici 2008 je rast stroškov dela na enoto proizvoda zaostajala za rastjo deflatorja BDP le za 0,4 odstotne točke, medtem ko je v obdobju med letoma 2005 in 2007 v povprečju zaostajala za 2,5 odstotne točke. Močno povečanje bruto plač in trend zniževanja rasti produktivnosti kažeta dejavnike, ki bi lahko tudi v prihodnje povzročali inflacijske pritiske in zavirali upadanje inflacije. Primerjava rasti nominalnih stroškov dela na zaposlenega in rasti povprečne desetletne produktivnosti je prikazana v tabeli 3.4 zato, da bi se

**Tabela 3.4 Stroški dela**

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | Q207 | Q307 | Q407 | Q108 | Q208 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | *medletna rast v %, nominalno* | | | | | | | | | |
| **Bruto plača** | 7,6 | 4,6 | 4,9 | 4,8 | 5,9 | 5,6 | 5,8 | 6,8 | 7,8 | 8,6 |
| **Bruto plača v zasebnem sektorju** | 7,8 | 5,3 | 5,4 | 5,4 | 6,8 | 6,3 | 6,7 | 8,0 | 8,2 | 9,4 |
| **Bruto plača v javnem sektorju** | 6,7 | 2,7 | 3,3 | 3,4 | 4,1 | 4,6 | 4,4 | 3,8 | 7,1 | 7,0 |
| **Bruto plača v predelovalnih dejavnostih** | 7,6 | 6,6 | 5,9 | 5,5 | 6,8 | 6,0 | 6,8 | 8,4 | 8,2 | 9,6 |
| **Stroški dela na zaposlenega[1]** | 7,6 | 6,4 | 2,9 | 5,0 | 4,7 | 5,0 | 5,2 | 5,0 | 7,0 | 6,2 |
| **Drugi prejemki iz delovnega razmerja na zaposlenega** | 4,3 | 14,3 | -7,0 | 10,1 | 2,9 | 6,0 | 5,9 | 0,5 | 10,4 | 1,9 |
| **Bruto plača na enoto proizvoda[2]** | 4,2 | 0,6 | 0,4 | 0,6 | 2,1 | 2,3 | 2,1 | 5,0 | 5,5 | 6,0 |
| **Bruto plača na trendno enoto proizvoda[2, 3]** | 4,1 | 1,1 | 1,4 | 1,3 | 2,4 | 2,1 | 2,3 | 3,3 | 4,3 | 5,1 |
| **Bruto plača v pred. dejavnostih na enoto proizvoda[2]** | -0,3 | 1,2 | 0,1 | -3,4 | -0,2 | -1,7 | -0,1 | 2,7 | 6,8 | 6,4 |
| **Bruto plača v pred. dejavnostih na trendno enoto proizvoda[2,3]** | 1,3 | 0,4 | -0,4 | -0,8 | 0,5 | -0,3 | 0,5 | 2,2 | 2,0 | 3,4 |
| **Stroški dela na enoto proizvoda[1,2]** | 4,2 | 2,4 | -1,5 | 0,8 | 1,0 | 1,6 | 1,6 | 3,3 | 4,7 | 3,7 |
| **Stroški dela na trendno enoto proizvoda[1, 2, 3]** | 4,1 | 3,0 | -0,6 | 1,5 | 1,3 | 1,5 | 1,8 | 1,5 | 3,5 | 2,7 |
| **Sredstva za zaposlene na enoto proizvoda[2]** | 5,2 | 3,9 | 1,2 | 1,2 | 2,8 | | | | | |
| **Proizvod na zaposlenega[2]** | 3,2 | 4,0 | 4,5 | 4,2 | 3,7 | 3,3 | 3,6 | 1,7 | 2,2 | 2,4 |
| **Proizvod na zaposlenega – predelovalne dejavnosti[2]** | 7,9 | 5,4 | 5,8 | 9,2 | 6,9 | 7,8 | 6,9 | 5,6 | 1,3 | 3,0 |
| **HICP** | 5,7 | 3,7 | 2,5 | 2,5 | 3,7 | 3,2 | 3,7 | 5,5 | 6,5 | 6,4 |
| **Deflator BDP[2]** | 5,6 | 3,4 | 1,6 | 2,0 | 4,1 | 3,5 | 4,2 | 3,8 | 5,3 | 3,9 |

*[1] Stroški dela vključujejo bruto plače (SURS), druge prejemke iz delovnega razmerja (AJPES), ter socialne prispevke delodajalcev in davek na izplačane plače (MF).*
*[2] Letni podatki iz nacionalnih računov so usklajeni z metodološko revizijo BDP 2000-2007, objavljeno septembra 2008.*
*[3] Proizvod na zaposlenega - povprečje zadnjih 10 let: 3,5%*
*Proizvod na zaposlenega v predelovalnih dejavnostih - povprečje zadnjih 10 let: 6,2%*
*Vir: SURS, AJPES, Ministrstvo za finance Republike Slovenije; preračuni Banka Slovenije.*

izločili učinki gospodarskega cikla na oceno produktivnosti in učinki nihanj v deflatorjih. Ta kazalnik kaže inflacijski del stroškov dela, če bi bila gospodarska rast blizu potencialu. V prvi polovici letošnjega leta kaže razlika med rastjo nominalnih stroškov dela na zaposlenega in rastjo dolgoročne produktivnosti na precejšnje poslabšanje, saj je v povprečju znašala 3,1 odstotne točke, kar je za 2,4 odstotne točke več od povprečja preteklih treh let. Upoštevanje dinamike bruto plač kaže še izrazitejše poslabševanje tega kazalnika na ravni celotnega gospodarstva. V tem trenutku še ni jasno, koliko gre pri tem za enkratna in koliko za trajnejša gibanja. Če bi se taka tekoča dinamika plač in produktivnosti nadaljevala tudi v prihodnje, bi lahko stroški dela močneje zavrli proces doseganja ponovne cenovne stabilnosti.

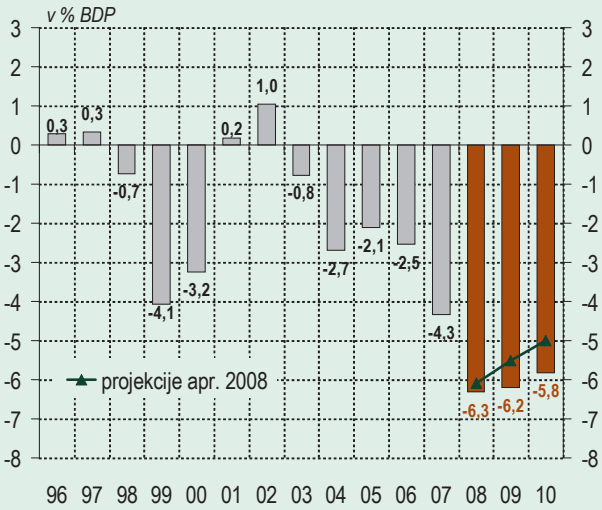
**V nasprotju z dinamiko v zadnjih letih bo rast plač v javnem sektorju v obdobju projekcij prehitevala rast plač v zasebnem sektorju v povprečju za 1,8 odstotne točke.** V projekcijah je upoštevana predpostavka o rasti plač v javnem sektorju za okoli 8,8% do leta 2010. Vlada in večina reprezentativnih sindikatov javnega sektorja so letos junija podpisali novo kolektivno pogodbo o usklajevanju plač v javnem sektorju za letos. Dogovorili so se, da se prehod na nov plačni sistem izvede septembra z izplačilom avgustovskih plač, konec avgusta pa so se dogovorili tudi za delni poračun plač od letošnjega maja. Čeprav so podpisali pogodbo, še vedno obstajajo precejšnja tveganja pri plačah v javnem sektorju. Prehajanje v nov plačni sistem zato, da bi se odpravila plačna nesorazmerja, dejansko pomeni vzpostavljanje novih (ne) sorazmerij, ki pa jih ne podpirajo vsi zaposleni. Poleg tega nekateri sindikati, kot na primer sodniki, še niso pristali na nov plačni sistem. Kolektivna pogodba za javni sektor določa tudi splošno uskladitev plač z inflacijo, in sicer od 1. julija 2008 v višini polovice pričakovane medletne inflacije decembra 2008. Podobna uskladitev je predvidena za julij 2009. Predpostavka o rasti nominalne povprečne bruto plače v javnem sektorju za leti 2009 in 2010 upošteva predvidene nadaljnje redne uskladitve plač in odpravljanje plačnih nesorazmerij v predvidenih rokih.

**Kolektivna pogodba za zasebni sektor, podpisana maja letos, predvideva dvig osnovnih plač za 5,2% zaradi visoke inflacije v letu 2007.** Ker je bil tolikšen dvig že predviden v pogajanjih januarja 2008, ko ni prišlo do podpisa pogodbe, je bila razmeroma visoka rast plač v prvih mesecih leta 2008 vsaj delno posledica vnaprejšnjega usklajevanja plač, ki so ga izvedli delodajalci. V prid temu govori tudi dejstvo, da so se plače v zasebnem sektorju junija povečale le za 0,15% na mesečni ravni, čeprav so se delodajalci obvezali, da bodo takrat izplačali poračun plač od letošnjega januarja do aprila. Čeprav so se zaradi podpisa pogodbe v zasebnem sektorju po eni strani zmanjšala tveganja za čezmerno rast plač, pa nekatera tveganja še vedno obstajajo. Nova kolektivna pogodba predvideva delno indeksacijo plač, saj naj bi se osnovne bruto plače avtomatsko povišale glede na inflacijo v letu 2008, in sicer za razliko med dejansko inflacijo in 4,55%. Glede na projekcije inflacije bi to pomenilo 1,55-odstotno povišanje na začetku naslednjega leta. Poleg tega so se socialni partnerji dogovorili še za štiriodstotni dvig minimalne plače s 1. avgustom 2008. Osnovni scenarij vključuje predpostavko o rasti plač v zasebnem sektorju v letu 2008, ki upošteva gospodarska gibanja in gibanje produktivnosti, hkrati pa upošteva prilagoditev za povišanje cen, kot so se dogovorili socialni partnerji. Plače v zasebnem sektorju naj bi se v letu 2008 povečale za okoli 8,7%. Upoštevalo se je, da bodo imela podjetja v prihodnjih dveh letih do konca obdobja projekcij ob popuščanju ponudbenih šokov na surovinskih trgih nekoliko več prostora za izdatke za zaposlene v zasebnem sektorju, ki naj bi se v letu 2009 še povečali za blizu 6,5% in se v letu 2010 ustalili na ravni okoli 5,5%.

# 4 Zunanje ravnotežje in konkurenčnost

**Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance Slovenije se je v letu 2007 glede na povprečje predhodnih treh let močno povečal in dosegel 4,3% BDP. Projekcije kažejo, da bi se lahko ta primanjkljaj letos še dodatno povečal na več kot 6% BDP.** Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance naj bi se z 1,5 mrd EUR v letu 2007 povečal na 2,4 mrd EUR v letošnjem letu in ostal približno na tej ravni tudi v naslednjih dveh letih. Tako naj bi se primanjkljaj tekočih transakcij plačilne bilance s 4,3% BDP v letu 2007 povečal na 6,3% BDP v letošnjem letu, se nato začel le postopno zmanjševati in ob koncu obdobja projekcij dosegel nekoliko manj od 6% BDP. Primanjkljaj naj bi se letos v primerjavi s preteklim letom in glede na prejšnje projekcije povečal ob manjši količinski rasti izvoza od uvoza, neugodnih pogojih menjave ter ob nadaljevanju negativnih gibanj na računu faktorskih dohodkov in transferjev. Na poslabšanje rezultatov tekočih transakcij plačilne bilance bodo po ocenah vplivala predvsem gibanja v blagovni menjavi in na računu faktorskih dohodkov, pri tem predvsem zaradi povečanega obsega zadolževanja v tujini. Dinamika rasti količin-

**Slika 4.1: Projekcije tekočega računa**




*Vir: Banka Slovenije.*

**Tabela 4.1 Tekoči račun plačilne bilance**

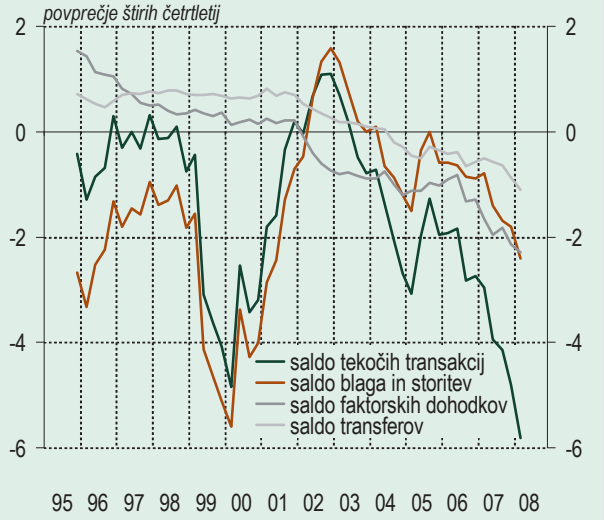
| | | | | | | Projekcije | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 2008 | | 2009 | | 2010 | |
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | **okt.** | Δ | **okt.** | Δ | **okt.** | Δ |
| | *realne stopnje rasti v %* | | | | | | | | | | |
| Izvoz blaga in storitev | 3,1 | 12,4 | 10,6 | 12,5 | 13,8 | **7,1** | -2,4 | **7,4** | -0,8 | **8,4** | 0,1 |
| Uvoz blaga in storitev | 6,7 | 13,3 | 6,6 | 12,2 | 15,7 | **7,8** | -1,5 | **7,1** | -0,6 | **8,1** | 0,3 |
| Tekoči račun: v mrd EUR | -0,2 | -0,9 | -0,7 | -1,0 | -2,0 | **-2,4** | -0,2 | **-2,5** | -0,3 | **-2,5** | -0,4 |
| v % BDP | -0,8 | -2,7 | -2,1 | -2,5 | -4,3 | **-6,3** | -0,2 | **-6,2** | -0,7 | **-5,8** | -0,8 |
| Pogoji menjave* | 0,8 | -1,0 | -2,0 | -0,6 | 0,0 | **-2,0** | 0,2 | **0,1** | -0,3 | **0,5** | 0,1 |

** Na podlagi deflatorjev nacionalnih računov.*
*Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, april 2008.*
*Vir: SURS, Banka Slovenije.*

## Okvir 4.1: Dejavniki rasti primanjkljaja tekočih transakcij plačilne bilance

Slovenija se v zadnjih nekaj letih spopada s poglabljanjem primanjkljaja tekočih transakcij plačilne bilance, ki je v zadnjih 12 mesecih do junija letos že presegel 6% BDP. Dolžina obdobja povečevanja primanjkljaja in njegov obseg sta že presegla predhodno povečanje primanjkljaja tekočih transakcij v obdobju med letoma 1998 in 2000. Saldo tekočih transakcij je zaradi nekaterih tranzicijskih učinkov in poslovnih ciklov nihal tudi v preteklosti. To je pričakovan pojav v majhnih odprtih gospodarstvih. Okvir primerja dejavnike, ki so prispevali k povečevanju primanjkljaja tekočega računa v treh obdobjih po letu 1998, in navede nekaj izhodišč za oceno vzdržnosti nastalega primanjkljaja.

**Slika: Gibanje salda komponent tekočih transakcij kot delež v BDP**




*Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.*

Ker se je uvoz blaga močno povečal, se je povečal tudi primanjkljaj med letoma 1998 in 2000. Ob koncu leta 1998 in v prvi polovici leta 1999 je bila visoka rast uvoza blaga posledica zamenjave dotedanjega sistema prometnega davka s sistemom davka na dodano vrednost in cikla agregatnega povpraševanja, ki je bil podoben ciklu povpraševanja po letu 2006. V tem obdobju so bili faktorski dohodki in transferji neto presežni ter so prispevali k zmanjšanju primanjkljaja.

V letu pred vstopom v EU in ERM II se je začel primanjkljaj tekočih transakcij plačilne bilance ponovno povečevati. Ob primanjkljaju v menjavi blaga in storitev so na primanjkljaj tekočih transakcij močneje vplivali neto faktorski dohodki, predvsem povečevanje neto odlivnih dohodkov kapitala in primanjkljaja transferjev. K povečanju primanjkljaja računa dohodkov kapitala je prispevala predvsem odprava kapitalskih omejitev ob koncu leta 1999. Poleg neposrednih naložb tujcev v Slovenijo se je zato povečalo tudi zadolževanje domačih subjektov v tujini. Posledica takih gibanj so bili večji neto odlivi dohodkov od neposrednih naložb in plačila obresti zaradi servisiranja zunanjega dolga. Poleg tega so ob relativ-

**Tabela: Prispevki komponent tekočih transakcij plačilne bilance Slovenije k oblikovanju salda v odstotkih BDP**

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | *v odstotkih BDP* | | | | |
| **Saldo tekočega računa** | 0,2 | 1,0 | -0,8 | -2,7 | -2,1 | -2,5 | -4,3 |
| **Saldo blaga in storitev** | -0,7 | 1,5 | 0,0 | -1,2 | -0,4 | -0,5 | -1,4 |
| **Količine** | -1,7 | -0,5 | -2,1 | -2,8 | -1,0 | -0,8 | -1,6 |
| **Cene** | 1,0 | 2,0 | 2,1 | 1,6 | 0,7 | 0,3 | 0,2 |
| **Blago** | -3,4 | -1,1 | -2,1 | -3,8 | -3,6 | -3,8 | -5,0 |
| **Količine** | -4,2 | -2,8 | -3,8 | -4,7 | -3,4 | -3,3 | -4,0 |
| **Cene** | 0,9 | 1,7 | 1,7 | 1,0 | -0,2 | -0,5 | -1,0 |
| **Storitve** | 2,6 | 2,6 | 2,1 | 2,6 | 3,3 | 3,3 | 3,6 |
| **Količine** | 2,5 | 2,3 | 1,7 | 2,0 | 2,4 | 2,4 | 2,4 |
| **Cene** | 0,1 | 0,3 | 0,4 | 0,6 | 0,8 | 0,8 | 1,1 |
| **Dohodki** | 0,2 | -0,7 | -0,9 | -1,2 | -1,4 | -1,4 | -2,1 |
| **Delo** | 0,8 | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,2 |
| **Kapital** | -0,6 | -1,4 | -1,4 | -1,7 | -1,9 | -1,8 | -2,3 |
| **Transferji** | 0,7 | 0,3 | 0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,6 | -0,8 |

*Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.*

no uravnoteženih zasebnih transferjih v opazovanem obdobju postali neto odlivni tudi uradni transferji s tujino.

Dodaten pospešek pri povečevanju primanjkljaja je sprožil obrat v gospodarskem ciklu v Sloveniji po letu 2006. Delež primanjkljaja tekočih transakcij v letu 2007 in na začetku letošnjega leta že presega do zdaj najvišjo doseženo raven iz leta 1999, izraža pa se v hitrem povečevanju zunanje zadolženosti in s tem povezanih stroškov. Povečan prispevek primanjkljaja menjave blaga in storitev s tujino, ki je posledica količinskih in tudi cenovnih dejavnikov, spremljajo tudi visoki neto odlivi dohodkov od kapitala, ki so posledica naraščajočega zadolževanja v tujini in tudi višanja obrestnih mer. Tako gibanje je zlasti neugodno zaradi dejstva, da primanjkljaj salda dohodkov od kapitala že presega 2% BDP, primanjkljaj iz tega naslova pa se poglablja že vse od leta 2003 (glej tabelo). Največji delež k primanjkljaju tekočih transakcij plačilne bilance prispeva saldo blagovne menjave s tujino. V letu 2004 se je delež primanjkljaja blagovne menjave povzpel na 3,8% BDP in se je okrog te ravni ohranjal vse do leta 2007, ko se je povečal na 5% BDP. Na povečanje negativnega učinka količin je v opazovanem obdobju najmočneje vplivala hitra rast uvoza proizvodov za investicije in blaga za široko porabo. Poleg sprememb v obsegu blagovne menjave, do katerih je prišlo ob vstopu Slovenije v EU, so od leta 2004 k rasti primanjkljaja močno prispevali tudi cenovni dejavniki,[1] ki se kažejo kot hitrejša rast uvoznih cen blaga glede na rast izvoznih cen blaga. Saldo menjave storitev je bil v vsem opazovanem obdobju močno pozitiven, pozitivni pogoji menjave storitev pa so večinoma nevtralizirali neugodna gibanja oziroma negativne pogoje menjave v blagovni menjavi s tujino.

Vzdržnost primanjkljaja je načelno odvisna od tega, ali je povečanje uvoza blaga in storitev povezano z razširjanjem osnove za bodočo proizvodnjo in povečanje izvoza, s katerim se financira primanjkljaj iz preteklosti. V takem primeru povečanje primanjkljaja tekočih transakcij v plačilni bilanci ni preveč skrb vzbujajoče. Problematično postane šele, ko je rast uvoza povezana z naraščajočim končnim domačim trošenjem, kot je na primer končna poraba gospodinjstev, ali pa z investicijami v gradbene objekte, ki niso neposredno namenjene povečanju proizvodnje. V takem primeru je kumuliranje neto zadolževanja v tujini in povečevanje bremena servisiranja dolga srednje- in dolgoročno nevzdržno. Uravnoteženje salda tekočega računa ob nastalem dolgu zahteva preseganje vrednosti izvoza glede na vrednost uvoza. Zato je treba toliko večjo pozornost posvečati ekonomskim politikam, s katerimi je še mogoče vplivati na izboljševanje konkurenčnosti slovenskega gospodarstva. Če gospodarstvo presežka neto izvoza ne more vzpostaviti zaradi nezadostne (cenovne) konkurenčnosti, se lahko tekoči račun uravnoteži samo tako, da se zmanjša uvoz oziroma spodbuja domače varčevanje.

Občutljivost gospodarstva zaradi primanjkljaja tekočega računa je vezana tudi na izpostavljenost zunanjim finančnim razmeram, kar je še zlasti pomembno v trenutnih razmerah na mednarodnih finančnih trgih. Domače banke, ki so najemale posojila v tujini za financiranje domače kreditne aktivnosti, s tem pa tudi podjetja, so med drugim izpostavljene tveganjem glede virov refinanciranja, to pa bi lahko vodilo do omejevanja financiranja in posledično investicij. Po drugi strani pa višji stroški zadolževanja v tujini pomenijo še višje stroške financiranja primanjkljaja ter s tem dodatno finančno obremenitev domačih podjetij in gospodinjstev.

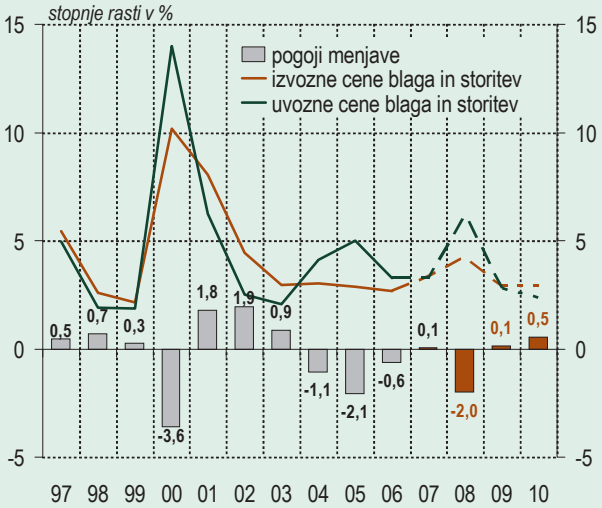
[1] Prispevek pogojev menjave (terms of trade), ki ga izračunamo kot prvo diferenco učinka cen (glej tabelo) na saldo blagovne menjave, je bil po letu 2004 ves čas negativen. Najbolj so se pogoji menjave poslabšali v letu 2005 za 1,2% in v letu 2007 za 0,5%.

skega izvoza in uvoza je v letih 2008 in 2009 v primerjavi s predhodnimi projekcijami popravljena navzdol, ob manjšem povečanju uvoza pa je količinski izvoz v letu 2010 ostal skoraj nespremenjen. Do največjih popravkov glede na zadnjo projekcijo iz aprila 2008 bo po ocenah prišlo letos, saj naj bi izvoz rasel počasneje za 2,5, uvoz pa za 1,5 odstotne točke, medtem ko naj bi bile spremembe v naslednjih letih razmeroma majhne in naj bi se gibale v razponu med 0,2 in 0,6 odstotne točke. Še bolj kot zmanjšanje količinskega obsega blagovne menjave s tujino naj bi letos na primanjkljaj blagovne menjave in tekočih transakcij plačilne bilance vplivali censki dejavniki. Zaradi zviševanja cen energentov in drugih surovin se bodo pogoji menjave, ki so bili v letu 2007 nevtralni, letos poslabšali za okrog dve odstotni točki, od naslednjega leta naprej pa naj bi se počasi izboljševali. Taka ocena gibanja pogojev menjave je ob negotovostih na svetovnih trgih, zlasti glede gibanja cen energentov, izpostavljena visoki

ravni tveganja, podobno kot ocena gibanja neto dohodkov faktorjev, ki so večinoma pod vplivom dogajanj na svetovnih finančnih trgih.

**Dinamika menjave blaga in storitev naj bi se upočasnila nekoliko bolj, kot je bilo ocenjeno v predhodnih projekcijah. Rast izvoza naj bi v prihodnjih dveh letih nekoliko prehitevala rast uvoza in prispevala k postopnemu izboljševanju zunanjega ravnotežja.** V letu 2007 je visoka konjunktura v Evropi, še zlasti v novih državah članicah EU, vplivala na večje povpraševanje po izvozu slovenskega blaga in storitev, kot je bilo pričakovano glede na oceno tujega povpraševanja, uporabljeno v predhodnih projekcijah. Del nadpovprečno povečanega obsega menjave s članicami EU po vstopu Slovenije v EU lahko pripišemo ugodnim učinkom večje integracije slovenskega gospodarstva s preostalimi članicami EU in evroobmočja. Ti ugodni učinki se kažejo predvsem kot zmanjšanje operativnih stroškov menjave blaga, ki izvirajo iz odprave carin na notranjem evropskem trgu, in drugih nižjih stroških, povezanih z menjavo blaga v enotnem gospodarskem področju. Vendar pa bi lahko na visoko rast blagovne menjave Slovenije s tujino vplivali tudi dejavniki, ki niso neposredno povezani s slovenskim gospodarstvom. V predhodnih projekcijah blagovne menjave je bilo ocenjeno, da se bo vpliv t. i. "rotterdamskega" učinka[3] nadaljeval tudi letos, nekoliko manj pa tudi v prihodnjih nekaj letih. H količinski rasti izvoza in uvoza blaga naj bi letos prispeval dodatno odstotno točko, v naslednjih letih pa naj bi ta učinek na dinamiko blagovne menjave polagoma usahnil. Dozdajšnja gibanja v blagovni menjavi kažejo, da se predhodna pričakovanja o dodatnem pospešku rasti blagovne menjave zaradi posredovanja pri reeksportu blaga ne bodo uresničila. Dodatno bo letos na znižanje rasti blagovne menjave vplivalo tudi umirjanje gospodarske konjunkture v evroobmočju, še zlasti v najpomembnejših partnericah Slovenije, kar se kaže predvsem kot manjše povpraševanje in izvoz blaga v države članice evroobmočja. V prihodnjih dveh letih, zlasti v letu 2010, se bo izvoz ponovno pospešil ob povišanju rasti tujega povpraševanja, rast uvoza pa bo v obeh letih nižja od rasti izvoza zaradi znižane rasti domačega, pretežno investicijskega povpraševanja.

**Slika 4.2: Pogoji menjave**




*Vir: Nacionalni računi SURS, preračuni Banka Slovenije.*

**Letos bosta k izvozni dinamiki prispevala pospešena proizvodnja in izvoz domače avtomobilske industrije, ki pa je – tako kot večina izvoza – tesno povezana z uvozom opreme in materiala, zaradi česar se bo hkrati ohranjala visoka dinamika uvoza.** Po ocenah naj bi prispevek dodatnega izvoza avtomobilske industrije k rasti celotnega izvoza blaga in storitev v letu 2008 znašal kar 0,9 odstotne točke. Posledično višji uvoz blaga za vmesno potrošnjo bo k rasti celotnega uvoza blaga in storitev v 2008 prispeval 0,6 odstotne točke. Z doseganjem načrtovane izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti in izvoza naj bi postali ti učinki na gibanje dinamike blagovne menjave zanemarljivi. Morebitno slabšanje političnih in institucionalnih razmer v nekaterih državah jugovzhodne in vzhodne Evrope bi lahko imelo v letošnjem in naslednjih nekaj letih negativne posledice ne samo na obseg blagovne menjave, temveč tudi na položaj in nadaljnji razvoj vlaganj slovenskega gospodarstva na to območje. To bi lahko rezultate tekočih transakcij plačilne bilance še dodatno poslabšalo.

[3] Za več informacij glej okvir 4.1 v Poročilu o cenovni stabilnosti, april 2008. http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=284

**Glede na projekcije makroekonomskih gibanj se bo primanjkljaj blagovne menjave letos še dodatno povečal, nato pa naj bi se postopno zmanjševal.** Primanjkljaj blagovne menjave naj bi se v letu 2008 povečal na 2,6 mrd EUR oziroma 6,8% BDP. Poslabšanje naj bi bilo predvsem posledica negativnih pogojev menjave in tudi hitrejše realne dinamike rasti uvoza od izvoza blaga. V naslednjih letih se bo po ocenah dinamika rasti blagovne menjave glede na povprečje zadnjih nekaj let postopno znižala in se na strani izvoza gibala skladno z dinamiko rasti tujega povpraševanja. Na upočasnjeno rast uvoza blaga bo poleg znižane dinamike rasti izvoza blaga zaradi velike uvozne odvisnosti proizvodnje za izvoz močno vplivalo tudi upočasnjevanje domačega trošenja, zlasti investicijskega, ki je bilo v letu 2007 najbolj dinamična domača sestavina rasti BDP. Na ocenjeni visoki primanjkljaj tekočih transakcij plačilne bilance v letu 2008 v višini 2,4 mrd EUR naj bi precej vplivali negativni pogoji menjave, ki so predvsem odraz visoke rasti cen nafte in drugih surovin na svetovnih trgih. Evrske cene nafte naj bi se letos v primerjavi z lani povečale za 42%. Na podlagi te predpostavke ter predpostavk glede rasti cen primarnih surovin in inflacije v evroobmočju naj bi uvozne cene rasle za okoli dve odstotni točki hitreje od izvoznih. Ocenjeni negativni učinek pogojev menjave blaga in storitev na saldo tekočega računa plačilne bilance naj bi v letu 2008 znašal kar 0,6 mrd EUR, kar pojasni tri četrtine povečanja primanjkljaja tekočih transakcij plačilne bilance v primerjavi z doseženim v letu 2007. Nominalni primanjkljaj tekočih transakcij plačilne bilance se bo v letih 2009 in 2010 še nekoliko povečal ter se ohranjal na ravni okrog 2,5 mrd EUR. Kljub temu naj bi se v teh dveh letih pogoji menjave postopno izboljševali in bi v povprečju prispevali po okrog 100 mio EUR letno k zmanjšanju primanjkljaja tekočih transakcij. Rast izvoza in uvoza blaga naj bi se v naslednjih dveh letih gibala med 7 in 8%.

**Presežek v menjavi storitev s tujino ostaja najpomembnejši dejavnik zmanjševanja primanjkljaja tekočih transakcij plačilne bilance.** Na dinamiko rasti izvoza in uvoza storitev vplivajo podobni dejavniki kot na blagovno menjavo. Zmanjšana gospodarska aktivnost in zmanjšanje tujega povpraševanja bosta v obdobju projekcij posredno najbolj vplivala na storitve, tesno povezane z blagovno menjavo. Med te spadajo predvsem storitve transporta in poslovno-tehnične storitve. Med zadnjimi zlasti izstopajo storitve posredovanja v zunanji trgovini, storitve, povezane z obdelavo blaga (prevzem, pošiljanje, skladiščenje), in druge storitve, povezane s promocijo blaga. Zaradi precej bolj umirjene rasti naložb v gradbeništvu, zlasti pri nizkih gradnjah, naj bi se v prihodnjih letih nekoliko zmanjšali tudi prihodki in predvsem izdatki za izvajanje investicijskih del v Sloveniji. Pričakovani upad kupne moči prebivalstva v najpomembnejših partnericah Slovenije bo verjetno vplival tudi na zmanjšanje prihodkov od potovanj. Ob upoštevanju vseh naštetih dejavnikov bi dinamika izvoza in uvoza storitev, podobno kot lani, tudi letos prehitevala dinamiko blagovne menjave, vendar pa naj bi se v prihodnje neskladje med njima postopno zmanjšalo. V primerjavi z zadnjimi projekcijami naj bi bila dinamika menjave storitev na izvozni in uvozni strani nižja za dobro odstotno točko. Pričakuje se tudi, da bo zaradi zmanjšane dinamike rasti uvoza blaga in zmernejše rasti domačih investicij uvoz storitev med letoma 2009 in 2010 rasel v povprečju za slabo odstotno točko počasneje od izvoza storitev. Ugodno naj bi na presežek v menjavi storitev vplivala pričakovana hitrejša rast izvoznih cen v primerjavi z uvoznimi cenami. Če bi se uresničila taka gibanja, bi se presežek storitev, ki je v letu 2007 znašal 3,6% BDP, v naslednjih letih postopno povečeval in se do leta 2010 povzpel na nekaj nad 4% BDP.

**Primanjkljaj dohodkov faktorjev se v zadnjih nekaj letih pospešeno povečuje, nadaljevanje takih gibanj pa pričakujemo tudi v obdobju projekcij.** V letu 2005 je primanjkljaj znašal 300 mio EUR in se je do leta 2007 povečal za več kot dvakrat na 709 mio EUR oziroma 2,1% BDP. Do konca obdobja projekcij naj bi se primanjkljaj dohodkov faktorjev povzpel na okoli 2,5% BDP. Ker se je povečalo zaposlovanje tuje delovne sile v Sloveniji,[4]

[4] V enem letu do julija se je število izdanih veljavnih delovnih dovoljenj nerezidentom povečalo za dobro tretjino.

se neto pritoki dohodkov od dela že več let zmanjšujejo. Lani so se glede na leto prej zmanjšali za dobro tretjino in so znašali le še 78 mio EUR. Zaradi hitrejše rasti izdatkov od prihodkov se je primanjkljaj dohodkov od kapitala lani glede na leto 2006 povečal za 239 mio EUR na 786 mio EUR. Najbolj so se pri izdatkih povečala plačila obresti v tujino. Plačila obresti za posojila, najeta v tujini, so se ob povečevanju obsega bruto zunanjega dolga v zadnjih štirih letih v povprečju po okrog 4 mrd EUR letno in ob rasti obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih v letu 2007 medletno povečala za 62%. Po letu 2005 se povečuje tudi transfer dobičkov matičnim družbam v tujini. Lani so podjetja v tuji lasti po podatkih plačilne bilance od 478 mio EUR doseženega dobička ponovno investirala v podjetja le 52 mio EUR, vse preostalo pa prenesla v tujino. Med kapitalskimi dohodki so bili neto prilivni le dohodki od naložb v vrednostne papirje, saj se je neto pritok iz naložb v vrednostne papirje lani medletno povečal za dobrih 40 mio EUR na 222 mio EUR. Pri tem so se na strani prihodkov najbolj povečali prihodki bank od naložb v obveznice in zadolžnice v tujini.

**Poleg zmanjšanega presežka dohodkov od dela, bodo k negativnemu saldu faktorskih dohodkov v obdobju projekcij največ prispevali neto primanjkljaj dohodkov od lastniških deležev in plačila obresti.** K povečanju primanjkljaja na računu dohodkov od kapitala, ki naj bi se z 2,3% BDP v letu 2007 ob koncu obdobja projekcij v letu 2010 povečali na nekaj pod 3% BDP, naj bi največ prispevala naraščajoči obseg plačanih obresti ter naraščajoči izdatki za dividende in reinvestirane dobičke. Povečanje plačil obresti je predvideno zaradi večjega bruto dolga do tujine v obliki najetih posojil iz tujine v primerjavi z bruto terjatvami v obliki posojil tujini, pri čemer je taka ocena podvržena negotovosti glede prihodnjih gibanj obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih. Visoki in naraščajoči izdatki za dividende ter reinvestirani dobički so po obsegu odraz realiziranih tujih neposrednih naložb v Sloveniji v preteklosti, glede dinamike pa odražajo predvideno rast tujih neposrednih naložb v Sloveniji v prihodnje. Poleg dohodkov od dela bodo po ocenah na zmanjšanje primanjkljaja faktorskih dohodkov tudi v prihodnje vplivali dohodki od naložb v tuje dolžniške vrednostne papirje, ki po stanju ob koncu prvega četrtletja letos za več kot dvakrat presegajo stanje tujih naložb v domače dolžniške vrednostne papirje.

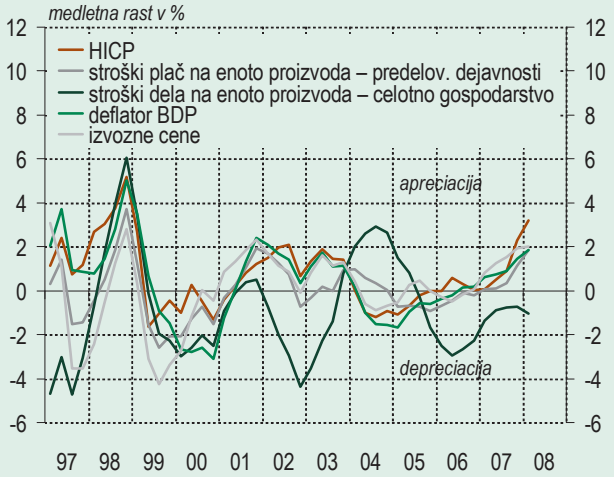
**Primanjkljaj tekočih transferjev v višini 274 mio EUR se je v letu 2007 glede na predhodno leto povečal za slabi dve tretjini in postaja pomemben dejavnik poslabšanja rezultatov tekočih transakcij plačilne bilance.** Neto odlivi zasebnih transferjev so se lani medletno zmanjšali za 12 mio EUR na 52 mio EUR. Na strani prihodkov so se v letu 2007 zmanjšali uradni transferji, zaradi česar se je primanjkljaj uradnih transferjev medletno podvojil na 222 mio EUR. Pretežni del uradnih transferjev se nanaša na plačila davkov in prispevkov v tujino ter zavarovalnih premij. Načrtovani tokovi s proračunom Evropske unije so bili na strani prejemkov realizirani v deležu 59,8%, na strani izdatkov pa v deležu 112,2%. Nadpovprečno so se lani na strani izdatkov povečale obveznosti od tradicionalnih sredstev (carine) in odhodki iz naslova davka na dodano vrednost. Neto položaj proračuna Republike Slovenije do proračuna EU je bil v letu 2007 skoraj izravnan. V prvi polovici letošnjega leta je primanjkljaj tekočih transferjev dosegel 263 mio EUR oziroma 0,7% BDP, pri čemer je neto položaj proračuna Republike Slovenije do proračuna EU izkazoval primanjkljaj v višini 62 mio EUR oziroma 0,2% BDP. Glede na dosedanja gibanja se do konca leta, pa tudi v prihodnje, pričakuje povečevanje obsega transferjev, predvsem uradnih, vendar pa naj bi se negativni saldo transferjev po povečanju v letu 2008 na 0,8% BDP naslednje leto nekoliko znižal in ohranil na tej ravni do konca obdobja projekcij. Pri načrtovanju neto pozicije s proračunom Evropske unije so bili upoštevani podatki iz Proračunskega memoranduma za leti 2007 in 2008, v katerih je predvideno, da bodo prejemki obsegali 1,56% BDP, izdatki pa 1,13% BDP, kar daje ob upoštevanju ocene BDP presežek okoli 150 mio EUR letno. Ta presežek je bil glede na dosedanje izkušnje z izvedbo, zlasti na strani prejemkov, ustrezno zmanjšan, tako da bo po ocenah saldo prejem-

kov in izdatkov, povezanih s proračunom EU, v naslednjih dveh letih skoraj izravnan. Delež primanjkljaja transferjev naj bi se letos glede na lani ohranil nespremenjen na ravni 0,8% BDP, v naslednjih letih pa naj bi se nekoliko zmanjšal in se gibal na ravni okoli 0,7% BDP.

**Glede na predpostavljene dejavnike izvoznih in uvoznih cen se bodo letos pogoji menjave močno poslabšali in bodo najbolj prispevali k poslabšanju salda tekočih transakcij.** Skupni pogoji menjave blaga in storitev so bili v letu 2007 nevtralni. V povprečju leta so se izvozne in uvozne cene dvignile za 3,3%. Tako gibanje izvoznih in uvoznih cen je bilo precej ugodnejše kot v letu 2006, ko so se pogoji menjave poslabšali za 0,6 odstotne točke, predvsem pa od ocenjenih za letošnje leto. V prvi polovici leta so se pogoji menjave poslabšali za 1,3%, v povprečju leta 2008 pa ocenjujemo, da se bodo zaradi višjih cen nafte in ob vztrajanju cen preostalih primarnih surovin na visokih ravneh poslabšali za dve odstotni točki. Postopno izboljšanje pogojev menjave se pričakuje v naslednjih dveh letih ob predpostavljenem gibanju cen primarnih surovin in nafte na svetovnih trgih. Po ocenah so bili pogoji menjave storitev v letu 2007 pozitivni, saj so se izvozne cene storitev medletno povečale za 4,1%, uvozne cene storitev pa za 1,7%, v prvi polovici letošnjega leta pa je njihova rast znašala 1,8% na izvozni strani in 4,0% na uvozni strani. Kljub temu se v storitveni menjavi v obdobju projekcij pričakuje pozitiven prispevek pogojev menjave, saj naj bi v obdobju projekcij izvozne cene storitev rasle za 1,0 do 1,5 odstotne točke hitreje od uvoznih cen. Ob teh predpostavkah bi bil prispevek pogojev menjave k oblikovanju salda tekočih transakcij v letu 2008 negativen v višini 1,3% ocenjenega BDP, v naslednjih dveh letih pa bi se zaradi izboljševanja pogojev menjave s tujino primanjkljaj tekočih transakcij plačilne bilance do leta 2010 zmanjšal za 0,3 odstotne točke.

**Večina kazalnikov realnega efektivnega tečaja kaže apreciacijo v prvem letošnjem četrtletju, potem ko so tudi lani močno apreciirali. Izjema je realni efektivni tečaj, merjen na podlagi stroškov dela v predelovalnih dejavnostih, ki je podobno kot lani depreciiral.** V

**Slika 4.3: Realni efektivni tečaj***




** Do EU27.*
*Vir: Evropska komisija.*

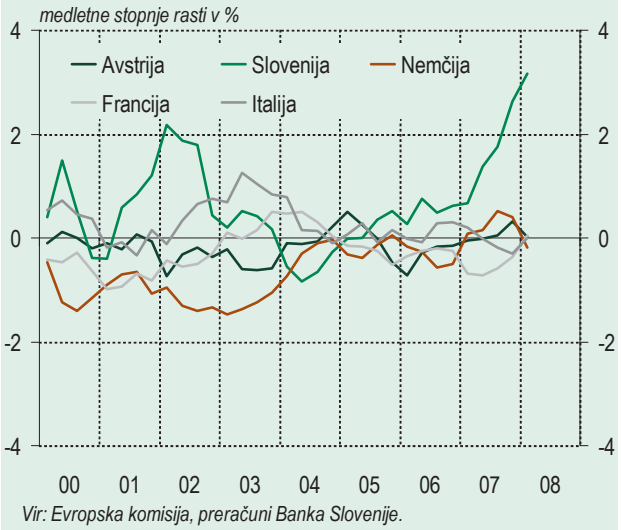
letu 2007 je realni efektivni tečaj, merjen s cenami življenjskih potrebščin – HICP, v razmerju do EU apreciiral v povprečju za 1%. Kazalnik cenovne konkurenčnosti kaže nadaljevanje apreciacije tudi letos, kar je predvsem posledica hitrejše rasti domačih cen od košarice tujih. Realni efektivni tečaj, merjen s HICP, je v prvem četrtletju letos apreciiral za 3,2% medletno. Realni efektivni tečaj, merjen s stroški dela na enoto proizvoda celotnega gospodarstva v razmerju do EU, je v prvem četrtletju 2008 apreciiral za 0,8%, na medletni ravni pa za 1,8%, kar je najvišja apreciacija od vstopa Slovenije v EU. Nasprotno je realni efektivni tečaj, merjen s stroški dela na enoto proizvoda v predelovalnih dejavnostih do EU, v prvem četrtletju letos depreciiral za 0,3% oziroma za 1% na medletni ravni. Tako kot lani je tudi letos to edini kazalnik, ki kaže izboljšanje položaja cenovne konkurenčnosti slovenskega gospodarstva oziroma predelovalne dejavnosti. Visoka rast proizvodnje in produktivnosti v zadnjih letih sta več kot odtehtali rast stroškov dela v predelovalni dejavnosti, vendar pa zadnji podatki kažejo, da sta se umirili tudi rast proizvodnje in produktivnosti. Realni efektivni tečaj, merjen z deflatorjem bruto domačega proizvoda prav tako kaže znižanje konkurenčnosti slovenskega gospodarstva do EU, saj kazalnik trendno narašča že od leta 2005. Apreciacija na podlagi tega kazalnika, ki je lani

znašala v povprečju 0,9%, se letos nadaljuje in je tako v prvem četrtletju na medletni ravni znašala 1,9%. Gibanje tega kazalnika podobno kot gibanje kazalnika stroškov dela na enoto proizvoda celotne ekonomije odraža hitrejšo rast stroškov nemenjalnega sektorja v primerjavi z menjalnim, do katere prihaja delno zaradi vpliva Balassa-Samuelsonovega učinka (glej okvir 1.2). Realni efektivni tečaj, merjen z deflatorjem izvoznih cen blaga in storitev do EU, ki je v letu 2007 v povprečju apreciiral za 1,4%, je letos v prvem četrtletju na medletni ravni apreciiral za 2,0%. Apreciacija ne pomeni nujno tudi zmanjšanja konkurenčnosti slovenskega gospodarstva, ampak odraža tudi spremembe v strukturi slovenskega izvoza. Lani se je namreč močno povečal izvoz avtomobilske industrije in proizvodov z višjo dodano vrednostjo, kar je v tem primeru vplivalo na velikost in gibanje izvoznih cen.

**Po depreciaciji nominalnega efektivnega tečaja evra v evroobmočju glede na košarico valut članic EU v zadnjih letih se je letos ta trend obrnil, glede na košarico valut 41 držav pa je medletna apreciacija evra znašala 3%.** Nominalni efektivni tečaj evra v evroobmočju do košarice domačih valut drugih držav članic EU je v zadnjih štirih letih depreciiral, pri čemer se je stopnja depreciacije zmanjševala in lani v drugi polovici leta prešla v apreciacijo. Skupna depreciacija nominalnega efektivnega tečaja evra do članic EU zunaj evroobmočja je v zadnjih štirih letih do vključno tretjega četrtletja 2007 znašala okoli 4%, od takrat naprej pa je skupna apreciacija znašala 7,6%. Ob hkratnem upoštevanju gibanja tečaja evra do tečaja valut zunaj EU je nominalni efektivni tečaj evra v evroobmočju do košarice valut 41 v zadnjem letu medletno apreciiral v povprečju za 3,6%. V zadnjem letu je evro največ pridobil v razmerju do britanskega funta, 17,0%, in ameriškega dolarja, 9,9%. Vrednost evra, izražena v ameriškem dolarju, je konec februarja 2008 presegla 1,5 USD in se do sredine julija približevala menjalnemu razmerju v višini 1,6 USD za evro, nato pa je evro depreciiral in se znižal na raven pod 1,5 USD za evro. Vrednost evra do dolarja se je v obdobju zadnjih petih let povečala za več kot 40%, kar neposredno vpliva na konkurenčni položaj držav evroobmočja na ameriškem trgu. Ker pa so na gibanje vrednosti ameriškega dolarja vezane tudi nekatere valute industrijsko razvijajočih se konkurenčnih držav Azije, bi lahko taka apreciacija evra v razmerju do ameriškega dolarja pomenila še dodaten pritisk na konkurenčnost gospodarstva evroobmočja in Slovenije. Šibkost nekaterih valut do evra kaže tudi težave v gospodarstvih teh držav, še zlasti v luči negotovosti na finančnih trgih.

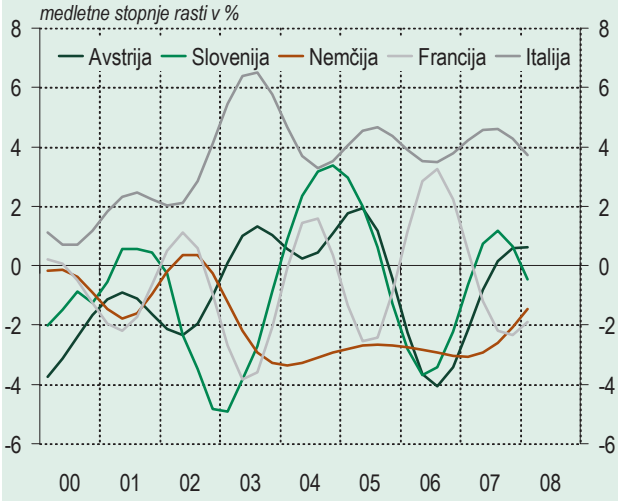
**Konkurenčnost Slovenije v primerjavi z najpomembnejšimi trgovinskimi partnericami Slovenije v evroobmočju, merjena na podlagi HICP, se od drugega četrtletja lani naprej poslabšuje.** Kazalnik cenovne konkurenčnosti do držav evroobmočja zaradi visoke stopnje inflacije v Sloveniji v zadnjem letu hitro apreciira, kar postavlja Slovenijo na rep cenovne konkurenčnosti med državami evroobmočja. V enem letu je hitrejša rast domačih cen od košarice tujih cen k rasti cen indeksa prispevala 60%, preostanek pa je posledica apreciacije nominalnega efektivnega tečaja. Zaradi pričakovanega zniževanja inflacije v Sloveniji, ki bo relativno večje od predpostavljenega zniževanja inflacije v evroobmočju, bi bilo lahko slabšanje konkurenčnosti, merjeno s tem kazalnikom, v prihodnjih letih manjše kot v zadnjem obdobju.

**Slika 4.4: Realni efektivni tečaj do evroobmočja: deflator HICP**



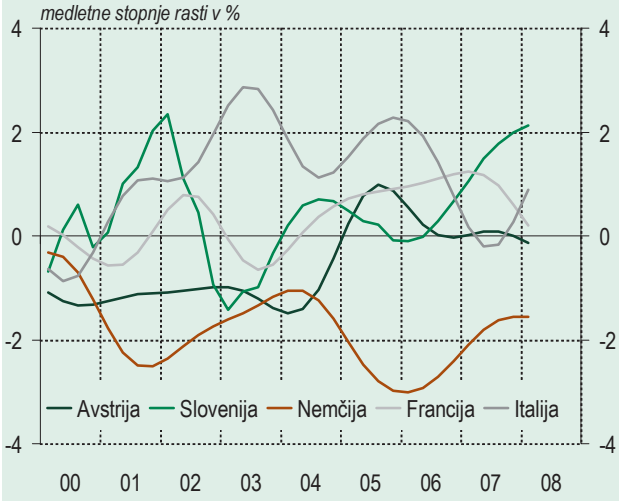

*Vir: Evropska komisija, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 4.5: Realni efektivni tečaj do evroobmočja: stroški plač na enoto proizvoda – predelovalna dejavnost**




*Vir: Evropska komisija, preračuni Banka Slovenije.*

**Slika 4.6: Realni efektivni tečaj do evroobmočja: stroški dela na enoto proizvoda – celotno gospodarstvo**



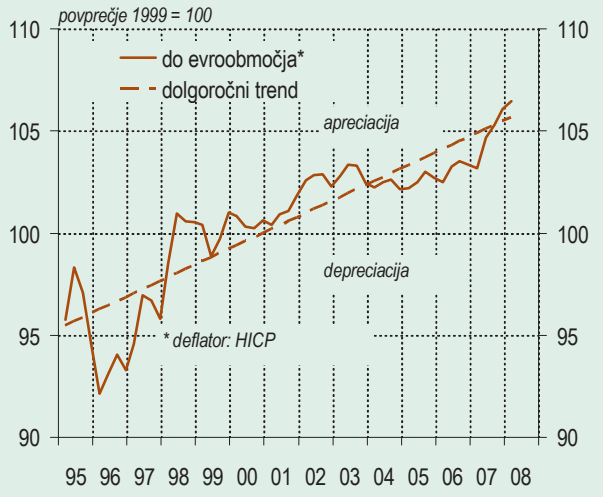

*Vir: Evropska komisija, preračuni Banka Slovenije.*

**Kazalnik stroškovne konkurenčnosti Slovenije v predelovalnih dejavnostih do držav evroobmočja[5] kaže, da se konkurenčni položaj Slovenje v primerjavi s pomembnejšimi trgovinskimi partnericami Slovenije v evroobmočju letos izboljšuje.** Realni efektivni tečaj, merjen s stroški plač na enoto proizvoda v predelovalni dejavnosti Slovenije, je lani apreciiral v povprečju za 0,5%, medtem ko je letos v prvem četrtletju medletno depreciiral za 0,5%. Tako gibanje in visoko nihanje tega kazalnika kažeta, da gre verjetno le za ciklično, ne pa za trajno izboljšanje konkurenčnosti.

**Gibanje kazalnika konkurenčnosti glede na stroške dela na enoto proizvoda v celotnem gospodarstvu do držav evroobmočja je za Slovenijo manj ugodno.** Lani se je povprečna stopnja apreciacije tega kazalnika precej zvišala glede na povprečje zadnjih petih let. Tako gibanje je predvsem posledica hitrejšega zviševanja stroškov na enoto proizvoda slovenskega nemenjalnega sektorja v primerjavi z drugimi državami evroobmočja. Rast indeksov stroškov dela na enoto proizvoda v celotnem gospodarstvu v Sloveniji in Nemčiji se v celotnem obdobju, za katerega so na razpolago podatki, precej razlikuje, v zadnjih nekaj letih pa se razlika med njima še povečuje. Tako gibanje nakazuje slabšanje konkurenčnosti Slovenije v primerjavi z Nemčijo z vidika stroškov dela celotnega gospodarstva.

**V gibanju kazalnikov cenovne konkurenčnosti se lahko kažejo tudi vplivi dolgoročne realne konvergence, ki so, kar zadeva zmanjševanja konkurenčnosti, nevtralni.** V Sloveniji so ti vplivi, če upoštevamo dolgoročni trend apreciacije realnega efektivnega tečaja od leta

**Slika 4.7: Realni efektivni tečaj**




*Vir: Evropska komisija, preračuni Banka Slovenije.*

[5] Od prevzema evra na začetku leta 2007 indeks realnega efektivnega tečaja do držav evroobmočja dejansko kaže le razmerje med indeksom domačih cen in košarico cen držav evroobmočja.

1995 precej zmerni (glej okvir 1.2). Tako močne apreciacije realnega tečaja do evroobmočja v zadnjem letu ni mogoče pojasniti izključno s procesom dolgoročne realne konvergence (slika 4.7; glej tudi okvir 1.2). Trendna gibanja realnega efektivnega tečaja kažejo, da je v letu 2007 prišlo do obrata na slabše. Prej relativno dolgo obdobje stabilnega gibanja realnega efektivnega tečaja se je prelomilo. V prihodnje bo treba pozorno spremljati nadaljnje spremembe tega kazalnika.

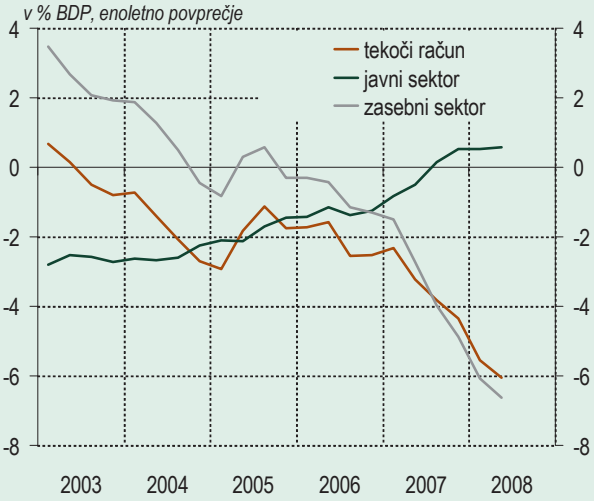
# 5 Pogoji financiranja

Povečevanje varčevalno-investicijske vrzeli v Sloveniji v zadnjih nekaj letih sovpada z razmeroma močnim zadolževanjem v tujini in naraščanjem neto zunanjega dolga. Glavni posredniki pri financiranju iz tujine so banke, ki se zadolžujejo v tujini za financiranje drugih domačih sektorjev. Kreditiranje domačega zasebnega sektorja se po hitrem naraščanju v preteklem letu letos umirja, kar je povezano z upočasnjeno gospodarsko aktivnostjo, bolj zaostrenimi pogoji financiranja in umirjanjem cen nepremičnin.[6]

## Finančni tokovi s tujino in zunanji dolg

**Varčevalno-investicijska vrzel zasebnega sektorja se od sredine leta 2006 naprej pospešeno povečuje. Ker ni zadostnega neto varčevanja javnega sektorja, se primanjkljaj domačega varčevanja financira z zadolževanjem v tujini.** Narodnogospodarsko varčevanje se je v zadnjih dveh letih povečalo za 1,8 odstotne točke na 27,2% BDP v letu 2007, medtem ko se je rast bruto investicij v tem obdobju povišala za 4,3 odstotne točke na 31,4% BDP v letu 2007. Varčevalno-investicijska vrzel oziroma razlika med domačim varčevanjem in investiranjem se je zato povečala za 2,5 odstotne točke na 4,2% BDP v letu 2007 in se, kot je razvidno s slike 5.1, povečuje tudi letos. Do junija 2008 je varčevalno-investicijska vrzel dosegla 6% BDP. Varčevalno-investicijska vrzel javnega sektorja se še naprej polagoma zmanjšuje in je v zadnjem letu že nekoliko pozitivna. Varčevalno-investicijska vrzel zasebnega sektorja se postopno povečuje od začetka leta 2003, po začasnem obratu pa nepretrgoma in pospešeno od sredine leta 2005 naprej. Ker se primanjkljaj salda tekočega računa v zadnjih dveh letih povečuje v povprečju za dve odstotni točki na leto, bi bilo za uravnoteženje takih teženj treba bistveno povečati presežek javnih financ.

**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. Varčevalno-investicijska vrzel zasebnega sektorja je razlika med varčevalno-investicijsko vrzeljo javnega sektorja in tekočim računom plačilne bilance.*

[6] Domač zasebni sektor vključuje nefinančne družbe, gospodinjstva in nedenarne finančne institucije.

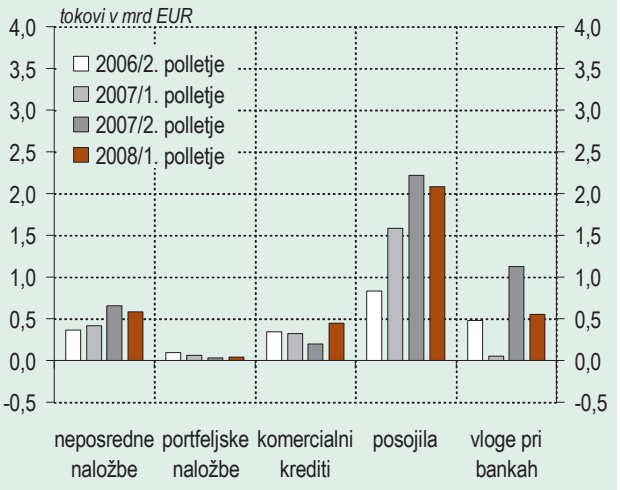
**Povečevanje neto finančnega pritoka plačilne bilance[7] je posledica povečevanja varčevalno-investicijske vrzeli.** Neto finančni pritok se je povečal z 1,1 mrd EUR v letu 2006 na 1,7 mrd EUR v letu 2007. V obdobju od julija lani do junija letos je znašal že 2,4 mrd EUR, kar znaša okoli 7% BDP, pri čemer je bilo dve tretjini tega pritoka namenjenih v zasebni sektor, tretjina pa v sektor države. Neto finančni pritok v sektor države je predvsem posledica februarske izdaje državnih obveznic v višini 1,0 mrd EUR.

**Finančni pritoki in tudi finančni odtoki ostajajo močni, kar kaže veliko vpetost Slovenije v mednarodne finančne tokove.** Ta se je bistveno povečala z uvedbo evra ter posledično odpravo tečajnega tveganja in zmanjšanimi tveganji financiranja v tujini, v zadnjem obdobju pa jo delno omejujejo negotovosti na mednarodnih finančnih trgih. Finančni pritoki zasebnega sektorja so v letu 2006 znašali nekaj nad 15% BDP, v zadnjem letu do junija 2008 pa dosegajo že skoraj 25% BDP. V istem obdobju so se finančni odtoki povečali s 15% BDP na nekoliko manj kot 20% BDP.

**Med finančnimi pritoki zasebnega sektorja tudi v letošnjem prvem polletju prevladujejo tuja posojila bankam in vloge nerezidentov pri bankah.** Od celotnega finančnega pritoka v zasebni sektor v prvem polletju letos v znesku 3,8 mrd EUR so kar 1,9 mrd EUR predstavljala posojila iz tujine v banke in 0,6 mrd EUR vloge nerezidentov pri bankah. Ti pritoki se glede na drugo polletje leta 2007 ne povečujejo, kar je verjetno povezano z zmanjšanim kreditnim povpraševanjem domačih sektorjev in posledično z manjšimi potrebami bank po financiranju iz tujine. Deloma so k temu prispevale tudi negotovosti na finančnih trgih in s tem povezani višji stroški zadolževanja v tujini.[8]

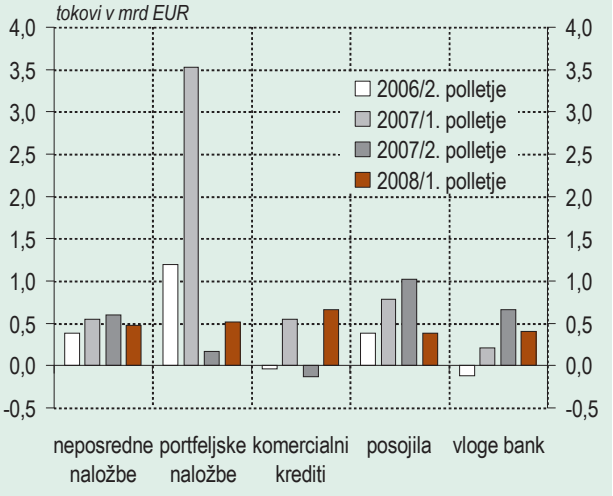
**Med drugimi finančnimi pritoki zasebnega sektorja ostajajo neposredne naložbe iz tujine na ravni lanskega leta, zadolževanje podjetij v tujini in portfeljske naložbe pa so zanemarljive.** Neposredne naložbe iz tujine so se v letu 2007 v primerjavi s prejšnjim letom povečale za dvakrat in ostajajo na ravni okoli 3,5% BDP tudi v letu 2008. Zadolževanje podjetij v tujini ostaja nizko na ravni okoli 1% BDP. Delež zadolževanja podjetij v tujini v skupnem domačem in tujem zadolževanju podjetij

**Slika 5.2: Finančni pritoki iz tujine**




*Vir: Banka Slovenije.*

**Slika 5.3: Finančni odtoki v tujino**




*Vir: Banka Slovenije.*

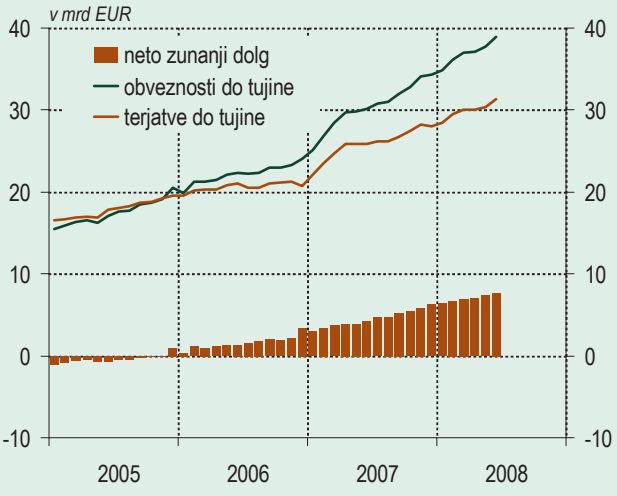
[7] Neto finančni tok predstavlja saldo finančnega računa brez upoštevanja statistične napake.
[8] V evroobmočju se od drugega polletja lani finančni pritoki in finančnih odtoki, razen neposrednih investicij, celo zmanjšujejo, kar je predvsem posledica negotovosti na finančnih trgih. Več o tem v Biltenu ECB, avgust 2008, okvir 7, str. 67.
http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200808en.pdf

se je tako zmanjšal s skoraj petine v letu 2006 na manj kot desetino v letu 2007 in v prvem poletju letos znaša le še okoli 7%.

**Med finančnimi odtoki so se v prvem polletju 2008 glede na drugo polletje 2007 najbolj povečale portfeljske naložbe in komercialni krediti, zmanjšala pa so se posojila tujini.** Zmanjšanje posojil tujini in zaustavitev povečevanja vlog v tujini sta verjetno povezana z večjim tveganjem zaradi nestanovitnosti na finančnih trgih.[9] Hkrati pa je presenetljivo, da so se kljub finančnim nestanovitnostim povečale portfeljske naložbe v tujino: v drugem polletju lani so znašale 0,2 mrd EUR, v prvem polletju letos pa 0,5 mrd EUR.[10] Naraščajoči komercialni krediti so delno posledica slabše konjunkture v tujini, delno pa so sezonske narave. Neposredne naložbe v tujino so v zadnjih letih razmeroma stabilne in znašajo okoli 3,5% BDP, podobno kot pritoki neposrednih naložb.

**Letos bi finančni tokovi s tujino lahko ostali na ravni iz preteklega leta, zaradi česar bo povečevanje bruto zunanjega dolga in tudi terjatev do tujine nekoliko počasnejše kot v preteklem obdobju.** Zaradi nekoliko slabše ocene gospodarske rasti, nestanovitnosti na finančnih trgih in že zdaj visoke dejanske ravni naj bi se pritoki posojil iz tujine umirili. Tudi pritoki od neposrednih naložb naj bi ostali na podobni ravni kot v preteklih letih, pri čemer so ti večinoma odvisni od uresničitve vladnih načrtov o prodaji državnega premoženja. Na strani odtokov naj bi tudi posojila in neposredne naložbe ostali na ravni predhodnega leta. Pritoki in odtoki portfeljskih naložb naj bi tudi v prihodnje ostali zanemarljivi. Bruto zunanji dolg Slovenije se je v letu 2007 povečal za 10,4 mrd EUR, v prvem polletju letos pa še za 4,6 mrd EUR, medtem ko so se terjatve do tujine v istem obdobju povečale za 7,4 mrd EUR oziroma 3,2 mrd EUR. Dinamiki naraščanja bruto zunanjega dolga in tudi terjatev do tujine se torej počasi umirjata. Konec junija je bruto zunanji dolg znašal 39,0 mrd EUR, terjatve do tujine pa 31,3 mrd EUR.

**Slika 5.4: Zunanji dolg**

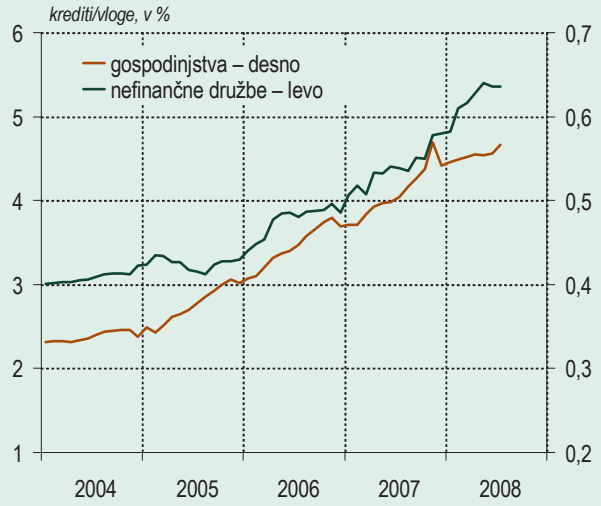



*Vir: Banka Slovenije.*

**Zaradi prevladujočega neto financiranja iz tujine prek dolžniških instrumentov se povečuje neto zunanji dolg, povečevanje neto plačil obresti pa dodatno veča primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance.** Neto zunanji dolg se je v letu 2006 povečal za 2,4 mrd EUR, v letu 2007 za 2,9 mrd EUR, v prvem polletju leta 2008 pa za 1,4 mrd EUR, kar pomeni, da se dinamika povečevanja v zadnjem letu ni spremenila. Neto zunanji dolg je konec junija 2008 znašal 7,7 mrd EUR. Z naraščanjem neto zunanjega dolga se povečuje tudi breme financiranja, ki dodatno poslabšuje tekoči račun plačilne bilance. Neto odhodki od kapitala so se tako povečali z 0,5 mrd EUR v letu 2006 na 0,8 mrd EUR v letu 2007, v prvem polletju leta 2008 pa so znašali že 0,5 mrd EUR. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance v obdobju projekcij naj se ne bi bistveno povečeval, temveč samo ostal na razmeroma visoki ravni, zato naj bi se povečevanje neto zunanjega dolga in stroškov njegovega financiranja nadaljevalo z nekaj počasnejšo dinamiko kot v zad-

[9] Glej prejšnjo opombo.
[10] Povečan finančni pritok v Banko Slovenije in odtok portfeljskih naložb zasebnega sektorja v prvem polletju 2007 je predvsem posledica izplačila blagajniških zapisov Banke Slovenije in plasiranja teh sredstev domačih bank v tuje vrednostne papirje na začetku leta 2007. Za več o tem glej Poročilo o cenovni stabilnosti, oktober 2007, str. 48, okvir: Prilagoditve nekaterih kategorij plačilne bilance ob uvedbi evra. http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=284

**Slika 5.5: Neto zadolženost pri bankah**




*Vir: ECB, Banka Slovenije.*

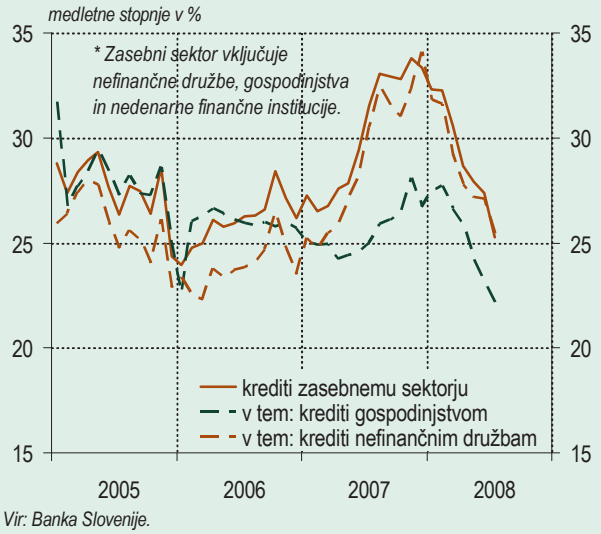
njem obdobju. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance naj bi se še naprej financiral predvsem prek dolžniških instrumentov.

## Kreditna aktivnost in pogoji financiranja

**Ker je domačih virov premalo, banke financirajo kreditno povpraševanje domačega zasebnega sektorja z zadolževanjem v tujini in s tem posredujejo pri financiranju iz tujine.** Tok posojil iz tujine v banke in tok vlog nerezidentov je v letu 2007 znašal 4,5 mrd EUR, v prvem polletju 2008 pa 2,5 mrd EUR. Tok kreditov domačim sektorjem je v letu 2007 znašal 6,8 mrd EUR, v prvem polletju 2008 pa 2,9 mrd EUR. To pomeni, da banke vse večji delež kreditov financirajo z zadolževanjem v tujini. Vse večje posredovanje bank pri financiranju iz tujine se kaže tudi kot povečevanje neto zadolženosti domačega zasebnega sektorja pri bankah. Neto zadolženost nefinančnih družb in gospodinjstev, opredeljena kot razmerje med stanjem kreditov in vlog posameznega sektorja, se je začela opazneje povečevati že leta 2005, ko je to razmerje pri nefinančnih družbah znašalo nekaj nad 3, pri gospodinjstvih pa nekaj nad 0,35. Do sredine letošnjega leta se je razmerje pri finančnih družbah povečalo na okoli 5,5, pri gospodinjstvih pa ostaja že od konca lanskega leta na ravni okoli 0,55.

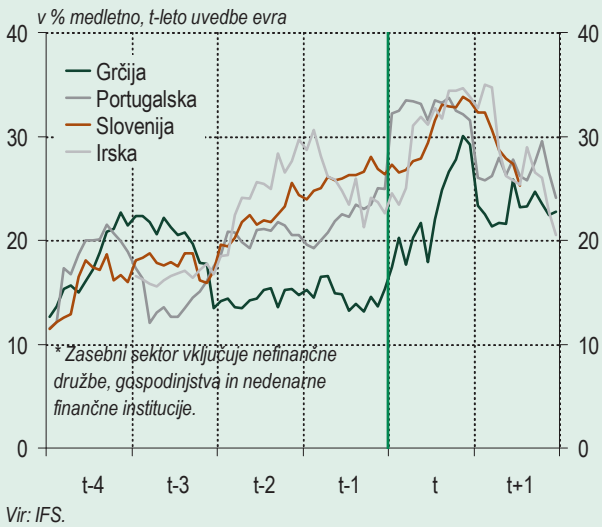
**Rast bančnih kreditov zasebnemu sektorju, ki je konec leta dosegla skoraj 35% medletno, se je v prvem polletju 2008 umirila in trenutno znaša nekaj nad 25%.** Rast kreditov zasebnemu sektorju se je lani povečala za skoraj 10 odstotnih točk. Kot je razvidno s slike 5.6, se je kreditiranje nefinančnih družb in tudi gospodinjstev začelo opazneje povečevati v drugem četrtletju lani in doseglo vrh lani ob koncu leta, od takrat pa se sorazmerno hitro umirja. V zadnjem letu in pol rast krediti-

**Slika 5.6: Kreditiranje domačega zasebnega sektorja**




*Vir: Banka Slovenije.*

**Slika 5.7: Rast kreditov zasebnemu sektorju in uvedba evra***




*Vir: IFS.*

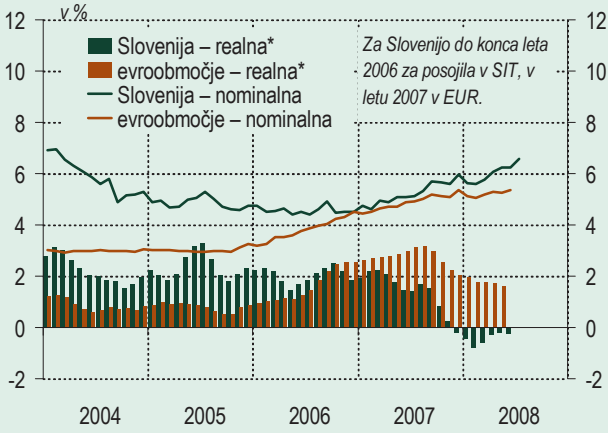
ranja nefinančnih družb bistveno presega rast kreditiranja gospodinjstev.

**Relativno visoka rast zadolževanja domačega zasebnega sektorja pri bankah je povezana tudi s procesom realne konvergence k razvitejšim državam EU.** Visoke ravni zadolževanja so torej delno pričakovani sestavni del procesa realne konvergence dohitevanja najrazvitejših članic EU. Globina finančnega posredništva, merjena z deležem kreditov zasebnemu sektorju glede na BDP, se v zadnjih letih v Sloveniji povečuje po stopnji okoli 10 odstotnih točk BDP na leto in že presega 70% BDP. Razlika med tako merjeno globino finančnega poglabljanja med evroobmočjem in Slovenijo se je s tem zmanjšala z okoli 55 odstotnih točk BDP v letu 2004 na nekaj nad 40 odstotnih točk BDP v sredini letošnjega leta. Kot je razvidno s slike 5.7, so se po vstopu v evroobmočje s podobnim pospeševanjem kreditov spopadle tudi druge manj razvite članice. Tudi pri njih se je rast kreditov prvo leto po uvedbi evra skokovito povečala, v naslednjem letu pa se je, podobno kot v Sloveniji, sorazmerno hitro umirila.

**Postopno umirjanje zadolževanja nefinančnih družb je letos delno ciklično in je povezano z upočasnjevanjem gospodarske rasti.**[11] Močno zadolževanje nefinančnih družb predvsem v drugem in tretjem četrtletju lani je v glavnem povezano s hitro gospodarsko rastjo in predvsem investicijami, z velikimi potrebami po financiranju za prevzeme podjetij ter z utrjevanjem in poglabljanjem pozicij na zunanjih trgih, predvsem na zahodnem Balkanu. Medletna realna rast BDP in investicij je od tretjega četrtletja 2007 nekaj nižja, kar sovpada z umirjanjem kreditne aktivnosti nefinančnih družb.

**Realni pogoji financiranja za nefinančne družbe so kljub postopnemu višanju nominalnih obrestnih mer od konca leta 2006 naprej še vedno ugodni.** Kot je razvidno s slike 5.8, sta od konca leta 2006 gibanje in

**Slika 5.8: 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.*

raven nominalnih obrestnih mer za posojila za nefinančne družbe v Sloveniji primerljiva s tistimi v evroobmočju, kar kaže precejšnjo stopnjo integracije finančnega sistema Slovenije z evroobmočjem. Od sredine lanskega leta naprej so realne obrestne mere v Sloveniji predvsem zaradi nekaj višje inflacije nižje kot v evroobmočju. Od konca leta 2007 se realne obrestne mere v Sloveniji postopno zvišujejo, kar verjetno že vpliva na zniževanje dinamike kreditiranja nefinančnih družb.

**Pričakovano nadaljevanje umirjanja gospodarske aktivnosti in investicij ter trenutna gibanja kažejo postopno zniževanje medletne stopnje rasti kreditov nefinančnim družbam.** Projekcije gospodarskih gibanj kažejo postopno umirjanje gospodarske rasti na okoli 4% v povprečju obdobja projekcij, prav tako naj bi se nadaljevalo tudi umirjanje investicij. Zato je mogoče pričakovati nadaljevanje zniževanja medletnih stopenj rasti kreditiranja nefinančnih družb s trenutne ravni okoli 25% na okoli 15% do konca obdobja projekcij v letu 2010. Še naprej pa bo rast kreditov zaradi procesa realne konvergence presegala rast kreditov v evroobmočju.

[11] V evroobmočju se rast kreditiranja nefinančnih družb v zadnjih mesecih počasi umirja in je junija 2008 znašala 13,6% medletno. ECB umirjanje kreditiranja nefinančnih družb v evroobmočju pripisuje višjim obrestnim meram, bolj zaostrenim pogojem financiranja in umirjanju gospodarske aktivnosti (ECB, Monthly Bulletin, August 2008 ).
http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200808en.pdf

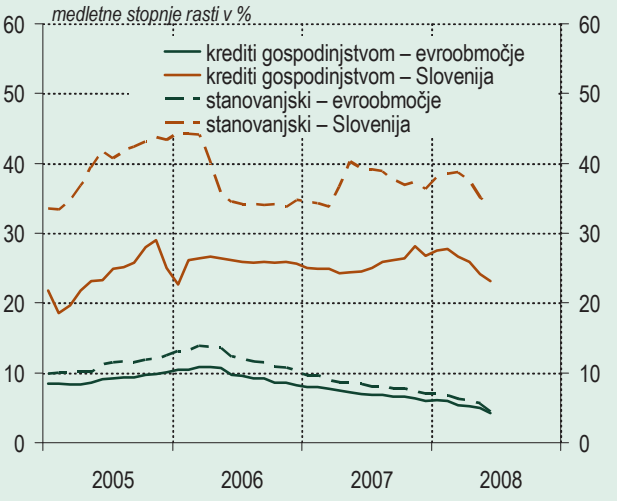
**Letošnje umirjanje kreditiranja gospodinjstev je posledica postopnega zmanjševanja stanovanjskega kreditiranja in tudi zmanjševanja potrošniškega kreditiranja.** Iz sestave kreditiranja gospodinjstev je razvidno, da se stanovanjski krediti gospodinjstvom v zadnjih letih večajo približno za 40% medletno in bistveno presegajo skupno rast kreditov gospodinjstvom. Pri tem je treba upoštevati, da je visoka rast stanovanjskega kreditiranja tudi posledica razmeroma majhnega deleža te vrste posojil. Delež stanovanjskih kreditov v vseh kreditih gospodinjstvom se je v zadnjih treh letih povečal s približno 25% na več kot 40% v sredini leta 2008. Medletna rast potrošniških kreditov se je lani postopno povečevala in je ob koncu leta že znašala več kot 20% medletno. Rast stanovanjskih in tudi potrošniških kreditov se letos počasi umirja. Medletna rast stanovanjskih kreditov je julija znašala 31,7%, rast potrošniških kreditov pa 13,3%.[12]

**Rast stanovanjskega kreditiranja se postopno umirja hkrati z nižjo rastjo cen nepremičnin, a ostaja še vedno sorazmerno visoka.** Rast cen nepremičnin se od začetka lanskega leta postopno umirja in se je za oglaševane cene stanovanj pri večini vrst stanovanj v Ljubljani zmanjšala z okoli 20% na začetku 2007 na nekaj nad 5% v prvem četrtletju letos.[13] Z nadaljevanjem zniževanja rasti cen nepremičnin pričakujemo, da se bo trend umirjanja rasti stanovanjskih kreditov nadaljeval.

**Umirjanje rasti potrošniškega kreditiranja je skladno z gibanjem zasebne potrošnje.** Naraščanje medletne rasti potrošniških kreditov predvsem v drugem polletju lani je skladno z gibanjem domače zasebne potrošnje, ki se je lani realno povečala za 5,0%. Z umirjanjem zasebne potrošnje, ki se je v prvem polletju letos realno povečala za 3,0% medletno, se zmanjšuje znižuje tudi rast potrošniškega kreditiranja.

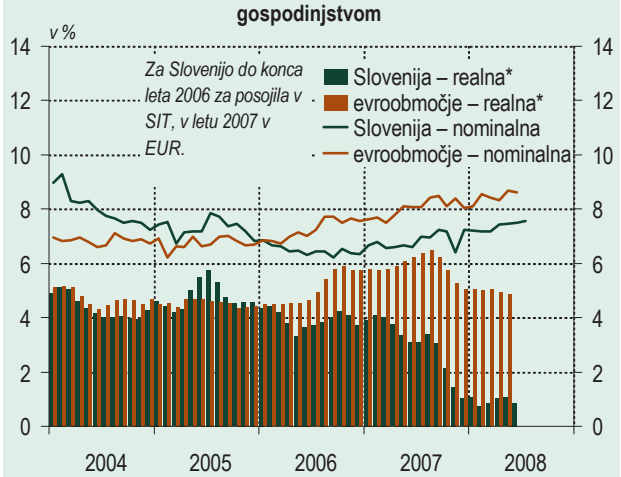
**Tudi pogoji financiranja potrošnje gospodinjstev so v Sloveniji od sredine leta 2006 ugodnejši kot v evroobmočju.** S slike 5.10 je razvidno, da so od začetka leta 2006 nominalne, še bolj pa realne obrestne mere, za potrošniška posojila v Sloveniji nižje kot v evroobmočju. Postopno poviševanje nominalnih in realnih obrestnih

**Slika 5.9: Struktura kreditiranja gospodinjstev**




*Vir: ECB, Banka Slovenije.*

**Slika 5.10: Obrestne mere za potrošniška posojila gospodinjstvom**

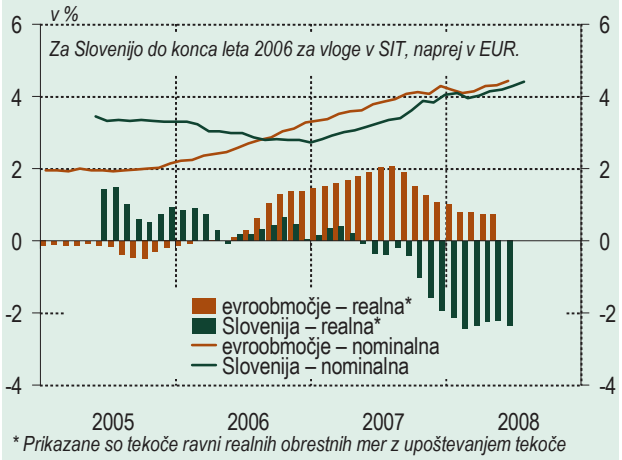



** Prikazane so tekoče ravni realnih obrestnih mer z upoštevanjem tekoče stopnje inflacije (3-mesečne d. s.).*
*Vir: ECB, Banka Slovenije.*

[12] V evroobmočju se kreditiranje gospodinjstev umirja že od sredine leta 2006. ECB postopno zmanjševanje kreditiranja gospodinjstev v evroobmočju pripisuje predvsem umirjanju cen nepremičnin in postopnemu poviševanju posojilnih obrestnih mer (ECB, Monthly Bulletin, August 2008). http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200808en.pdf

[13] Vir: SLONEP. Rast transakcijskih cen stanovanj in hiš se je v letu 2007 v ljubljanski regiji umirjala, v preostali Sloveniji pa naraščala (vir: DURS). Gibanja na nepremičninskem trgu so celovito obravnavana v Poročilu o finančni stabilnosti, maj 2008. http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=285

**Slika 5.11: 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.*

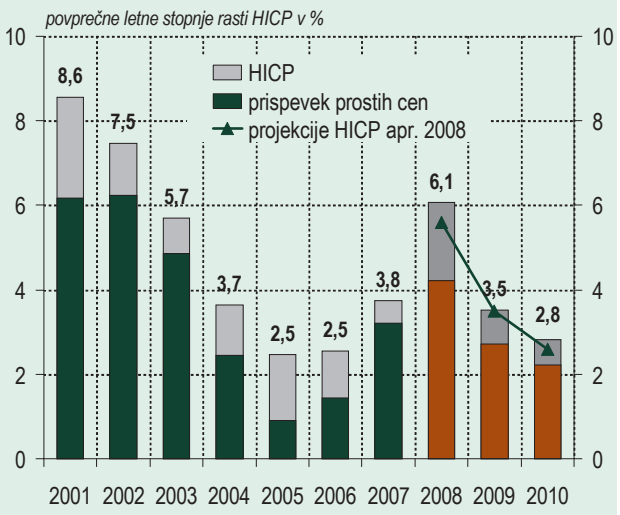
mer je verjetno eden od razlogov za letošnje postopno umirjanje potrošniških kreditov, delno pa tudi manjša kreditna sposobnost gospodinjstev.

**Zniževanje realnih obrestnih mer za vloge gospodinjstev se je letos ustavilo, kljub temu so te še vedno negativne.** Gibanje nominalnih obrestnih mer za vloge gospodinjstev od konca leta 2006 kaže visoko stopnjo integracije z evroobmočjem, pri čemer so nominalne in še bolj realne obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta v Sloveniji nižje kot v evroobmočju. Pri tem so realne obrestne mere v zadnjem letu celo negativne. Zaradi selitve iz bančnih vlog v bolj tvegane naložbe v preteklosti se je povečala občutljivost gospodinjstev za morebitna nihanja na finančnih trgih. Nizke obrestne mere lahko delujejo spodbudno na domačo potrošnjo in so lahko s tem vir inflacijskih pritiskov. Če se nominalne in realne obrestne mere še naprej postopno povišujejo, naj bi se navedena tveganja zmanjševala. Rast vlog se v zadnjem letu zaradi nestanovitnosti na finančnih trgih in poviševanja obrestnih mer že počasi povišuje.

# 6 Projekcije gibanja cen in tveganja

**Projekcija inflacije je v primerjavi s projekcijami iz aprila popravljena navzgor.** Povprečna letna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), naj bi v letu 2008 znašala 6,1% in bi bila tako višja od lanskoletne za 2,4 odstotne točke. V letu 2009 naj bi se inflacija znižala na 3,5%, v letu 2010 pa na 2,8%. Ob danih predpostavkah in pričakovanih makroekonomskih gibanjih naj bi se inflacija v območje cenovne stabilnosti vrnila šele proti koncu obdobja projekcij. V primerjavi s projekcijami iz aprila 2008 pomeni to popravek inflacije navzgor za 0,5 odstotne točke v letu 2008 in za 0,2 odstotne točke v letu 2010, medtem ko ostaja projekcija inflacije za leto 2009 nespremenjena. Višja napoved inflacije za letos že kaže uresničitev večine tveganj, na katera je Banka Slovenije opozorila v predhodnem

**Slika 6.1: Projekcije inflacije**




*Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije.*

**Tabela 6.1 Inflacija**

| | | | | | | Projekcije | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 2008 | | 2009 | | 2010 | |
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | **okt.** | Δ | **okt.** | Δ | **okt.** | Δ |
| | *povprečne letne stopnje rasti v %* | | | | | | | | | | |
| **Cene življenjskih potrebščin (HICP)** | 5,7 | 3,7 | 2,5 | 2,5 | 3,8 | **6,1** | 0,5 | **3,5** | 0,0 | **2,8** | 0,2 |
| **– hrana** | 6,1 | 1,3 | 0,2 | 2,7 | 7,1 | **8,7** | -0,9 | **4,6** | -0,9 | **3,7** | … |
| **– energenti** | 3,4 | 7,0 | 11,9 | 8,5 | 3,4 | **12,4** | 4,3 | **3,2** | 0,4 | **2,3** | … |
| **– drugo blago** | 4,8 | 1,8 | -0,3 | -0,9 | 0,3 | **2,0** | 0,5 | **1,3** | -0,2 | **1,4** | … |
| **– storitve** | 7,1 | 5,8 | 3,3 | 3,5 | 4,9 | **5,4** | 0,0 | **4,7** | 0,5 | **3,6** | … |
| **Kazalniki osnovne inflacije (HICP)** | | | | | | | | | | | |
| **– brez cen energentov** | 6,0 | 3,2 | 1,2 | 1,7 | 3,8 | **5,1** | -0,1 | **3,5** | -0,1 | **2,9** | 0,9 |
| **– brez cen ener. in nepred. hrane** | 6,3 | 3,7 | 1,3 | 1,5 | 3,4 | **5,1** | -0,2 | **3,4** | -0,3 | **2,8** | … |
| **– brez cen energ., hrane, alk. in tob.** | 6,0 | 3,9 | 1,5 | 1,3 | 2,7 | **3,8** | 0,2 | **3,2** | 0,2 | **2,6** | … |
| **Proste cene** | 5,9 | 3,0 | 1,2 | 1,9 | 4,1 | **5,5** | 0,0 | **3,6** | 0,0 | **2,9** | -0,1 |
| **Nadzorovane cene** | 4,4 | 6,1 | 7,4 | 4,8 | 2,1 | **7,7** | 1,8 | **3,3** | 0,1 | **2,6** | 1,7 |

*Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, april 2008.*
*Vir: Banka Slovenije.*

Poročilu o cenovni stabilnosti, vezanih na gibanje cen energentov, naraščanje stroškov dela in visoko gospodarsko aktivnost.

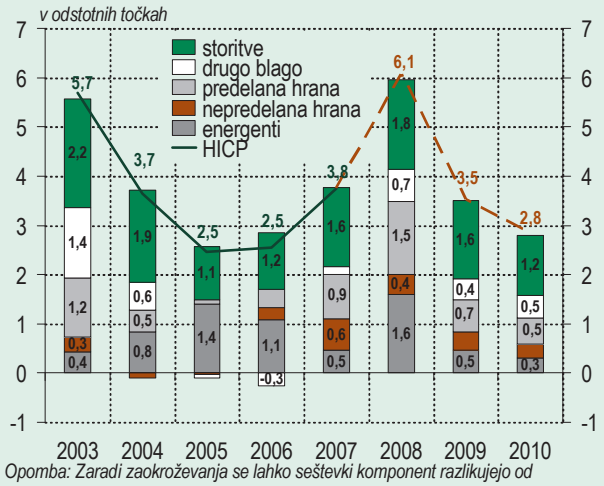
**Zniževanje inflacije naj bi v prihodnje omogočili pričakovana zmernejša gospodarska aktivnost doma in tudi v tujini, zniževanje rasti realnega razpoložljivega dohodka in ostrejši pogoji financiranja.** Zadnji podatki kažejo, da se je domača gospodarska aktivnost začela upočasnjevati. Čeprav je bila medletna rast BDP v drugem četrtletju še razmeroma ugodna, pa tekoča rast že kaže znake umirjanja. Do podobnih gibanj prihaja tudi v drugih državah evroobmočja, kjer je bila rast BDP v drugem četrtletju celo negativna. Ob nižji rasti kupne moči prebivalstva zaradi pretekle visoke inflacije in ob predvidoma manjšem tujem povpraševanju bodo pritiski na rast domačih cen najverjetneje morali popustiti. Najprej je popuščanje censkih pritiskov mogoče pričakovati v sektorjih, kjer je konkurenca največja, nato v storitvenih dejavnostih, najpozneje pa v trgovini s prehrambenimi proizvodi, v kateri je cenovna elastičnost povpraševanja po proizvodih najmanjša. Ob takih gibanjih bo najverjetneje razmeroma težko v cene prenesti tudi celotno doseženo visoko rast stroškov dela, ki že in bo v prihodnje še intenzivneje zniževala rast dobičkov. Nadaljevanje visoke rasti plač iz prve polovice leta bi tako lahko v zaostrenih makroekonomskih razmerah močneje vplivalo na zmanjšanje dobičkov in manj na višjo rast cen. Posledično se lahko začasno zmanjša zaposlenost oziroma poveča brezposelnost. Trenutna makroekonomska neravnotežja bi se lahko uravnotežila s poslabšanjem razmer na trgu dela. Drugače obstaja tveganje poglabljanja inflacijske spirale, dolgotrajnejše recesije in dolgoročnejše izgube konkurenčnosti. Dodatno se zaostrujejo tudi pogoji financiranja, saj se zvišujejo obrestne mere na posojila in tudi drugi pogoji kreditiranja (zavarovanja, bonitete …). To se posledično že kaže v zniževanju rasti kreditov podjetjem in prebivalstvu. Rast kreditov prebivalstvu se znižuje že od začetka leta, in sicer tako na segmentu potrošniških kot stanovanjskih posojil. Na zmanjševanje povpraševanja lahko vpliva tudi slabšanje razmer na trgu vrednostnih papirjev in nepremičninskem trgu, ki zmanjšujejo vrednost premoženja velike večine prebivalstva. V prihodnje

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

| Ukrep | pričakovana sprememba | pričakovani učinek na HICP (v o. t.) | dejanska sprememba v obdobju jan.–avg. 2008 | dejanski učinek na HICP (v o. t.) |
|---|---|---|---|---|
| **Spremembe pri nadzorovanih cenah v letu 2008** | | | | |
| – sprememba cen nekaterih učbenikov | dvig cen za v povp. 2,8% | 0,007 | dvig cen za 2,7% | 0,006 |
| – sprememba cen vozovnic železniškega potniškega prometa | dvig cen za v povp. 3,5% | 0,007 | dvig cen za 3,2% | 0,006 |
| – načrtovani dvig prispevka za obvezne rezerve pri naftnih derivatih | dvig prispevka za 10% | 0,000 | brez povišanja | 0,000 |
| – spremembe omrežnine in dodatkov k omrežnini za prenos električne energije | dvig končne cene električne energije za 1,4% | 0,032 | brez povišanja | 0,000 |
| **Skupni učinek na inflacijo** | | **0,046** | | **0,012** |
| **Spremembe pri nadzorovanih cenah v letu 2009** | | | | |
| – sprememba cen nekaterih učbenikov | dvig cen za v povp. 2,6% | 0,007 | | |
| – sprememba cen vozovnic železniškega potniškega prometa | dvig cen za v povp. 2,8% | 0,007 | | |
| – načrtovani dvig prispevka za obvezne rezerve pri naftnih derivatih | dvig prispevka za 10% | 0,000 | | |
| **Skupni učinek na inflacijo** | | **0,014** | | |

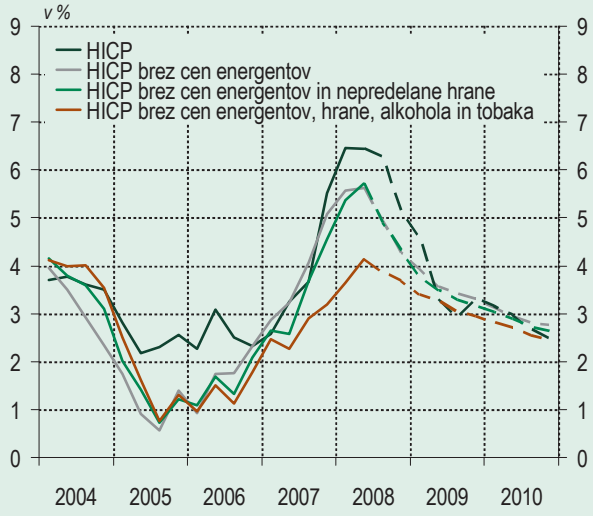
*Vir: Načrt uravnavanja reguliranih cen za leti 2008 in 2009.*

**Slika 6.2: Prispevki komponent k inflaciji**




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

**Slika 6.3: HICP in osnovna inflacija**




*Vir: Eurostat, projekcije Banka Slovenije.*

bo zato ključno, kako bo potekala ponovna vzpostavitev cenovne stabilnosti in drugih makroekonomskih ravnotežij, da ne bo konkurenčnost slovenskega gospodarstva preveč okrnjena.

**Skladno z gibanji v domačem makroekonomskem okolju naj bi se počasi umirjala osnovna inflacija.** Kazalniki osnovne inflacije kažejo, da naj bi se ta do konca obdobja projekcij ponovno znižala na raven med 2,5 in 3%. Medletna rast HICP brez cen energentov, hrane, alkohola in tobaka je najverjetneje že dosegla vrh aprila, ko je znašala 4,4%, do avgusta pa se je znižala za 0,7 odstotne točke na 3,7%. Povprečna letna rast tega indeksa naj bi tako letos znašala okrog 3,8%, v prihodnjih dveh letih pa naj bi se postopno znižala na 3,2% v letu 2009 in 2,6% v letu 2010, skladno s procesi doseganja cenovne stabilnosti.

**Gibanja v mednarodnem okolju naj ne bi povzročala dodatnih inflacijskih pritiskov v obdobju projekcij.** Cene nafte naj bi se stabilizirale na ravni okrog 120 USD za sod, umirila pa naj bi se tudi rast cen drugih primarnih surovin, predvsem cen nepredelane hrane. Inflacija v evroobmočju naj bi se letos zvišala predvsem zaradi ponudbenih šokov oziroma visokih cen surovin, v prihodnjih dveh letih pa naj bi sledila ponovna umiritev na ravni nekaj nad 2%. Le malenkost višja naj bi bila v obdobju projekcij rast cen industrijskih proizvodov v Nemčiji, potem ko je bila v zadnjih letih veliko višja. Vplivi na inflacijo iz zunanjega okolja naj bi bili omejevalni tudi zato, ker se je v primerjavi s preteklimi leti zmanjšalo tuje povpraševanje.

**Skladno z agregatnim indeksom so rasti večine indeksov posameznih censkih skupin prav tako popravljene navzgor.** Popravek ocen za letošnje leto je večinoma posledica uresničitve nekaterih tveganj, predvsem pri cenah energentov, ter višje rasti agregatnega povpraševanja in stroškov dela od pričakovanih. Za dobre štiri odstotne točke je tako navzgor popravljena ocena povprečne letne rasti cen energentov, ki naj bi letos znašala nekaj nad 12%, v letu 2009 naj bi se znižala na okoli 3% in v letu 2010 na blizu 2%. Precejšen padec rasti v prihodnjem letu je predvsem posledica baznega učinka, saj je pričakovana prihodnja tekoča rast cen energentov bistveno nižja od letošnje. V primerjavi s predhodnimi projekcijami je v tokratnih upoštevana tudi nekoliko višja ocena rasti cen električne energije. V obdobju do konca leta 2009 so v polletnih razmikih tako predpostavljena tri večja povišanja cen električne energije, vsako za okrog 10%. Nekoliko sta navzgor popravljeni tudi projekciji rasti cen industrijskega blaga brez hrane za letos in storitev v prihodnjem letu. Popravki so predvsem posledica višje rasti

agregatnega povpraševanja ter doseženih dogovorov in realizacije glede rasti stroškov dela, ki predstavljata trenutno tudi največje tveganje iz domačega okolja za ponovno vzpostavitev cenovne stabilnosti. V primerjavi s temi podskupinami je bila rast cen hrane v tem in v prihodnjem letu popravljena navzdol. Na eni strani se že od začetka leta postopno umirja medletna rast cen nepredelane hrane na svetovnem trgu, prav tako se na drugi strani umirja domača rast cen predelane hrane, skladno z napovedmi trgovcev z živili. Predvsem zadnje pomeni dodatno tveganje, če taka cenovna politika trgovcev ne izraža tržnih razmer. V tem primeru bi bili lahko že v zadnjem četrtletju letos ponovno priča večjim enkratnim dvigom cen prehrambenih proizvodov, ki bi posledice pričakovanega umirjanja gospodarstva še poglobili.

**Po hitri rasti nadzorovanih cen v letošnjem letu naj bi se rast nadzorovanih cen v prihodnjih dveh letih upočasnila in zaostajala za rastjo prostih cen.** Hitrejša rast nadzorovanih cen bo letos verjetno predvsem posledica vpliva močne rasti cen energentov s konca lanskega in začetka letošnjega leta. Projekcija rasti cen energentov je skladna s predpostavkama o gibanju cen nafte na svetovnih trgih in tečajem ameriškega dolarja do evra, ki se v obdobju projekcij ne spreminjata bistveno glede na izhodiščne ravni. Tekoča rast cen energentov ostaja zato v obdobju projekcij nizka, posledično znižuje medletno rast cen energentov in tudi nadzorovanih cen. Rast drugih nadzorovanih cen naj bi bila skladna z rastjo prostih cen, kot predvideva Načrt uravnavanja reguliranih cen za leti 2008 in 2009.[14] Načrt pravi, da naj bi bilo neposrednih učinkov sprememb cen, ki so neposredno pod nadzorom vlade, na inflacijo letos bistveno manj kot v preteklih letih. Za letos se pričakuje vpliv v višini okrog 0,05 odstotne točke, za prihodnje leto pa le še petino letošnjega. Prav tako je bila večina potrebnih prilagajanj in usklajevanj trošarin z evropskimi direktivami že izvedena. Tako je letos učinek lanskoletnega dviga trošarin na tobačne izdelke medletno inflacijo julija znižal za 0,3 odstotne točke.

**Projekcije gospodarskih gibanj in inflacije še naprej spremljajo precejšnje negotovosti**. Negotovosti so povezane predvsem z gibanjem cen surovin ter razsežnostjo finančnih nestanovitnosti in njihovih posledic na gospodarsko rast doma in v tujini. Dosežena visoka raven cen surovin kaže, da so spremembe cen surovin tudi posledica strukturnih dejavnikov, ki navadno dolgoročneje vplivajo na cene in jih je izjemno težko predvideti. Razsežnost nestanovitnosti na finančnih trgih se strukturno poglablja in bi lahko močno vplivala na gospodarska gibanja v mednarodnem okolju. ECB in Evropska komisija sta zaradi neugodnih razmer septembra že znižali napovedi gospodarske rasti evroobmočja. Upadanje kazalnikov zaupanja in neugodna gibanja na nepremičninskih trgih v ZDA in nekaterih evropskih državah kažejo, da bi bila lahko gospodarska aktivnost v svetu in nekaterih trgovinskih partnericah Slovenije nižja od pričakovane že v letu 2008.

**Med domačimi dejavniki prinašajo največjo negotovost investicije.** Rast investicij se je po postopnem upadanju v lanskem letu v prvem četrtletju 2008 spet močno povišala, zato se postavlja vprašanje, kako dolgo še lahko traja močan investicijski cikel in kako občuten bo padec rasti investicij, ko se bo ta cikel končal. To vprašanje se zastavlja še zlasti glede investicijske aktivnosti, vezane na državne projekte, predvsem DARS-a, v prihodnje pa verjetno tudi na gradnjo železniške infrastrukture. Struktura investicij je z vidika prihodnje gospodarske rasti precej neugodna, saj njihova rast izvira predvsem iz gradbene dejavnosti, medtem ko se rast investicij v opremo, ki s povečevanjem ponudbenega potenciala prispeva k trajnejši rasti, umirja. Tudi izredno visoka rast zaposlenosti v gradbeništvu je večinoma ciklična, kar pomeni, da lahko hitri rasti zaposlovanja v tem sektorju sledi prav tako hitro zmanjševanje.

**Zaradi negotovosti, povezanih z uresničitvijo predpostavk, so pripravljeni tudi alternativni scenariji projekcij in simulacije, ki kažejo možna odstopanja od**

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

**osnovnega scenarija.** Alternativni scenariji projekcij temeljijo na spremenjenih predpostavkah, ki jih kaže tabela 6.3. S primerjavo scenarijev je mogoče oceniti vpliv odstopanja predpostavk na projekcije.

**V obdobju projekcij prevladujejo tveganja na strani upočasnjevanja gospodarske aktivnosti in naraščanja inflacije.** Kot v predhodnem Poročilu o cenovni stabilnosti na strani zunanjih dejavnikov tudi tokrat prevladujejo tveganja, povezana s cenami surovin ter z dogajanji na finančnih trgih in globalno aktivnostjo, ki so se septembra še poglobila. Med domačimi dejavniki izstopata predvsem tveganji višje rasti plač in njihovega prenosa v cene ter manjšega investicijskega povpraševanja.

**Napetosti na svetovnih finančnih trgih, visoke cene surovin in posledično upočasnjevanje gospodarske aktivnosti v mednarodnem okolju predstavljajo osrednje, navzdol usmerjeno tveganje za gospodarsko rast**. Omejena likvidnost ter razpoložljivost kreditov in zaostreni pogoji financiranja pomenijo tveganje, da se bo rast potrošnje in investicij v tujini in tudi doma znižala bolj od pričakovanj. Dodatno lahko na umirjanje konjunkture v tujini vplivajo tudi še naprej visoke cene surovin, ki so tudi v večini najpomembnejših trgovinskih partneric prispevale k poslabšanju kazalnikov zaupanja. Osnovni scenarij

**Tabela 6.3 Modelske simulacije nekaterih makroekonomskih šokov**

| | Simulacija | Šok – sprememba |
|---|---|---|
| | **a) Tuje okolje** | |
| 1. | Cena nafte | višja od cene v napovedih za 10 USD/sod |
| 2. | Cena primarnih surovin | višja od ravni cen v napovedih za 10% |
| 3. | Povpraševanje iz tujine | nižje od rasti v napovedih za 1 o. t. |
| | **b) Domače okolje** | |
| 4. | Rast plač | višja od rasti plač v napovedih za 1 o. t. |
| 5. | Trošenje gospodinjstev | višje od rasti trošenja v napovedih za 1 o. t. |
| 6. | Investicije | nižje od rasti investicij v napovedih za 1 o. t. |
| 7. | Trošenje države | višje od rasti trošenja v napovedih za 1 o. t. |
| 8. | Rast nadzorovanih cen | višja od rasti prostih cen iz napovedi za 1 o. t. |

| | Simulacija | BDP | | | Inflacija | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2008 | 2009 | 2010 | 2008 | 2009 | 2010 |
| **Projekcije – osnovni scenarij** | | 4,5 | 3,5 | 4,1 | 6,1 | 3,5 | 2,8 |
| **Odzivnost projekcij na šoke:** | | *odstopanja v odstotnih točkah od osnovnega scenarija* | | | | | |
| | **a) Tuje okolje** | | | | | | |
| 1. | Nafta | 0,0 | -0,1 | -0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,1 |
| 2. | Primarne surovine | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,2 | 0,1 |
| 3. | Tuje povpraševanje | -0,1 | -0,3 | -0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,0 |
| | **b) Domače okolje** | | | | | | |
| 4. | Plače | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,4 | 0,5 |
| 5. | Trošenje gospodinjstev | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,1 | 0,3 | 0,4 |
| 6. | Investicije | -0,2 | -0,4 | -0,5 | -0,1 | -0,2 | -0,2 |
| 7. | Trošenje države | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,2 | 0,2 |
| 8. | Nadzorovane cene | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,2 |

*Opombe: Medletna rast v %. Simulacije so bile opravljene s pomočjo modela, ki ga Banka Slovenije uporablja pri napovedih. Pri posameznih simulacijah (1,2,3,7) so spremenjene eksogene spremenljivke, pri drugih simulacijah (4,5,6,8) pa so vrednostim spremenljivk iz osnovnega scenarija dodane spremembe, ki definirajo samo simulacijo. Vse ostale predpostavke v izvedenih simulacijah so enake tistim iz osnovnega scenarija. Obdobje trajnih šokov je od tretjega četrtletja 2008 do zadnjega četrtletja 2010.*
*Vir: SURS, Banka Slovenije; preračuni Banka Slovenije.*

predpostavlja, da bo slabšanje gospodarske aktivnosti v tujini imelo le prehoden vpliv: po začasni upočasnitvi v letu 2008 osnovni scenarij predpostavlja, da se bo rast tujega povpraševanja do konca obdobja projekcij postopno ponovno pospešila.

**Zaradi velikih negotovosti glede dogajanj v mednarodnem okolju je ocenjen tudi scenarij nižje rasti tujega povpraševanja, kar bi gospodarsko aktivnost v Sloveniji dodatno upočasnilo.** Alternativni scenarij, ki je predstavljen v tabeli 6.4, predpostavlja rast tujega povpraševanja, nižjo za pet odstotnih točk kot v osnovnem scenariju v prvem letu obdobja simulacije, kar ustreza obsegu zmanjšanja tujega povpraševanja v letu 2001. Če bi se tak scenarij uresničil, bi imel močan učinek na znižanje gospodarske rasti in zmanjšanje zaposlenosti v Sloveniji, to pa bi posledično vodilo tudi k nižanju inflacije. Rast gospodarske aktivnosti bi se ob takem šoku znižala za okoli 0,5 odstotne točke v letu 2008 ter za 1,5 odstotne točke v letih 2009 in 2010, medtem ko bi se inflacija znižala za 0,1 odstotne točke v letu 2009 in za 0,5 odstotne točke v letu 2010. Poleg nižje rasti izvoza bi se precej znižala tudi rast domačega povpraševanja, v tem pa predvsem rast investicij, ki bi se lahko po modelski oceni v obdobju med letoma 2008 in 2010 znižala v povprečju za več kot dve odstotni točki. Primanjkljaj tekočega računa bi se z odzivom izvoza v letih 2009 in 2010 kumulativno povečal za okoli eno odstotno točko BDP. Odziv domačih podjetij na ohlajanje povpraševanja v trgovinskih partnericah iz tujine bo odvisen predvsem od pripravljenosti podjetij na neugodna gibanja. Začasno lahko podjetja poslabšane gospodarske razmere premostijo z rezervami, ki so jih ustvarila z akumulacijo dobičkov v obdobju ugodne konjunkture. Vendar pa bodo podjetja ob dolgoročnejšem zmanjšanju proizvodnje dodatno prisiljena obvladovati stroške, kar bi lahko ob visoki rasti plač, dogovorjeni za letos in naslednje leto, povzročilo zmanjšanje zaposlenosti.

**Tveganja za gospodarsko rast, ki izhajajo iz domačega okolja, so bolj uravnotežena.** Po eni strani lahko višja rast plač od pričakovane in (realno) nizke obrestne mere (kot posledica višje inflacije glede na evroobmočje) spodbudijo rast zasebne potrošnje, ki bi bila višja od predvidene v osnovnem scenariju. Vendar hkrati obstaja možnost, da bo na potrošnjo – podobno, kot se to dogaja v nekaterih drugih državah – vplivalo zaostrovanje pogojev financiranja, umirjanje na trgu nepremičnin in vrednostnih papirjev ter visoke cene surovin, ki načelno zmanjšujejo realni razpoložljivi dohodek in zaupanje potrošni-

**Tabela 6.4 Alternativni scenarij projekcij: manjša gospodarska aktivnost v tujini**

| | Scenarij manjše gospodarske rasti v tujini | | | Odstopanja od osnovnega scenarija | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2008 | 2009 | 2010 |
| | medletne stopnje rasti v % | | | v odstotnih točkah | | |
| BDP | **4.1** | **2.1** | **2.6** | -0.4 | -1.4 | -1.5 |
| Zaposlenost | **1.8** | **-0.4** | **-0.3** | -0.3 | -0.7 | -0.8 |
| Neto plače | **8.5** | **6.9** | **5.7** | 0.0 | -0.1 | -0.4 |
| Bruto plače | **8.7** | **7.0** | **5.8** | 0.0 | -0.1 | -0.4 |
| Domače povpraševanje | **4.2** | **2.4** | **3.2** | -0.8 | -0.9 | -0.8 |
| Gospodinjstva | **3.2** | **3.0** | **2.8** | -0.1 | -0.4 | -0.6 |
| Investicije | **6.5** | **1.7** | **4.3** | -2.6 | -2.3 | -1.7 |
| Izvoz | **4.9** | **4.2** | **4.1** | -2.3 | -3.2 | -4.2 |
| Uvoz | **5.0** | **4.5** | **4.6** | -2.7 | -2.6 | -3.5 |
| Tekoči račun (% BDP) | **-6.0** | **-6.7** | **-6.4** | 0.3 | -0.5 | -0.6 |
| HICP | **6.1** | **3.4** | **2.3** | 0.0 | -0.1 | -0.5 |

*Opomba: Scenarij prepostavlja, da bo rast gospodarske aktivnosti v tujini v drugi polovici 2008 in prvi polovici 2009 za 5 odstotnih točk nižja od tiste v osnovnem scenariju.*
*Vir: Banka Slovenije.*

kov. Prav tako obstaja tveganje, da bo rast investicij po dvoletnem obdobju izjemno hitrega naraščanja nižja od osnovnega scenarija projekcij, in sicer kot posledica manj ugodnega povpraševanja iz tujine, oteženega dostopa do virov financiranja, poslabšanja konkurenčnega položaja in krčenja podjetniških dobičkov.

**Gibanje cen nafte in drugih primarnih surovin ter njihov prenos v domače cene in srednjeročna inflacijska pričakovanja predstavlja osrednje tveganje za inflacijo, ki izhajajo iz tujine.** Če se bo visoka rast cen surovin nadaljevala, bo inflacija višja od predvidene. Poleg tega ni jasno, koliko so se pretekla povišanja surovin na svetovnih trgih dejansko izrazila v domači inflaciji. Poleg neposrednih učinkov pri prenosu v domače cene delujejo tudi posredni učinki (ko se povišanja cen vgradijo v vhodne cene v produkcijski verigi) in sekundarni učinki (ko se povišanja cen prenesejo v povišanje plač). Tovrstno tveganje je še toliko večje v razmerah močnega domačega povpraševanja, ki omogoča prenos zunanjih šokov v domače cene v večjem obsegu, s čimer uspejo podjetja ohranjati profitne marže. Poleg cen na svetovnih trgih vpliva na domače cene uvoženih surovin tudi gibanje tečajev valut, pri čemer lahko zmanjševanje vrednosti evra še dodatno poveča inflacijske pritiske. Tveganja za inflacijo izvirajo tudi iz gibanja cene električne energije in drugih energentov, kot je na primer zemeljski plin. Pri obeh proizvodih njuni ponudniki ugotavljajo, da je zvišanje cen neizogibno. Zato je v osnovnem scenariju že vključeno postopno zvišanje cen električne energije v skupnem obsegu 60% v letih 2008 in 2009, medtem ko se predpostavka o ceni zemeljskega plina oblikuje na podlagi predpostavke o gibanju cen nafte. Glede na napovedi distributerjev električne energije in zemeljskega plina je zelo verjetno, da so predpostavke o takih stopnjah rasti cen prenizke.

**Poleti doseženi plačni dogovori pomenijo, da so se uresničila tveganja, na katera je Banka Slovenije opozarjala v predhodnih poročilih o cenovni stabilnosti, pri tem pa je negotovo, kako se bodo predvidene visoke rasti plač izrazile v domačih cenah.** V Sloveniji so se tako uresničili sekundarni učinki, saj dogovori predvidevajo (skoraj) popolno indeksacijo plač na splošno inflacijo, na kar sta opozarjali Banka Slovenije in tudi ECB. Osnovni scenarij projekcij pravi, da bodo podjetja predvideno povišanje plač v razmerah upočasnjene rasti produktivnosti delno sicer lahko nadomestila z znižanjem marž, zaradi česar se višja rast plač ne bi v celoti izrazila v višji inflaciji. Vendar pa je negotovo, koliko bodo podjetja dejansko sposobna in pripravljena visoko rast plač nadomestiti z znižanjem marž. Gibanje kazalnikov dobička kaže, da je bila v zadnjih letih rast dobička v Sloveniji podobna rasti dobička v evroobmočju (glej okvir 3.1). Obstaja pa tveganje, da bodo podjetja povišanje stroškov prenesla v cene v večjem obsegu od predvidenega, s čimer se bo povišala tudi domača inflacija. Po najbolj neugodnem scenariju bi sekundarni učinki vodili do nadaljevanja plačno-inflacijske spirale, kar bi lahko pomenilo, da bi se inflacija v Sloveniji ohranila na visoki ravni tudi v srednjeročnem obdobju. Modelske ocene kažejo, da bi lahko polna indeksacija plač na rast cen in proizvod na zaposlenega povzročila vztrajanje inflacije na ravni okoli 5% med letoma 2009 in 2010.

**Če bi bila gospodarska rast v Sloveniji ali tujini šibkejša od pričakovane, bi se zniževanje inflacije lahko pospešilo.** Zaradi nižje gospodarske rasti, ki bi bila spodbujena z dodatno umiritvijo konjunkture doma ali v tujini, bi se lahko pospešeno znižala rast cen. Ocene, sicer nepopolne, kazalnikov proizvodne vrzeli kažejo, da agregatno povpraševanje v Sloveniji presega ponudbeni potencial za okoli od 1 do 2% (glej okvir 1.1). V osnovnem scenariju je predvideno postopno zapiranje pozitivne proizvodne vrzeli do konca obdobja projekcij, saj naj bi bila rast BDP v letih 2009 in 2010 nižja od trenutno ocenjene rasti ponudbenega potenciala. Če bi se rast povpraševanja iz tujine ali rast posameznih postavk domačega trošenja umirila za dodatno odstotno točko, bi se lahko inflacija dodatno zniževala v območju med 0,1 in 0,3 odstotne točke na leto.

**Tudi gibanja postavk v bilancah javnega sektorja so trenutno izpostavljena velikim tveganjem**. Predvideno

poslabšanje makroekonomskih razmer in zmanjšanje zaposlenosti pomenita po eni strani večjo obremenitev proračuna, predvsem zaradi povišanja socialnih transferjev, po drugi strani pa zmanjšanje prihodkov na račun posrednih in neposrednih davkov (DDV, davek na dobiček, davki na plače). Pri vplivu na socialne transferje bo ključno, kako se bodo podjetja prilagodila poslabšanju konjunkture – z znižanjem plač, dobičkov ali zaposlenosti – ter koliko se bo zaposlenost zmanjšala na račun odpuščanja tujcev, kar bi manj vplivalo na proračunske izdatke.

**Projekcije so podvržene tudi negotovostim zaradi revizij podatkov iz nacionalnih računov.** Statistični urad RS je hkrati z objavo podatkov nacionalnih računov za drugo četrtletje 2008 objavil tudi ponovno revidirane letne podatke za obdobje med letoma 2000 in 2007, čemur pa skladno z običajno prakso za zdaj ni prilagodil četrtletnih podatkov. Izdelava projekcij je ob tako občutnih revizijah BDP in nekaterih njegovih sestavinah še zlasti otežena, saj otežuje razlago gospodarskih gibanj. Revidirani oziroma usklajeni četrtletni podatki bodo predvidoma na razpolago do objave naslednjega Poročila o cenovni stabilnosti, tj. do spomladi naslednjega leta.

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

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

Napovedi gospodarske aktivnosti za leto 2008 so v primerjavi s predhodnim krogom tokrat po navadi popravljene nekoliko navzgor, pri čemer se institucije še vedno strinjajo, da bo dosežena rast znašala od 4 do 5%. Za leto 2009 večina institucij napoveduje relativno močno umirjanje gospodarske aktivnosti.

Skoraj vse institucije napovedujejo povečevanje primanjkljaja tekočega računa v obeh letih, podobno kot v zadnjem krogu napovedi pa prevladuje mnenje, da bo primanjkljaj tekočega računa leta 2009 v primerjavi z letošnjim nekoliko manjši.

Tudi pri inflaciji so v tokratni primerjavi vse institucije zvišale napovedi za obe leti v primerjavi s prejšnjim krogom, ocene pa nakazujejo, da bo inflacija v letu 2008 blizu ravni 6%, za leto 2009 pa vse institucije ocenjujejo, da se bo inflacija v primerjavi z letošnjo bistveno znižala, vendar pa naj bi kljub temu ostala na razmeroma visoki ravni med 3,5 in 4,5%.

**Tabela: Primerjava napovedi za Slovenijo in razlike s predhodnimi napovedmi**

| | Objava nove/prejšnje napovedi | BDP letna rast v % | | | | Inflacija povprečje leta v % | | | | Tekoči račun delež v BDP v % | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2008 | | 2009 | | 2008 | | 2009 | | 2008 | | 2009 | |
| | | **nova** | Δ | **nova** | Δ | **nova** | Δ | **nova** | Δ | **nova** | Δ | **nova** | Δ |
| **Banka Slovenije** | okt. 08/apr. 08 | **4,5** | 0,3 | **3,5** | -0,4 | **6,1** | 0,5 | **3,5** | 0,0 | **-6,3** | -0,2 | **-6,2** | -0,7 |
| **EIPF** | sep. 08/mar. 08 | **5,0** | 0,5 | **4,4** | -0,1 | **6,1** | 1,0 | **4,6** | 2,4 | **-7,1** | -2,4 | **-4,6** | -1,6 |
| **UMAR** | okt. 08/apr. 08 | **4,8** | 0,4 | **3,1** | -1,0 | **6,2** | 1,0 | **3,9** | 0,7 | **-5,8** | -1,2 | **-4,7** | -1,9 |
| **Consensus Forecasts** | sep. 08/mar. 08 | **4,7** | 0,0 | **4,2** | -0,2 | **6,1** | 1,6 | **4,2** | 0,9 | **-5,2** | -2,2 | **-4,3** | -1,7 |
| **UniCredit** | sep. 08/maj 08 | **4,4** | 0,3 | **4,2** | 0,2 | **6.4*** | 1,6 | **4.6*** | 1,8 | **-5,1** | -0,4 | **-5,0** | -0,2 |

*Δ: razlika med tokratnimi in predhodnimi projekcijami.*
** konec obdobja.*
*Vir: Banka Slovenije, EIPF, UMAR, Consensus Economic Forecasts, Unicredit Group CEE Research Network; preračuni Banka Slovenije.*