BANKA SLOVENIJE

POROČILO O DENARNI POLITIKI

MAJ 2006

Izdala:

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

Publikacija temelji na podatkih in informacijah dostopnih do konca marca 2006 razen, kjer je navedeno drugače.

This publication is also available in English.

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

Pregled vsebine:

1 POVZETEK IN STALIŠČA SVETA BANKE SLOVENIJE 5

2 GOSPODARSKA GIBANJA IN INFLACIJA 7

2.1 Makroekonomska gibanja 7

2.2 Dejavniki inflacije 16

3 DENARNA POLITIKA 23

3.1 Denarna politika in makroekonomska gibanja 23

3.2 Instrumenti denarne politike v ERM II 27

3.3 Izvajanje strukturnih prilagoditev za lažji prehod v evrosistem 29

4 PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ 33

4.1 Mednarodno okolje 33

4.2 Aktivnost, zaposlenost in plače 36

4.3 Komponente trošenja 37

4.4 Plačilna bilanca 39

4.5 Pogoji financiranja 41

4.6 Inflacija 44

4.7 Primerjava z napovedmi drugih institucij 47

5 EKONOMSKE POLITIKE V LUČI UVEDBE EVRA 50

5.1 Doseganje nominalne konvergence 50

5.2 Tveganja pri napovedih 55

5.3 Srednjeročne usmeritve makroekonomskih politik 57

Pregled tabel, slik in okvirjev:

Tabele:

Tabela 4.1: Predpostavke mednarodnega okolja ... 33
Tabela 4.2: Aktivnost, zaposlenost in plače ... 36
Tabela 4.3: Komponente trošenja ... 37
Tabela 4.4: Tekoči račun plačilne bilance ... 39
Tabela 4.5: Finančni tokovi s tujino ... 42
Tabela 4.6: Denarni sistem ... 44
Tabela 4.7: Inflacija ... 44
Tabela 4.8: Primerjava napovedi za Slovenijo in razlike glede na predhodne napovedi ... 47
Tabela 4.9: Izbor glavnih kazalnikov ... 49
Tabela 5.1: Inflacijska merila in indikatorji inflacijskih gibanj ... 51
Tabela 5.2: Odzivnost makroekonomskih spremenljivk na simulacije šokov ... 56

Slike:

Slika 2.1: Doseganje cenovne stabilnosti ... 7
Slika 2.2: Gospodarska rast evroobmočja in tekoče projekcije Evropske komisije ... 8
Slika 2.3: Cene nafte, primarnih surovin ter gibanje tečaja EUR/USD ... 9
Slika 2.4: Rast BDP po četrtletjih ... 10
Slika 2.5: Komponente trošenja BDP po četrtletjih ... 10
Slika 2.6: Gibanje brezposelnosti ... 12
Slika 2.7: Skupna in osnovna inflacija ... 16
Slika 2.8: Gibanje proizvodne vrzeli med leti 1995 in 2005 ... 17
Slika 2.9: Prispevki posameznih skupin cen k skupni inflaciji ... 19
Slika 2.10: Struktura inflacije v 2005 ... 20
Slika 2.11: Gibanje cen hrane v zadnjih petih letih ... 21
Slika 2.12: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih ... 21
Slika 2.13: Primerjava cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih ... 22
Slika 3.1: Obrestne mere Banke Slovenije ... 23
Slika 3.2: Devizni trg in plačilnobilančni tokovi ... 24
Slika 3.3: Evroizacija naložb in obveznosti bank ... 25
Slika 3.4: Preusmeritev gospodarstva od tujih k domačim virom financiranja ... 26
Slika 3.5: Medletna rast denarnih agregatov ... 27
Slika 3.6: Tržni devizni tečaji in odstopanja od centralnega tečaja ... 28
Slika 3.7: Presežna ponudba/povpraševanje na trgih tujega denarja ... 28
Slika 3.8: Povečevanje tolarskih BZ kot posledica zmanjševanja BZ v tujem denarju ... 30
Slika 4.1: Poslovne tendence v tujini ... 34
Slika 4.2: CPI v evroobmočju in PPI v Nemčiji ... 35
Slika 4.3: Projekcije BDP ... 36
Slika 4.4: Projekcija prispevkov komponent trošenja ... 38
Slika 4.5: Projekcije tekočega računa ... 40
Slika 4.6: Projekcije inflacije ... 45
Slika 5.1: Kriterij proračunskega stanja države ... 52
Slika 5.2: Gibanje deviznega tečaja znotraj spodnje in zgornje meje kriterija ... 54
Slika 5.3: Kriterij dolgoročnih obrestnih mer ... 55

Okvirji:

Okvir 2.1: Investicije v 2005 ... 11
Okvir 2.2: Stroški dela v 2005 ... 12
Okvir 2.3: Oblikovanje varčevalno-investicijske vrzeli v letu 2005 ... 14
Okvir 2.4: Oblikovanje cen naftnih derivatov in vpliv politike trošarin na inflacijo ... 18
Okvir 3.1: Kronološki pregled ukrepov Banke Slovenije od vstopa v ERM II ... 31
Okvir 4.1: Vpliv uvedbe evra na inflacijo ... 46
Okvir 5.1: Kratkoročna in srednjeročna tveganja javnega financiranja ... 53
Okvir 5.2: Politika nadzorovanih cen v luči obvladovanja stroškov podjetij ... 58
Okvir 5.3: Izjava ERM II odbora ob vstopu Slovenije v ERM II ... 62

1 POVZETEK IN STALIŠČA SVETA BANKE SLOVENIJE

Slovenija je ob koncu leta 2005 izpolnila konvergenčno merilo cenovne stabilnosti, trendno znižanje inflacije pa je bilo doseženo ob ohranitvi glavnih makroekonomskih ravnovesij. Osrednjo vlogo pri vzpostavitvi in vzdrževanju dezinflacijskega trenda sta odigrali zmerno restriktivna denarna politika Banke Slovenije in dobra koordinacija denarne s fiskalno in ostalimi makroekonomskimi politikami. Tudi po vstopu v ERM II Banka Slovenije zadržuje, ob omejitvah, ki so vezane na zagotavljanje stabilnosti deviznega tečaja, svoje obrestne mere na ustrezni ravni in s tem omejuje možnosti za presežno agregatno povpraševanje in posledičnih pritiskov na inflacijo. V letošnjem letu je Banka Slovenije skladno s pričakovanji trgov glede uvedbe evra ob začetku leta 2007 prilagodila obrestne mere v smeri ravni obrestnih mer Evropske centralne banke.

Znižanje inflacije v letu 2005 na 2,5% je bilo doseženo v kontekstu ugodnega makroekonomskega okolja v Sloveniji. Dosežena gospodarska rast je znašala 3,9%, kar sovpada z ravnovesnim povečevanjem ponudbenih zmogljivosti gospodarstva. Tudi rast trošenja gospodinjstev, kljub pospešeni dinamiki zadolževanja, še vedno zaostaja za rastjo BDP. Rast stroškov dela v primerjavi z rastjo produktivnosti že dalj časa ostaja zmerna, kar omejuje možnost pojava stroškovnih inflacijskih pritiskov, obenem pa stimulativno deluje na povečevanje zaposlenosti in ohranjanje cenovne konkurenčnosti realnega sektorja. Ob usklajenem izvajanju širšega nabora ekonomskih politik so bili v lanskem letu viri inflacije predvsem na strani ponudbe. Tako je hitra rast cen primarnih surovin in naftnih derivatov na mednarodnih blagovnih borzah znatno prispevala k stopnji inflacije, medtem ko je osnovna inflacija znašala zgolj 0,8%. Nizka raven osnovne inflacije je tudi posledica nekaterih mikroekonomskih in strukturnih dejavnikov, povezanih s konkurenco na mednarodnih trgih, ki so zniževali rast cen prehrambenih proizvodov, obleke in obutve ter rabljenih avtomobilov.

Za obdobje 2006-2008 ostajajo pričakovana makroekonomska gibanja v Sloveniji ugodna. Po napovedih Banke Slovenije se bo gospodarska rast v naslednjih letih gibala okoli ravni, skladne z razpoložljivimi ocenami rasti potencialnega BDP. V letošnjem in prihodnjem letu naj bi gospodarska rast tako znašala 4,2%, v letu 2008 pa naj bi dosegla 3,9%. V strukturi gospodarske rasti pričakujemo premik k nekoliko višji rasti domačega povpraševanja na račun manjšega, vendar še pozitivnega, prispevka menjave s tujino. Ob tem bo rast zasebne potrošnje tudi v prihodnje zaostajala za pričakovano gospodarsko rastjo, kar je predvsem posledica nadaljevanja trenda zmerne rasti razpoložljivega dohodka. Investicijska aktivnost naj bi se po nizki ravni v lanskem letu ponovno povišala nad rastjo BDP, zlasti zaradi investicijske porabe države za izgradnjo cestne infrastrukture ter pospešene dinamike investiranja v stanovanjske zgradbe. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance bi se v prihodnjih letih lahko nekoliko povečal zaradi poslabšanih pogojev menjave, ki jih je pripisati rasti cen primarnih surovin in nafte. Tovrstne negativne učinke bo deloma ublažila relativno močna dinamika realnega izvoza, tako da bi se v časovnem horizontu teh napovedi saldo tekočega računa lahko ustalil na ravni okoli -2% BDP.

Makroekonomske projekcije v naslednjem srednjeročnem obdobju, v kolikor se ne bi pomembno spremenile nekatere temeljne predpostavke, ne izkazujejo večjih tveganj za vzdržnost cenovne stabilnosti. Kljub pospešeni dinamiki cen naftnih derivatov na mednarodnih trgih so bile stopnje inflacije, ob nekaterih sezonskih vplivih, v začetku leta relativno umirjene. Ob pričakovanem gibanju dejavnikov inflacije naj bi rast cen življenjskih potrebščin v letošnjem letu dosegla 2,2%. Na srednji rok nakazujejo projekcije inflacije na nekoliko hitrejšo dinamiko prostih cen. Projekcija skupne inflacije tako dosega v letu 2008 2,6%, ob predpostavki stabilnih cen energentov. Med dejavniki makroekonomskega okolja napoved umirjenih cenovnih gibanj v prihodnjem triletnem obdobju temelji na pričakovani nadaljnji zmerni rasti stroškov dela in relativno uravnoteženi rasti agregatne ponudbe in povpraševanja. Kljub občutnemu neposrednemu vplivu zviševanja cen energentov na inflacijo v Sloveniji, cenovna stabilnost ni ogrožena, na kar nakazujeta nizka dinamika osnovne inflacije in odsotnost prenosa višjih cen energentov v ostale

cene.

Ugodne projekcije gospodarskih gibanj so kratkoročno in srednjeročno izpostavljene nekaterim makroekonomskim tveganjem. V mednarodnem okolju se nadaljuje hitra rast cen primarnih surovin, ki lahko preseže trenutna pričakovanja, upoštevana v napovedih. Še posebej izstopa v zadnjem času močno pospešena rast cen naftnih derivatov. Vztrajanje cen naftnih derivatov na trenutni ravni okoli 75USD/sod, bi inflacijo lahko kratkoročno povišalo za okoli odstotno točko glede na osnovno napoved. Medtem ko poviševanje cen naftnih derivatov pomeni najpomembnejše kratkoročno tveganje, na srednji rok največjo previdnost nosilcev ekonomskih politik terja možnost nastopa presežnega trošenja in pregrevanja gospodarstva. Le-to bi utegnilo dodatno spodbuditi rast plač, ki ne bi temeljila na ustreznem povečanju produktivnosti. Skupni učinki teh dejavnikov bi lahko sprožili nov inflacijski cikel ter posledično poslabšali cenovno konkurenčnost slovenskega gospodarstva in upočasnili gospodarsko rast.

Od vstopa v ERM II je okvir za vodenje makroekonomskih politik opredeljen s Programom vstopa v ERM II in prevzema evra, ki sta ga sprejeli Banka Slovenije in Vlada RS (Program), ter z zavezami, danimi evropskim partnerjem v izjavi ob vstopu v ERM II. V primeru realizacije srednjeročnega tveganja pregrevanja gospodarstva je v tem okviru predviden odziv fiskalne politike z ustrezno mero restriktivnosti. Progam predvideva tudi ohranitev ustrezne politike nadzorovanih cen. Nadzorovane cene tako ne bi smele neupravičeno prehitevati rasti prostih cen in tako, zaradi možnosti izkoriščanja monopolnih položajev, omogočati odlašanje z odpravljanjem notranjih neučinkovitosti v poslovanju. Ohlapna politika nadzorovanih cen ima lahko znatne demonstracijske učinke tudi na ostale sektorje v gospodarstvu. V skladu s Programom so socialni partnerji zavezani k zagotavljanju, da poviševanje plač in ostalih stroškov dela srednjeročno ne bo presegalo rasti produktivnosti, s čimer se bodo lahko ohranili pozitivni trendi povečevanja zaposlenosti. Zaradi naraščajočih strukturnih neskladij na trgu dela je smiselno povečevati prožnost trga dela in ukrepati v smeri usposabljanja delovne sile glede na potrebe v podjetjih in panogah v vzponu. Pospešiti bi se morale tudi prilagoditve na trgih proizvodov in storitev, ki morajo biti usmerjene k zagotavljanju konkurence in prispevati k večji prilagodljivosti v primeru nastanka asimetričnih šokov v domačem gospodarstvu.

Prihajajoče obdobje prinaša dodatne izzive za fiskalno politiko. Le-ta mora zagotoviti stabilnost javnofinančnega financiranja, ki bo temeljila na jasno začrtani strategiji davčnega sistema in izogibanju uporabe enkratnih ukrepov. Glede na ugodno gospodarsko konjunkturo je izrednega pomena pospeševanje javnofinančne konsolidacije, s čimer bi bila zagotovljena zadostna varnostna rezerva v javnofinančnem saldu za spoštovanje pravil javnofinančne discipline Pakta o stabilnosti in rasti. Hkrati pa bi bil ustvarjen ustrezen manevrski prostor za izvajanje proticiklične fiskalne politike v skladu s Programom. Ključnega pomena bo tudi usmerjanje pričakovanih prihodkov iz naslova sredstev EU skladov k nadaljnjemu povečevanju proizvodnih zmogljivosti gospodarstva in ne, posredno ali neposredno, v kratkoročno trošenje države. Zaradi neugodnih dolgoročnih učinkov staranja prebivalstva bo potrebno zagotoviti tudi določene uskladitve financiranja in obremenitve pokojninske ter zdravstvene blagajne in tako zagotoviti dolgoročno vzdržnost javnih financ.

* * *

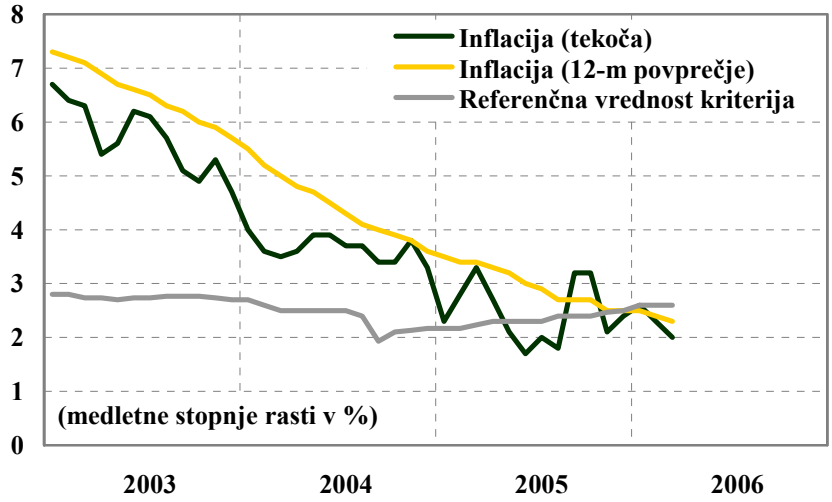
Svet Banke Slovenije ocenjuje, da bo vodenje ekonomskih politik v prihodnjem srednjeročnem obdobju ključno za vzpostavljanje verodostojnosti okvirja za vodenje makroekonomskih politik v okolju denarne unije, sprejetega v Programu. Izpolnjevanje konvergenčnih meril, ugodne napovedi in pozitivna pričakovanja s strani evropskih institucij sicer kažejo na pripravljenost Slovenije za uvedbo evra. Kljub temu pa je v letu 2007 prisotna zgoščenost nekaterih dejavnikov, ki predstavljajo kratkoročna tveganja za napovedano zmerno stopnjo inflacije. Sama uvedba evra predvidoma ne bo imela opaznega vpliva na cene, je pa potrebno izpostaviti možne censke učinke dviga stopenj davka na dodano vrednost, do 0,7 odstotne točke, censke učinke prilagajanja trošarin, kažejo pa se tudi znaki popuščanja pri politiki nadzorovanih cen, zlasti v sektorju energetike. Vsa ta tveganja so pod neposrednim nadzorom ekonomskih politik, zato bi njihovo udejanjenje zmanjšalo verodostojnost ekonomskih politik. Hkrati bi to lahko dodatno ogrozilo cenovno stabilnost s prenosom na rast ostalih cen ali stroškov dela, še posebno v kontekstu tveganja za inflacijo s stani presežne rasti agregatnega povpraševanja in rastočih cen naftnih derivatov. Obdobje uvedbe evra zato predstavlja pomembno nadgradnjo za makroekonomsko politiko, ki bo tudi v prihodnjem obdobju neprestano izpostavljena dokazovanju svoje sposobnosti obvladovanja makroekonomskih tveganj. V trenutnih razmerah slednje zahteva predvsem izrazitejšo konsolidacijo in večjo prožnost fiskalne politike. Če bodo odzivanja makroekonomske politike ustrezna, bodo dolgoročne koristi uvedbe evra zanesljive.

2 GOSPODARSKA GIBANJA IN INFLACIJA

V letu 2005 se je inflacija vzdržno znižala na raven kriterija cenovne stabilnosti

V letu 2005 dosežena stopnja cenovne stabilnosti zagotavlja izpolnjevanje pogojev za nadaljnjo ekonomsko in denarno integracijo z ostalimi državami članicami evroobmočja. Znižanje povprečne inflacije v letu 2005 na 2,5% je bilo doseženo ob usklajenem izvajanju širšega nabora ekonomskih politik in ob ugodnih gibanjih v ekonomskem okolju. Naravnanost denarne politike je zagotavljala ustrezno raven obrestnih mer, skladno z doseganjem stabilnosti deviznega tečaja. Nevtralni položaj fiskalne politike, ki je v pogojih izboljšanega cikličnega položaja gospodarstva uspela znižati javnofinančni primanjkljaj, ni povzročal dodatnega spodbujanja agregatnega povpraševanja, ki bi lahko delovalo inflacijsko. Zmerna inflacija nadzorovanih cen in deloma proticiklično prilagajanje trošarin na naftne derivate sta preprečevala stroškovno neupravičene censke premike in nekoliko zmanjševala volatilnost inflacijskih stopenj. Relativno umirjeno naraščanje stroškov dela je omogočalo podjetjem stabilno poslovanje in vzdrževanje konkurenčnosti v pogojih nespremenjenega deviznega tečaja. Censke pritiske iz mednarodnega okolja, predvsem rast cen naftnih derivatov, so poleg že omenjenih dejavnikov omejevali še nekateri mikroekonomski dejavniki na trgih prehrambenih proizvodov, obleke in obutve ter rabljenih avtomobilov.

Slika 2.1: Doseganje cenovne stabilnosti



Vir: SURS, Eurostat, preračun ARC.

2.1 Makroekonomska gibanja

Makroekonomska gibanja so večinoma skladna s pričakovanji

Razvoj gospodarskih gibanj je v zadnjih šestih mesecih potekal brez večjih pretresov in večinoma skladno s pričakovanji. Po začasnem predahu ob koncu lanskega leta se je v prvih mesecih letošnjega leta nadaljevalo povečevanje cen energentov, ki mu v vse večji meri sledijo tudi cene ostalih primarnih surovin. Gospodarska slika evroobmočja se očitno postopoma izboljšuje, inflacijska gibanja pa tudi po začetku zaostrovanja denarne politike Evropske centralne banke (ECB) ostajajo pod nadzorom. V Sloveniji ostajajo makroekonomska gibanja, ob rahlem cikličnem izboljšanju, skladna s pričakovanji, povečevanje agregatnega povpraševanja pa zaenkrat bistveno še ne odstopa od naraščanja potencialne ponudbe. Ugodna gibanja v menjavi s tujino kot posledica uspešnega

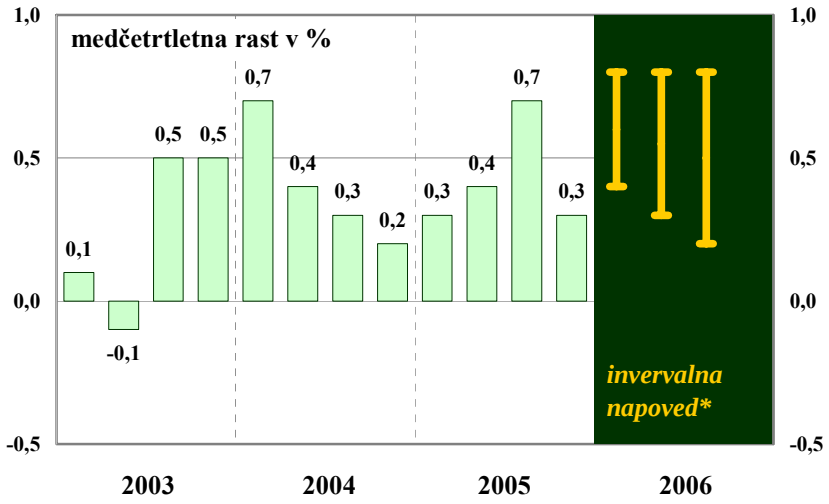
izkoriščanja tržnih niš na svetovnih trgih so bila v preteklem letu osrednje gonilo gospodarske rasti. Zaposlenost in plače so se gibale v skladu z ugodno konjunkturo, pri čemer so se nadaljevala raznolika gibanja komponent stroškov dela. Nekoliko skrb vzbujajoče postaja le povečevanje brezposelnosti, ki kaže na strukturna neskladja na trgu dela.

Mednarodno okolje

Nizka gospodarska rast v evroobmočju ob koncu lanskega leta in ugodni obeti za začetek letošnjega

V zadnjih dveh četrtletjih lanskega leta so bila gospodarska gibanja v evroobmočju precej raznolika, medtem ko sprotni indikatorji in napovedi za naprej ostajajo ugodni. Po visoki rasti v 3. četrtletju, ko se je BDP evroobmočja v primerjavi s predhodnim četrtletjem realno povečal za 0,7%, je bila gospodarska rast v zadnjem četrtletju nekoliko pod pričakovanji, saj je znašala zgolj 0,3%. Upočasnitev gospodarske aktivnosti je bila povezana z nekoliko nižjo rastjo potrošnje in negativnim prispevkom menjave s tujino. Na drugi strani ob ugodnih pogojih financiranja, visokih dobičkih podjetij in pričakovani rasti povpraševanja iz tujine ostaja investicijsko trošenje močno, kar nakazuje, da je zmanjšanje gospodarske konjunkture ob koncu lanskega leta najverjetneje zgolj začasno. To potrjujejo tudi podatki o sprotnih indikatorjih v začetku letošnjega leta in znaki izboljševanja položaja na trgu dela. Po zdajšnjih napovedih Evropske komisije naj bi gospodarska rast v prvem četrtletju letos znašala med 0,4% in 0,8% na četrtletni ravni. Pod vplivom ugodnih makroekonomskih gibanj v zadnjih nekaj mesecih je marca tudi ECB dvignila svoja pričakovanja o gospodarski rasti za letošnje leto, in sicer v primerjavi z lanskim septembrom z 1,3%-2,3% na 1,7%-2,5%.

Slika 2.2: Gospodarska rast evroobmočja in tekoče projekcije Evropske komisije



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

Na mednarodnih trgih se nadaljuje hitra rast cen surovin

Na mednarodnih blagovnih borzah se nadaljuje hitra rast cen energentov in ostalih primarnih surovin. Cene surove nafte so sicer ob koncu lanskega leta nekoliko upadle glede na visoko raven, doseženo po orkanih v Mehiškem zalivu ob koncu poletja. Zaradi nerešenega iranskega jedrskega vprašanja, nemirov v Nigeriji in nadaljevanja krepitve globalnega povpraševanja po nafti so se cene nafte v začetku letošnjega leta ponovno začele dvigovati, v sredini aprila pa dosegle rekordne ravni nad 70 USD za sod. Rast cen naftnih derivatov dodatno pospešujejo ozka grla v predelavi surove nafte, saj se je popravilo rafinerij, ki so bile ob pustošenju orkanov uničene v Mehiškem zalivu, nekoliko zavleklo. V zadnjem času vse hitreje naraščajo tudi cene ostalih primarnih surovin, med

katerimi izstopajo predvsem cene kovin, ki so se v zadnjega pol leta v povprečju povzpele za dobrih 30%.

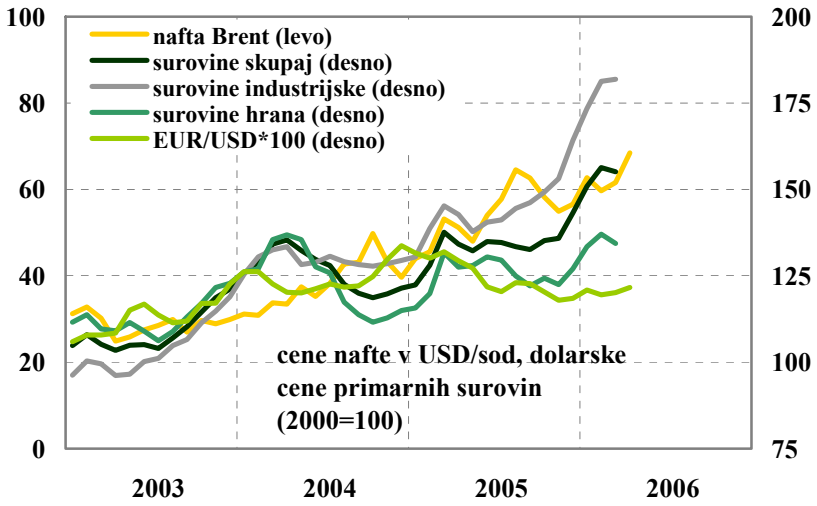
Inflacijska gibanja v mednarodnem okolju ostajajo pod nadzorom centralnih bank

Kljub precejšnji rasti cen primarnih surovin ostajajo inflacijska gibanja v mednarodnem okolju zaenkrat relativno umirjena. Inflacija evroobmočja je lani z 2,2% že šesto leto zapored presegla srednjeročni inflacijski cilj ECB, a osnovna inflacija, brez volatilnih komponent hrane in nafte, ostaja nizka, saj se v zadnjem letu giblje okoli ravni 1,4%. Podobna so tudi inflacijska gibanja v ZDA, kjer se je objavljena inflacija lani zvišala na 3,4%, osnovna inflacija pa se v zadnjih dvanajstih mesecih giblje okoli 2,1%. Najopaznejšo grožnjo cenovni stabilnosti še naprej predstavlja omenjeno zviševanje cen nafte, ki se mu je v zadnjega pol leta pridružila še nekoliko višja dinamika pri cenah ostalih primarnih surovin. Navedeni tveganji, podkrepljeni z že dlje časa trajajočim stanjem visoke likvidnosti v evroobmočju, sta bili tudi povod za pričetek zaostrovanja denarne politike ECB, ki je najprej decembra lani, nato pa ponovno marca letos, dvignila svoje ključne obrestne mere za 25 bazičnih točk. Monetarno zaostrovanje je v ZDA prisotno že slabi dve leti, saj tamkajšnje denarne oblasti nepretrgoma, a postopno, povišujejo obrestne mere že od junija 2004, in sicer vsakič prav tako za 25 bazičnih točk. Večjo aktivnost Fed-a omogoča med drugim ugodnejša makroekonomska slika, po drugi strani pa dogajanja na nepremičninskem trgu v ZDA že nekaj časa kažejo znake pregrevanja, kar predstavlja dodatno tveganje tako cenovni kot tudi splošni makroekonomski stabilnosti.

Razmik obrestnih mer je vplival na gibanje tečaja EUR/USD

Hitrejše zaostrovanje denarne politike v ZDA je povzročilo občutni razmik v obrestnih merah glede na evroobmočje, to pa se je odrazilo tudi na gibanjih deviznega tečaja EUR/USD. Obdobje triletne depreciacije dolarja (od začetka leta 2002 do začetka leta 2005 je dolar proti evru izgubil približno 50% svoje vrednosti) je tako začasno prekinjeno, saj se je tečaj EUR/USD v prvi polovici lanskega leta vrnil z 1,35 na 1,20, okoli te ravni pa relativno stabilno niha zadnjih 10 mesecev. Medtem ko je depreciacija dolarja v preteklosti pomembno blažila prenos višjih dolarskih cen primarnih surovin v uvoženo inflacijo evroobmočja in obenem tudi Slovenije, v zadnjem letu pozitivni učinki teh tečajnih gibanj torej niso več prisotni.

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



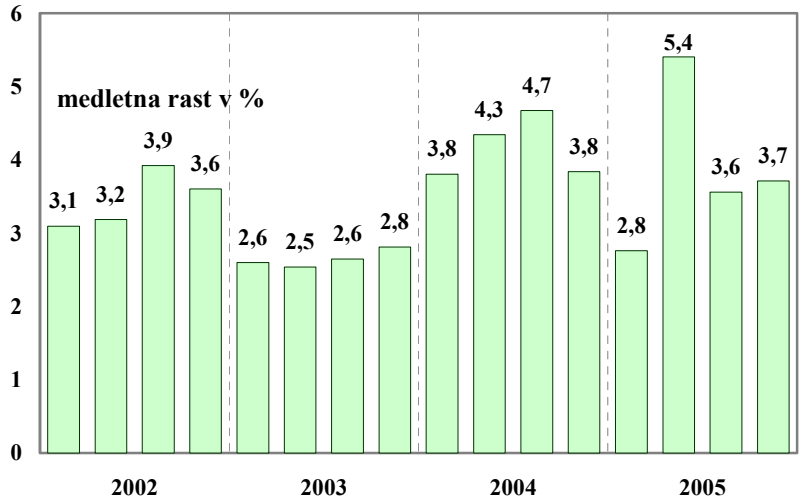
Vir: Reuters, The Economist; preračun ARC.

Gospodarska aktivnost

Po trenutnih ocenah je gospodarska rast v lanskem letu znašala 3,9%

Trenutne ocene agregatne gospodarske aktivnosti za drugo polovico lanskega leta so nekoliko, a ne bistveno, nižje od predhodnih napovedi. V povprečju lanskega leta je BDP realno porasel za 3,9%, kar je za 0,2 odstotni točki manj od jesenskih napovedi Banke Slovenije in za 0,3 odstotne točke manj kot v predhodnem letu. Kljub temu je lanskoletna gospodarska rast relativno visoka in približno v skladu z ocenjeno rastjo potencialnega BDP. Po četrtletjih je izstopala precej neenakomerna rast v prvi polovici leta, prav tako pa je bila nekoliko pod pričakovanji gospodarska rast v zadnjem četrtletju, saj so gibanja tekočih indikatorjev nakazovala na možnost nekoliko večjega pospeška ob koncu leta. Proizvodna vrzel se je v lanskem letu sicer praktično že zaprla (glej Sliko 2.8), vendar ob relativno umirjeni dinamiki v drugi polovici leta agregatno povpraševanje zaenkrat še ne povzroča inflacijskih pritiskov.

Slika 2.4: Rast BDP po četrtletjih

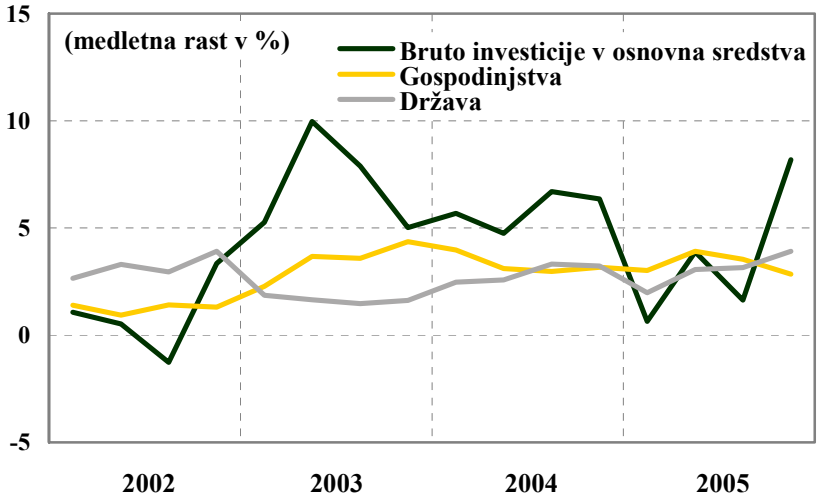


Vir: SURS; preračun ARC.

Visok prispevek menjave s tujino ob zmernem domačem trošenju…

Največji prispevek h gospodarski rasti, kar 2,3 odstotne točke, je lani imela menjava s tujino oziroma povečevanje razlike med rastjo izvoza blaga in storitev ter rastjo uvoza blaga in storitev. Pri tem je kljub nizkemu domačemu trošenju v pomembnejših zunanjetrgovinskih partnericah nekaterim slovenskim podjetjem, predvsem iz avtomobilske in jeklarske panoge, uspelo precej izboljšati svoje

Slika 2.5: Komponente trošenja BDP po četrtletjih



Vir: SURS; preračun ARC.

izvozne rezultate, medtem ko so bila gibanja na uvozni strani nekoliko bolj umirjena, med drugim tudi zaradi nižjega investicijskega trošenja in zmanjševanja zalog. Proti koncu leta se je pozitivni vpliv razkoraka med rastjo izvoza in uvoza postopoma zmanjševal, do nekoliko večjega izraza pa je tako prihajalo domače trošenje. Med komponentami slednjega se je v povprečju leta najhitreje, a še zmeraj vzdržno, povečevalo trošenje gospodinjstev, ki je raslo s stopnjo 3,3%, podobno rast, 3,0%, je doseglo tudi trošenje države, ki se je ob koncu leta dodatno nekoliko okrepilo, medtem ko se je predvsem zaradi zmanjševanja zalog zmanjšal obseg bruto investicij, in sicer za 3,0%.

…in šibki investicijski aktivnosti, ki pa se je v zadnjem četrtletju ponovno okrepila.

Negativna rast bruto investicij je bila med posameznimi komponentami BDP še najbolj v neskladju s predhodnimi pričakovanji. Pri tem so bruto investicije v osnovna sredstva v povprečju leta dosegle pozitivno rast 3,7%, ki je povsem primerljiva s povprečjem predhodnih petih let, medtem ko je zmanjševanje zalog po treh letih kopičenja zmanjšalo gospodarsko rast kar za 1,7 odstotne točke. Občuten pospešek tekoče dinamike bruto investiranja v osnovna sredstva v zadnjem četrtletju, ki je sicer deloma tudi posledica konca olajšav za nekatere investicije, nakazuje, da skladno s trenutno ugodnimi pogoji financiranja investicijska dejavnost ostaja močna, posledično pa ostajajo ugodni tudi obeti za višjo gospodarsko aktivnost.

Okvir 2.1: Investicije v 2005

Obseg bruto investicij se je leta 2005 v primerjavi s preteklim letom zmanjšal po nekaj letih solidne rasti. K zmanjšanju bruto investicij je največji delež prispevalo upadanje zalog, ki so sicer naraščale tri leta zapored. Gibanje posameznih komponent bruto investicij v osnovna sredstva je bilo precej raznoliko in je bolj kot ugodna gibanja v makroekonomskem okolju odražalo spremembe v institucionalnem okolju podjetij ter odločitve države.

Najhitreje rastoča komponenta bruto investicij v 2005 so bile naložbe v stanovanjske zgradbe, ki so jih poganjala sproščena sredstva iz Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme (NSVS) ter ugodni pogoji financiranja pri poslovnih bankah. Prodaje zemljišč s strani občin v letu 2005 ter veliko število izdanih gradbenih dovoljenj v zadnjih nekaj četrtletjih nakazujejo, da bi se lahko visoka dinamika stanovanjskih gradenj nadaljevala tudi v letu 2006. Precej počasneje od povprečne rasti celotnih investicij so v letu 2005 rasle naložbe v druge zgradbe in objekte, ki med drugim vključujejo tudi nizke gradnje in s tem pomembno odražajo investicijsko usmeritev države.

Tabela: Gibanje investicij v obdobju 1998-2005

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2005
	realne stopnje rasti v %								**delež v %**
Bruto investicije v osnovna sredstva	**9,3**	**18,2**	**1,8**	**0,4**	**0,9**	**7,1**	**5,9**	**3,7**	**100,0**
Zgradbe in objekti	**5,2**	**11,6**	**1,9**	**-5,5**	**4,1**	**5,3**	**2,7**	**4,1**	**54,0**
Stanovanjske zgradbe	4,8	7,8	-10,2	0,6	2,8	-13,2	5,5	13,7	13,8
Druge zgradbe in objekti	5,4	13,3	7,0	-7,7	4,6	12,3	1,9	1,1	40,2
Oprema in stroji	**15,6**	**24,1**	**3,5**	**6,4**	**-2,7**	**11,4**	**9,4**	**2,9**	**42,1**
Transportna oprema	25,7	9,5	19,6	0,8	-3,4	9,5	12,2	-1,9	9,1
Druga oprema in stroji	13,4	27,8	-0,1	8,0	-2,5	12,0	8,6	4,3	33,0
Osnovna čreda in večletni nasadi	**-33,1**	**30,6**	**-58,3**	**43,3**	**31,4**	**-21,8**	**2,2**	**1,0**	**0,4**
Drugi proizvodi	**8,2**	**42,9**	**-6,0**	**7,6**	**-1,8**	**-11,5**	**10,1**	**8,6**	**3,4**

Vir: SURS, preračuni ARC.

Med pomembnejšimi komponentami bruto investicij v osnovna sredstva so se v 2005 najbolj zmanjšale investicije v transportna sredstva, kar je v nasprotju z letom 2004, ko so med vsemi komponentami rasle najhitreje. Hitra rast v letu 2004 investicij v transportna sredstva, ki so med najbolj spremenljivimi komponentami investicij, je bila povezana predvsem z odprtjem trga rabljenih avtomobilov ob vstopu Slovenije v EU.

Trg dela

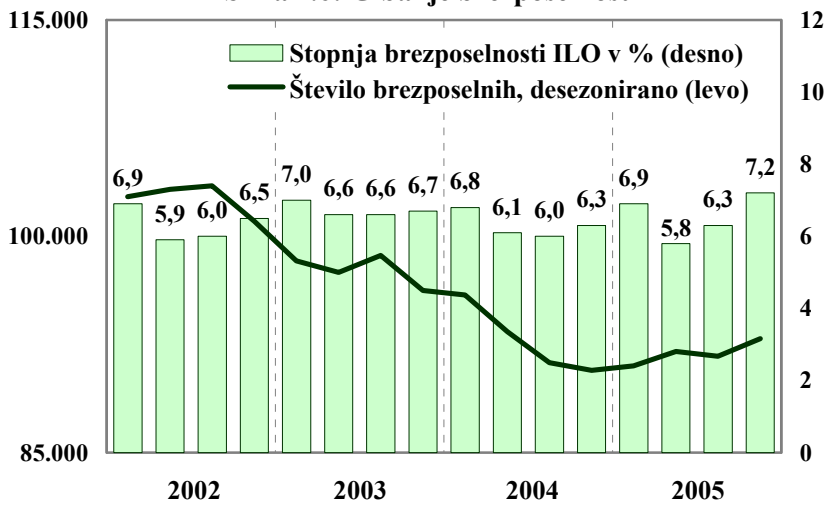
Na trgu dela so bila v letu 2005 prisotna raznosmerna gibanja

V letu 2005 so dogajanja na trgu dela začela kazati znake raznosmernih gibanj zaposlenosti in brezposelnosti. Medtem ko se je zaposlenost skladno z ugodno gospodarsko aktivnostjo povečevala in po podatkih iz nacionalnih računov dosegla povprečno letno rast 0,7%, na drugi strani ni prišlo do ustreznega zmanjševanja brezposelnosti. Celotna rast zaposlenosti je namreč izvirala iz povečevanja aktivnega prebivalstva. Zaposlenost se je najbolj povečevala v dejavnostih tržnih storitev, nadaljevalo se je tudi zaposlovanje v sektorju države, medtem ko je v osnovnih industrijskih dejavnostih, še zlasti v delovno-intenzivnih panogah, zaposlenost padala.

Zmanjševanje brezposelnosti se je lani zaustavilo

Trend padanja števila brezposelnih oseb, ki je s kratko ciklično prekinitvijo ob koncu leta 2001 potekal vse od leta 1998 naprej, se je lani zaustavil. Ob koncu lanskega leta je bilo na Zavodu Republike Slovenije za zaposlovanje prijavljenih za 2,0% več brezposelnih oseb kot leto pred tem, prav tako pa je ob koncu lanskega leta poskočila anketna stopnja brezposelnosti, ki je v zadnjem četrtletju dosegla relativno visokih 7,2%. Osrednji razlog povečevanja brezposelnosti v lanskem letu je višje število stečajev, predvsem v delovno intenzivnih panogah, kot je na primer tekstilna industrija. Porast brezposelnosti v relativno ugodnih cikličnih pogojih lahko kaže na prisotnost strukturnih problemov na trgu dela.

Slika 2.6: Gibanje brezposelnosti



Vir: SURS, preračun ARC.

Rast stroškov dela ostaja zmerna …

Rast stroškov dela je v lanskem letu ostala zmerna, kar je postalo še posebej razvidno po objavi revidiranih podatkov o plačah (glej Okvir 2.2). V celotnem lanskem letu je povprečna bruto plača tako realno porasla za 2,2%. Na drugi strani je ob realni rasti BDP v višini 3,9% in rasti zaposlenosti v višini 0,7% ocenjena rast produktivnosti dela dosegla 3,1%. Posledično je bilo določilo socialnega sporazuma, ki predvideva razkorak ene odstotne točke med rastjo realne bruto plače na zaposlenega in rastjo produktivnosti dela, praktično izpolnjeno.

Okvir 2.2: Stroški dela v 2005

Gibanje stroškov dela analiziramo s pomočjo različnih indikatorjev. Med najpogosteje uporabljenimi kazalci stroškov dela, razpoložljivimi tudi v Sloveniji, so mednarodno primerljivi podatki o sredstvih za zaposlene iz nacionalnih računov ter podatki o stroških dela na opravljeno uro, podatki o gibanju bruto plač, ki so običajno najbolj ažurni, ter izvedeni kazalec stroškov dela na enoto proizvoda (ULC), ki je

hkrati največkrat uporabljeni indikator v analizah konkurenčnosti gospodarstva.

Običajno nas zanima tudi gibanje komponent stroškov dela. Banka Slovenije spremlja gibanje komponent stroškov dela s pomočjo sestavljenega indikatorja, ki upošteva gibanje povprečnih bruto plač (SURS), ostalih prejemkov iz delovnega razmerja (AJPES) in ostalih davkov, ki niso vključeni v bruto plače (Ministrstvo za finance). Na drugi strani so stroški dela na opravljeno uro, ki jih objavlja SURS razdeljeni na plačni del stroškov dela ter na ostale stroške dela. Podatki za leto 2005 kažejo na zelo nasprotujoča si gibanja posameznih komponent, ki so bila predvsem posledica dogajanja ob spreminjanju davčne zakonodaje v 2004.[1] Medtem ko so bruto plače rasle dokaj umirjeno, so se izplačila ostalih prejemkov iz delovnega razmerja v primerjavi s preteklim letom nominalno znižala.

V letu 2005 in v začetku 2006 je bilo kar nekaj popravkov kazalcev stroškov dela. Največjih popravkov sta bila deležna podatka o plačah in stroških dela na opravljeno uro. Pri statističnem spremljanju plač je v letu 2005 prišlo do metodološke spremembe, saj so bile s tem letom zajete tudi pravne osebe z eno ali dvema zaposlenima osebama v zasebnem sektorju. Zaradi te spremembe v metodologiji so objavljeni podatki o plačah sprva izkazovali previsoko rast plač v letu 2005.[2] Decembra 2005 je SURS izvedel revizijo podatkov o plačah za obdobje januar 2004 – september 2005. Revizija je znižala povprečno mesečno bruto plačo za prvih devet mesecev v letu 2005 za okoli 450 SIT, za leto 2004 pa jo je zvišala v povprečju za okoli 3.200 SIT. Rast povprečne bruto plače se je zato v povprečju devetih mesecev znižala za 1,7 odstotne točke. Ob objavi podatkov o stroških dela na opravljeno uro za 4. četrtletje 2005 v marcu 2006 je SURS v skladu z zgoraj opisano revizijo podatkov o plačah ter v skladu z izboljšano metodologijo popravil tudi podatke o stroških dela na opravljeno uro. Povprečna rast stroškov na opravljeno uro je bila tako v prvih treh četrtletjih 2005 popravljena za okoli 1,0 odstotno točko navzdol.

Na podlagi pregleda kazalnikov stroškov dela lahko rečemo, da je bilo njihovo gibanje v letu 2005 relativno ugodno. Glede na obe oceni Analitsko raziskovalnega centra Banke Slovenije o gibanju ULC, ki sta v preteklih letih predstavljali spodnjo oziroma zgornjo mejo podatkov o stroških dela na enoto proizvoda po nacionalnih računih, se je njihova rast v letu 2005, deflacionirana z deflatorjem BDP, gibala med -0,3% in 0,7%, če pa stroške dela očistimo censkih vplivov s pomočjo indeksa cen življenjskih potrebščin, pa je bila njihova rast v letu 2005 še za 1,5 odstotne točke nižja.

[1] Več o tem v Okvir 2.2: Metodološke, davčne in strukturne spremembe ter plače in stroški dela v letu 2005, Poročilo o denarni politiki, november 2005

[2] Ta "previsoka" rast plač je bila uporabljena tudi v projekcijah Evropske komisije iz jeseni 2005, ki jih je Eurostat uporabil pri napovedi skupnih stroškov dela ter stroškov dela na enoto proizvoda za leto 2005, ki so bili s tem med najhitreje rastočimi v EU25. Ob upoštevanju popravka o gibanju plač bi bila na takšen način izračunana rast stroškov dela na enoto proizvoda povsem primerljiva z ostalimi državami.

Tabela: Indikatorji stroškov dela

medletne stopnje rasti v %	Povprečje 96-00	Povprečje 01-05	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Stroški dela na enoto proizvoda (realno)								
Eurostat (nacionalni računi)*/**	-1,5	-0,3	3,3	0,4	-1,3	-1,0	0,6	n.p.
ARC (povprečna bruto plača)**	-1,3	-0,2	1,6	0,8	-0,2	-1,2	-1,3	0,7
ARC (podatki AJPES)**/***	-0,7	-0,1	2,3	0,4	-1,7	-1,0	2,2	-0,3
ARC (predelovalne dejavnosti)**	-2,0	-1,5	-2,2	-1,9	-2,8	-0,9	-2,4	0,9
Skupni stroški dela (nominalno)								
SURS (na opravljeno uro)****	11,0	8,0	12,8	13,8	4,8	8,2	7,0	6,3
- plače	11,0	7,7	13,3	13,2	4,5	7,9	6,8	5,8
- stroški dela brez plač	11,1	9,6	10,5	16,8	5,8	9,3	8,0	7,9
SURS (sredstva za zaposlene - nac. računi)**	10,8	9,7	14,1	12,7	10,1	7,8	8,2	n.p.
Ocena BS (ARC)	10,6	8,2	11,0	11,7	9,5	7,5	6,4	3,1
- bruto plače ***	10,7	8,2	10,6	11,9	9,8	7,5	4,6	4,9
- ostali prejemki iz delovnega razmerja	8,5	6,1	11,5	6,2	6,4	4,5	14,6	-6,9
- ostali davki	12,4	10,4	11,9	16,8	11,4	10,3	7,1	5,2
Memo: - Cene življenjskih potrebščin	8,0	5,5	8,9	8,5	7,5	5,6	3,6	2,5
- deflator BDP	6,9	5,3	5,6	8,7	8,0	5,9	2,9	1,0

* Podatki razpoložljivi le na letni ravni 1995-2004

** Deflacionirano z deflatorjem BDP

*** Prelom v metodologiji leta 2004

**** Metodologija Eurostat. Podatki razpoložljivi od 1. četrtletja 1997

Vir: SURS, AJPES; preračun ARC

… zlasti ob upoštevanju davčnih sprememb in kategorije ostalih prejemkov iz delovnega razmerja

Na gibanje stroškov dela so v lanskem letu imele pomemben vpliv tudi številne davčne spremembe. Prvič, strošek dela z vidika podjetja je znižala zmanjšana efektivna obdavčitev dela v obliki davka na izplačane plače, ki je stopila v veljavo že v septembru 2004. Drugič, povečanje splošne dohodninske olajšave z januarjem 2005 in nekatere druge spremembe so imele za posledico za 1,3 odstotne točke višjo rast neto plač v primerjavi z bruto plačami, kar pomeni, da je relativno glede na strošek dela z vidika podjetja porasel prejemek zaposlenih in s tem njihova kupna moč. Tretjič, spremenjena dohodninska obdavčitev avtorskih honorarjev je povzročila premik v strukturi prejemkov iz izplačil v obliki avtorskih honorarjev v izplačila preko plač. To pomeni, da podatki o rasti povprečne bruto plače še nekoliko precenjujejo dejansko rast stroškov dela, saj je potrebno upoštevati tudi zmanjšanje ostalih prejemkov iz delovnega razmerja, ki je v povprečju lanskega leta znašalo kar 6,9%. Umirjena rast stroškov dela tako še naprej ne povzroča inflacijskih pritiskov stroškovne narave, obenem pa ohranja ali celo povečuje konkurenčnost podjetij ter jim daje možnosti za povečevanje zaposlovanja.

Plačilna bilanca

Primanjkljaj tekočega računa v letu 2005 nižji kot v letu 2004…

Po trenutnih ocenah se je lani primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance znižal za slabo polovico v primerjavi z letom prej, prav tako pa je bil tudi nekoliko nižji od predhodnih napovedi. Ob precejšnjem poslabšanju pogojev menjave in rekordnem presežku v menjavi storitev je primanjkljaj tekočega računa lani dosegel nekaj več kot 300 mio EUR oziroma 1,1% BDP.

…kljub precejšnjemu poslabšanju pogojev menjave in zaradi večjega presežka v menjavi storitev,…

Kljub poslabšanju pogojev menjave za 2,6% je primanjkljaj v blagovni menjavi ostal praktično na ravni doseženega v letu 2004. K temu so ob nizkem tujem povpraševanju največ prispevali dobri izvozni rezultati avtomobilske in jeklarske panoge, hkrati pa je zaradi nizkega domačega trošenja, zmanjševanja zalog in umirjene investicijske dejavnosti rast uvoza nekoliko zaostala za našimi predhodnimi pričakovanji. Dodatni dejavnik, ki je prispeval k nižji medletni rasti uvoza v letu 2005, je bila manjša realizacija enkratnih velikih uvoznih poslov, ki so bili v obdobju neposredno pred vstopom v EU povezani s pričakovanimi spremembami zunanjetrgovinskih režimov. Na izvozni strani je lani najhitreje naraščala menjava s Francijo, ki se je z medletno rastjo izvoza v višini 42,2% prebila na četrto mesto med najpomembnejšimi slovenskimi izvoznimi trgi. Močan pospešek je bil prisoten tudi pri izvozu v Avstrijo, medtem ko je podpovprečno rast dosegel izvoz v Italijo in predvsem v Nemčijo ter ZDA, pri čemer se je pri slednji celo zmanjšal za dobro četrtino. K presežku v menjavi storitev, ki je lani dosegel nekaj manj kot 900 mio EUR, sta največ prispevali turistična in transportna panoga.

…manj odlivnih dohodkov od dela in kapitala ter višjih tekočih transferov

Negativni saldo dohodkov od dela in kapitala se je lani nekoliko zmanjšal, medtem ko se je pozitivni prispevek tekočih transferov nekoliko povišal. Presežek dohodkov od dela se zmanjšuje že daljše časovno obdobje in tako je bilo tudi lani, ko se je znižal za 11 mio EUR. Primanjkljaj dohodkov od kapitala se je v primerjavi z letom 2004 zmanjšal za 35 mio EUR, medtem ko se je presežek tekočih transferov povečal za 32 mio EUR.

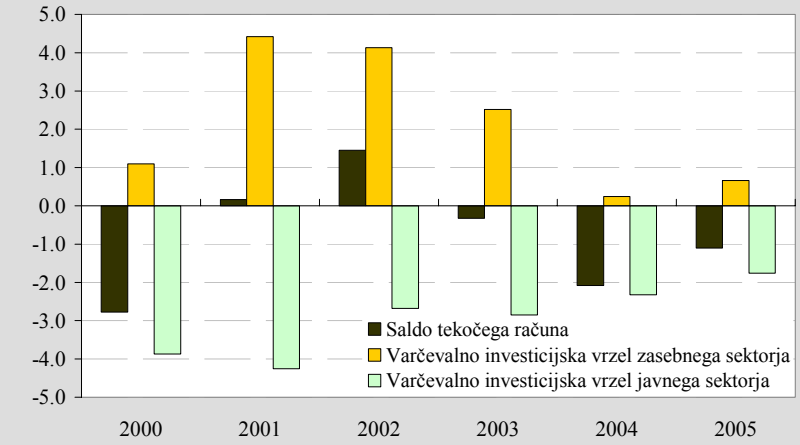
Okvir 2.3: Oblikovanje varčevalno-investicijske vrzeli v letu 2005

K zmanjšanju primanjkljaja tekočega računa iz nekaj nad 2% BDP v 2004 na okoli 1% BDP v 2005 sta pripomogla tako povečevanje pozitivne varčevalno-investicijske vrzeli v zasebnem, kot zmanjševanje negativne razlike med varčevanjem in investicijami v javnem sektorju.

K zapiranju agregatne vrzeli v 2005 je javni sektor prispeval približno 60%, zasebni sektor pa 40% delež. V zasebnem sektorju je vrzel zapiralo predvsem povečano varčevanje, medtem ko je javni sektor sicer nekoliko povečal varčevanje, a je hkrati tudi zmanjšal investicije.

Takšna gibanja v 2005 so bila precej bolj ugodna in predstavljajo zlasti glede obnašanja zasebnega sektorja preobrat glede na predhodni dve leti, ko se je primanjkljaj tekočega računa povečeval predvsem zaradi zmanjševanja presežka zasebnega sektorja. Do tega je prihajalo predvsem ob povečevanju investicij zasebnega sektorja, še posebej pred vstopom v EU, ter krčenja varčevanja v razmerah nominalne konvergence obrestnih mer. Vpliv javnega sektorja je bil v obdobju 2002–2004 dokaj nevtralen oziroma je kumulativno s povečevanjem varčevanja ter restriktivno naravnano investicijsko politiko celo prispeval k zapiranju agregatne varčevalno-investicijske vrzeli.

Slika: Varčevalno-investicijska vrzel v obdobju 2000-2005 (v % BDP)



Vir: SURS in Ministrstvo za finance; preračuni ARC.

Pogoji financiranja

Gospodarska aktivnost podprta z visokimi finančnimi pritoki…

Relativno močna gospodarska aktivnost ter povečan obseg tokov s tujino sta bili glavni značilnosti gospodarskih gibanj, ki so v lanskem letu vplivali na pogoje financiranja narodnega gospodarstva. Neto finančni pritok je v letu 2005 dosegel razmeroma visokih 1,5 mrd EUR ali 5,5% BDP, kar je tudi precej več, kot smo predvidevali v predhodnih napovedih. Največji del povečanja neto finančnega toka v primerjavi z letom 2004 je odpadel na obsežnejše zadolževanje zasebnega sektorja, in sicer predvsem bank, ki so se v lanskem letu za potrebe pridobivanja virov financiranja neto zadolžile v tujini za 2,1 mrd EUR. V lanskem letu je bil finančni odtok preko neposrednih naložb v tujino skoraj povsem izenačen s finančnim pritokom preko tujih neposrednih naložb. Med najpomembnejšimi postavkami na odlivni strani finančnega računa plačilne bilance so tako lani bile portfeljske naložbe v tuje vrednostne papirje, ki so predstavljale odtok v višini -1,2 mrd EUR, v začetku letošnjega leta pa se po manjšem interesu v drugi polovici leta 2005 ponovno povečuje zanimanje tujih investitorjev za slovenski kapitalski trg.

…ter visoko domačo kreditno aktivnostjo

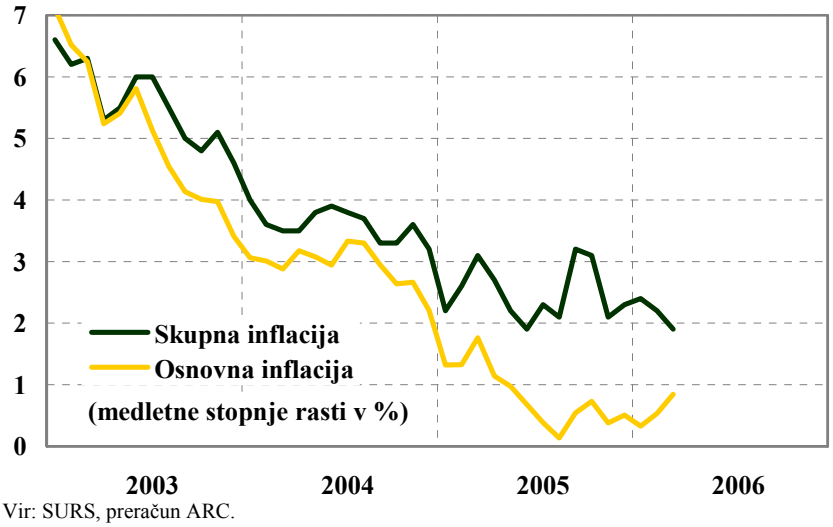
Domači krediti so tudi lani naraščali relativno hitro, z medletnimi stopnjami rasti nekaj nad 20%, povečevalo pa se je tudi najemanje kreditov v tujini. Pri slednjih je v lanskem letu v primerjavi z letom 2004 prišlo do premika iz neposrednega financiranja podjetij s posojili iz tujine v financiranje podjetij pretežno preko deviznih posojil odobrenih pri domačih poslovnih bankah.

2.2 Dejavniki inflacije

Zniževanje inflacije se je nadaljevalo tudi v lanskem letu

Inflacijska gibanja so bila v lanskem letu ugodna, zniževanje inflacije pa se je nadaljevalo tudi v prvem četrtletju letos. Cene življenjskih potrebščin so se lani v povprečju zvišale za 2,5% oziroma za 1,1 odstotne točke manj kot leta 2004. Tako se je tudi lani inflacija znižala, a z bistveno počasnejšo dinamiko, ki jo je v pretežni meri omejevala visoka rast cen energentov. Znižanje skupne inflacije je bilo zato moč ohraniti le zaradi dodatnega znižanja osnovne inflacije[1], ki je v povprečju lanskega leta znašala le 0,8%. To znižanje je več kot nadomestilo 12,2% rast cen energentov. Zniževanje inflacije se je nadaljevalo tudi v začetku letošnjega leta, a je bilo pretežno posledica počasnejše rasti cen sezonskih proizvodov, medtem ko ostaja rast cen energentov še naprej visoka. Prav tako se je iz nizkih stopenj nekoliko povišala tudi osnovna inflacija, ki je marca znašala medletno 0,8% in je tako že dosegla raven lanskoletnega povprečja.

Slika 2.7: Skupna in osnovna inflacija



Vir: SURS, preračun ARC.

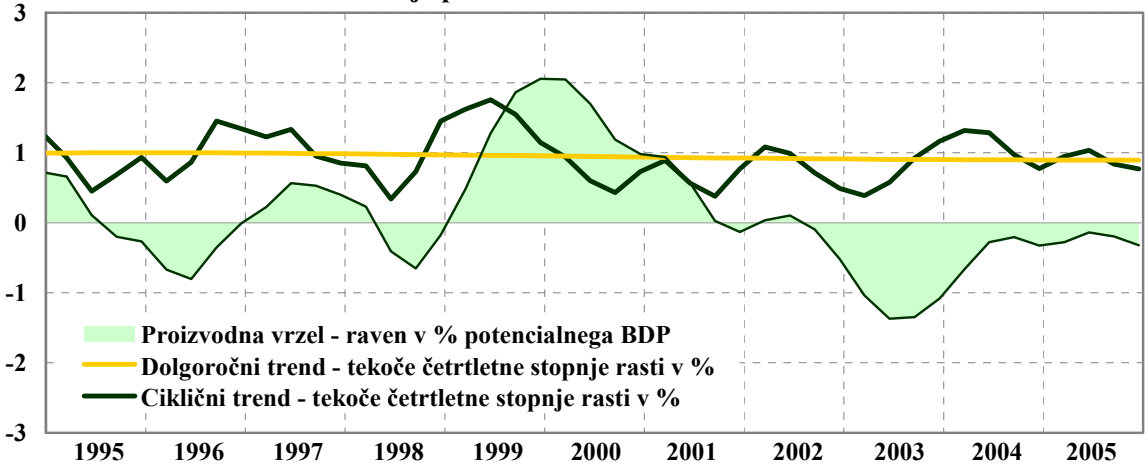
Nizka rast plač, omejeno domače trošenje ter negativna proizvodna vrzel so delovali protiinflacijsko

Večina indikatorjev makroekonomskega okolja kaže, da so bila dogajanja v gospodarstvu lani ugodna za nadaljnje znižanje osnovne inflacije. Lani je bilo ugodno gibanje stroškov dela, njihova rast pa je ostala zmerna. Realna rast povprečne bruto plače, ki predstavlja po ocenah med 70% in 80% celotnih stroškov dela, je namreč znašala le 2,2%. Rast stroškov dela je tako tudi lani zaostajala za slabo odstotno točko za rastjo produktivnosti in tako ni povzročala inflacijskih pritiskov. Nizko rast plač so podpirale predvsem zaostrene razmere na trgu dela, saj se je zaposlovanje povečevalo le na račun povečevanja aktivnega prebivalstva. Odsotnost inflacijskih pritiskov pa ni bila samo na strani stroškovnih dejavnikov temveč tudi na strani dejavnikov povpraševanja. Hitrejša gospodarska rast namreč ni izvirala iz hitrejšega domačega trošenja, temveč pretežno iz večjega prispevka menjave s tujino. Rast domačega trošenja je bila namreč lani zmerna tako pri gospodinjstvih kot pri državi, prav tako pa je bila nizka tudi rast investicijskega trošenja. Ponovno hitrejša gospodarska rast je v zadnjih dveh letih sicer že skoraj zaprla negativno proizvodno vrzel, ki pa je bila lani še zmeraj negativna in je tako tudi lani pritiskala na zniževanje inflacije. Po naših ocenah naj bi v povprečju 2005 znašala proizvodna vrzel okrog -0,2% potencialnega BDP, po ocenah Evropske komisije[2] pa naj bi ta bila še večja, okrog -1,2% potencialnega BDP, in naj bi se popolnoma zaprla šele leta 2008.

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

[2] Ocena Evropske komisije temelji na podlagi informacij iz konvergenčnega programa (CP Dec.05) http://europa.eu.int/comm/economy_finance/about/activities/sgp/country/commass/sl/ass_sl20052006.pdf

Slika 2.8: Gibanje proizvodne vrzeli med leti 1995 in 2005



Vir: Ocena ARC.

Neugodni dejavniki mednarodnega okolja so povzročili največ inflacijskih pritiskov

Dejavniki mednarodnega okolja so lani delovali pretežno v smeri poviševanja inflacije. Postopno okrevanje svetovnega gospodarstva je v zadnjih dveh letih povzročilo nepričakovano visok porast povpraševanja po nafti, na kar proizvajalci črnega zlata niso bili pripravljeni. Visoko povpraševanje po nafti je tako preseglo kratkoročno omejene sposobnosti njenega črpanja in predelave ter povzročilo skokovit porast cen. Ponudbo so še dodatno omejevale nepredvidljive naravne nesreče, napadi na naftovode ter politična zaostrovanja na Bližnjem vzhodu. Dolarske cene nafte so v zadnjih dveh letih tako porasle v povprečju za okrog 75%, v zadnjih treh letih pa za okrog 90%, rast cen pa se tudi v začetku tega leta še ni umirila. Uvozne cene je še dodatno podražila rahla apreciacija dolarja do tolarja v lanskem letu zaradi postopnega zviševanja obrestnih mer v ZDA in večanja obrestnega razmika med ameriškimi in evropskimi obrestnimi merami. Poleg tega je, ob nespremenjenih obrestnih merah ECB, prihajalo do vedno večje likvidnosti v evroobmočju, ki se je delno odrazila tudi na slovenskem trgu zaradi procesa nominalne konvergence obrestnih mer. Kljub temu pa uvoz dela presežne likvidnosti ni povzročil povpraševalnega šoka in tako ni bistveno vplival na domača inflacijska gibanja.

Usklajeno in verodostojno delovanje ekonomskih politik je omejevalo inflacijska pričakovanja

Skladno z zniževanjem inflacije so se umirjala tudi inflacijska pričakovanja. Usklajeno delovanje Banke Slovenije in Vlade RS je tudi lani omejevalo inflacijske pritiske. Banka Slovenije je s politiko postopne nominalne konvergence obrestnih mer zadrževala raven obrestnih mer višje od ECB, a še vedno v skladu z ohranjanjem stabilnega nominalnega tečaja tolarja do evra. Obrestni razmik dolgoročnih vrednostnih papirjev se je tako ustalil na ravni med 0,0 in 0,5 odstotne točke, kar kaže na zaupanje finančnih trgov v uspešnost preteklega dezinflacijskega procesa in vzdržno inflacijo tudi v prihodnje. Dodatno zajezitev inflacijskih pričakovanj je lani omogočil tudi stabilen devizni tečaj, ki se že vse od vstopa v ERM II giblje okrog centralnega tečaja.

Administrativni ukrepi vlade so bili z vidika vpliva na inflacijo dokaj nevtralni

Vlada RS je s proticikličnim prilagajanjem trošarin na naftne derivate skušala ublažiti prenos visokih nihanj cen nafte na svetovnem trgu v domače cene, hkrati pa je prilagajala ostale trošarine v skladu z zakonodajo EU. Kljub proticikličnemu prilagajanju trošarin so se cene naftnih derivatov v lanskem letu do decembra zvišale za 9,5% in so k 2,3% medletni inflaciji prispevale okrog 0,9 odstotne točke. Politika prilagajanja trošarin namreč zmanjšuje le nihanja cen, ne more pa preprečiti trendnega naraščanja. Ocene kažejo, da bi bila v primeru, če se trošarine lani ne bi spreminjale in bi ostale na ravni povprečnih iz leta 2004, inflacija višja le za slabe 0,1 odstotne točke. Tudi analiza daljšega obdobja pokaže, da dolgoročno ni večjih učinkov na inflacijo, čeprav je amplituda nihanja pri proticikličnem prilagajanju lahko tudi za tretjino manjša[3]. Poleg tega

[3] Več o oblikovanju cen naftnih derivatov in učinkovitosti politike proticikličnega prilagajanja trošarin je predstavljeno v okvirju 2.4

je bila Vlada RS omejena z direktivo Evropske unije o minimalnih predpisanih trošarinah na naftne derivate, katerih raven je dosegla že v prvi polovici lanskega leta. Skladno z evropsko zakonodajo je Vlada RS tudi lani zvišala trošarine na tobak. Ker je gibanje deviznega tečaja evra do tolarja stabilno že od sredine leta 2004, je bila uskladitev trošarin na tobak januarja 2005 manjša kot v preteklih letih. Vpliv na inflacijo zaradi višjih trošarin na tobak je zato lani znašal le dobre 0,3 odstotne točke, letos pa bo najverjetneje okoli 0,2 odstotni točki. Zakon o trošarinah predvideva do leta 2008 še tri večje uskladitve, in sicer julija letos in prihodnje leto ter januarja 2008, ko naj bi bila tudi zadnja uskladitev. Skupen prispevek omenjenih zvišanj na inflacijo bi lahko znašal med 0,4 in 0,5 odstotne točke.

Okvir 2.4: Oblikovanje cen naftnih derivatov in vpliv politike trošarin na inflacijo

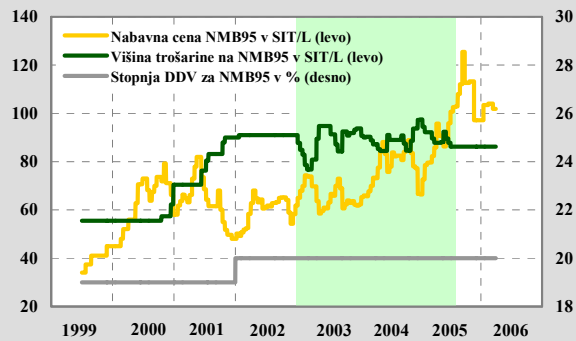
Oblikovanje maloprodajnih cen naftnih derivatov je v Sloveniji dokaj specifično, saj je deloma tržno, deloma pa lahko nanj vplivajo nosilci ekonomskih politik. Tržno je predvsem prilagajanje dela maloprodajnih cen gibanju cen na svetovnih borzah, medtem ko trgovci nimajo proste izbire pri določanju svoje tržne politike oblikovanja cen, ki je za vse trgovce enaka. Cene naftnih derivatov v Sloveniji so tako odvisne od ravni cen naftnih derivatov na mediteranski borzi (P^*), gibanja deviznega tečaja ameriškega dolarja do tolarja (e_{usd}), marže domačih trgovcev (M), prispevka za blagovne rezerve (r) ter posrednih davkov, trošarin (TR) in DDV, pri kurilnem olju pa še takse za obremenjevanje zraka z emisijami CO_2:

$$P = \overline{P^* e_{usd}} + r + M + TR + DDV \qquad (1)$$

Tako oblikovanje cen omogoča domačim naftnim trgovcem skoraj netvegano poslovanje in zagotavlja zadostno stopnjo amortizacije infrastrukture za nemoteno oskrbo naftnih derivatov v Sloveniji. Trošarine in DDV omogočata dodatne vire javnofinančnih prihodkov in predstavljata, ob ugodnih ostalih javnofinančnih gibanjih, vzvod pomoči ostalim ekonomskim politikam pri doseganju njihovih ciljev. Politika trošarin lahko tako na eni strani zasleduje cilje vzdržnih javnih financ in deluje kot fiskalni stabilizator ali na drugi strani s proticiklicnim prilagajanjem naftnim šokom, blaži nihanja maloprodajnih cen, zmanjšuje tveganja in z njimi povezane stroške. Ob ustrezni denarni politiki lahko politika proticiklicnega uravnavanja trošarin pripomore k zmanjševanju inflacijskih pričakovanj in tako omeji posredni prenos naftnih šokov na ostale cene.

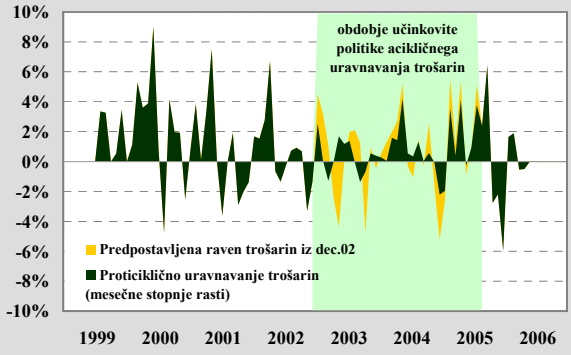
Politika trošarin na naftne derivate je v Sloveniji vse od sredine leta 1999, ko so bile trošarine uvedene, pa do konca leta 2002 zasledovala cilje javnofinančne konsolidacije proračuna RS, po letu 2002 pa je skušala blažiti prenose visokih cenovnih nihanj na svetovnih naftnih trgih na domačo ekonomijo (Slika 1). V obdobju nizke konjunkture med leti 2001 in 2002 je država, da bi deloma nadomestila izpad javnofinančnih prihodkov, zviševala trošarine na bencine, kar ji je dodatno omogočil tudi padec cen nafte v tem obdobju. Zvišanje trošarin zato ni povzročalo večjih pritiskov na inflacijo. Podatki celo kažejo, da je rast cen energentov v tem času pripomogla k zniževanju inflacije (Slika 2.9), kar pa ne bi mogli reči za obdobje zadnjih treh let. Optimistične napovedi glede prihodnje konjunkture ter relativno visoka raven trošarin ob koncu leta 2002 so omogočile v zadnjih treh letih politiko proticiklicnega uravnavanja trošarin, ki je predvsem omejevala nihanja maloprodajnih cen naftnih derivatov, ni pa omejila njihove trendne rasti.

Slika 1: Struktura cene bencina NMB95



Vir: Petrol, preračuni ARC.

Slika 2: Mesečna rast cene bencina NMB95



Vir: Petrol, preračuni ARC.

Podatki kažejo, da je bilo v obdobju učinkovitega proticikličnega uravnavanja trošarin (jan.03 – jul.05) nihanje mesečne rasti maloprodajne cene najbolj prodajanega bencina NMB95 kar za tretjino manjše kot bi bilo, če se trošarine v tem obdobju ne bi prilagajale in bi ostale na ravni iz konca leta 2002. Na uspešnost takšne politike trošarin kažejo tudi podatki o povprečni mesečni rasti maloprodajne cene NMB95. Ta je znašala v povprečju 0,74%, kar je le za 0,05 odstotne točke manj kot bi znašala povprečna mesečna rast v primeru nespremenjenih trošarin. Neposreden učinek proticikličnega prilagajanja trošarin na inflacijo je bil zato razmeroma majhen, v povprečju okrog 0,07 odstotne točke na leto. Še bolj zanemarljiv pa je vpliv proticiklične politike trošarin na inflacijo v obdobju merjenja maastrichtskega kriterija stabilnosti cen, saj je bila raven trošarin nespremenjena dve tretjini obdobja.

Tabela 1: Politika trošarin (NMB95)

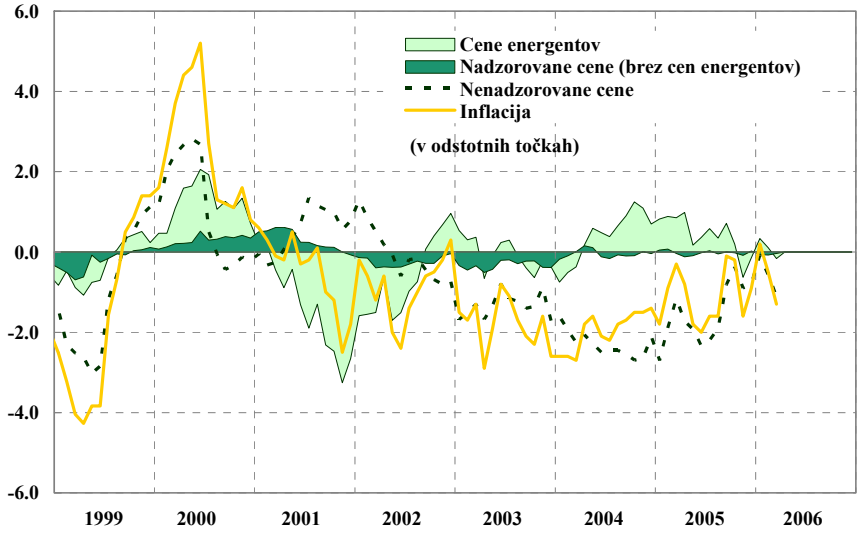
	obdobje	proticiklično prilagajanje	brez prilagajanja
Povprečna mesečna rast	jan.99 - dec.02	1.24%	
	jan.03 - jul.05	0.74%	0.81%
	avg.05 - apr.06	0.04%	0.05%
Standardni odklon	jan.99 - dec.02	0.03 o.t.	
	jan.03 - jul.05	0.02 o.t.	0.03 o.t.
	avg.05 - apr.06	0.04 o.t.	0.04 o.t.

Vir: Petrol, preračuni ARC.

Rast nekaterih nadzorovanih cen tudi lani močno prehitevala rast prostih cen

Politika nadzorovanih cen tudi lani ni bila najbolj dosledna, saj je rast nadzorovanih cen, brez upoštevanja energentov, ponovno prehitevala rast cen, ki se oblikujejo prosto. Medletna rast nadzorovanih cen brez upoštevanja cen energentov je decembra lani znašala 4,3%, pri čemer so najbolj odstopale rasti cen stanovanjskega ogrevanja s 17,5%, prispevka za cestnino z 9,1% ter cen učbenikov s 5,4%. Rast cen komunalnih storitev brez stanovanjskega ogrevanja je bila v lanskem letu podpovprečna oziroma v nekaterih primerih celo negativna. Kljub temu, da je lani rast nadzorovanih cen brez cen energentov prehitevala rast prostih cen, le-ta ni bistveno vplivala na spremembo medletne inflacije. Na osnovi slike 2.9, ki kaže učinke gibanja posameznih skupin cen na spremembo medletne inflacije, lahko ocenimo pritiske posameznih skupin cen na inflacijo. Podatki kažejo, da je gibanje nadzorovanih cen brez energentov pospeševalo inflacijo predvsem v letih 2000 in 2001, medtem ko je postopno umirjanje rasti teh cen v letih 2002 in 2003 podpiralo proces dezinflacije. Politika nadzorovanih cen je postala bolj ali manj nevtralna z vidika vpliva na inflacijo šele v zadnjih dveh letih, ko se je rast nadzorovanih cen (brez energentov) umirila na ravni 4%. Gibanje inflacije v zadnjih dveh letih je bilo tako predvsem posledica pospešenega naraščanja cen energentov na eni strani in pospešenega umirjanja rasti prostih cen na drugi strani. Ker je bil vpliv slednjega močnejši, se je trend zniževanja inflacije nadaljeval tudi v zadnjih dveh letih. Proces dezinflacije je bil tako najmočnejši v letu 2001 in 2003, medtem ko se je v zadnjih dveh letih začel postopoma umirjati.

Slika 2.9: Prispevki posameznih skupin cen k skupni inflaciji

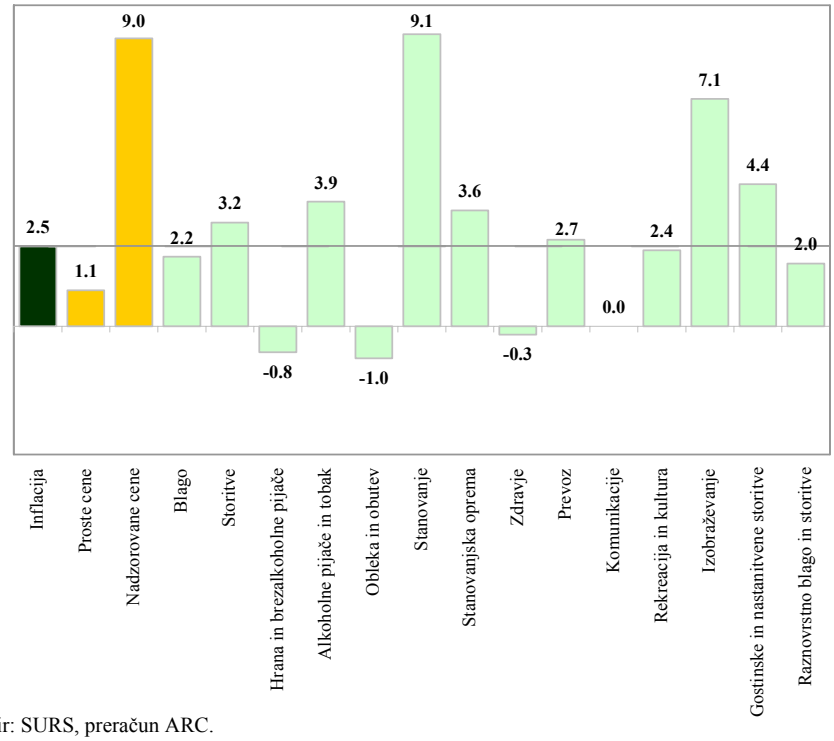


Vir: ARC.

Raznolika gibanja v strukturi inflacije

Gibanje rasti cen posameznih skupin proizvodov in storitev v strukturi inflacije je bilo lani precej bolj raznoliko kot v preteklih letih, rast cen pa precej različna od povprečja. Na eni strani je bila značilna močna podpovprečna, celo negativna, na drugi pa močna nadpovprečna rast posameznih skupin cen. Cene obleke in obutve so se lani v povprečju znižale za 1,0%, cene hrane za 0,8%, cene zdravstvenih storitev pa za 0,3%. Povprečna raven cen komunikacijskih storitev je lani ostala nespremenjena. Nadpovprečno so se zvišali predvsem stroški za stanovanje, cene stanovanjske opreme, alkoholnih pijač in tobaka, cene storitev izobraževanja ter cene gostinskih in nastanitvenih storitev, medtem ko sta bili rasti cen prevoznih storitev in storitev za rekreacijo in kulturo bliže 2,5% povprečni inflaciji.

Slika 2.10: Struktura inflacije v 2005



Vir: SURS, preračun ARC.

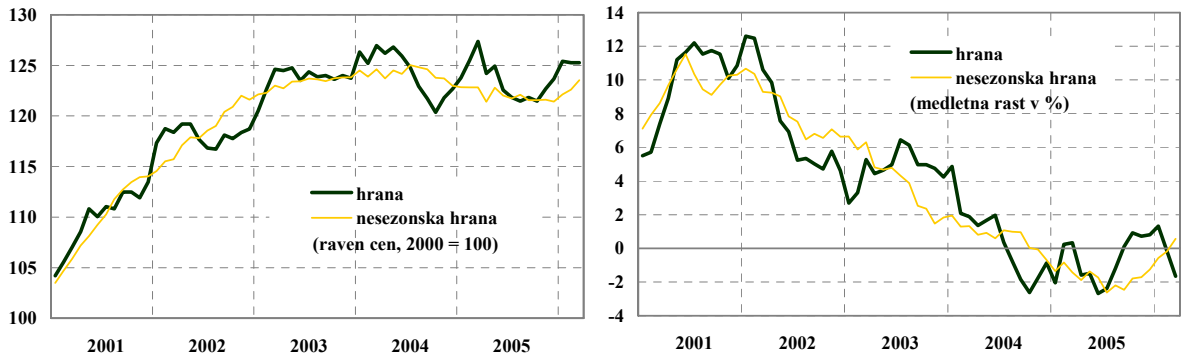
Globalna konkurenca s Kitajske in presežna ponudba rabljenih avtomobilov več kot nevtralizirali visoko rast cen naftnih derivatov

Omenjena gibanja kažejo, da so bili lani poleg naftnega šoka prisotni še nekateri drugi mikroekonomski, najverjetneje začasni, dejavniki. Te povezujemo predvsem s povečano globalno konkurenco s Kitajske ter presežno ponudbo rabljenih avtomobilov, katerih trg se je v zadnjih dveh letih v Sloveniji močno razširil. Po ocenah je povečana konkurenca s Kitajske vplivala na znižanje osnovne inflacije v višini 0,2 odstotne točke, znižanje cen rabljenih avtomobilov za dobro petino pa je znižalo osnovno inflacijo kar za 0,5 odstotne točke. Ker je bila večina teh učinkov začasne narave, lahko letos in prihodnje leto pričakujemo obratne učinke. Ti se že kažejo v letošnji ničelni marčevski medletni inflaciji obleke in obutve, medtem ko ostaja medletna rast cen rabljenih avtomobilov še naprej negativna.

Začetek postopne normalizacije gibanja cen hrane

Cene hrane so se po več kot enoletnem zniževanju in prilagajanju ravnotežni ravni cen skupnega evropskega trga letos začele postopoma zviševati. Čeprav sam censki agregat tega še ne kaže, je to že očitno pri cenah nesezonske hrane, medtem ko gibanje cen sezonske hrane ostaja še naprej precej dinamično in negotovo ter tako zamegljuje dejansko sliko dogajanja. V letu po vstopu Slovenije v Evropsko unijo in ukinitvi carin na prehrambene izdelke je namreč prišlo do dveh učinkov. Prvi, neposredni učinek, je vpliv na znižanje cen zaradi ukinitve carin. Drugi, posredni učinek, je pritiskal cene navzdol preko dodatne ponudbe prehrambenih izdelkov razširjenega evropskega trga, ki so postali

Slika 2.11: Gibanje cen hrane v zadnjih petih letih



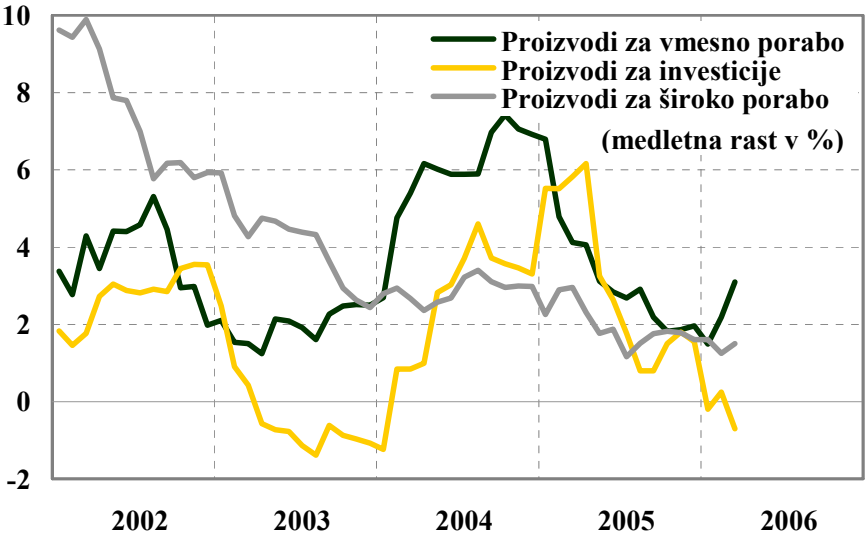
Vir: SURS, preračun ARC.

cenovno konkurenčnejši izdelkom domačih proizvajalcev. Zaradi velikega števila držav, ki so sočasno vstopile na skupen evropski trg, ter različnih stopenj predhodne razvitosti njihovih živilskih trgov je prilagajanje relativnih cen trajalo dlje, kot je bilo sprva pričakovano, prav tako pa so bile smeri prilagajanj med državami različne. V večini pridruženih držav članic je prišlo po širitvi trga do povišanja cen nesezonske hrane, do znižanja pa je prišlo le v Sloveniji in na Malti. Poleg že omenjenih dejavnikov je cene hrane v Sloveniji v lanskem letu zadrževala tudi negotovost glede cenovne politike večjih evropskih trgovskih verig z diskontno prodajo, ki so lani širile poslovanje tudi na slovenski trg. Zaradi prilagoditve cen hrane na nižjo raven v lanskem in predlanskem letu lahko letos pričakujemo prehodno hitrejšo rast, dolgoročno pa ustalitev na ravni povprečja EU. Hitrejša rast cen nesezonske hrane iz začetka leta je zato pričakovana in kaže na postopno normalizacijo rasti teh cen.

Rast cen proizvajalcev se je umirila na ravni 2%

Umirjanje rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih je v lanskem letu dodatno omejevalo inflacijska pričakovanja. Po enkratni prilagoditvi ravni nekaterih cen industrijskih proizvodov na začetku 2004, predvsem kovin, se je posledično zvišala tudi njihova skupna rast, ki pa se je lani ob koncu leta ponovno umirila. Povprečna rast cen proizvajalcev se je lani znižala za 1,6 odstotne točke na 2,7%, medletna rast pa se je v zadnjem četrtletju spustila na vsega 1,8%. Trend umirjanja rasti cen proizvajalcev se je nadaljeval tudi v prvem četrtletju letos, ko se je medletna rast znižala na samo 1,6%. Počasnejša rast censkega agregata je bila posledica počasnejše rasti v vseh njegovih podskupinah. Najbolj sta se upočasnili rasti cen proizvodov za vmesno porabo,

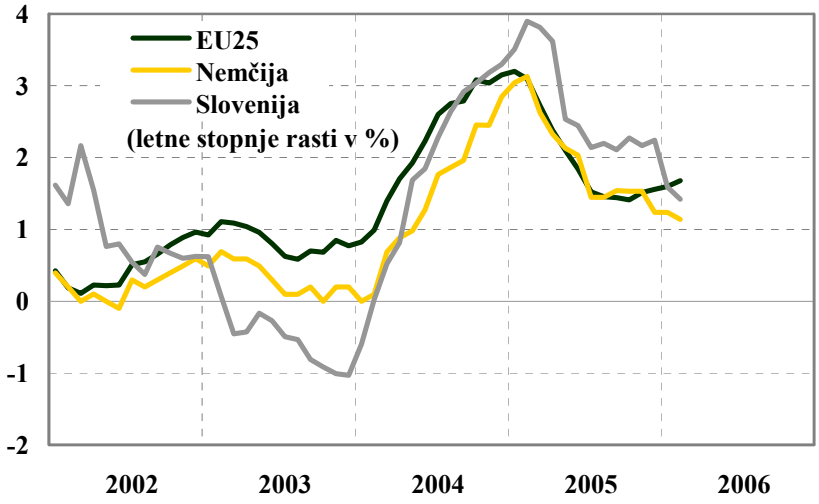
Slika 2.12: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih



Vir: SURS, preračun ARC.

medletno za 4,9 odstotne točke, in cen proizvodov za investicije, medletno za 1,8 odstotne točke. Pri tem se je trend zniževanja rasti nadaljeval letos samo pri slednjih, medtem ko se je rast cen proizvodov za vmesno porabo začela letos ponovno zviševati. Gibanje cen proizvodov za široko potrošnjo se je po letu in pol zmerne rasti na ravni med 2% in 3% v drugi polovici lanskega leta še dodatno umirilo, medletna rast pa se je znižala na raven okrog 1,5%, kjer ostaja tudi v prvem četrtletju letos. Rast cen industrijskih proizvajalcev ostaja tako še naprej ugodna in ne povzroča pritiskov na inflacijo.

Slika 2.13: Primerjava cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih



Vir: Eurostat; cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih brez energentov

Nizka rast cen proizvajalcev v primerjavi s tujino posledica manjšega deleža proizvodnje energije v Sloveniji

V primerjavi z rastjo cen proizvajalcev v nekaterih državah EU je rast teh cen v Sloveniji razmeroma nizka in v pretežni meri posledica bistveno počasnejše rasti cen energentov. Slednje je najverjetneje posledica manjšega deleža proizvodnje energije v Sloveniji. Kljub temu pa ostaja rast cen industrijskih proizvodov brez upoštevanja cen energentov v Sloveniji tudi letos skladna z gibanjem rasti teh cen tako v Nemčiji, največji trgovinski partnerici Slovenije, kot v Evropski uniji, kar kaže na visoko stopnjo relativnega prilagajanja teh cen med Slovenijo in ostalimi državami Evropske unije.

3 DENARNA POLITIKA

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

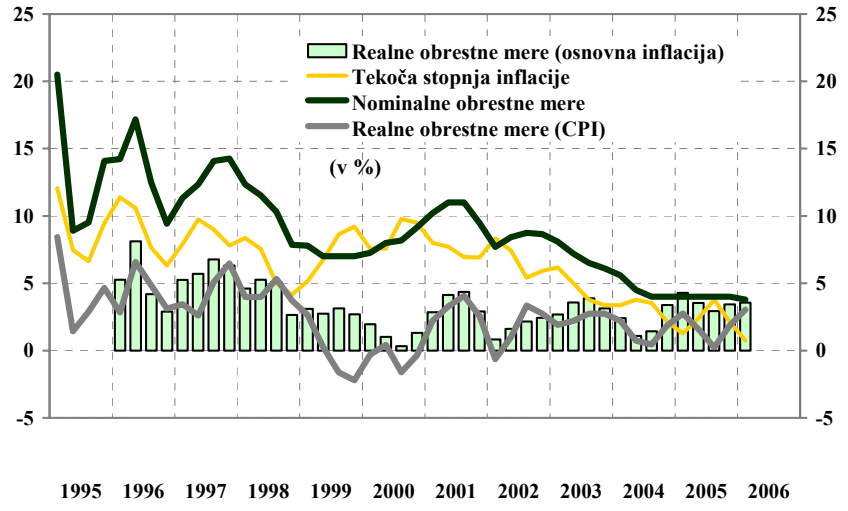
Denarna politika je bila vodena v skladu s skupnim Programom Banke Slovenije in Vlade RS vstopa v ERM II in prevzema evra[4]. Banka Slovenije s svojo denarno in tečajno politiko v okviru omejitev, ki jih prinaša sodelovanje v ERM II, ustvarja pogoje, ki bodo omogočali čimprejšnjo uvedbo evra. Ker je gibanje inflacije stabilno in na nizki ravni ter so denarna in makroekonomska gibanja v skladu z napovedmi, je Banka Slovenije v začetku leta 2006 nadaljevala s postopno konvergenco obrestnih mer proti obrestnim meram ECB.

3.1 Denarna politika in makroekonomska gibanja

Nespremenjene realne obrestne mere Banke Slovenije

Realne obrestne mere Banke Slovenije in realne obrestne mere dolgoročnih tolarskih posojil so v zadnjem letu skoraj nespremenjene. Obrestna mera 60 dnevnih tolarskih blagajniških zapisov je od vstopa v ERM II do februarja 2006 znašala 4,0%, nato pa je bila februarja in marca znižana za skupno 0,5 odstotne točke na 3,5%. Trend hitrega padanja obrestne mere na tolarska dolgoročna posojila se je ob koncu leta 2004 zaustavil v skladu s stabilizacijo glavne obrestne mere Banke Slovenije. Od takrat se je omenjena obrestna mera zmanjšala le za 0,2 odstotni točki in je marca 2006 znašala 7,7%.

Slika 3.1: Obrestne mere Banke Slovenije



Vir: Banka Slovenije, preračun ARC.

Omejeni inflacijski pritiski s strani agregatnega povpraševanja

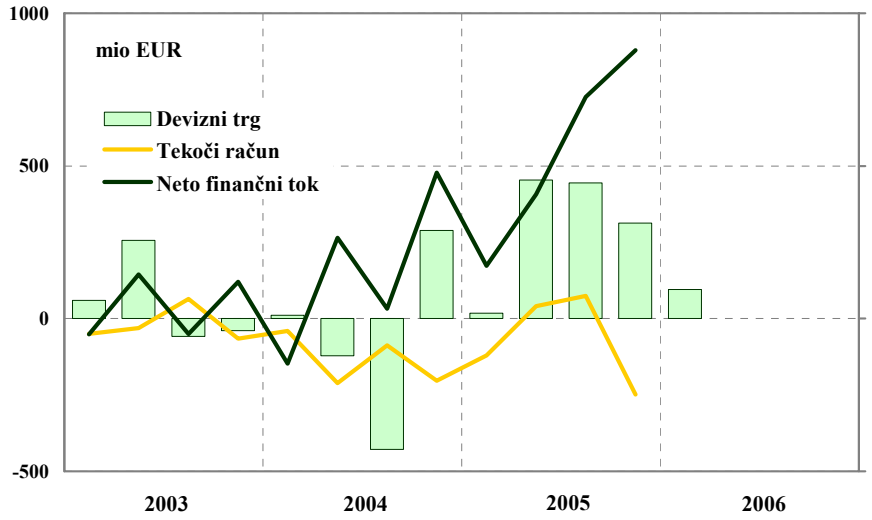
Zmerno domače trošenje, počasno zapiranje proizvodne vrzeli in nizka inflacija kažejo, da so inflacijski pritiski s strani agregatnega povpraševanja omejeni. Realna rast trošenja gospodinjstev je v letu 2005 znašala 3,3% in je za 0,6 odstotne točke zaostajala za rastjo realnega BDP. Proizvodna vrzel, merjena kot odstopanje dejanskega BDP od potencialnega BDP, se od leta 2004 sicer postopno zapira, a še vedno ostaja negativna. Inflacija in projekcije inflacijskih gibanj ostajajo še naprej relativno nizke.

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

Finančni pritoki kot posledica povečane kreditne aktivnosti

V letu 2005 so finančni pritoki odražali predvsem potrebe povečane kreditne aktivnosti. Finančni pritoki zasebnega sektorja so se med letom 2005 postopno povečevali in so v zadnjem četrtletju že znašali 0,9 mrd EUR, skupno v celem letu pa 2,2 mrd EUR oziroma 8% letnega BDP. V največji meri so pritoki v letu 2005 odražali povečevanje posojil bankam iz tujine, banke pa so ta vir potrebovale za zapolnitev vrzeli med povpraševanjem po kreditih in počasnejšim naraščanjem bančnih vlog. Dodatno želijo banke dolgoročnejši in zato stabilnejši vir financiranja. Relativno močni finančni pritoki se kažejo v povečani presežni ponudbi deviz na trgih tujega denarja, dodatno pa je k povečani ponudbi deviz prispevalo hitrejše naraščanje deviznih posojil od deviznih vlog pri domačih bankah.

Slika 3.2: Devizni trg in plačilnobilančni tokovi



Vir: Banka Slovenije.

Prilagoditev nominalnih obrestnih mer Banke Slovenije

V luči tržnih pričakovanj o uvedbi evra je Banka Slovenije v začetku leta 2006 svoje obrestne mere prilagodila v smeri nominalne konvergence. Pričakovanja trga se kažejo tudi v sestavi finančnih tokov s tujino. V začetku leta 2006 so se finančni tokovi zasebnega sektorja še dodatno povečali, januarja je znašal neto finančni pritok 92 mio EUR, februarja pa se je ta tok po predhodnih podatkih in indikatorjih še povečal. Največji porast je bil tokrat zabeležen pri naložbah nerezidentov v domače vrednostne papirje. Presežna ponudba deviz je bila januarja 2006 največja po vstopu v ERM II. Z znižanjem obrestnih mer Banke Slovenije se je presežna ponudba deviz na trgih tujega denarja močno umirila in je tako znašala v prvem četrtletju 2006 le 95 mio EUR, to je najmanj po prvem četrtletju 2005. Hkrati z zvišanjem obrestnih mer ECB se je razlika med ključnima obrestnima merama Banke Slovenije in ECB znižala na 100 bazičnih točk.

Nadaljevanje konvergence obrestnih mer Banke Slovenije k obrestnim meram ECB

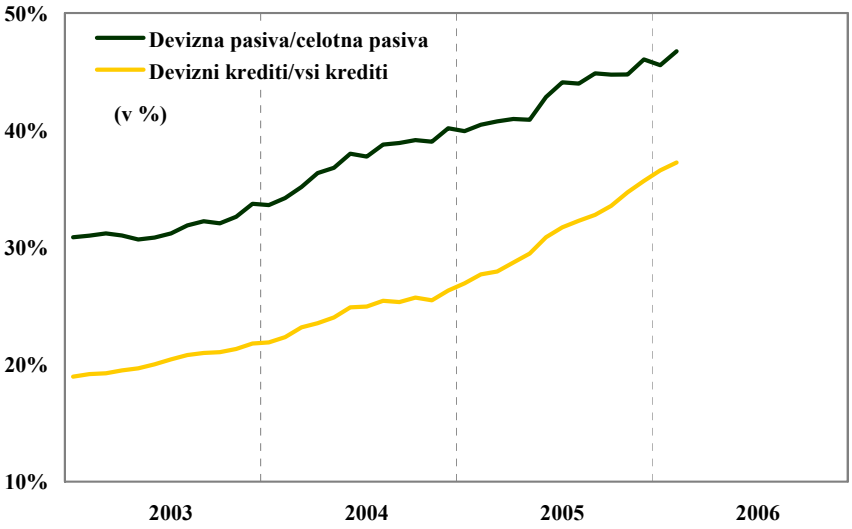
Z znižanjem obrestnih mer Banke Slovenije in zvišanjem obrestnih mer ECB se nadaljuje konvergenca obrestnih mer pred vstopom v evroobmočje. Banka Slovenije je 10. februarja in 3. marca 2006 znižala obrestne mere za lombardno posojilo za 0,5 odstotne točke, na 4,5%, za 60 dnevni tolarski blagajniški zapis za 0,5 odstotne točke, na 3,5%, za začasni nakup deviz za 7 dni za 0,75 odstotne točke, na 0,75% in za začasno prodajo deviz za 7 dni za 0,75 odstotne točke, na 0,25%. ECB je 6. decembra 2005 in 8. marca 2006 zvišala obrestno mero refinanciranja za skupno 0,5 odstotne točke na 2,5%. Cena refinanciranja pri Banki Slovenije, ki je enaka seštevku obrestne mere refinanciranja pri ECB in cene začasnega nakupa deviz Banke Slovenije se je tako od konca lanskega leta zmanjšala s 3,5% na 3,25%. Z znižanjem obrestnih mer Banke Slovenije in zvišanjem obrestnih mer ECB se je v tem obdobju razlika med obrestno mero 60

dnevnega tolarskega blagajniškega zapisa in obrestno mero refinanciranja ECB zmanjšala z 200 bazičnih točk na 100 bazičnih točk.

Evroizacija le delno zmanjšuje vpliv denarne politike

Pričakovanja trga o uvedbi evra so pospešila evroizacijo naložb in obveznosti bank in tako na nekaterih segmentih omejile vpliv denarne politike Banke Slovenije. Kot je razvidno na sliki 3.3, se devizno poslovanje bank vse bolj povečuje, tolarsko pa vse bolj zmanjšuje. Delež deviznih posojil v celotnih posojilih se v zadnjih letih dokaj hitro povečuje, še v začetku leta 2002 je znašal okoli 15%, v začetku leta 2006 pa že presega 35%. Tudi na strani obveznosti bank se povečuje delež obveznosti v tuji valuti – ta delež se je povečal od okoli 30% v začetku leta 2002 na preko 45% v začetku leta 2006. Pri tem delež deviznih vlog ostaja nespremenjen, povečuje pa se zadolževanje bank v tujini. K evroizaciji dodatno prispeva stabilen in predvidljiv devizni tečaj. Pospešena evroizacija tako pri naložbah kot pri obveznostih sicer ne povečuje valutnega tveganja v bankah, a zmanjšuje prostor za delovanje politike tolarskih obrestnih mer. Kljub procesu evroizacije tolarske obrestne mere prevladujejo na segmentih, kjer lahko kreditiranje najhitreje deluje inflacijsko, kar utemeljuje usmeritev Banke Slovenije v vzdrževanje višjih obrestnih mer glede na evroobmočje. Predvsem pri potrošniških kreditih prevladujejo tolarski krediti, saj predstavljajo skoraj 90% novo odobrenih kreditov. Obrestne mere Banke Slovenije dodatno vplivajo tudi na vloge in tako delujejo proti prekomernemu trošenju. Omejeno kreditiranje v evrih na omenjenih tržnih segmentih in vzdrževanje vpliva tolarskih obrestnih mer na agregatno aktivnost omogočajo tudi stroški konverzije, plačilni promet ter pogosto višje evrske obrestne mere doma kot v tujini.

Slika 3.3: Evroizacija naložb in obveznosti bank



Vir: Banka Slovenije

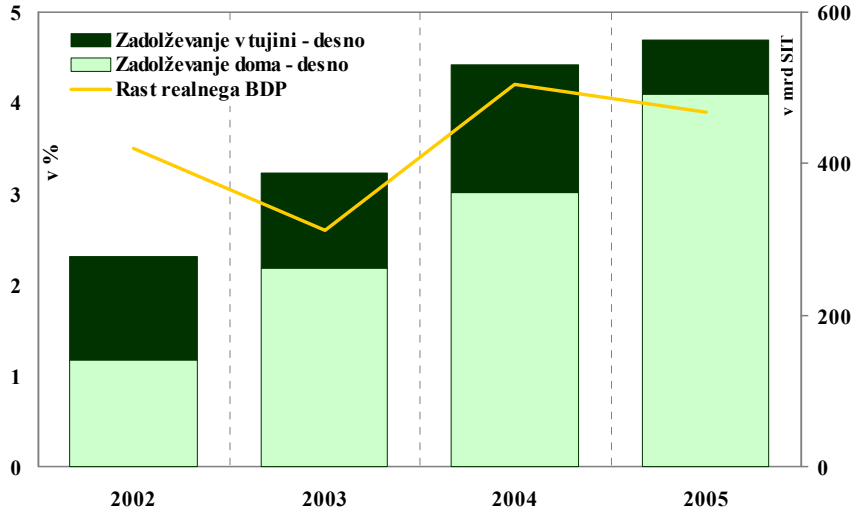
Visoka kreditna aktivnost je posledica finančnega poglabljanja

Relativno visoka kreditna aktivnost je v veliki meri posledica finančnega poglabljanja. Globina finančnega posredništva, merjena z razmerjem med krediti privatnemu sektorju in BDP, je v Sloveniji relativno nizka in je znašala ob koncu leta 2004 okoli 45%, ob koncu leta 2005 pa 60%. Ker je globina finančnega posredništva v veliki meri povezana z ekonomsko razvitostjo, je le-ta v starih članicah EU precej večja kot v Sloveniji in pri večini presega 100%, pri nekaterih pa celo 150%. Proces finančnega poglabljanja je torej v veliki meri posledica dohitevanja razvitejših članic EU. V Sloveniji bi se ob 4% rasti realnega BDP in 20% nominalni rasti kreditov privatnemu sektorju razmerje med krediti privatnemu sektorju in BDP povečevalo za približno 10 odstotnih točk na leto.

Preusmeritev gospodarstva od tujih k domačim virom financiranja

Pomemben razlog za porast zadolževanja gospodarstva pri domačih bankah je njegova preusmeritev od tujih na domače vire financiranja zaradi zmanjševanja razlik med domačimi in tujimi obrestnimi merami. Prirast zadolževanja gospodarstva v tujini je v letu 2004 znašal 169 mrd SIT, v letu 2005 pa le 71 mrd SIT. Prirast zadolževanja gospodarstva doma je znašal v letu 2004 362 mrd SIT, v letu 2005 pa kar 493 mrd SIT. Skupno kreditiranje gospodarstva je torej znašalo v letu 2005 564 mrd SIT (v letu 2004 530 mrd SIT) in je bilo podobno kot v letu 2004, a se je struktura bistveno spremenila – delež tujega kreditiranja je padel z 32% v letu 2004 na 13% v letu 2005. Dodatno so k povečanemu kreditiranju privatnega sektorja, predvsem gospodinjstev, prispevali tudi povečano stanovanjsko kreditiranje, povečana konkurenca na trgu kreditov in zmanjšani stroški najema kreditov.

Slika 3.4: Preusmeritev gospodarstva od tujih k domačim virom financiranja



Vir: Banka Slovenije

Rast denarnega agregata M1 se zmanjšuje…

Gibanje denarnega agregata M1 se od konca leta 2004 postopoma upočasnjuje in je skladno z gospodarsko aktivnostjo in gibanjem prejemkov prebivalstva. Hitro rast M1 od začetka leta 2004 lahko v veliki meri pripišemo naraščanju gospodarske aktivnosti, saj je le-ta v drugem polletju 2003 porasla le za 2,8% medletno, v drugem polletju 2004 pa že za 4,3% medletno. Dodatno je k rasti M1 ob koncu leta 2004 prispevala dinamika prejemkov prebivalstva, ki je bila posledica spremenjene obdavčitve nekaterih prejemkov, predvsem avtorskih honorarjev. Rast M1 se od začetka leta 2005 zmanjšuje in je v skladu z normalizacijo prejemkov prebivalstva ter zmerno gospodarsko rastjo. Še decembra 2004 je medletna stopnja rasti M1 znašala 27,8%, februarja 2006 pa le še 10,0%.

…rast širokih denarnih agregatov pa ostaja nizka

Rast širokih denarnih agregatov ostaja še naprej nizka, kar je posledica širjenja alternativnih načinov varčevanja. Rast M2 in M3 je v zadnjem letu v povprečju znašala 5,9% oziroma 6,3% in ostaja dokaj stabilna. Nizko rast teh agregatov lahko pripišemo povečanim portfeljskim naložbam. Le-te se pogosteje selijo v tujino kot posledica tako konvergence obrestnih mer kot spremenjene zakonodaje, ki investicijskim skladom omogoča povečane naložbe v tujino. Neto odliv portfeljskih naložb zasebnega sektorja je znašal leta 2003 65 mrd SIT, leta 2004 90 mrd SIT in leta 2005 222 mrd SIT. Banke v razmerah dokaj močnega povpraševanja po kreditih nadomeščajo počasno rast vlog z zadolževanjem v tujini, ki je v letu 2005 znašalo kar 629 mrd SIT, kar je približno 85% prirasta kreditov zasebnemu sektorju.

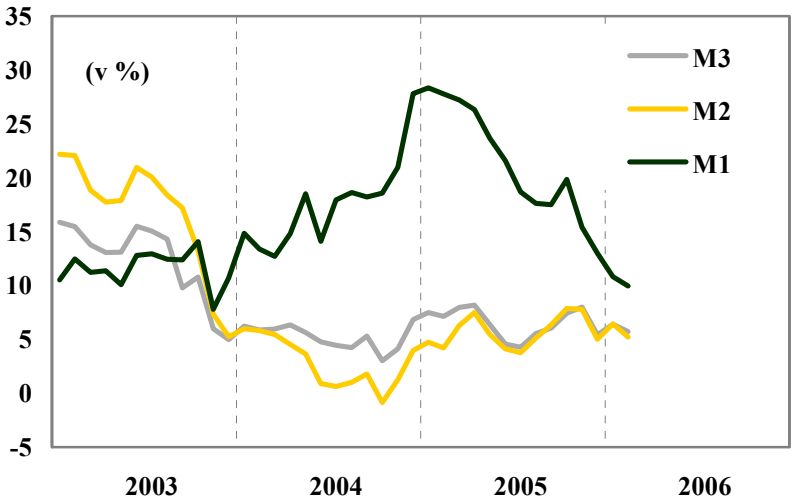
Rast vezanih tolarskih vlog se povečuje, deviznih pa zmanjšuje

Naraščanje tolarskih vezanih vlog in zmanjševanje deviznih vlog je posledica še vedno višjih tolarskih od deviznih obrestnih mer v pogojih stabilnega deviznega tečaja. Od začetka leta 2005 so tolarske vezane vloge porasle za 182 mrd SIT, devizne vloge pa za 107 mrd SIT. V istem obdobju se je medletna stopnja rasti tolarskih vezanih povečala z -7,3% na 10,0%, deviznih vlog pa zmanjšala s 14,2% na 6,9%. Obrestna mera na vloge vezane od enega do treh mesecev se v tem obdobju giblje nekaj nad 3%, na devizne vloge pa okoli 1,5% oziroma po zadnjem povečanju obrestnih mer ECB okoli 1,8%.

Zmanjševanje ročnosti tolarskih vlog

Tolarske obrestne mere na daljše ročnosti se znižujejo hitreje od tistih na krajše ročnosti, to pa se odraža v krajšanju povprečne ročnosti tolarskih vezanih vlog. Delež tolarskih vlog, vezanih od enega do treh mesecev v vseh tolarskih vezanih vlogah, se je od začetka leta 2005 do februarja 2006 povečal za 3,1 odstotne točke, na 43,5%. Delež dolgoročnih tolarskih vlog se je v istem obdobju zmanjšal za 4,3 odstotne točke, na 15,8%, medtem ko je delež vlog ostalih ročnosti ostal nespremenjen. V istem obdobju je obrestna mera za vloge, vezane od enega do treh mesecev, ostala nespremenjena, na dolgoročne vloge pa se je zmanjšala za skoraj 1,5 odstotne točke. Takšno gibanje obrestnih mer je tudi v veliki meri posledica konvergence obrestnih mer zaradi približevanja vključitvi v evroobmočje.

Slika 3.5: Medletna rast denarnih agregatov



Vir: Banka Slovenije.

Ostali makroekonomski indikatorji v skladu s pričakovanji

Ostali makroekonomski indikatorji – agregatno povpraševanje, tekoči račun plačilne bilance, javnofinančni primanjkljaj in stroški dela so bili v skladu s pričakovanji. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance se je v letu 2005 glede na predhodno leto izboljšal za 1% BDP in je znašal 1,1% BDP, javnofinančni primanjkljaj pa se je v istem obdobju zmanjšal za 0,5% BDP, na 1,8% BDP. Prejemki prebivalstva so se v povprečju leta 2005 povečali za 4,2% glede na predhodno leto, stroški dela na zaposlenega pa v istem obdobju za 3,1%.

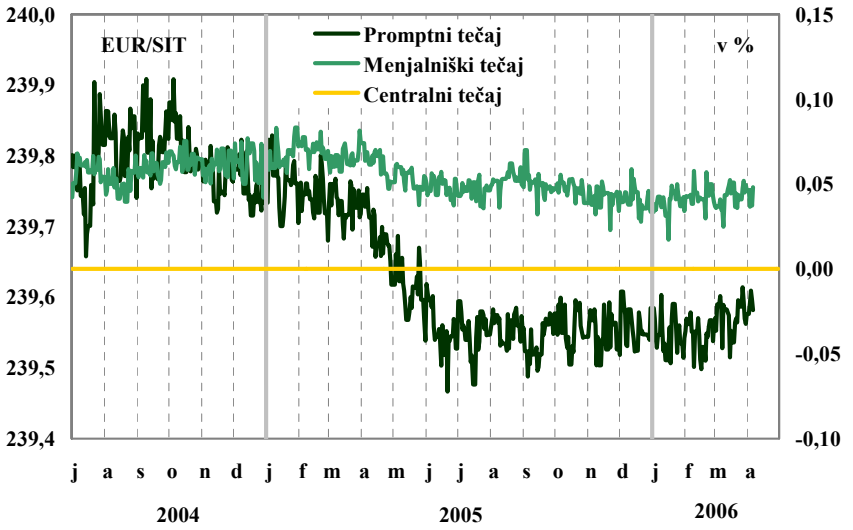
3.2 Instrumenti denarne politike v ERM II

Odstopanja tržnih deviznih tečajev od centralnega tečaja so zanemarljiva

Od vstopa v ERM II je denarna politika Banka Slovenije usmerjena v stabilnost nominalnega deviznega tečaja. V dosedanjem obdobju bivanja v ERM II so odstopanja tržnih deviznih tečajev od centralnega tečaja zanemarljiva. Tako je od vstopa v ERM II do marca 2005 znašalo povprečno odstopanje deviznega tečaja

na promptnem deviznem trgu[5] od centralnega tečaja 0,06%, in sicer na depreciacijski strani, pri čemer je standardni odklon znašal le 0,02%. Aprila in maja 2005 je tolar zaradi povečane presežne ponudbe na trgih tujega denarja postopoma apreciiral. Od junija 2005 do začetka aprila 2006 se devizni tečaj giblje na apreciacijski strani centralnega tečaja – v povprečju je odstopal od centralnega tečaja za 0,04% s standardnim odklonom 0,02%. Tečaj na menjalniškem trgu se od vstopa v ERM II zaradi presežnega povpraševanja giblje nekoliko nad centralnim tečajem. Od vstopa v ERM II do začetka aprila je odstopanje menjalniškega tečaja od centralnega tečaja znašalo v povprečju 0,05% s standardnim odklonom 0,02%.

Slika 3.6: Tržni devizni tečaji in odstopanja od centralnega tečaja

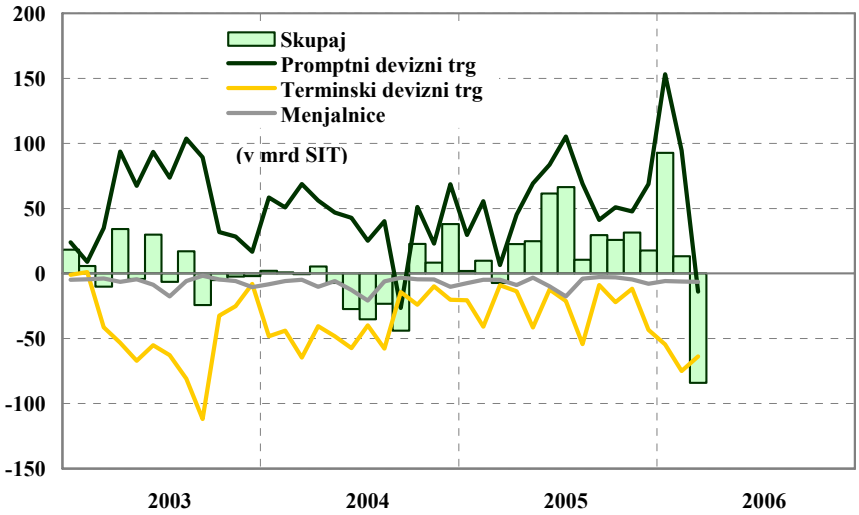


Vir: Banka Slovenije.

Dolgoročno so trgi tujega denarja v ravnovesju

Po vstopu v ERM II na vseh trgih tujega denarja skupaj ni bilo večje presežne ponudbe ali povpraševanja po tujem denarju, kar kaže na to, da je centralni tečaj na ravni dolgoročno vzdržnega deviznega tečaja. Od julija 2004 do marca 2006 je kljub kratkoročnejšim nihanjem v ponudbi in povpraševanju po tujem denarju

Slika 3.7: Presežna ponudba/povpraševanje na trgih tujega denarja



Vir: Banka Slovenije.

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

skupna presežna ponudba deviz na trgih tujega denarja znašala 282,9 mrd SIT, kar znaša v povprečju 2,5% BDP. Omenjeno obdobje lahko razdelimo na tri podobdobja - od julija 2004 do septembra 2004 s presežnim povpraševanjem (v povprečju 102,7 mrd SIT mesečno), od oktobra 2004 do marca 2005 z ravnotežjem (v povprečju presežna ponudba 12,2 mrd SIT mesečno) in od aprila 2005 do februarja 2006 s presežno ponudbo (v povprečju 36,0 mrd SIT mesečno). Pri tem je na terminskem in menjalniškem trgu povpraševanje vseskozi presegalo ponudbo tujega denarja, na promptnem trgu pa je bila ponudba večja od povpraševanja po tujem denarju. Razmeroma veliko presežno povpraševanje po tujem denarju marca 2006 je v veliki meri posledica ene večje transakcije in deloma tudi znižanja obrestnih mer Banke Slovenije.

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

Manjša kratkotrajna neravnovesja na trgih tujega denarja so se sicer odrazila v gibanju tržnega tečaja tolarja, a ker so bila njegova odstopanja od centralnega tečaja zelo majhna, ni bilo potrebe po tečajnih intervencijah Banke Slovenije. Banka Slovenije je zadnjič aktivno vplivala na oblikovanje deviznega tečaja julija 2004. Takrat je takoj po vstopu v ERM II z določitvijo izhodiščnega tečaja tri dni intervenirala na trgih tujega denarja, nato pa še neposredno posredovala na medbančnem deviznem trgu z neposredno prodajo deviz bankam. S tem je deviznim trgom signalizirala usmerjenost Banke Slovenije v vzdrževanje nominalnega tečaja tolarja v bližini centralnega tečaja.

3.3 Izvajanje strukturnih prilagoditev za lažji prehod v evrosistem

Zaradi načrtovanega prevzema evra je Banka Slovenije nadaljevala z izvajanjem nekaterih strukturnih prilagoditev pri instrumentih denarne politike, katerih namen je omogočiti lažji prehod v pogoje poslovanja v evrosistemu. Te prilagoditve se nanašajo na zamenjavo ponudbe 270 dnevnih tolarskih blagajniških zapisov z dolgoročnim depozitom, postopne sprostitve minimalno predpisane devizne likvidnosti, omejitve iz likvidnostne lestvice, obseg začasno odkupljenih deviz in sistem obveznih rezerv.

Dolgoročni depozit kot instrument sterilizacije deviznih pritokov iz preteklosti

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

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

Za povečanje prilagodljivosti bank pri poslovanju na trgih tujega denarja je Banka Slovenije postopno sproščala minimalno predpisano devizno likvidnost in ponujala zamenjavo začasnih nakupov deviz z dokončnimi odkupi. V letu 2004 je Banka Slovenije znižala najmanjši obseg likvidnega premoženja v tujem denarju, ki ga morajo zagotavljati banke, z 80% na 70%. V aprilu 2006 je ta obveznost dodatno znižana na 50% kratkoročnih obveznosti v tuji valuti. Odstotek obveznega vpisa blagajniških zapisov v tujem denarju je bil že v letu 2004 znižan s 45% na 35% in nadalje v letu 2005 na 25% likvidnega premoženja v tuji valuti. Julija 2005 je bil obvezen vpis blagajniških zapisov v tujem denarju dokončno ukinjen. Stanje blagajniških zapisov v tujem denarju se zato postopoma zmanjšuje. Aprila 2004 je bilo stanje blagajniških zapisov v tujem

denarju največje in je znašalo 584,5 mrd SIT, konec februarja 2006 pa je znašalo le še 266,5 mrd SIT. Banka Slovenije je tudi v letu 2005 in v začetku leta 2006 ponujala bankam možnost dokončne prodaje deviz iz kumuliranih začasno prodanih deviz Banki Slovenije. Prek omenjene ponudbe je v letu 2004 dokončno odkupila od bank za 331,8 mrd SIT, v letu 2005 za 414,9 mrd SIT in v letu 2006 do začetka aprila za 118,7 mrd SIT deviz.

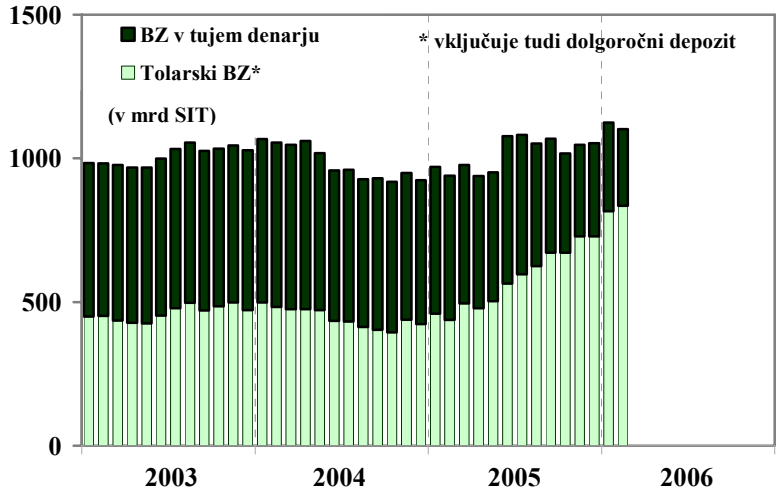
Prilagajanje instrumenta obveznih rezerv ureditvi v evroobmočju

Banka Slovenije je nadaljevala s prilagajanjem instrumenta obveznih rezerv standardom ECB. Marca 2005 je znižala stopnjo obveznih rezerv za tolarske obveznosti do 90 dni s 4,5% na 2%. Tako znaša stopnja obveznih rezerv za vse obveznosti z ročnostjo do dveh let 2%, v skladu z ureditvijo v evrosistemu. Stopnja za obveznosti nad dve leti ostaja 0%. Banka Slovenije je želela likvidnostni učinek spremembe premakniti v obdobje po prevzemu evra. Zato so morale banke in hranilnice presežno likvidnost iz naslova znižanja obveznih rezerv, v višini 37 mrd SIT, obvezno naložiti v dolgoročni depozit pri Banki Slovenije, ki ima rok dospelosti konec marca 2007.

Povečevanja tolarskih blagajniških zapisov kot posledica strukturnih prilagoditev

Omenjene strukturne spremembe instrumentov Banke Slovenije je pomembno upoštevati pri analizi gibanja stanja tolarskih blagajniških zapisov. Sprememba stanja tolarskih blagajniških zapisov in dolgoročnega depozita ne kaže le na količino sterilizirane devizne intervencije, ampak tudi del sproščene likvidnosti iz zmanjševanja blagajniških zapisov v tujem denarju in zmanjšanja obveznosti iz naslova obveznih rezerv. Kot je razvidno iz slike 3.8 je stanje blagajniških zapisov v tujem denarju in tolarskih blagajniških zapisov v zadnjih treh letih okrog 1.000 mrd SIT. Bistveno se spreminja razmerje med tolarskimi in deviznimi blagajniškimi zapisi, delež tolarskih blagajniških zapisov se od leta 2004, ko je znašal okoli 45%, postopoma povečuje in je februarja 2006 že presegel 75%.

Slika 3.8: Povečevanje tolarskih BZ kot posledica zmanjševanja BZ v tujem denarju



Vir: Banka Slovenije.

Prilagajanje bonitetnega instrumenta likvidnostne lestvice

Banka Slovenije tudi postopno prilagaja instrument likvidnostne lestvice ureditvi v evrosistemu. Tako je ukinjena možnost upoštevanja tolarskih kreditov bonitete A z ročnostjo nad 180 dni pri izpolnjevanju količnikov likvidnosti v prvem razredu (preostala zapadlost do 30 dni) in vzpostavljeno je tehtanje vpoglednih vlog gospodinjstev in gospodarstva, ki znaša v prvem razredu 85% in v drugem razredu (preostala zapadlost do 180 dni) 60%. Banke so imele možnost poslovati po novem sistemu od julija 2005, obvezno pa so morale preiti na nov sistem s 1. januarjem 2006.

Okvir 3.1: Kronološki pregled ukrepov Banke Slovenije od vstopa v ERM II

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

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

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

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

30. julij 2004
Banka Slovenije prvič ponudi bankam vpis dolgoročnega tolarskega depozita kot zamenjavo za 270 dnevne tolarske blagajniške zapise. Obrestna mera je za 0,2 odstotni točki višja od obrestne mere 60 dnevnih tolarskih BZ. Do konca februarja 2005 banke vpišejo za 160,8 mrd SIT dolgoročnega tolarskega depozita.

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

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

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

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

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

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

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

8. april 2005
Banka Slovenije zviša ceno začasnega odkupa deviz za 7 dni z 1,25% na 1,5%.

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

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

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

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

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

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

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

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

4 PROJEKCIJA GOSPODARSKIH GIBANJ[6]

Ob izboljševanju svetovne konjunkture ter povečanju domačega povpraševanja bo rast BDP do leta 2008 ostala relativno visoka, na ravni okoli 4%. Napovedi kažejo, da bo stopnja rasti cen ob koncu letošnjega leta znašala okoli 2,0% ter se nato ob predpostavljeni odsotnosti novih naftnih šokov v prihodnjih dveh letih ustalila na okoli 2,5%. Ob postopnemu približevanju stopenj rasti izvoza in uvoza se bo tekoči račun plačilne bilance tudi zaradi neugodnih pogojev menjave poslabšal za okoli odstotno točko BDP.

V prvem delu tega poglavja so predstavljena predvidena gibanja izbranih dejavnikov iz mednarodnega okolja. Sledi opis projekcij gospodarske aktivnosti, zaposlenosti in plač. Tretji del prikazuje gibanje domačega povpraševanja po posameznih elementih trošenja. Zunanje ravnovesje in pogoji financiranja so analizirani v četrtem in petem delu. V zadnjem delu predstavljamo napovedi gibanja cen. Povzetek napovedi in primerjava z ocenami iz aprila 2005 sta prikazana v Tabeli 4.8 ob koncu tega poglavja.

4.1 Mednarodno okolje

Krepitev domačega povpraševanja v tujini bo, kljub censkim pritiskom s ponudbene strani, prispevala k solidni rasti v Sloveniji

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

Tabela 4.1: Predpostavke mednarodnega okolja

					2006 Napovedi		2007 Napovedi		2008 Napovedi	
	2002	2003	2004	2005	maj	Δ	maj	Δ	maj	Δ
	letne stopnje rasti v %									
Tuje povpraševanje*	1,9	3,7	5,3	4,7	6,0	0,0	6,0	0,0	6,0	…
USD/EUR	0,94	1,13	1,24	1,25	1,21	0,0	1,21	0,0	1,21	…
Nafta (USD/sodček)	25	29	38	54	65	0,0	65	0,0	65	…
Primarne surovine	4,6	11,3	16,0	6,0	15,0	12,0	3,0	0,0	3,0	…
Inflacija v EMU	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	0,3	2,2	0,3	2,0	…
PPI Nemčija	-0,6	1,7	1,6	4,6	2,9	0,8	1,7	-0,4	1,7	…
EURIBOR 3m (%)	3,3	2,3	2,3	2,3	3,0	0,7	3,5	1,0	3,5	…

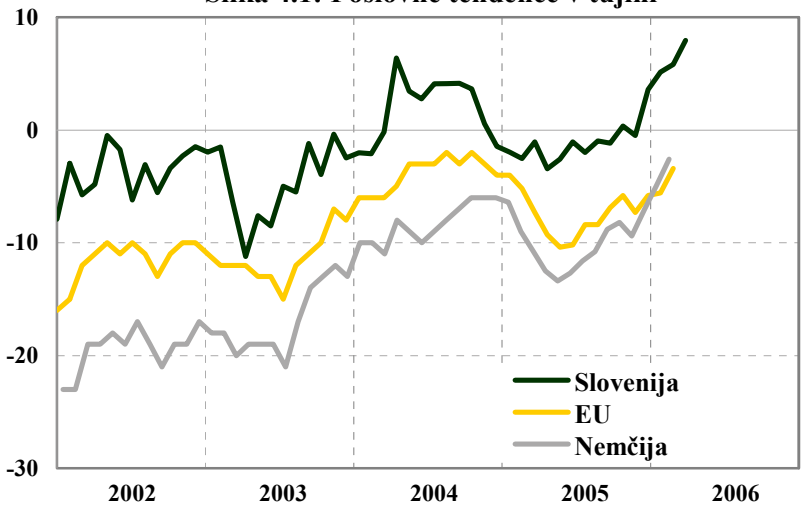
Viri: JP Morgan, Consensus Forecast, OECD Economic Outlook, IMF World Economic Outlook.

[6] Napovedi so bile narejene na podlagi podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 31. marca 2006. Projekcija makroekonomskih dejavnikov, predstavljena v tem poglavju, temelji na predpostavkah o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja in na nekaterih domačih dejavnikih, ki so pogojeni z odločitvami ekonomskih politik. Domači dejavniki, ki so pod vplivom ekonomskih politik in so eksogeno vključeni v proces izdelave napovedi, so gibanje tečaja tolarja, trošenje in investiranje javnega sektorja, plače v javnem sektorju, gibanje nadzorovanih cen ter nekatere druge spremenljivke fiskalne narave.

Pričakovati je tako krepitev končnega kot investicijskega trošenja v tujini

Povpraševanje iz tujine naj bi se kljub začasnemu zastoju ob koncu lanskega leta začelo povečevati že v prvi, še bolj občutno pa v drugi polovici letošnjega leta. Na povečano gospodarsko aktivnost v tujini kažejo tako kazalci zaupanja v pomembnejših zunanjetrgovinskih partnericah kot podatki o rasti industrijske proizvodnje ter o investicijski dejavnosti in o prodaji v trgovini na drobno. Slednjo naj bi letos med drugim pospešilo tudi predvideno povečanje stopnje DDV v Nemčiji. Investicijska aktivnost naj bi se pričela zaradi močno povečanih dobičkov podjetij v evroobmočju povečevati, kljub nadaljevanju odliva investicij v tujino. K visokim dobičkom so pomembno prispevale zaostrene razmere na trgu dela v zadnjih nekaj letih, ki so hkrati omejevale okrevanje trošenja gospodinjstev. Dokaj omejena rast plač v preteklosti je predvsem v Nemčiji občutno izboljšala konkurenčnost in bo še naprej pomembno prispevala k ugodni rasti izvoza. Ugoden prispevek stroškov dela h konkurenčnosti je mogoče pričakovati, kljub nekoliko povečani rasti plač zaradi izboljšanih dobičkov in v skladu z zahtevami sindikatov. Izvozno dinamiko naj bi dodatno pospešili dokaj solidna aktivnost svetovnega gospodarstva ter nekoliko nižja vrednost evra. Tudi povpraševanje iz držav vzhodne in jugovzhodne Evrope bo ostalo na relativno visoki ravni, čeprav rast ne bo več tako izrazita kot v preteklih letih. Pri tem bo še naprej izstopala Rusija, kjer bosta tako investicijsko povpraševanje kot poraba gospodinjstev ob vztrajanju visokih cen nafte ostala precej močna.

Slika 4.1: Poslovne tendence v tujini



Vir: SURS, preračun ARC.

Ob koncu 2005 zaustavitev krepitve dolarja do evra

Naraščanje vrednosti dolarja do evra zaradi ugodnejših razmer v ameriškem kot v evropskem gospodarstvu, politične negotovosti pred volitvami v Nemčiji ter povečevanja razlike med obrestnimi merami v ZDA in v evroobmočju se je ob koncu 2005 zaustavilo. K temu je najpomembneje prispeval začetek zviševanja obrestnih mer ECB ter prvi znaki gospodarskega okrevanja evroobmočja. V naših napovedih smo za celotno obdobje projekcij uporabili tehnično predpostavko konstantnega razmerja v višini 1,21 USD/EUR, kar ustreza dejanskemu tečaju v povprečju zadnjega meseca, hkrati pa je takšna vrednost zelo blizu napovedim tujih institucij.

Cene nafte ostajajo na visokih ravneh…

Cene nafte naj bi se v prihodnje umirile, a ostale na visoki ravni. Po kratkem premoru, ki je sledil hitri rasti cen nafte zaradi neugodnih vremenskih razmer septembra 2005, so cene nafte ob koncu lanskega in v začetku letošnjega leta ponovno nekoliko porasle. Visoko raven cen nafte na eni strani spodbuja visoka poraba, ki naj bi se po 1,2% rasti v 2005 predvsem zaradi vztrajanja povpraševanja iz Kitajske in Severne Amerike v 2006 povečala za 1,8%. Na ponudbeni strani pa so poglavitni dejavniki, ki še naprej vplivajo na vztrajanje visokih cen nafte nizka raven presežnih proizvodnih zmogljivosti in zmogljivosti za predelavo nafte ter zaostrene politične in geo-politične razmere v nekaterih največjih proizvajalkah nafte. Večina analitikov tako pričakuje ohranjanje cen

nafte na visokih ravneh, sklenjene terminske pogodbe pa kažejo na gibanje cen nafte na ravneh okoli 65USD/sod. Takšna predpostavka je enaka predpostavkam iz predhodnih napovedi.

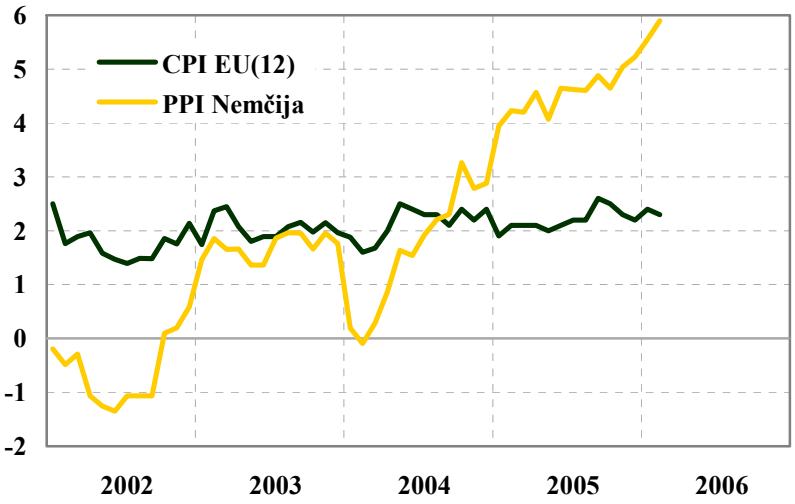
…enako kot cene ostalih primarnih surovin, …

Cene primarnih surovin so ob koncu lanskega leta ter v začetku letošnjega leta rasle izredno hitro, k čemur so prispevale vse komponente. Hitra rast na eni strani odraža nadaljevanje visokega povpraševanja iz Kitajske in držav JV Azije, kot tudi povečevanja povpraševanja iz razvitih držav, na drugi strani pa izkazuje prilagajanja pogodbenih cen nekaterih surovin, npr. jekla, s katerimi se ne trguje neposredno na trgu. Dosežena raven cen je tako ob koncu 2005 presegla rekordne ravni iz konca osemdesetih let prejšnjega stoletja. Pri tem tekoče stopnje rasti dolarskih cen vseh komponent košarice cen primarnih surovin presegajo 1,5% na mesec, najhitreje pa rastejo cene kovin, več kot 4%, in najpočasneje cene kmetijskih neprehrambenih surovin, 1,5%. Prav zaradi izredno visoke tekoče dinamike, ki še ne kaže znakov umirjanja, je predpostavka o gibanju cen primarnih surovin glede na predhodne napovedi občutno popravljena navzgor.

…ter tako bistveno prispevajo k višjim cenam v tujini

Višja napoved inflacije v evroobmočju glede na predhodne napovedi, za leto 2006 2,2%, je večinoma posledica nepričakovano visoke rasti cen energentov, predvsem naftnih derivatov. Osnovna inflacija se je v evroobmočju zniževala v celotnem lanskem letu, ob koncu leta pa se je inflacija brez upoštevanja cen energentov in nepredelane hrane spustila pod 1,5%, medtem ko je še ob koncu 2004 znašala nad 2,0%. Projekcija o vztrajanju inflacije nad postavljenim ciljem ECB tudi v 2006 je predvsem posledica visokih cen nafte, učinkov poviševanja nekaterih nadzorovanih cen, v letu 2007 pa bodo na relativno visoko rast cen vplivale nekatere spremembe na področju posrednih davkov, predvsem zvišanje stopnje DDV v Nemčiji. Tudi na rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v Nemčiji v zadnjem času močno vpliva hitra rast cen v energetskem sektorju. Cene v ostalih sektorjih rastejo precej počasneje, prav tako pa zaenkrat še ni znakov, da bi prišlo do prenosa visokih cen energije v cene industrijskih proizvodov za široko potrošnjo, kar odraža povečano stopnjo konkurence na eni strani, ter zmerno rast stroškov dela na enoto proizvoda na drugi strani. Tudi pričakovanja proizvajalcev nakazujejo, da do prenosa cen energentov v ostale cene ne bo prihajalo niti v prihodnje, zato se pričakuje postopno umirjanje skupnih cen proizvajalcev.

Slika 4.2: CPI v evroobmočju in PPI v Nemčiji



Vir: Eurostat.

Pričetek zaostrovanja denarne politike v evroobmočju

Po več kot dveletnem obdobju nespremenjenih obrestnih mer je ECB ob koncu 2005 ter nato še marca 2006 povišala obrestne mere na svoje glavne instrumente. Uporabljena predpostavka o gibanju obrestnih mer temelji na tržnih

pričakovanjih o nadaljevanju postopnega zviševanja obrestnih mer v evroobmočju. V obdobju projekcij se tako pričakuje nadaljevanje postopnega višanja obrestnih mer, kar je v skladu z inflacijskimi pritiski, ki izhajajo iz ponovne rasti domačega povpraševanja, dokaj visoke rasti posojil ter tveganj, ki so povezana zlasti z možnim prenosom visokih cen energentov v ostale cene.

4.2 Aktivnost, zaposlenost in plače

Vztrajanje gospodarske rasti na ravni okoli 4%

Napovedi gospodarske rasti za prihodnja leta so v primerjavi z jesenskimi nekoliko popravljene navzgor, a ostajajo na ravni okoli 4%. Rast BDP bo tako v celotnem obdobju projekcij višja od ocenjene rasti potencialnega proizvoda, ki znaša med 3,5% in 4%. Takšna rast bo še naprej omogočala proces realne konvergence k razvitejšim državam EU, saj bo gospodarska rast v primerjavi s povprečno gospodarsko rastjo v EU hitrejša, hkrati pa bo višja rast od ocenjene potencialne rasti v obdobju projekcij odprla pozitivno proizvodno vrzel.

Tabela 4.2: Aktivnost, zaposlenost in plače

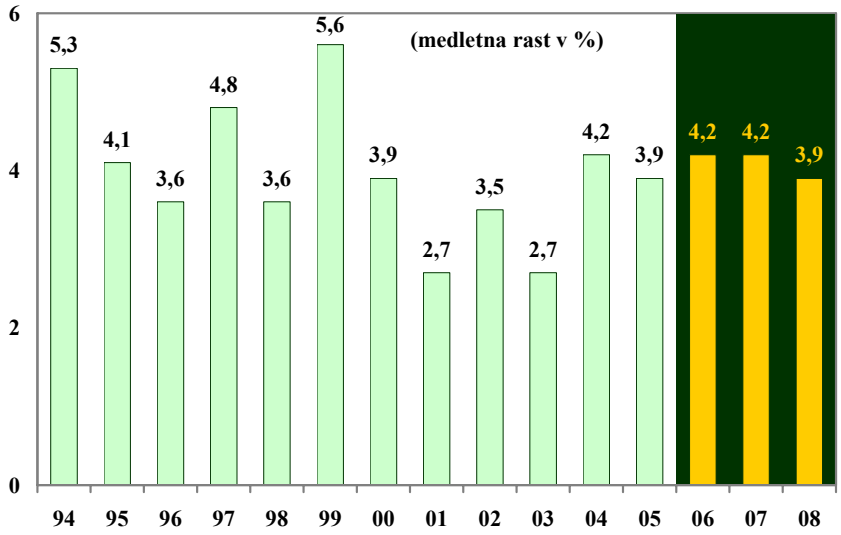
					2006 Napovedi		2007 Napovedi		2008 Napovedi	
	2002	2003	2004	2005	maj	Δ	maj	Δ	maj	Δ
	realne stopnje rasti v %									
Realni BDP	3,5	2,7	4,2	3,9	4,2	0,4	4,2	0,4	3,9	…
BDP/prebivalca (v EUR)	11.866	12.461	13.103	13.677	14.477	-667	15.448	-946	16.440	…
Zaposlenost	1,5	-0,2	0,4	0,7	0,4	0,1	0,3	-0,2	0,3	…
Neto plače	2,1	1,8	0,8	3,6	2,9	0,2	2,9	0,2	2,6	…
Bruto plače	2,1	1,9	1,0	2,3	2,9	0,2	2,9	0,2	2,6	…
Produktivnost	2,0	2,9	3,8	3,2	3,9	0,4	3,9	0,6	3,6	…

Vir: ARC.

Vedno bolj očitne težave z neustrezno strukturo zaposlenosti

Kljub dokaj ugodni konjunkturi se bo dinamika zaposlovanja nekoliko umirila. Nadaljevanje pozitivne dinamike zaposlovanja bo predvsem rezultat zaposlovanja v javnem sektorju, medtem ko naj bi bila gibanja v zasebnem

Slika 4.3: Projekcije BDP



Vir: ARC.

sektorju nekoliko manj ugodna. V letu 2005 se je relativno visoka dinamika gospodarske aktivnosti še pozitivno odražala v dogajanjih na trgu dela, saj se je zaposlenost po podatkih iz nacionalnih računov povečala za 0,7%, od tega v sektorju države za 1,8%, v ostalem gospodarstvu pa za 0,5%. V letu 2005 je bilo značilno povečevanje brezposelnosti ob ugodni konjunkturi, kar daje sklepati na povečevanje strukturne brezposelnosti. Težave z neustrezno strukturo zaposlenosti bi se lahko nadaljevale tudi v obdobju projekcij. Zato bo rast zaposlovanja v zasebnem sektorju ob strukturnih premikih v gospodarstvu ter posledičnem krčenju zaposlenosti v tradicionalno industrijskih delovno intenzivnih panogah precej omejena.

Pričakovana vzdržna rast plač

Hitra rast neto plač v letu 2005 je bila predvsem posledica učinkov davčne reforme in metodoloških sprememb v statističnem spremljanju plač. Ocenjujemo, da bodo raznosmerna gibanja komponent stroškov dela iz leta 2005 v prihodnje bolj izenačena. Za naslednji dve leti usklajevanja plač tako v javnem kot v zasebnem sektorju še niso bila sklenjena, socialni partnerji pa so se na dosedanjih pogajanjih strinjali, da mora realna rast plač tudi v prihodnje zaostajati za rastjo produktivnosti. Po nizki rasti povprečnih realnih plač v javnem sektorju za 0,9% v letu 2005, je na podlagi proračunskih dokumentov za naslednja leta moč pričakovati porast realnih plač. V letu 2006 naj bi se plače v javnem sektorju realno povečale za 1,8%, v letu 2007 pa za 2,0%. Rast plač v zasebnem sektorju bo v naslednjih letih ob ugodni konjunkturi prehitevala rast plač v javnem sektorju za 1,0 - 1,5 odstotne točke. Ob takšnih ocenah bo gibanje celotnih stroškov dela v prihodnjih letih v skladu s pričakovanim gibanjem produktivnosti in zato ne bo povzročalo inflacijskih pritiskov stroškovne narave. V nasprotnem primeru bi se lahko prehitra rast elementa, ki predstavlja večino stroškov v podjetjih, odrazila v inflacijskih pritiskih, slabšanju konkurenčnosti ter v upočasnjenem zaposlovanju.

4.3 Komponente trošenja

Prevladujoč prispevek domačega povpraševanja ob pozitivnem prispevku menjave s tujino

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

Tabela 4.3: Komponente trošenja

					2006 Napovedi		2007 Napovedi		2008 Napovedi	
	2002	2003	2004	2005	maj	Δ	maj	Δ	maj	Δ
	realne stopnje rasti v %									
Domače povpraševanje	2,4	4,7	4,6	1,6	**3,7**	**-0,4**	**3,9**	**0,3**	**3,5**	…
Zasebna potrošnja	1,3	3,5	3,3	3,3	**3,2**	**-0,2**	**3,1**	**-0,1**	**3,1**	…
Potrošnja države	3,2	1,6	2,9	3,0	**2,7**	**0,2**	**2,8**	**0,3**	**2,7**	…
Bruto investicije	4,0	10,1	9,2	-3,0	**5,4**	**-1,6**	**6,0**	**0,7**	**4,9**	…

Vir: ARC.

Tveganje za napoved gospodarske rasti predvsem na strani izvoza

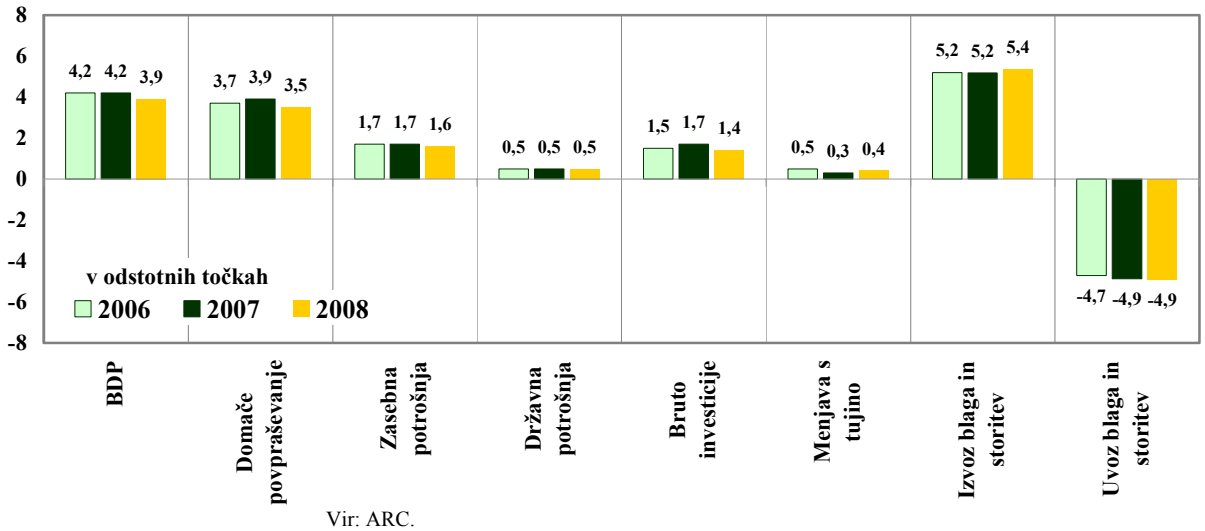
Izvoz blaga in storitev bo v celotnem obdobju projekcij močan dejavnik gospodarske rasti. Pri tem se bo v letu 2006 prispevek menjave s tujino zmanjšal tako zaradi nekoliko upočasnjene rasti izvoza, kot zaradi povečane rasti uvoznega povpraševanja, kar je skladno s povečanjem domače porabe. Ohlajanje izvozne dinamike je ob pričakovanem povečanju tujega povpraševanja v največji meri posledica pričakovanj o ustaljeni rasti izvoza avtomobilske industrije, ki je bila glavna gonilna sila visoke rasti izvoza blaga v 2005. V povprečju 2007-2008 bo domače povpraševanje h gospodarski rasti še naprej prispevalo večinski, po

ocenah okoli 90% delež, medtem ko bo prispevek menjave s tujino, v nasprotju s predhodnimi projekcijami, ostal pozitiven. Nižjo gospodarsko rast v Sloveniji od trenutno pričakovane bi lahko v obdobju projekcij povzročil predvsem dodaten odlog v pospeševanju gospodarske aktivnosti v najpomembnejših trgovinskih partnericah ter močnejši upad izvozne aktivnosti avtomobilske industrije.

Trošenje gospodinjstev na visoki, a vzdržni ravni,…

Trošenje gospodinjstev bo v prihodnje ostalo na visoki, a, z zaostajanjem za rastjo BDP, vzdržni ravni. Prispevek porabe gospodinjstev h gospodarski aktivnosti se v primerjavi s prispevkom iz 2005 skoraj ne bo spreminjal. K vztrajanju dokaj visoke in hkrati vzdržne porabe gospodinjstev bodo prispevali predvsem relativno visok razpoložljivi dohodek, ki ga bo po pričakovanjih omejeval sporazum o politiki plač, ter še naprej relativno ugodni pogoji financiranja, ki pa se bodo v prihodnje najverjetneje nekoliko zaostrili. Predvsem v letu 2007 bo k vztrajanju porabe gospodinjstev na visoki ravni vplivala predvidena odprava prehodnega obdobja, v katerem je bila dovoljena uporaba nižje stopnje DDV za stanovanja. Na drugi strani bodo slabši izgledi glede zaposlovanja ter že uvedene in pričakovane spremembe na davčnem področju preprečevale presežno trošenje prebivalstva. Prebivalstvo bodo k dolgoročnejšim oblikam varčevanja še naprej spodbujale predvsem že uvedene institucionalne spremembe na področju pokojninskega zavarovanja. Med dejavniki, ki najpomembneje vplivajo na trošenje gospodinjstev, predstavlja največje tveganje še nesprejet sporazum socialnih partnerjev o usklajevanju plač za obdobje od vključno leta 2006 naprej. Ker je rast pokojnin od sredine leta 2005 postala vezana na plače, predstavlja tveganje za realizacijo napovedi trošenja gospodinjstev tudi razpoložljivi dohodek iz naslova pokojnin.

Slika 4.4: Projekcija prispevkov komponent trošenja



Vir: ARC.

…investicijska aktivnost se bo po šibkem letu 2005 spet krepila;…

Dinamika investicijske dejavnosti se bo po nizki stopnji rasti v lanskem letu v naslednjih letih pospešila, njen prispevek h gospodarski rasti pa se bo povečal na raven, ki ustreza dolgoletnemu povprečju. Nizka investicijska dejavnost v letu 2005 je bila predvsem posledica zmanjšanja zalog in nizkih investicij države. Na drugi strani je bila predvsem stanovanjska gradnja najhitreje rastoča komponenta investicij v osnovna sredstva, tako pa naj bi ostalo tudi v prihodnje. Pospešitev dinamike investicij v 2007 oziroma že v drugi polovici 2006 je posledica pričakovane povečane gradnje stanovanj pred predvidenim prenehanjem prehodnega obdobja uporabe nižje stopnje DDV, ki se izteče ob koncu 2007. V prehodnem obdobju je Slovenija lahko uporabljala nižjo stopnjo DDV pri gradnji in popravilih stanovanj ter drugih objektov, namenjenih za trajno bivanje. V prihodnje tako ob nekoliko okrepljenih investicijah v stroje in opremo ter povečani investicijski porabi države za izgradnjo cestne infrastrukture

pričakujemo predvsem vztrajanje visoke rasti investicij v stanovanjske zgradbe. Pomemben prispevek k visokim investicijam letos in v naslednjem letu bo imela tudi predvidena investicija v avtomobilsko industrijo.

…poraba države pa bo ostala dokaj stabilna

Prispevek države h gospodarski rasti bo v celotnem obdobju projekcij ostal na zelo podobni ravni kot v nekaj predhodnih letih. Trošenje države je bilo v letu 2005 relativno močno predvsem po zaslugi nekoliko višjih izdatkov za kolektivno porabo države v celem letu in še posebej v drugi polovici leta, ko so se izdatki države za skupno upravo in obrambo ter za raziskave in razvoj skupaj povečali za 4,4%. Pričakujemo, da se bo v prihodnjih letih rast porabe države ustalila na ravni okoli 2,8%. To je nekoliko več kot v predhodnih napovedih, zvišanje pa je predvsem posledica rahlo višje rasti plač v javnem sektorju po nizki rasti v 2005, na drugi strani pa se bo nadaljevala restriktivna politika izdatkov za blago in storitve.

4.4 Plačilna bilanca

Manjša odstopanja tokratnih projekcij glede na predhodne

Ocenjeni primanjkljaj tekočega računa se bo v prihodnjem obdobju povečal za približno eno odstotno točko iz ravni 1,1% BDP v letu 2005. Povečanje primanjkljaja je navkljub višji ocenjeni rasti izvoza nekoliko nad ocenami prejšnjih napovedi zaradi poslabšanja pogojev menjave oziroma hitrejše rasti cen uvoznih dobrin glede na cene izvoznih dobrin v letu 2006. Dinamika rasti uvoza in izvoza za leto 2007 se bistveno ne razlikuje od prejšnjih napovedi, nekoliko pa v teh napovedih odstopajo ocenjene rasti uvoza in izvoza za leto 2006, saj predvidevajo rast izvoza nad rastjo uvoza. Vzroka za to odstopanje v napovedih sta na strani povečanja rasti izvoza hitrejše izboljšanje tujega povpraševanja ter na strani zmanjšanja rasti uvoza nekoliko nižja rast predvidenega domačega povpraševanja v letu 2006.

Tabela 4.4: Tekoči račun plačilne bilance

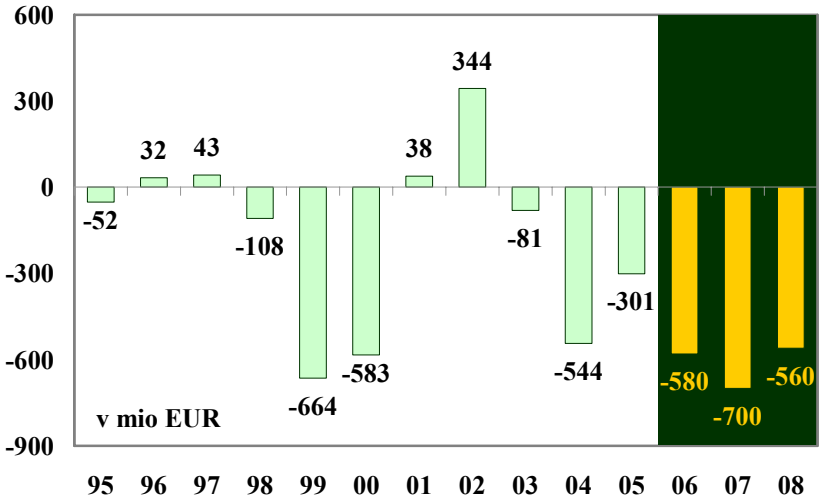
					2006 Napovedi		2007 Napovedi		2008 Napovedi	
	2002	2003	2004	2005	maj	Δ	maj	Δ	maj	Δ
	realne stopnje rasti v %									
Izvoz blaga in storitev	6,7	3,1	12,5	9,2	**7,4**	**1,0**	**7,1**	**0,4**	**7,2**	…
Uvoz blaga in storitev	4,8	6,7	13,2	5,3	**6,7**	**-0,3**	**6,6**	**0,3**	**6,7**	…
Tekoči račun: v mio EUR	344	-81	-544	-301	**-580**	**-80,0**	**-700**	**-270**	**-560**	…
v % BDP	1,5	-0,4	-2,1	-1,1	**-2,0**	**-0,3**	**-2,3**	**-1,0**	**-1,7**	…
Pogoji menjave	0,5	1,3	-1,0	-2,7	**-1,6**	**-1,5**	**-0,1**	**-0,2**	**0,4**	…

Vir: ARC.

Primanjkljaj tekočega računa v prihodnje bo znašal okoli 2% BDP…

Ocenjeni primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance se bo iz 301 mio EUR v letu 2005 poslabšal v letih 2006 in 2007 na 580 mio EUR oziroma na 700 mio EUR. To poslabšanje izhaja skoraj v celoti iz poslabšanja salda trgovinske bilance zaradi neugodnega gibanja pogojev menjave v letu 2006. Manjši delež k povečanju ocenjenega primanjkljaja bodo prispevali tudi naraščajoči obseg plačanih obresti na odobrena posojila in vloge iz tujine ter naraščajoči izdatki za dividende ter reinvestirane dobičke. V letu 2008 se bo ocenjeni primanjkljaj tekočega računa, navkljub ohranjanju visokega negativnega salda trgovinske bilance iz leta 2007 ter manjšega poslabšanja salda dohodkov od kapitala, izboljšal na 560 mio EUR. To izboljšanje gre pripisati povečanju pozitivnega salda storitev, ki v projekcijah odraža stabilen pozitiven trend rasti.

Slika 4.5: Projekcije tekočega računa



Vir: ARC.

…predvsem zaradi neugodnih gibanj v pogojih menjave v letu 2006…

V letu 2006 se zaradi hitre rasti cen primarnih surovin predvideva nadaljevanje neugodnega gibanja pogojev menjave iz leta 2005, v nadaljnjih dveh letih pa se z umiritvijo cen primarnih surovin pričakuje nevtralni prispevek pogojev menjave k saldu tekočega računa. V letu 2006 bo rast uvoznih cen prehitevala rast izvoznih cen za 1,6 odstotne točke. Tako bo posledično bistveno prispevala k povečanju primanjkljaja tekočega računa v tem letu ter ohranjanju primanjkljaja na razmeroma visoki ravni v prihodnjih letih. Izključitev neugodnega gibanja rasti izvoznih in uvoznih cen oziroma neugodnih pogojev menjave bi znatno izboljšala saldo tekočega računa. Saldo tekočega računa, očiščen neugodnega gibanja pogojev menjave, bi se v letih 2006 in 2008 zmanjšal na okoli 260 mio EUR ter v letu 2007 na okoli 350 mio EUR. Skupni negativni prispevek pogojev menjave bo tako v prihodnjih letih prispeval k primanjkljaju tekočega računa v razponu med 0,9% BDP in 1,2% BDP.

…ki se bodo odrazila v višjem primanjkljaju blagovne menjave

V naslednjih letih se pričakuje rast blagovnega izvoza nad rastjo blagovnega uvoza v višini med 0,5 in 0,7 odstotnih točk. Visoke rasti blagovnega izvoza v letih 2004 in 2005, povezane z dokončno odpravo carin ob vključitvi Slovenije v trgovinski prostor EU ter visoko rastjo izvoza avtomobilske industrije, naj bi se v prihodnje ustalile na ravni nekoliko nad 7%. Te projekcije so nekoliko višje od predhodnih, predvsem zaradi izboljšanja gospodarske aktivnosti v najpomembnejših trgovinskih partnericah Slovenije že v letu 2006. Sedanje projekcije blagovnega izvoza upoštevajo nespremenjeno rast izvoza avtomobilske industrije. Le-ta lahko ob morebitnem nihanju glede na velik delež v izvozu bistveno vpliva na dejansko realizacijo blagovnega izvoza. Rast blagovnega uvoza je povezana tako z rastjo blagovnega izvoza, kakor tudi z rastjo domačega trošenja. Pri povečanju slednjega ima največji prispevek rast bruto investicij, ki ji sledita rast proizvodov za široko porabo ter rast vmesnih proizvodov. V naslednjih letih se predvideva za okoli 1,4 odstotne točke višja rast uvoza kot v letu 2005, predvsem zaradi predvidenega povečanja rasti domačega povpraševanja glede na leto 2005. Glede na predhodne napovedi pa je rast blagovnega uvoza za 0,3 odstotne točke manjša v letu 2006 ter za 0,3 odstotne točke večja v letu 2007. V obeh letih je nekoliko nižja rast uvoza odraz zaostajanja sicer povečane rasti domačega povpraševanja za rastjo BDP, v letu 2007 pa je rast uvoza nekoliko višja zaradi predvidenega povečanja rasti bruto investicij v tem letu.

Največja tveganja na strani realizacije pogojev menjave

Sedanje projekcije salda tekočega računa so odraz trenutnih predpostavk, tveganja pa predstavljajo zlasti spremembe v predpostavkah za ocenjevanje rasti izvoza in uvoza blaga in storitev ter pogojev menjave. Pri napovedovanju rasti

izvoza in uvoza blaga in storitev se tveganja napovedi v največji meri nanašajo na obseg gospodarske aktivnosti v trgovinskih partnericah Slovenije ter obseg naraščanja rasti domačega povpraševanja, ki še zaostaja za rastjo BDP. Predpostavljeni pogoji menjave v sedanjih projekcijah salda tekočega računa prispevajo največji del k poslabšanju tega salda v prihodnjem obdobju glede na prejšnje leto. Glede na to, da je Slovenija majhna država, sprememba v domačem povpraševanju ne more povzročiti pritiske na cene tujih dobrin, zaradi močne konkurence pa tudi sprememba v tujem povpraševanju po domačih dobrinah ne more voditi k občutnejšim spremembam cen domačih dobrin. To pomeni, da slovenske pogoje menjave oziroma ceno uvoznih in izvoznih dobrin določajo svetovna ponudba in povpraševanje ter šoki na svetovnih trgih, pri čemer bodo slednji, kot npr. cene nafte in primarnih surovin, tudi v prihodnje bistveno vplivali na realizacijo projekcij trgovinske bilance, kakor tudi salda tekočega računa.

Stabilno naraščanje pozitivnega salda storitev ter negativnega salda dohodkov

Saldo storitev bo v vseh naslednjih letih pozitiven in se naj bi vsako leto izboljšal za okoli 150 mio EUR. K temu gibanju bodo prispevali zlasti ugodno tuje povpraševanje ter nekoliko višja rast izvoznih cen storitev proti uvoznim cenam storitev v letih 2007 in 2008. Saldo dohodkov se bo v letih 2006 in 2007 poslabšal za približno 105 mio EUR, v letu 2008 pa za 80 mio EUR. K temu poslabšanju bodo največ prispevali naraščajoči obseg plačanih obresti ter naraščajoči izdatki za dividende ter reinvestirane dobičke. Porast plačila obresti se predvideva zaradi vse večjega akumuliranega dolga odobrenih posojil in vlog iz tujine ter tudi višjih predvidenih obrestnih mer. Visoki in naraščajoči izdatki za dividende ter reinvestirane dobičke so na eni strani po obsegu odraz realiziranih tujih neposrednih naložb v Sloveniji v preteklosti ter na drugi strani po gibanju odraz predvidenih naraščajočih tujih neposrednih naložb v Sloveniji v prihodnosti, še zlasti v letih 2007 in 2008. K zmanjšanju primanjkljaja salda dohodkov bodo v prihodnjem obdobju vplivali naraščajoči dohodki od naložb v tuje dolžniške vrednostne papirje, ki naj bi bistveno presegli izdatke od tujih naložb v domače dolžniške vrednostne papirje. Pozitiven saldo dohodkov od dela se bo v prihodnjem obdobju nekoliko zmanjšal na račun rahlo višjih stopenj rasti izdatkov proti prejemkom za delo.

Pričakovan skoraj uravnotežen saldo transferjev

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

4.5 Pogoji financiranja

Naraščajoča finančna integracija Slovenije bo prispevala k...

V obdobju naslednjih treh let se pričakuje tako visok porast finančnih pritokov kot tudi odtokov, kot odraz vse večje finančne integracije Slovenije v skupni evropski prostor, neomejenega gibanja kapitalskih tokov ter majhnosti domačega trga. S prevzemom enotne valute evroobmočja bodo odpravljena tudi valutna tveganja za transakcije v evrih, kar bo še dodatno okrepilo kapitalske tokove v smeri prerazdelitve tveganja ter prestrukturiranja portfelja.

…nadaljevanju močno presežnega finančnega pritoka s tujino…

Kljub porastu tako finančnih pritokov kot tudi odtokov se tudi v naslednjih treh letih pričakuje nadaljevanje močno presežnega neto finančnega pritoka iz leta 2005, še zlasti v letih 2007 in 2008, ko naj bi le-ta dosegel vrednosti 8,2% oziroma 7,6% BDP. K finančnemu pritoku bo tudi v prihodnje v največji meri prispevalo zadolževanje bank preko posojil iz tujine, v letih 2007 in 2008 pa se predvideva tudi močan porast tujih neposrednih naložb. Višji finančni pritok v prihodnjem obdobju bodo generirale tudi višje portfeljske naložbe v slovenski

zasebni sektor in sektor države. Nadaljevanje naraščajočega finančnega odtoka iz zadnjih let se v prihodnjih letih predvideva pri naložbah v tuje vrednostne papirje, neposrednih naložbah v tujino ter danih posojilih v tujino.

Tabela 4.5: Finančni tokovi s tujino

					2006 Napovedi		2007 Napovedi		2008 Napovedi	
	2002	2003	2004	2005	maj	Δ	maj	Δ	maj	Δ
Neto finančni tok (v % BDP)	4,9	0,6	-0,1	5,3	4,8	2,4	8,2	5,1	7,6	…
v tem: nepos.tuje naložbe	6,6	-0,5	0,9	-0,2	0,5	0,2	1,9	2,1	1,4	…
Devizne rezerve (st.v mio EUR)	7.842	7.881	7.891	8.832	9.642	1421	11.492	2681	13.452	…
- delež v % BDP	34,1	32,7	31,1	32,2	33,5	6,4	37,2	10,3	40,5	…
Zunanji dolg (st. v mio EUR)	11.483	13.051	15.397	19.565	22.665	2.469	26.245	3.629	30.025	…
- delež v % BDP	49,9	54,1	59,5	71,3	78,5	11,8	85,0	16,0	91,0	…

Vir: ARC.

…predvsem zaradi pritoka danih posojil bančnemu sektorju ter…

Največji finančni pritok bodo tudi v prihodnje ustvarjala posojila iz tujine. Pretežni delež teh posojil bo odpadel na banke. Z zniževanjem obrestnih mer po letu 2001 se je potreba po pridobitvi finančnih sredstev s strani bank povečala iz dveh razlogov. Po eni strani so imele banke v tem obdobju zniževanja obrestnih mer določen izpad vlog rezidentov na račun bolj donosnih alternativnih naložb. Po drugi strani je zniževanje obrestnih mer posojil ob visoki gospodarski aktivnosti prispevalo k povečanju povpraševanja po kreditih. Tako bodo banke tudi v prihodnje, ko se bodo obrestne mere ustalile na ravni obrestnih mer ECB, za financiranje domače kreditne aktivnosti pridobivale potrebna sredstva preko posojil v tujini, in sicer v višini med 1,9 mrd EUR in 2,4 mrd EUR ter preko vlog nerezidentov v višini 500 mio EUR. Ocenjena posojila iz tujine podjetjem se bodo ustalila na ravni med 280 mio EUR in 320 mio EUR, takšna ocena pa še naprej upošteva substitucijo večjega zadolževanja podjetij pri domačih bankah na račun manjšega zadolževanja iz tujine. Dana posojila v tujino odražajo tudi v prihodnje stabilen trend rasti, pri čemer bo pretežni del teh posojil usmerjen na območja bivše Jugoslavije. Obseg teh posojil je odraz tako relativno ugodnejših posojilnih pogojev v Sloveniji, kakor tudi trgovanja Slovenije s temi državami.

…močnega porasta tujih neposrednih naložb…

Neto finančni pritok preko neposrednih naložb naj bi se predvidoma iz 150 mio EUR v letu 2006 povzpel na 600 mio EUR in 450 mio EUR v letih 2007 in 2008. Takšen porast neto finančnega pritoka gre na račun predvidenega povečanja tujih neposrednih naložb, še zlasti v lastniški kapital, preko privatizacije v nekatera največja podjetja iz panog telekomunikacij, bančnega sektorja in igralništva. Napoved porasta tujih neposrednih naložb upošteva njihovo razpršenost čez celotno napovedano obdobje, vendar s predvidenim največjim porastom v višini 1,2 mrd EUR v letu 2007. V tem obdobju se predvideva tudi stabilen trend rasti pri slovenskih neposrednih naložbah v tujino, pri čemer bo, kakor v prejšnjih letih, večina naložb realiziranih v lastniški kapital in usmerjenih na območje Balkana ter tranzicijskih držav.

…ter navkljub povečanju portfeljskih naložb na tuje kapitalske trge

Pri portfeljskih naložbah se predvideva ob večjem vlaganju tako na slovenski kot tudi na tuj kapitalski trg ustalitev neto finančnega odtoka v višini med 250 mio EUR in 300 mio EUR. Povečanje finančnega odtoka upošteva prestrukturiranje portfeljev nedenarnega finančnega sektorja v smeri razpršitve tveganja in je odraz tako zmanjšanja vrednosti borznih indeksov na domačem kapitalskem trgu v letu 2005, kakor tudi sprostitvi institucionalnih ovir glede deleža tujih vrednostnih papirjev v strukturi naložb vzajemnih skladov. Napovedi predvidevajo ustalitev prestrukturiranja teh naložb ter posledično umiritev finančnega odtoka v letih 2007 in 2008. V napovedanem obdobju se pričakuje tudi povečan finančni pritok pri tujih portfeljskih naložbah, ki je bil v letih 2004

in 2005 bistveno nižji zaradi razdolževanja države oziroma odplačila zapadlih evroobveznic. Glede na to, da bo prihodnji sveženj evroobveznic zapadel šele v letih 2009 in 2010, bodo k ocenjenemu finančnemu pritoku prispevala predvsem večja vlaganja v podjetja, obveznice bank ter obveznice RS. Napoved povečanja portfeljskih vlaganj v zasebni sektor izhaja iz vse večjega zanimanja nerezidentov za slovenski kapitalski trg, pri čemer se del tega povečanja pripisuje tudi sinergiji portfeljskih naložb z višjimi tujimi neposrednimi naložbami. Neto finančni tok komercialnih kreditov ter kapitalskih transferjev bo predvidoma tudi v prihodnjem obdobju relativno majhen in neto odliven. Projekcije danih in prejetih kreditov ter kapitalskih transferjev upoštevajo poleg preteklih gibanj tudi projekcije obsega trgovanja v tekočem računu plačilne bilance.

Pričakovanja o povečevanju kreditiranja zasebnega sektorja z upadajočo dinamiko…

Skupno kreditiranje pri domačih bankah in v tujini bo verjetno v prihodnjem obdobju nekoliko večje kot v predhodnih napovedih, sama dinamika najemanja kreditov pa se naj bi med obdobjem začela zmanjševati. Takšna gibanja so skladna s predvidenim izboljšanjem gospodarske aktivnosti ter zmerno ravnijo domačega trošenja. Delež tujih posojil pri financiranju podjetij se bo zaradi nadaljnje konvergence obrestnih mer ter ugodnejših pogojev kreditiranja pri domačih bankah med obdobjem napovedi še naprej nekoliko zmanjševal ter upadel pod 10%. V skladu z nadaljnjim prestrukturiranjem dolga se bo še v prihodnje povečevalo zadolževanje države na domačem trgu na račun razdolževanja v tujini. Zaradi močnega kreditiranja bank iz tujine bodo med domačimi krediti v letu 2006 imeli največjo rast devizni krediti, kar je skladno z valutnim usklajevanjem aktivne in pasivne strani bilanc bank.

…v smeri poglabljanja finančnega posredništva

Globina finančnega posredništva, merjena z deležem kreditov privatnemu sektorju glede na BDP, se bo v prihodnjem obdobju povečala iz 55% v letu 2005 na okoli 80% v letu 2008. Sama dinamika poglabljanja finančnega posredništva znotraj obdobja napovedi pa se bo začela nekoliko zmanjševati. Pri tem se predvideva zmanjšanje medletne stopnje rasti kreditiranja gospodarstva oziroma gospodinjstev na do ravni okoli 20% oziroma 15% v letu 2008. Takšen obseg povečanja kreditov je skladen s konvergenco obrestnih mer ter dohitevanjem ekonomske razvitosti razvitejših držav članic, kjer delež kreditov v BDP presega 100%. Večje zadolževanje gospodarstva od predvidenega v prejšnjih napovedih se pripisuje izboljšanju gospodarske aktivnosti. Obseg kreditiranja gospodinjstev v prihodnjih letih ne bo bistveno odstopal od prejšnjih napovedi zaradi nespremenjene napovedi glede potrošnje gospodinjstev. Povpraševanje po kreditih s strani gospodinjstev bo razmeroma visoko, tako zaradi nekoliko višje rasti plač, kot tudi nekoliko višjega predvidenega povpraševanja po stanovanjskih kreditih v letih 2006 in 2007. Zadolžitev države v prihodnjem obdobju odraža potrebo po pokritju predvidenega javnofinančnega primanjkljaja ter razdolžitvi države v tujini. Trend povečevanja dolgoročnega na račun kratkoročnega zadolževanja se bo nadaljeval tudi v naslednjih letih, še posebej zaradi predvidenega izboljšanja investicijske aktivnosti.

Vedno višji pozitiven prispevek neto finančnega toka k rasti širokega denarja…

V prihodnjih letih bo k širokemu denarju prispevala predvsem domača kreditna aktivnost. Negativen prispevek plačilnobilančnih tokov k rasti širokega denarja se bo postopoma zmanjševal, saj se bo v skladu z napovedmi iz plačilne bilance neto finančni tok bistveno povečal glede na predhodne napovedi.

…ter upadanje tekoče dinamike rasti ožjega denarja

Rast širokih denarnih agregatov bo zaradi večjih neto prilivnih tokov s tujino ter večjega kreditiranja glede na predhodne napovedi ustrezno zvišana. Tako se predvideva povečanje povprečne letne stopnje rasti širokega denarja iz okoli 11% v letu 2006 na 16% v letu 2008. V nasprotno smer pa je prilagojena glede na prejšnje napovedi rast ožjega denarja. Ta se je zaradi izplačila trinajstih plač ter visokega enkratnega izplačila avtorskih honorarjev ob koncu leta 2004

Tabela 4.6: Denarni sistem

	2002	2003	2004	2005	2006 Napovedi maj	Δ	2007 Napovedi maj	Δ	2008 Napovedi maj	Δ
Denarni sistem	*povprečne letne stopnje rasti v %*									
M1	18,2	11,6	17,5	21,4	**11,0**	**-3,4**	**10,5**	**-2,7**	**10,0**	…
M3	22,5	12,3	5,2	6,5	**11,4**	**1,6**	**15,5**	**3,7**	**16,0**	…
Krediti skupaj	15,8	12,5	17,9	20,6	**20,7**	**3,4**	**19,4**	**4,2**	**17,4**	…

Vir:ARC.

izjemno povečala, zaradi česar je povprečna letna stopnja rasti ožjega denarja v letu 2005 močno narasla. Vseeno pa se je tekoča dinamika rasti ožjega denarja v letu 2005 bistveno upočasnila, tako da se tudi v prihodnje napoveduje nižja povprečna letna stopnja rasti, in sicer v razponu med 10% in 11%.

Spremembe v ročnostni strukturi tolarskih vlog

Ročnostna struktura tolarskih vlog se bo v prihodnje do prevzema evra najverjetneje podaljšala. Trenutno spreminjanje ročnosti strukture tolarskih vlog v prid povečanja deleža kratkoročnih vlog je v veliki meri povezano z zmanjševanjem nagiba krivulje obrestnih mer.

4.6 Inflacija

Inflacija ostaja tudi v prihodnje nizka

Obdobje trendnega zniževanja inflacije se je z lanskim letom končalo, saj je dosežena raven inflacije, okoli 2,5% v povprečju lani, že v okolju dolgoročnega ravnotežja, ki ga lahko pričakujemo v gospodarstvu, ki se še nahaja v procesu realne konvergence. Ob upoštevanju eksogenih spremenljivk in predpostavk o ekonomski politiki bo inflacija letos in prihodnje leto še nekoliko nižja in bo v povprečju znašala 2,2%, medtem ko lahko že v letu 2008 pričakujemo povprečno inflacijo na ravni okoli 2,6%. Dvanajstmesečno povprečje medletnih stopenj inflacije, merjeno s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin, bo tako v celotnem obdobju projekcij še naprej pod referenčno vrednostjo maastrichtskega kriterija, kar kaže na dolgoročno vzdržnost dosežene cenovne stabilnosti.

Tabela 4.7: Inflacija

	2002	2003	2004	2005	2006 Napovedi maj	Δ	2007 Napovedi maj	Δ	2008 Napovedi maj	Δ
	letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)									
Cene življenjskih potrebščin	7,2	4,8	3,4	2,5	**1,9**	**-0,4**	**2,3**	**-0,1**	**2,7**	…
Proste cene	6,9	5,1	2,1	1,3	**1,8**	**-0,8**	**2,5**	**-0,2**	**2,9**	…
Nadzorovane cene	8,8	3,7	9,5	8,0	**2,5**	**1,4**	**1,4**	**0,3**	**1,6**	…
	povprečne letne stopnje rasti v %									
Cene življenjskih potrebščin	7,5	5,6	3,6	2,5	**2,2**	**-0,4**	**2,2**	**-0,2**	**2,6**	…
Proste cene	7,61	5,9	3,0	1,1	**1,4**	**-1,0**	**2,3**	**-0,4**	**2,8**	…
Nadzorovane cene	7,5	4,8	6,6	9,0	**4,9**	**1,3**	**1,5**	**0,4**	**1,6**	…

Vir: ARC.

Popravki rasti cen navzdol so posledica počasnejše rasti prostih cen od pričakovane

V primerjavi z novembrskimi napovedmi so popravki ocen navzdol za leti 2006 in 2007 v pretežni meri povezani z izjemno nizko realizirano rastjo prostih cen v lanskem letu ter s pričakovanji glede počasnejšega in bolj postopnega prenosa učinkov začasnih dejavnikov iz lanskega in predlanskega leta. Rast prostih cen bo zato po pričakovanjih nižja, posledično pa bo počasnejša tudi rast ostalih nadzorovanih cen, ki ne vključujejo energentov.

Rast prostih cen postopoma proti pričakovanemu dolgoročnemu ravnovesju

Projekcije dejavnikov domačega makroekonomskega okolja nakazujejo na možnost postopnega povečevanja inflacije prostih cen proti pričakovanemu dolgoročnemu ravnovesju. Rast prostih cen se bo zato po lanskoletni izredno nizki rasti v prihodnje postopoma zviševala. Po naših ocenah bo v zadnjem četrtletju 2006 medletna rast znašala 1,8%, v letu 2007 in 2008 pa bo rast prostih cen višja in bo v zadnjem četrtletju 2007 in 2008 dosegla 2,5% oziroma 2,9%. Nadaljevanje ugodne gospodarske aktivnosti bo najverjetneje že v tem letu popolnoma zaprlo proizvodno vrzel, kar bo izničilo pritiske na zniževanje inflacije, ki so bili prisotni v zadnjih letih. Kljub temu pričakujemo, da se bo po začasno višji rasti plač v letošnjem in prihodnjem letu ta v 2008 umirila na ravni 2,6% in tako ostala pod rastjo produktivnosti v celotnem obdobju projekcij. Razlog za umirjeno rast stroškov dela so predvsem zaostreni pogoji na trgu dela. Tveganja glede prehitre rasti plač predstavlja predvsem še nedosežen dogovor o usklajevanju plač za celotno obdobje projekcij, tako v zasebnem kot v javnem sektorju. Glede na projekcije domačih in tujih cenovnih gibanj bo realni efektivni tečaj še naprej uravnotežen in ne bo povzročal opaznih učinkov na cene in konkurenčnost. Tveganje, da bi v prihodnjih letih lahko prišlo do postopnega prenosa visokih rasti cen energentov iz zadnjih let tudi v proste cene, se zaenkrat kaže kot precej omejeno.

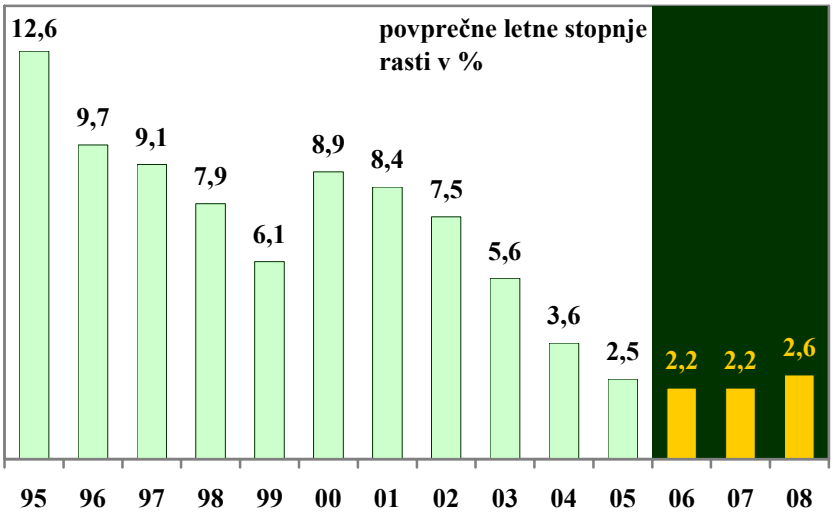
Pričakovano umirjanje censkih pritiskov iz tujine

Eksogene predpostavke iz mednarodnega okolja kažejo na postopno umirjanje censkih pritiskov iz tujine. Rast cen življenjskih potrebščin v evroobmočju naj bi se po lanski hitrejši rasti, 2,2%, do leta 2008 ponovno upočasnila na raven 2,0%. Prav tako naj bi se upočasnila rast cen proizvajalcev v Nemčiji, ki je največja trgovinska partnerica Slovenije. Kljub predpostavkam o krepitvi svetovne gospodarske rasti po letu 2005, ta zaradi vedno restriktivnejše denarne politike v tujini ne bi smela predstavljati pomembnejših censkih pritiskov.

Pričakovana počasnejša rast nadzorovanih cen

Ob hitrejši rasti prostih cen naj bi k nižji inflaciji prispevala pričakovana umiritev rasti nadzorovanih cen, ki je implicitna posledica predpostavke o nespremenjenih cenah energentov. Pri gibanju nadzorovanih cen je predvidena cena nafte na svetovnih trgih nespremenjena, posledično pa tudi cene naftnih

Slika 4.6: Projekcije inflacije



Vir: ARC.

derivatov na domačem trgu. Hkrati naj bi se v skladu s sprejetim makroekonomskim okvirjem cene vseh ostalih nadzorovanih cen gibale skladno z gibanjem prostih cen. Tako bo v letu 2006 rast skupnih nadzorovanih cen še prehitevala rast prostih cen, v letu 2007 in 2008 pa bodo nadzorovane cene zaradi ničelne rasti cen naftnih derivatov v povprečju leta zaostajale za rastjo prostih cen. Bistveno tveganje pri tem tudi v tokratnih projekcijah predstavlja gibanje cen nafte, ki bi lahko ob občutnem odstopanju od naših predpostavk onemogočilo predvideno zniževanje rasti nadzorovanih cen.

Fiskalna politika in politika nadzorovanih cen odločilni pri ohranjanju cenovne stabilnosti

Fiskalna politika in politika nadzorovanih cen bosta v prihodnjih letih prevzeli odločilno vlogo pri ohranjanju cenovne stabilnosti. Prva bo morala z ohranjanjem stabilnih javnih financ zagotavljati vzdržnost tudi ostalih makroekonomskih ravnovesij, ki omogočajo dolgoročno stabilnost inflacijskih pričakovanj. Politika nadzorovanih cen pa bo morala še bolj dosledno uresničevati svoje cilje in preprečevati stroškovno neupravičeno poviševanje cen, ki so pod nadzorom. V primeru nespremenjenih cen nafte na svetovnih trgih, kot sledi iz naših predpostavk, so ocene narejene pod podmeno, da bodo tudi cene naftnih derivatov ostale nespremenjene oziroma, da bo vlada trošarine ohranila nespremenjene. V projekcijah smo upoštevali tudi, da Vlada RS z diskrecijskim spreminjanjem posrednega obdavčevanja, poleg že napovedanega usklajevanja trošarin na tobak, ne bo bistveno prispevala k višanju cen. Povečanja posrednih davkov bi tako v celotnem obdobju projekcij povišala inflacijo med 0,4 in 0,5 odstotnimi točkami. Dodatno tveganje predstavlja morebitno zvišanje stopenj DDV v prihodnjem letu, ki bi lahko po naših ocenah k povprečni inflaciji prispevalo okrog 0,7 odstotne točke.

Pritiski na inflacijo zaradi zaokroževanja cen ob uvedbi evra bodo omejeni

Kot omejeni se kažejo tudi pritiski na inflacijo zaradi zaokroževanja cen ob uvedbi evra. Pričakuje se, da bodo ti učinki podobni kot v ostalih državah evroobmočja, in se utegnejo pojaviti zgolj v določenih panogah z nižjo ravnijo konkurence, in še to najverjetneje le začasno (glej Okvir 4.1). Da bi še bolj omejila omenjena tveganja napačne zaznave evrskih cen s strani potrošnikov ter preprečila stroškovno neupravičena zviševanja cen ob uvajanju evra je Banka Slovenije podprla zakon, ki predpisuje obveznost informativnega dvojnega označevanja cen od 1. marca letos do same uvedbe evra ter dvojno označevanje cen, ki se bo končalo šest mesecev po uvedbi evra. Banka Slovenije podpira tudi skupno akcijo Statističnega urada RS in Urada RS za varstvo potrošnikov pri dodatnem nadzoru cen, ki jo nameravata obe instituciji opravljati v tem in prihodnjem letu.

Okvir 4.1: Vpliv uvedbe evra na inflacijo

Po javnomnenjskih ocenah iz novembra 2004 je v državah evroobmočja še po skoraj treh letih od uvedbe evrske gotovine kar 95% potrošnikov verjelo, da so bile cene v evre preračune v njihovo škodo[1], kar pa je v popolnem neskladju s strokovnimi ocenami, ki ne zaznavajo večjih nenavadnih inflacijskih premikov v tem obdobju. Izračuni Eurostata kažejo, da je zaradi uvedbe evrske gotovine prišlo do dviga medletne inflacije evroobmočja za največ 0,2 odstotni točki.[2] Podobno ugotavljajo tudi študije, narejene za posamezne države: v Nemčiji ocenjujejo učinek na cene na 0,3 odstotne točke, v Belgiji na 0,2, v Španiji na 0,4 ter v Italiji med 0,1 in 0,6 odstotne točke.[3] Zakaj je torej človeška zaznava inflacije tako zelo odstopala od statističnih ocen?

Tabela: Inflacija ob uvedbi evrske gotovine

v %	EVROOBMOČJE													Primerjava		
	Povprečje	BL	D	GR	E	F	IRL	I	LUX	NL	A	P	FI	DK	S	GB
2001	2,4	2,4	1,9	3,7	2,8	1,8	4	2,3	2,4	5,1	2,3	4,4	2,7	2,3	2,7	1,2
2002	2,3	1,6	1,4	3,9	3,6	1,9	4,7	2,6	2,1	3,9	1,7	3,7	2	2,4	1,9	1,3

Vir: Eurostat

Razlogi so predvsem psihološke narave, opisuje pa jih več konceptov. Prvič, koncept t.i.m. "racionalne nepozornosti" razlaga zadevno problematiko z argumenti, da si potrošniki bolj zapomnijo spremembe cen dobrin, ki jih kupujejo bolj pogosto.[4] Raziskava ECB je pokazala, da so se v prvih mesecih 2002 v evroobmočju cene nekaterih tovrstnih proizvodov, predvsem storitvenih dejavnosti, kot so restavracije, kinoteke, čistilnice in frizerji, dejansko nenavadno zvišale.[5] Čeprav so bila nekatera od teh povišanj tudi posledica sezonskih gibanj zaradi neugodnih

vremenskih razmer, je prebivalstvo inflacijski pritisk pripisalo le uvedbi evra.

Drugič, zamenjava nacionalnih valut v evre je povzročila neobičajno veliko število sprememb v cenah (zaokroževanje navzgor in navzdol), kar je najverjetneje povečalo pozornost potrošnikov do teh sprememb. Potrošniki naj bi posledično po konceptu t.i.m. "selektivne korekcije učinka" močneje identificirali spremembe, ki so potrjevala njihova predhodna pričakovanja, ki pa so bila pesimistična.[6]

Tretjič, k zmotni zaznavi inflacije naj bi pripomogel tudi dejavnik "denarne iluzije", ki zamegljuje predstavo potrošnikov o njihovi kupni moči. Vrednostno močnejša enota evra v primerjavi s prejšnjimi valutami je tako morda poslabšala usmerjenost potrošnikov in povzročila povečano trošenje. Iz istega razloga bi lahko na napačno zaznavo podražitve ob uvedbi evrske gotovine, vplivalo izrazito znižanje števila psihološko atraktivnih cen, katerih zadnja decimalka je običajno številka devet. V večini držav je trajalo več kot eno leto, da je delež tovrstnih cen ponovno porasel na predhodno raven.[7]

[1] European Commission (2004). Flash Eurobarometer. The Euro, Three Years Later.
[2] Eurostat (2002) Euro changeover effects.
[3] Glej reference v del Giovane, P., F. Lippi in R. Sabbatini (2005). L'euro e l'inflazione. Percezione, fatti e analisi. Il Mulino.
[4] Glej npr. Marques J.F. in S. Dehaene (2004). Developing Intuition for Prices in Euros: Rescaling or Relearning Prices? Journal of Experimental Psychology 10(3).
[5] European Central Bank (2002). Evaluation of the 2002 Cash Changeover.
[6] Glej npr. Traut-Mattausch E., S. Schulz-Hardt, T. Greitemeyer in D. Frey (2004). Expectancy Confirmation in Spite of Disconfirming Evidence: The Case of Price Increases Due to the Introduction of the Euro. European Journal of Social Psychology 34.
[7] Glej del Giovane in Sabbatini (2005) in tam navedene reference.

4.7 Primerjava z napovedmi drugih institucij

Primerjava napovedi različnih institucij…

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

…kaže na precejšnjo podobnost…

Napovedi različnih institucij o gospodarskih gibanjih v Sloveniji si postajajo vedno bolj podobne. Glede gospodarske aktivnosti obstaja soglasje, da se bo rast BDP v letu 2006 glede na rast iz leta 2005 še povečala in ostala na visoki ravni

Tabela 4.8: Primerjava napovedi za Slovenijo in razlike glede na predhodne napovedi

	Objava nove/prejšnje napovedi	BDP letna rast v %				Inflacija povprečje leta v %				Tekoči račun delež v BDP v %			
		2006		2007		2006		2007		2006		2007	
		nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ	nova	Δ
Banka Slovenije	maj 06 / nov 05	**4,2**	0,4	**4,2**	0,4	**2,2**	-0,4	**2,2**	-0,2	**-2,0**	-0,3	**-2,3**	-1,0
EIPF	jan 06 / sep 05	**4,5**	-0,3	**…**	…	**2,2**	0,2	**…**	…	**-1,3**	0,3	**…**	….
UMAR	apr 06 / okt 05	**4,2**	0,2	**4,0**	0,0	**2,1**	-0,2	**2,1**	-0,3	**-1,7**	-1,0	**-1,3**	-1,5
Evropska komisija	maj 06 / nov 05	**4,3**	0,3	**4,1**	-0,1	**2,4**	-0,1	**2,5**	0,0	**-1,6**	0,2	**-1,8**	0,2
Mednarodni denarni sklad	apr 06 / okt 05	**4,0**	0,1	**4,0**	…	**2,4**	-0,1	**2,4**	…	**-0,3**	0,5	**0,1**	…
Consensus Forecasts	mar 06 / sep 05	**3,8**	-0,1	**4,0**	…	**2,3**	-0,1	**2,1**	…	**-0,1**	0,0	**-0,1**	…

Viri: Banka Slovenije, UMAR, EIPF, IMF World Economic Outlook, Consensus Economic Forecasts, Evropska komisija.

tudi v 2007. V povprečju so popravki o rasti BDP opravljeni navzgor. Tudi mnenja o povečanemu prispevku domačega povpraševanja k oblikovanju gospodarske rasti so enotni, razlike pa se še naprej pojavljajo glede salda tekočega računa. Pri tem je zanimiva razlika med domačimi institucijami, ki praviloma napovedujejo večji primanjkljaj, in tujimi institucijami, ki napovedujejo za več kot 1% BDP manjši primanjkljaj. Prav tako ni enotnega pogleda na zapiranje oziroma povečevanje primanjkljaja tekočega računa v letu 2007.

…tudi glede napovedi inflacije

Dokaj majhna so v tokratnih napovedih odstopanja pri napovedih inflacije. Ocene povprečne letne inflacije znašajo med 2,1% in 2,4% za leto 2006, povsem enak razpon pa velja tudi za leto 2007. Tako so se razlike v napovedih inflacije med domačimi in tujimi institucijami v zadnjem letu bistveno zmanjšale.

Tabela 4.9: Izbor glavnih kazalnikov

	2002	2003	2004	2005	2006 Napovedi maj	2006 Napovedi Δ	2007 Napovedi maj	2007 Napovedi Δ	2008 Napovedi maj	2008 Napovedi Δ
Aktivnost, zaposlenost, plače	*realne stopnje rasti v %*									
Realni BDP	3,5	2,7	4,2	3,9	**4,2**	**0,4**	**4,2**	**0,4**	**3,9**	…
BDP/prebivalca (v EUR)	11.866	12.461	13.103	13.677	**14.477**	**-667**	**15.448**	**-946**	**16.440**	…
Zaposlenost	1,5	-0,2	0,4	0,7	**0,4**	**0,1**	**0,3**	**-0,2**	**0,3**	…
Neto plače	2,1	1,8	0,8	3,6	**2,9**	**0,2**	**2,9**	**0,2**	**2,6**	…
Bruto plače	2,1	1,9	1,0	2,2	**2,9**	**0,2**	**2,9**	**0,2**	**2,6**	…
Produktivnost	2,0	2,9	3,8	3,2	**3,9**	**0,4**	**3,9**	**0,6**	**3,6**	…
Domače povpraševanje	*realne stopnje rasti v %*									
Domače povpraševanje	2,4	4,7	4,6	1,6	**3,7**	**-0,4**	**3,9**	**0,3**	**3,5**	…
Zasebna potrošnja	1,3	3,5	3,3	3,3	**3,2**	**-0,2**	**3,1**	**-0,1**	**3,1**	…
Potrošnja države	3,2	1,6	2,9	3,0	**2,7**	**0,2**	**2,8**	**0,3**	**2,7**	…
Bruto investicije	4,0	10,1	9,2	-3,0	**5,4**	**-1,6**	**6,0**	**0,7**	**4,9**	…
Plačilna bilanca	*realne stopnje rasti v %*									
Izvoz blaga in storitev	6,7	3,1	12,5	9,2	**7,4**	**1,0**	**7,1**	**0,4**	**7,2**	…
Uvoz blaga in storitev	4,8	6,7	13,2	5,3	**6,7**	**-0,3**	**6,6**	**0,3**	**6,7**	…
Tekoči račun: v mio EUR	344	-81	-544	-301	**-580**	**-80,0**	**-700**	**-270**	**-560**	…
v % BDP	1,5	-0,4	-2,1	-1,1	**-2,0**	**-0,3**	**-2,3**	**-1,0**	**-1,7**	…
Pogoji menjave	0,5	1,3	-1,0	-2,7	**-1,6**	**-1,5**	**-0,1**	**-0,2**	**0,4**	…
Neto finančni tok (v % BDP)	4,9	0,6	-0,1	5,3	**4,8**	**2,4**	**8,2**	**5,1**	**7,6**	…
v tem: nepos.tuje naložbe	6,6	-0,5	0,9	-0,2	**0,5**	**0,2**	**1,9**	**2,1**	**1,4**	…
Devizne rezerve (st.v mio EUR)	7.842	7.881	7.891	8.832	**9.642**	**1421**	**11.492**	**2681**	**13.452**	…
- delež v % BDP	34,1	32,7	31,1	32,2	**33,5**	**6,4**	**37,2**	**10,3**	**40,5**	…
Zunanji dolg (st. v mio EUR)	11.483	13.051	15.397	19.565	**22.665**	**2.469**	**26.245**	**3.629**	**30.025**	…
- delež v % BDP	49,9	54,1	59,5	71,3	**78,5**	**11,8**	**85,0**	**16,0**	**91,0**	…
Denarni sistem	*povprečne letne stopnje rasti v %*									
M1	18,2	11,6	17,5	21,4	**11,0**	**-3,4**	**10,5**	**-2,7**	**10,0**	…
M3	22,5	12,3	5,2	6,5	**11,4**	**1,6**	**15,5**	**3,7**	**16,0**	…
Krediti skupaj	15,8	12,5	17,9	20,6	**20,7**	**3,4**	**19,4**	**4,2**	**17,4**	…
Cene	*letne stopnje rasti v % (zadnji kvartal)*									
Cene življenjskih potrebščin	7,2	4,8	3,4	2,5	**1,9**	**-0,4**	**2,3**	**-0,1**	**2,7**	…
Proste cene	6,9	5,1	2,1	1,3	**1,8**	**-0,8**	**2,5**	**-0,2**	**2,9**	…
Nadzorovane cene	8,8	3,7	9,5	8,0	**2,5**	**1,4**	**1,4**	**0,3**	**1,6**	…
	povprečne letne stopnje rasti v %									
Cene življenjskih potrebščin	7,5	5,6	3,6	2,5	**2,2**	**-0,4**	**2,2**	**-0,2**	**2,6**	…
Proste cene	7,6	5,9	3,0	1,1	**1,4**	**-1,0**	**2,3**	**-0,4**	**2,8**	…
Nadzorovane cene	7,5	4,8	6,6	9,0	**4,9**	**1,3**	**1,5**	**0,4**	**1,6**	…
Dejavniki mednarodnega okolja	*letne stopnje rasti v %*									
Tuje povpraševanje*	1,9	3,7	5,3	4,7	**6,0**	**0,0**	**6,0**	**0,0**	**6,0**	…
USD/EUR	0,94	1,13	1,24	1,25	**1,21**	**0,0**	**1,21**	**0,0**	**1,21**	…
Nafta (USD/sodček)	25	29	38	54	**65**	**0,0**	**65**	**0,0**	**65**	…
Primarne surovine	4,6	11,3	16,0	6,0	**15,0**	**12,0**	**3,0**	**0,0**	**3,0**	…
Inflacija v EMU	2,2	2,1	2,1	2,2	**2,2**	**0,3**	**2,2**	**0,3**	**2,0**	…
PPI Nemčija	-0,6	1,7	1,6	4,6	**2,9**	**0,8**	**1,7**	**-0,4**	**1,7**	…
EURIBOR 3m (%)	3,3	2,3	2,3	2,3	**3,0**	**0,7**	**3,5**	**1,0**	**3,5**	…

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

5 EKONOMSKE POLITIKE V LUČI UVEDBE EVRA

Uvedba evra predstavlja prelom v vodenju ekonomskih politik v Sloveniji

Predvidoma bo s 1. januarjem 2007 prišlo do pomembne in prelomne spremembe v slovenskem makroekonomskem okolju. Dosedanje slovensko makroekonomsko okolje bo postalo del makroekonomskega okolja evroobmočja in obratno – denarno okolje evroobmočja bo postalo naše domače denarno okolje. Sočasno s tem se bo dokončal tudi z vstopom v ERM II začeti prelom v vodenju makroekonomskih politik. Za uspešno delovanje gospodarstva znotraj denarne unije bo potrebno še naprej spoštovati temeljne smernice izvajanja ekonomskih politik, začrtane v Programu vstopa v ERM II in prevzema evra, ki sta ga novembra 2003 sprejeli Banka Slovenije in Vlada RS.[7]

5.1 Doseganje nominalne konvergence

Pogoj za uvedbo evra je izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev

Pogoj za uvedbo evra je doseganje vzdržne nominalne konvergence. Slednjo skladno s členom 122 Pogodbe ocenjujeta Evropska komisija in ECB, ki preverjata izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev in izdelata ločeni konvergenčni poročili. Obe instituciji sta izpolnjevanje kriterijev cenovne stabilnosti, proračunskega stanja, deviznih tečajev in obrestnih mer nazadnje pregledovali v oktobru 2004, in sicer za deset novih članic EU ter Švedsko. Poleg zgoraj naštetih ekonomskih kriterijev mora država članica pred uvedbo evra zagotoviti tudi združljivost nacionalne zakonodaje s Pogodbo in Statutom Evropskega sistema centralnih bank. V nadaljevanju so podrobneje predstavljeni posamezni kriteriji ekonomske konvergence in njihovo izpolnjevanje v primeru Slovenije.

Kriterij cenovne stabilnosti

Dezinflacijski proces je bil obnovljen v letu 2001…

Dezinflacijski proces v Sloveniji se je po inflacijskih šokih leta 1999 obnovil po letu 2000, stopnja inflacije pa se je od takrat spustila s skoraj 10% na okoli 2,5%. Ta proces je bil tudi posledica prilagoditev v vodenju ekonomskih politik, med drugim uvedbe novega okvirja denarne politike[8], katerega cilj je bil zagotoviti postopno, a trajno znižanje inflacije. Medletna rast harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP) se je januarja 2005 prvič spustila pod 3%, od takrat dalje pa niha okoli ravni 2,5%. Pri tem nekoliko večje nihanje medletnih stopenj v primerjavi z ostalimi evropskimi državami odraža predvsem spremembe sezonskih dejavnikov in gibanja cen energentov na mednarodnih blagovnih borzah, ki imajo relativno višji vpliv na inflacijo v Sloveniji. Od novembra 2005 naprej tudi dvanajstmesečno povprečje stopenj inflacije, merjene s HICP, ne presega več referenčne vrednosti, kar pomeni, da od tega meseca naprej Slovenija izpolnjuje kriterij cenovne stabilnosti.

… in je potekal v pogojih vsesplošnega makroekonomskega ravnovesja

Zniževanje inflacije je predvsem v zadnjih dveh letih potekalo v sozvočju številnih makroekonomskih procesov in ob koordiniranem vodenju ekonomskih politik. Zaradi občutne fiskalne konsolidacije, ki je rezultirala v znižanju javnofinančnega primanjkljaja za 2,5% BDP v obdobju zadnjih štirih let, ni bilo potrebe po obsežnejših zvišanjih davčnih stopenj, ki bi lahko povzročale inflacijske pritiske. Hkrati je položaj fiskalne politike preprečeval nastanek presežnega agregatnega povpraševanja, prav tako pa je proticiklična politika uravnavanja trošarin za naftne derivate gladila precejšnja nihanja cen energentov na mednarodnih blagovnih borzah. Politika nadzorovanih cen je dokaj uspešno

[7] http://www.bsi.si/html/publikacije/evropa/ERM2%20_BS_Vlada_200311.pdf
[8] http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_den_pol.pdf

zagotavljala postopno zviševanje tistih cen, ki so bodisi zaostajale za svojo stroškovno ravnijo bodisi niso vključevale z EU zakonodajo usklajenih posrednih davkov, hkrati pa je preprečevala neupravičena poviševanja na račun stroškovne neučinkovitosti. Dohodkovna politika, ki je temeljila na pravilu enoodstotnega razkoraka med rastjo realnih plač in produktivnosti, je omejevala inflacijske pritiske stroškovne narave, obenem pa zviševala konkurenčnost podjetij ter jim omogočala lažje pogoje prestrukturiranja in povečevanja zaposlenosti. Dodatne pozitivne učinke na stabilnost cen je imel povečan obseg konkurence na trgih proizvodov in storitev po vstopu v EU.

Pri izpolnjevanju kriterija stabilnosti cen je ključen trajnostni vidik in stabilizacija cen v Sloveniji je bila dosežena

Poleg znižanja povprečne inflacije pod referenčno vrednost je pri pregledu izpolnjevanja kriterija stabilnosti cen pomembna tudi vzdržnost cenovnih gibanj. Vzdržnost dosežene inflacije se načeloma presoja z vidika različnih pokazateljev cenovnih gibanj in dogajanj v makroekonomskem okolju. Iz tabele 5.1. je razvidno, da se je tudi dinamika ostalih cenovnih indeksov, kot so nacionalni indeks cen življenjskih potrebščin CPI, BDP deflator, indeks cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih PPI in deflator zasebne potrošnje, po letu 2000 vztrajno zmanjševala in v letu 2005 dosegla raven, skladno s splošno cenovno stabilnostjo. Nekoliko je odstopala zgolj medletna rast uvoznih cen, vendar gre pri tem večinoma za eksogen učinek rasti cen nafte in primarnih surovin na svetovnih trgih. Podobno ugodno sliko odsevajo tudi makroekonomska gibanja, saj je bilo odstopanje dejanskega od potencialnega proizvoda v letu 2005 praktično zanemarljivo, realna rast stroškov dela pa je v primerjavi s produktivnostjo relativno nizka. Dodatno tudi plačilnobilančno in javnofinančno ravnovesje dokazujeta, da je bil dezinflacijski proces vseskozi vzdržen in da povratnih inflacijskih sunkov ni pričakovati. Tudi napovedi tako domačih kot mednarodnih strokovnih institucij kažejo, da se bo inflacija v Sloveniji v prihodnjih dveh letih gibala med 2,1% in 2,4 % (glej tabelo 4.9.).

Tabela 5.1: Inflacijska merila in indikatorji inflacijskih gibanj

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
HICP	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	**2,5**
CPI	8,9	8,4	7,5	5,6	3,6	**2,5**
PPI	7,7	8,9	5,1	2,5	4,9	**2,7**
BDP deflator	5,4	8,7	7,9	5,8	3,2	**1,0**
Deflator zasebne potrošnje	7,8	7,6	7,9	5,4	3,5	**1,6**
Deflator uvoza blaga in storitev	13,9	6,3	2,5	2,0	4,2	**5,7**
Rast povprečne bruto plače	10,6	11,9	9,8	7,5	5,7	**4,9**
Realni stroški dela na enoto proizvodnje	3,3	0,4	-1,3	-1,0	0,6	**…**
Proizvodna vrzel	1,5	0,4	-0,1	-1,2	-0,4	**-0,2**

Opombe: (medletna rast v % oziroma v % BDP za proizvodno vrzel)
Vir: SURS, Banka Slovenije, preračuni ARC.

Zaradi procesov realne konvergence je ravnotežna inflacija v Sloveniji nekoliko višja od tiste v evroobmočju

Ocene strukturne stopnje inflacije za Slovenijo kažejo, da bo slovenska inflacija srednjeročno nihala okoli ravni, dosežene v lanskem letu. Razvojno dohitevanje pomeni višjo ravnotežno inflacijo v Sloveniji. Ocene učinkov tipa Balassa-Samuelson kažejo, da je zaradi realne konvergence ravnotežna naravna stopnja inflacije v Sloveniji za okoli 1 do 1,5 odstotne točke višja od tiste v razvitih državah evroobmočja.[9] Potrebno je opozoriti, da gre pri tem za ravnotežen proces, ki je prisoten v okviru dobro delujoče denarne unije in ne vpliva na konkurenčnost gospodarstva. Učinki tipa Balassa-Samuelson odražajo konvergenco v ravni cen, ki poteka vzporedno s konvergenco v gospodarski razvitosti, saj je splošna raven cen v Sloveniji za približno četrtino nižja od splošne ravni cen v evroobmočju.

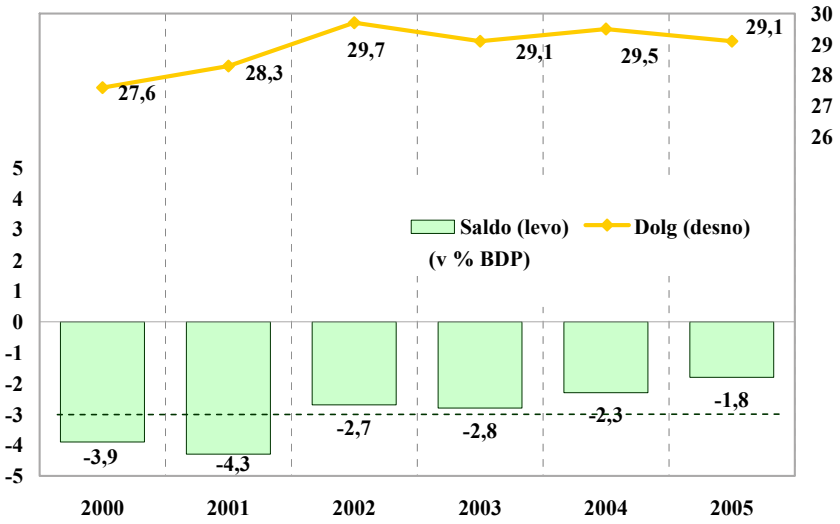
[9] Glej D. Kozamernik: Doseganje stabilnosti cen v ERM2 in po prevzemu evra, Bančni vestnik, julij-avgust 2005 in tam omenjene reference.

Kriterij proračunskega stanja države

Slovenija izpolnjuje maastrichtski kriterij proračunskega stanja države

Slovenija že dalj časa izpolnjuje kriterij proračunskega stanja države. Od leta 2002 se je njen javnofinančni primanjkljaj gibal pod referenčno vrednostjo 3% BDP, dolg sektorja države pa se nahaja krepko pod referenčno vrednostjo 60% BDP. Zadnji revidirani podatki, skladni z metodologijo ESA 95, prikazujejo postopno zmanjševanje proračunskega primanjkljaja za 0,5 odstotne točke BDP v letih 2004 in 2005, medtem ko se dolg sektorja države, merjen kot delež BDP, v zadnjih dveh letih skorajda ni spremenil.

Slika 5.1: Kriterij proračunskega stanja države



Vir: Statistični urad RS

Napoved postopnega zmanjševanja proračunskega primanjkljaja na 1,0 % BDP v letu 2008

Zadnje napovedi Ministrstva za finance, objavljene decembra 2005 v Dopolnitvi Konvergenčnega programa 2005, kažejo, da bo Slovenija javnofinančni kriterij izpolnjevala tudi v bodoče.[10] Leta 2006 naj bi proračunski primanjkljaj enote širše ravni države kot odstotek BDP znašal 1,7 ter se nato postopoma zmanjšal na 1,4 v letu 2007 in na 1,0 v letu 2008. Dolg sektorja države, izražen kot odstotek BDP, naj bi konec letošnjega leta znašal 29,6, leta 2007 dosegel 29,8, zatem pa se rahlo skrčil na 29,4.

Struktura primanjkljaja se je rahlo spremenila

Javnofinančni primanjkljaj je bil v letu 2005 v primerjavi s predhodnimi leti nekoliko drugače sestavljen. Postavka skladi socialne varnosti je leto zaključila s presežkom 0,8% BDP, razlog za presežek pa je bil prevzem dolga Zavoda za zdravstveno zavarovanje Slovenije (ZZZS) in Zavoda za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije (ZPIZ) s strani centralne države. Le-ta je zabeležila primanjkljaj 2,8%, brez upoštevanja prevzema navedenega dolga pa bi znašal 2,1%, kar je skoraj nespremenjeno v primerjavi z letom 2004, ko je znašal 2,2%. Lokalna država je zabeležila presežek v višini 0,2% BDP, kar je zlasti posledica prodaje stavbnih zemljišč.[11]

Slovenija bo tudi v letu 2006 izpolnjevala proračunski kriterij

Za leto 2006 v primerjavi z 2005 ni pričakovati večjih razlik v primanjkljaju, ugodno makroekonomsko stanje in obseg načrtovanega primanjkljaja pa zagotavljata, da bo Slovenija še naprej izpolnjevala kriterij proračunskega stanja države.

[10] Konvergenčni program, dopolnitev, december 2005, dostopen na spletni strani http://www.gov.si/mf/slov/tekgib/konvergencni_program_2005.pdf

[11] http://www.stat.si/doc/03-PO-149-0601.doc

Okvir 5.1: Kratkoročna in srednjeročna tveganja javnega financiranja

Na prihodkovni strani javnih financ so predvideni določeni ukrepi, ki utegnejo za seboj potegniti nekaj negotovosti. Postopnost zmanjševanja javnofinančnega primanjkljaja gre v znatni meri pripisati sočasnemu zniževanju davčnih in nedavčnih prihodkov, ki naj bi se v letih 2006-2008 znižali v obsegu 1,8 odstotne točke BDP. Na davčne vire bo vplivala predvsem stopenjska ukinitev davka na izplačane plače do leta 2009, ki sedaj predstavlja 1,9% BDP, njegova ukinitev pa bi k primanjkljaju zaradi zmanjšanja stroškov države kot delodajalca prispevala 1,4 odstotne točke BDP. Dodatno javnofinančno in inflacijsko tveganje predstavlja trenuten predlog dviga zgornje stopnje DDV z 20% na 21% in spodnje meje z 8,5% na 9% z letom 2007. Pri teh kot tudi pri ostalih navedenih spremembah bo poglavitno natančno spremljati realizacijo prihodkov ter pri tem zagotavljati njen ustrezen obseg. Ravno tako pa je bistveno podrobno izračunati morebitne prihodkovne posledice globljih davčnih reform, ki jih Vlada RS trenutno proučuje.[1] Navedeni predlogi, kot so med ostalim uvedba enotne davčne stopnje pri dohodnini, močan dvig nižje stopnje DDV in uvedba davka na premoženje, bi namreč lahko imeli znaten učinek na davčne prihodke.

Na odhodkovni strani se je Vlada RS v Dopolnitvi Konvergenčnega programa zavezala za sorazmerno krepko znižanje odhodkov, in sicer za 2,5 odstotne točke BDP. Dobrodošel je zlasti način zniževanja odhodkov, ki poleg manjših prihrankov pri obrestih gradi na manjšanju izdatkov za javno upravo in za subvencije ter si prizadeva za znižanje socialnih izdatkov prek bolj učinkovitega ugotavljanja upravičenosti. Med ključne predpostavke pri tem sodijo manjšanje administracije v obsegu 1% letno, zaostajanje plač v javnem sektorju za plačami v zasebnem v povprečju za 1,3 odstotne točke, racionalizacija materialnih stroškov blaga in storitev, restriktivna politika zaposlovanja in socialna politika, ki naj ne bi uvedla novih transferov v programskem obdobju. Ob zmanjšanju navedenih stroškov pa naj bi država utegnila povečati trošenje za obrambo, za spodbujanje konkurenčnosti, za raziskave ter za izobrazbo, splošen obseg javnih investicij pa naj bi ostal skorajda nespremenjen in v letih 2006-2008 nihal med 3,1% in 3,4% BDP.

Pri zmanjševanju odhodkov se lahko pojavijo določena tveganja, v kolikor bodo stroškovne potrebe presegale možnosti uresničevanja načrtovanih prihrankov. Vlada RS namreč namerava zmanjšati zaposlenost v javnem sektorju, vendar istočasno okrepiti vojaške sile in policijo, kot zahtevata vključitev v zvezo NATO in varovanje schengenske meje. Hkrati je pričakovati dodatne stroške, vezane na slovensko predsedovanje Evropski Uniji v letu 2008. Poleg tega si Vlada RS prizadeva zmanjšati vsoto socialnih transferov, katerih delež v BDP naj bi se znižal za 0,5 odstotne točke. Pri tem se med ostalim predpostavlja, da bosta solidna gospodarska rast in ustrezne aktivne politike še naprej spodbujali zaposlovanje. Težave v določenih delovno intenzivnih panogah pa tvegajo v bodoče, kljub ugodnemu gospodarskemu ciklu, krepiti strukturno brezposelnost, ki bi lahko terjala rešitve, ki predstavljajo dodatne nenačrtovane stroške. Isto bi bilo treba kot nevarnost poudariti tudi pri izvajanju dodatnih morebitnih reform in z njimi povezano negotovostjo, predvsem kar zadeva trg dela. Dopolnitev Konvergenčnega programa in Proračunski memorandum sicer pravilno navajata izračune izključno na podlagi že obstoječe zakonodaje. Vendar pri omenjanju uvedbe trenutno obravnavanih dolgoročnih strukturnih reform v programskem obdobju poudarjata le možnosti povišanja gospodarske rasti in zaposlitve, ne pa tudi hipotetičnih negativnih kratkoročnih učinkov, ki lahko vplivajo tako na prihodkovno kot tudi odhodkovno stran proračuna.

Dodatno je potrebno spremljati premike v postavkah, ki ne predstavljajo neposrednih stroškov za državo, vendar za katere le-ta prevzema jamstvo. Tako bo Družba za avtoceste RS (DARS) v letih 2006 in 2007 iz državnega proračuna prejela znatno manj sredstev, kot je bilo predvideno v Resoluciji o Nacionalnem programu izgradnje avtocest,[2] toda obseg njenih investicij se ne bo zmanjšal, saj se bo DARS s pomočjo državnega poroštva lahko toliko bolj zadolžil.[3] Ob nespremenjenem obsegu javnih investicij Vlada RS s tem verjetno pozitivno vpliva na celoten obseg investicij in dolgoročni razvoj, vendar utegne obenem posredno stimulirati agregatno povpraševanje.

[1] Okvir gospodarskih in socialnih reform za povečanje blaginje v Sloveniji, na spletni strani http://www.vlada.si//util/bin.php?id=2005122710110054

[2] *Resolucija o Nacionalnem programu izgradnje avtocest* z dne 27.2.2004 je dostopna na spletni strani http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200450&stevilka=2300

[3] Glej npr. *Program dela ministrstva za leto 2006*, dostopen na spletni strani http://www.mzp.gov.si/fileadmin/mzp.gov.si/pageuploads/program_dela_min_2006.pdf

Kriterij deviznega tečaja

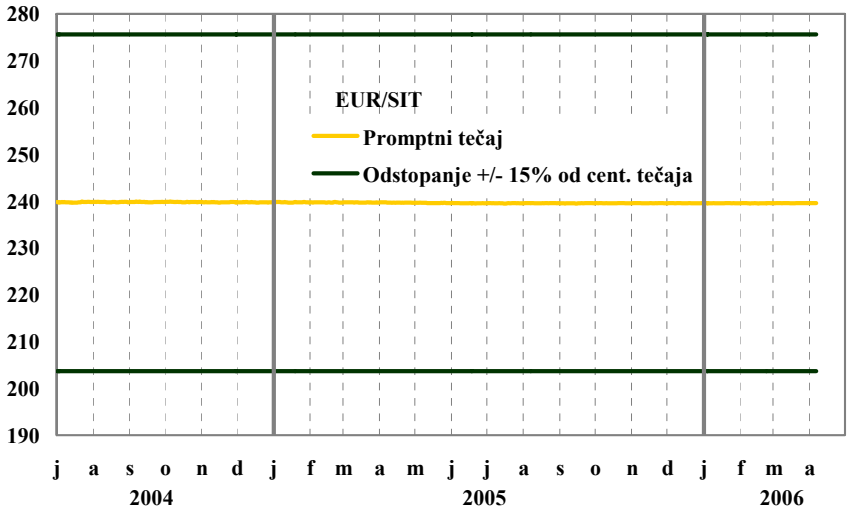
Devizni tečaj je zelo stabilen in skoraj ne odstopa od centralnega tečaja…

Devizni tečaj tolarja do evra je od vstopa v ERM II izredno stabilen. Slovenija je v ERM II vstopila 28. junija 2004, pri čemer je centralni tečaj določen pri razmerju 239,640 SIT za 1 EUR, dovoljeno odstopanje pa znaša +/- 15%. Vendar do bistvenega odstopanja v tem obdobju dejansko ni prišlo, saj so bila odstopanja promptnega tečaja od centralnega tečaja zanemarljiva.

… kar se kaže tudi v notranjem in zunanjem makroekonomskem ravnovesju

Ustreznost centralnega tečaja se ne kaže le v stabilnosti deviznega tečaja, temveč se tudi odraža v notranjem in zunanjem ravnovesju. Stabilnost cen kaže na odsotnost inflacijskih pritiskov, ki bi izhajali iz podcenjene domače valute, medtem ko praktično izravnan tekoči račun odraža dejstvo, da domača valuta ni precenjena. Stanje tekočega računa sicer ni eden od osnovnih kriterijev nominalne konvergence, vendar bi močan porast primanjkljaja tekočega računa znotraj ERM II po vsej verjetnosti sprožil dvome o ustrezni naravnanosti tečaja, katerega preizkus ustreznosti je navsezadnje poglavitni razlog bivanja v ERM II.

Slika 5.2: Gibanje deviznega tečaja znotraj spodnje in zgornje meje kriterija



Vir: Banka Slovenije

Zaradi stabilnosti tečaja Banki Slovenije ni bilo treba izvajati intervencij, z namenom vplivanja nanj

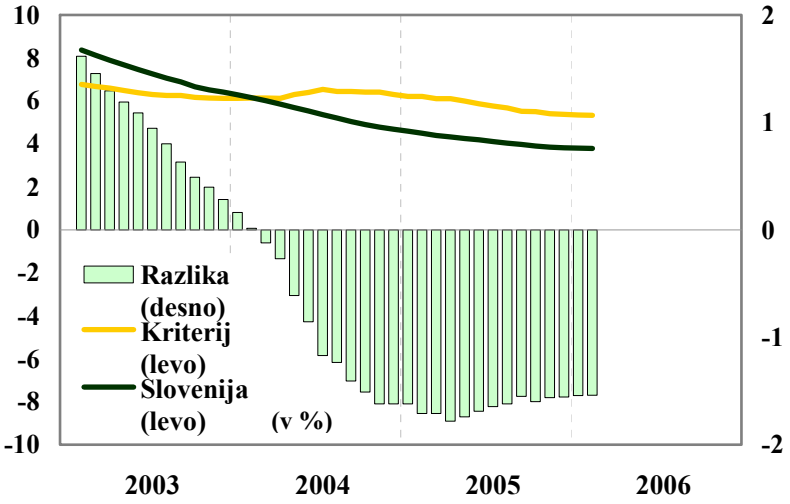
Z izjemo začetne faze po vstopu v ERM II Banki Slovenije ni bilo potrebno izvajati intervencij z namenom vplivanja na devizni tečaj. Da bi zajezila inflacijske pritiske si prizadeva ohranjati obrestne mere na ustrezni ravni, še skladni s stabilnim deviznem tečajem. V zadnjih mesecih je Banka Slovenije začela razmik med njenimi obrestnimi merami refinanciranja in obrestnimi merami ECB zmanjševati. S tem se je Banka Slovenije ravnala v skladu s pričakovanjem finančnih trgov o bližajoči se uvedbi evra.

Kriterij dolgoročnih obrestnih mer

Slovenija že dalj časa izpolnjuje kriterij dolgoročnih obrestnih mer

Slovenija že dolgo izpolnjuje kriterij dolgoročnih obrestnih mer. Le-ta zahteva, da dolgoročne mere v pristopajoči državi ne presegajo neponderiranega povprečja dolgoročnih obrestnih mer v treh državah EU z najboljšimi doseženimi rezultati glede stabilnosti cen za več kot 2 odstotni točki, pri čemer se za referenco uporabljajo donosnosti dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev. Razmik med referenčno vrednostjo in slovenskimi dolgoročnimi obrestnimi merami se je vztrajno in močno zmanjševal do začetka leta 2005, nato pa se je ustalil na sorazmerno nizki ravni.

Slika 5.3: Kriterij dolgoročnih obrestnih mer



Vir: Banka Slovenije, Eurostat

Dolgoročne obrestne mere so kazalec zaupanja v verodostojnost ekonomskih politik

Dolgoročne obrestne mere odražajo zaupanje finančnih trgov v verodostojnost ekonomskih politik pri ohranjanju makroekonomskih ravnovesij in stabilnosti cen. Razmik v dolgoročnih obrestnih merah v veliki meri predstavlja razliko med premijami tveganj, ki jih investitorji pripisujejo različnim vrednostnim papirjem. Glede na to, da premija tveganja poleg kreditnega tveganja vsebuje tako inflacijsko kot tudi tečajno tveganje, je naveden razmik dober kazalec splošne nominalne konvergence. Nižanje dolgoročne obrestne mere in majhen obrestni razmik sta tako tudi izraz prepričanja ekonomskih akterjev, da je izpolnjevanje kriterijev vzdržno in pričakovano tudi v prihodnje.

5.2 Tveganja pri napovedih

Možna tveganja makroekonomskih gibanj

Ekonomske politike morajo biti pravočasno pripravljene na možna odstopanja od napovedanih makroekonomskih gibanj. Zato je poglavitno vnaprej simulirati morebitne scenarije gospodarske dinamike ob pojavu nekaterih makroekonomskih šokov. Banka Slovenije v skladu s tem izračunava alternativne scenarije, na katere bi morala biti ekonomska politika v prihodnje pripravljena s pravočasnim ukrepanjem. To se ne nanaša le na pripravljenost na neugodne šoke, temveč predvsem na zagotavljanje njihovega vnaprejšnjega preprečevanja.

Največje tveganje za inflacijo predstavljajo visoke cene nafte…

Pri tujih spremenljivkah je opazna predvsem nevarnost povišanja cen nafte. Trajen dvig cen soda nafte za 5 USD, bi inflacijo v letu 2006 zvišal za 0,5 odstotne točke, leta 2007 za 0,2 odstotni točki, v letu 2008 pa za 0,1 odstotne točke. Ob trajnem zadrževanju cene nafte na trenutni ravni okoli 75 USD/sod, bi se lahko inflacija kratkoročno dvignila na raven okoli 3%. Naftni šok je še posebej neprijeten, saj ekonomska politika na kratki rok nanj ne more znatno neposredno vplivati. Zato mora ekonomska politika zagotoviti, da ne pride do širjenja negativnih inflacijskih pritiskov na ostale makroekonomske dejavnike.

…hitra rast nadzorovanih cen, …

V domačem okolju ima najbolj neposreden vpliv na inflacijo rast nadzorovanih cen, pri čemer bi bil učinek višje rasti reguliranih cen od prostih za 2 odstotni točki močan predvsem v letih 2007 in 2008. Omejevanje inflacije nadzorovanih

cen za ekonomsko politiko pomeni zlasti omejevanje rasti stroškov v reguliranih panogah z monopolno struktura trga.

…ter prekomernega domačega povpraševanja…

Simulacije nakazujejo tudi na nevarnost gospodarskega pregrevanja zaradi hitrejše rasti plač oziroma domačega povpraševanja. Rast plač ima prek večjega trošenja gospodinjstev na srednji rok pozitiven učinek na gospodarsko rast. Vendar je pri tem potrebno upoštevati tudi negativen učinek na inflacijo zaradi pregrevanja, ki bi se pri višji rasti plač od napovedane za eno odstotno točko, povišala kar za 0,4 odstotne točke v letu 2007. Tudi tekoči račun bi se pri višji rasti plač poslabšal, saj bi bil del višjih plač namenjen uvozu. Povišanje trošenja gospodinjstev za eno odstotno točko ima podobne oziroma celo močnejše učinke kot višja rast plač. Močnejše trošenje gospodinjstev bi stopnjevalo negativne učinke na inflacijo in na tekoči račun, zniževalo stopnjo konkurenčnosti, s tem pa bi na nekoliko daljši rok znalo sprožiti preobrat cikla, upočasnjeno gospodarsko rast in porast brezposelnosti.

Tabela 5.2: Odzivnost makroekonomskih spremenljivk na simulacije šokov

	Simulacija	Šok - sprememba	Obdobje šoka
	a) Tuje okolje		
1.	Cena nafte	višja od cene v napovedih za 5 USD/sod	Q106-Q406
2.	Cena primarnih surovin	višja od ravni cen v napovedih za 10%	Q106-Q406
3.	Povpraševanje iz tujine	višje od ravni v napovedih za 1%	Q106-Q406
	b) Domače okolje		
4.	Rast plač	višja od rasti plač v napovedih za 1 o.t.	Q106-Q406
5.	Trošenje gospodinjstev	višje od rasti trošenja v napovedih za 1 o.t.	Q106-Q406
6.	Trošenje države	višje od rasti trošenja v napovedih za 1 o.t.	Q106-Q406
7.	Rast nadzorovanih cen	višja od rasti prostih cen iz napovedi za 2 o.t.	Q106-Q406

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

Opombe: Medletna rast v %. Simulacije so bile opravljene s pomočjo modela, ki ga Banka Slovenije uporablja pri napovedih. Pri posameznih simulacijah (1,2,3,6) smo spremenili eksogene spremenljivke, pri ostalih simulacijah (4,5,7) pa smo vrednostim spremenljivk iz osnovnega scenarija dodali spremembo, ki definira samo simulacijo. Vse ostale predpostavke v izvedenih simulacijah so enake tistim iz osnovnega scenarija.
Vir: SURS, Banka Slovenije, preračuni ARC.

…in v tem tudi trošenja države

Večje trošenje države bi imelo zelo podobne učinke, čeprav v manjšem obsegu zaradi manjšega pomena trošenja države znotraj agregatnega povpraševanja. Trošenje države se mora zato ravnati obratno od trošenja gospodinjstev. Ob nastajanju nevarnosti pregrevanja mora fiskalna politika brzdati trošenje države in s tem zaustavljati inflacijske pritiske.

Pomemben je ustrezen odziv fiskalne politike

Na tem mestu velja omeniti, da mora biti poudarek pri fiskalni politiki na uravnavanju trošenja države. Optimalen odgovor fiskalne politike na pregrevanje gospodarstva ne more biti zvišanje obdavčitve, saj le-to večinoma ustvarja dodatne inflacijske pritiske. Če upoštevamo prenos stroškov v cene, bi morebiten dvig zgornje stopnje DDV z 20% na 21% in spodnje stopnje z 8,5% na 9% v letu 2007 povzročil dodaten inflacijski pritisk v obsegu 0,7 odstotne točke. Enako po naših ocenah pritiska na cene tudi dvigovanje trošarin.

5.3 Srednjeročne usmeritve makroekonomskih politik

Od vstopa v ERM II se je makroekonomsko okolje v Sloveniji spremenilo

Vse od vstopa v ERM II je makroekonomsko okolje v Sloveniji doživelo eno večjih strukturnih sprememb. Denarna politika vlogo stabilizacije agregatnega povpraševanja in inflacije v vedno večji meri prepušča drugim ekonomskim politikam. Med letom 2006 se bo še obstoječi razmik obrestnih mer med ECB in Banko Slovenije zaprl, nato pa bo Slovenija dokončno prevzela skupno denarno politiko ECB. Po vključitvi v evroobmočje je pričakovati, da bo zaradi vse večje skladnosti delovanja slovenskega gospodarstva z okoliščinami v evroobmočju skupna denarna politika postala ustrezna glede na makroekonomska gibanja v Sloveniji. V primeru neusklajenosti ali morebitnih asimetričnih šokov pa se bodo morale odzvati druge domače makroekonomske politike.

Vloge makroekonomskih politik v pogojih nominalnega sidra

Fiskalna politika igra glavno vlogo pri stabilizaciji agregatnega povpraševanja

Vloga stabilizacije povpraševanja in glajenja cikličnih nihanj pripada sedaj predvsem fiskalni politiki. Optimalno naravnana fiskalna politika v času ugodnega poslovnega cikla blaži domače povpraševanje ter ga podpira v času neugodnega cikla. Pri ugodnih ekonomskih gibanjih se običajno namreč davčna osnova in s tem pobrani davek povečata, medtem ko se potreba po transferih zmanjša, kar pozitivno vpliva na ciklični primanjkljaj in obratno. Javnofinančni saldo ustrezne fiskalne politike se torej samodejno giblje ciklično in to tudi v večjem razponu. Za uspešno proticiklično fiskalno politiko pa je pogosto potrebno javne izdatke prilagoditi tudi v obsegu, večjem od samodejne ciklične komponente. Takšno prilagajanje pa lahko zahteva ustvarjanje strukturnega presežka javnofinančnega salda in ne samo njegove nevtralne pozicije v časih ugodne gospodarske konjunkture.

Dohodkovna politika lahko preprečuje inflacijske pritiske in vpliva na zunanjo konkurenčnost

Tudi dohodkovna politika mora igrati ključno vlogo pri preprečevanju inflacijskih pritiskov stroškovne narave. Obvladovanje stroškov dela je osrednjega pomena pri zagotavljanju konkurenčnosti in cenovne stabilnosti v okviru denarne unije. Upadanje realnih stroškov dela na enoto proizvoda je bilo v zadnjih treh letih prisotno tudi v evroobmočju, in sicer v obdobju 2002-2004 kumulativno za 1,5%, še bolj pa v novih članicah EU, in sicer v istem obdobju kumulativno kar za 5,3%.[12] Morebitna opustitev dosedanje zmerne dohodkovne politike v Sloveniji bi ob nadaljnjem upadanju realnih stroškov dela na enoto proizvoda v tujini lahko imela precejšnje posledice na konkurenčnost slovenskih podjetij, posledično pa bi lahko povzročila obrat v trendu zaposlovanja. Nadaljnje omejevanje rasti plač v javnem sektorju lahko predstavlja demonstrativni učinek na rast plač v celotnem gospodarstvu. Zato bi morali socialni partnerji tudi v sporazumu o plačah za prihodnje obdobje upoštevati pravilo, po katerem naj rast plač zaostaja za rastjo produktivnosti.

Inflacijski učinki šokov ponudbene narave, kot so naftni šoki, ne smejo spodbuditi rasti plač

Rast stroškov dela v skladu s produktivnostjo dela pomeni tudi, da se nominalni stroški dela ne smejo prilagoditi na poviševanja cen, ki bi jih povzročili neugodni ponudbeni šoki. Neugodni ponudbeni šoki, kot npr. povišanje cen naftnih derivatov, se pojavljajo kot dodatni stroškovni dejavnik za podjetja in znižujejo njihove proizvodne zmožnosti. Slednje se odrazi na manjšem povpraševanju po delovni sili. Čeprav podjetja del šoka prenašajo v cene in le-to lahko vpliva na inflacijo, se dohodki od dela na tako povišanje cen ne smejo prilagoditi, saj bi se zaradi manjšega povpraševanja po delu povečala brezposelnost in zato še dodatno upočasnila gospodarska aktivnost ter konkurenčnost gospodarstva. Ker

[12] Labour market and wage developments in 2004, European Commission, Special Report No.3, 2005.

so stroški dela najpomembnejši strošek za podjetja, bi se lahko še dodatno okrepili inflacijski pritiski in vztrajnost inflacije na višji ravni. Prav zaradi takih učinkov je bilo smiselno delovanje v smeri postopnega ukinjanja indeksacije plač na stopnjo inflacije in zagotavljanja večje prožnosti stroškov dela. Nosilci ekonomskih politik morajo zato predvsem preprečiti morebiten prenos cen nafte v ostale cene ali plače, kar bi vsaj prehodno lahko ogrozilo cenovno stabilnost.

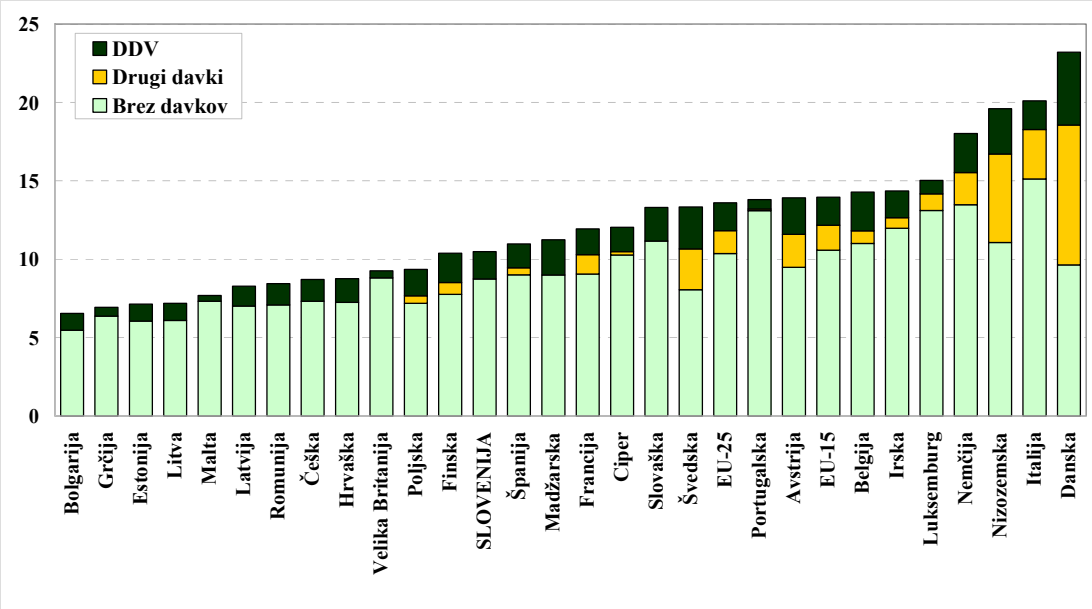
Nadzorovane cene morajo spodbujati k strukturnim prilagoditvam in k obvladovanju stroškov

Politika nadzorovanih cen mora preprečevati inflacijske pritiske ter hkrati spodbujati k strukturnim prilagoditvam v reguliranih sektorjih. Pri nadzorovanih cenah velja načeloma pravilo, da naj njihova skupna rast ne prehiteva predvidene rasti prostih cen. Vendar sočasno regulirane cene ne morejo dolgoročno zaostajati za rastjo stroškov, ki je skladna z rastjo produktivnosti, in tako povzročiti izgube javnih in drugih podjetij, katerih cene so delno ali popolnoma predpisane. Zato je potrebno v teh podjetjih stremeti k obvladovanju stroškov, na katere lahko vplivajo sama. Iz tega razloga je optimalna politika nadzorovanih cen tesno povezana z dohodkovno politiko, saj prehitra rast stroškov pogosto izhaja iz neupravičeno hitre rasti plač (glej Okvir 5.2.). Nadzorovane cene pa morajo seveda biti tudi skladne z domačo in evropsko zakonodajo, kar predpostavlja dodatno omejitev. Vlada RS je letos izdelala Načrt uravnavanja reguliranih cen za leti 2006 in 2007, ki upošteva vsa navedena načela.[13]

Okvir 5.2: Politika nadzorovanih cen v luči obvladovanja stroškov podjetij

Cena električne energije sodi med pomembnejše komponente nadzorovanih cen, saj z utežjo 2,8% v košarici življenjskih potrebščin povprečnega slovenskega porabnika predstavlja pomemben strošek za gospodinjstva. Kot je razvidno iz podatkov v spodnjem grafu, je cena električne energije v posameznih državah precej različna. Brez upoštevanja naravnih danosti proizvajanja električne energije je raven cen v grobem odvisna od dveh med sabo tesno povezanih dejavnikov, in sicer splošne ravni cen oziroma kupne moči prebivalstva in ravni stroškov dela. Podatki kažejo, da upoštevajoč oba omenjena dejavnika cene električne energije za gospodinjstva v Sloveniji ne odstopajo bistveno od cen v drugih državah, kar pomeni, da je bilo dosedanje nadzorovanje gibanja cen električne energije v Sloveniji doseženo na vzdržen način. Evrske cene elektrike (brez davkov) tako resda odstopajo od povprečja EU-25 za okoli 15%, kar pa je povsem skladno z ravnijo cen in tudi z ravnijo stroškov dela v Sloveniji.

Slika: Cena električne energije za gospodinjstva*



Vir: Eurostat. * 1.7.2005 (v evrih za 100kWh; poraba gospodinjstva s stan. površino 90 m2)

[13] http://cns.gov.si/dato3.nsf/OC/060226164959C/$file/62v6.doc

Tabela: Gibanje povprečne bruto plače po dejavnostih

	Kumulativna realna rast povprečne bruto plače (2000-2005)	Povprečna bruto plača v letu 2005 (v SIT)	Delež zaposlenih z univerzitetno izobrazbo (31.12.2004, v %)
A Kmetijstvo, lov, gozdarstvo	0.0	224,388	7.3
B Ribištvo in ribiške storitve	0.7	218,518	7.9
C Rudarstvo	20.7	344,843	5.7
D Predelovalne dejavnosti	13.4	239,026	6.9
E Oskrba z električno energijo, plinom in vodo	23.6	353,926	13.5
E40.11 Proizvodnja električne energije	40.4	379,354	n.p.
E40.12 Prenos električne energije	58.7	470,880	n.p.
E40.13 Distribucija in trgovanje z električno energijo	14.9	340,868	n.p.
F Gradbeništvo	7.8	224,612	3.8
G Trgovina, popravila motornih vozil in izdelkov široke porabe	8.2	244,806	8.0
H Gostinstvo	3.2	202,878	4.1
I Promet, skladiščenje in zveze	9.9	299,238	8.3
J Finančno posredništvo	13.4	413,508	26.1
K Poslovanje z nepremičninami, najem in poslovne storitve	7.8	292,576	25.8
L Dejavnost javne uprave in obrambe, obvezno socialno zavarovanje	4.3	333,298	33.8
M Izobraževanje	18.3	340,972	40.9
N Zdravstvo in socialno varstvo	8.0	316,814	23.7
O Druge javne, skupne in osebne storitvene dejavnosti	1.3	325,086	21.8
SKD Dejavnost - SKUPAJ	**10.7**	**277,235**	**15.7**

Vir: SURS, preračuni ARC.

Ker je namen uporabe instrumenta nadzorovanih cen preprečevanje neupravičenih censkih dvigov na račun notranjih neučinkovitosti v podjetjih in izrabljanja monopolnega položaja, je med drugim smiselno analizirati gibanje plač v nadzorovanih panogah, saj lahko rast plač, še posebej v primerjavi z rastjo produktivnosti, predstavlja enega izmed indikatorjev notranje učinkovitosti podjetij. Podatki SURS-a kažejo, da rast plač v energetskem sektorju občutno prehiteva rast povprečne slovenske bruto plače že peto leto zapored, medtem ko je rast produktivnosti v energetskem sektorju praktično enaka rasti agregatne produktivnosti. V primerjavi z letom 2000 je bila tako povprečna slovenska bruto plača leta 2005 realno višja za 10,7%, v dejavnosti oskrbe z elektriko, plinom in vodo pa kar za 23,6%. Tudi visoka raven plač v energetskih dejavnostih (višja je zgolj v finančnem posredništvu, kar pa lahko deloma pripišemo dvakrat višjemu deležu zaposlenih z univerzitetno izobrazbo) nakazuje, da imajo podjetja v teh panogah najverjetneje še precejšnje notranje rezerve pri povečevanju učinkovitosti

Finančni nadzor mora nadzirati finančno stabilnost, še posebno v luči obratov v poslovnem ciklu

V času hitre rasti kreditiranja in pospešenega finančnega poglabljanja dobiva vloga finančnega nadzora vse večji pomen. Poleg ohranjanja finančne stabilnosti in preprečevanja tveganj, ki bi utegnila sprožiti neravnovesje na finančnih trgih, sodeluje nadzorovanje finančnega sistema posredno pri vodenju makroekonomske politike. Vključitev Slovenije v evroobmočje bo zmanjšala tveganje nastanka finančne krize s sočasnimi posledicami na devizni tečaj, plačilno bilanco, bančni sistem, državni dolg, itd. Vendar pa bi kombinacija hitrega porasta kreditov, pregrevanja gospodarstva in nastanek borznih ali nepremičninskih balonov utegnila kljub vsemu sprožiti hiter preobrat in recesijo, kot posledico neutemeljene hitrosti procesa finančnega poglabljanja. Finančne krize so večinoma povezane s cikličnim preobratom, kar pomeni, da je glajenje makroekonomskih nihanj tudi v interesu finančne stabilnosti. Finančni nadzor praviloma nima zadosti obsežnega instrumentarija, da bi zaustavil kreditno ekspanzijo. Lahko pa prek spremljanja določenih kazalcev tveganosti in deloma prek zahtev po določenem minimumu nekaterih kazalcev postavlja smernice ter druge politike opozarja o nevarnosti pregrevanja.

Srednje in dolgoročni izzivi za makroekonomsko politiko

Trenutno je poglavitno tveganje nastop pregrevanja, kar bi zahtevalo močan proticiklični fiskalni odziv …

Ob zapiranju proizvodne vrzeli in močnem porastu kreditiranja gospodinjstev in podjetij je eno poglavitnih tveganj pregrevanje gospodarstva, kar bi zahtevalo krepko proticiklično reakcijo s strani fiskalne politike. Fiskalna politika ima v takšnih razmerah vzvode za omejitev prehitre rasti agregatnega povpraševanja prek hitrejšega zniževanja primanjkljaja, v podporo pa ji bo morala biti dohodkovna politika, ki bo morala zavirati prehitro rast stroškov dela in s tem pripomoči k cenovni stabilnosti. Zato bo na srednji in dolgi rok pomembno omejiti delež fiksnih izdatkov znotraj odhodkov in tako povečati odzivnost fiskalne politike. Ker je delež fiksnih izdatkov v javnofinančnem proračunu sorazmerno visok, manevrski prostor za optimalno fiskalno politiko še ni zadosten. Iz tega vidika bi bilo smiselno že vnaprej določiti sredstva in programe v proračunu, ki se lahko izločijo v primeru, ko pride do nevarnosti pregrevanja. Predhodne izkušnje držav, ki so uvedle evro, ter zlasti tistih, ki so doživljale realno konvergenco in močno znižanje nominalnih obrestnih mer, kažejo na nevarnost pregrevanja gospodarstva ob in po vstopu v evroobmočje, in poudarjajo pomen ustrezno naravnanih domačih ekonomskih politik.

… kar bo na daljši rok možno le ob ustrezno nizkem strukturnem primanjkljaju

Poleg fleksibilnosti fiskalne politike bo ustreznost fiskalne politike v prihodnje predvsem odvisna od ustrezne ravni strukturnega salda javnih financ. Le-ta bi omogočila prožnost primanjkljaja znotraj dovoljenih mej Reformiranega Pakta o stabilnosti in rasti in zagotovila srednjeročno vzdržnost javnih financ. Pravila Pakta, sprejeta junija 2005, so jasna. Države članice EU so se zavezale na srednji rok dosegati strukturni javnofinančni saldo med -1% BDP in ravnovesjem oziroma presežkom. Do te točke si morajo prizadevati za zmanjševanje strukturnega primanjkljaja v povprečnem letnem obsegu 0,5 odstotne točke BDP, kjer ne smejo biti upoštevani ukrepi z enkratnim učinkom. Zmanjševanje strukturnega primanjkljaja naj bi se pospešilo v obdobju ugodnih ekonomskih gibanj in s tem ustvarilo možnosti sproščanja rezervacij do meje dovoljenega primanjkljaja 3% BDP v manj ugodnih ekonomskih okoliščinah. Iz Dopolnitve Konvergenčnega programa je razvidno, da se je ciklično prilagojen saldo države v letu 2005 zmanjšal, z 1,9% BDP v predhodnem letu na 1,7% BDP, ter da naj bi se po napovedih še naprej postopoma zmanjševal, na 1,0% BDP v letu 2008. Krčenje strukturnega primanjkljaja je vsekakor dobrodošlo, hitrost njegove izvedbe pa se glede na predpostavke Konvergenčnega programa o solidni gospodarski rasti (4,0% v letih 2006 in 2007, 3,8% za leto 2008) giblje bolj na spodnji meji ustreznosti, predpisani v Reformiranem Paktu o stabilnosti in rasti. Za potrebe uspešne proticiklične politike pa bi bilo smotrno v prihodnjem ugodnem ekonomskem okolju zagotoviti presežek v saldu javnih financ. Tako Ocena Konvergenčnega programa, ki jo izdela Evropska komisija[14], kot tudi Preliminarno poročilo misije Mednarodnega denarnega sklada o Posvetovanju s Slovenijo na podlagi IV. Člena Statuta MDS za leto 2006[15] ugotavljata, da bi Slovenija morala načrtovati nekoliko hitrejše zniževanje javnofinančnega primanjkljaja v naslednjih letih.

S prihodki iz sredstev EU je potrebno ravnati preudarno in preprečiti spodbujanje presežnega agregatnega trošenja

Dodatni izziv za fiskalno politiko bo javnofinančni proračun ustrezno prilagoditi novim prihodkom, zlasti sredstvom EU. V kolikor bo mogoče, je potrebno s pomočjo EU skladov financirati predvsem investicijske projekte. To utegne sprostiti sredstva, ki jih je potrebno nameniti bodisi financiranju dodatnih (smiselnih) investicijskih projektov bodisi zmanjšanju strukturnega primanjkljaja. Sredstva je potrebno porabiti za povečanje gospodarskega

[14] Commission's assessment of the December 2005 update of the convergence programme of Slovenia, dostopen na spletni strani http://europa.eu.int/comm/economy_finance/about/activities/sgp/country/commass/sl/ass_sl20052006.pdf

[15] 2006 Article IV Consultation with Slovenia Preliminary Conclusions of the IMF Mission, dostopen na spletni strani http://www.imf.org/external/np/ms/2006/032806.htm

potenciala, nikakor pa ne za povečanje tekočega trošenja države. Neto pozitiven proračunski prihodek iz naslova sredstev EU je bil v letu 2005 sicer zanemarljiv, vendar se bo v naslednjih letih najverjetneje občutno povečal. Proračunski memorandum predvideva, da bo v obdobju finančne perspektive 2007-2013 neto položaj države obsegal letno približno 0,68% BDP.[16] Nespremenjen primanjkljaj ob istočasno vedno večjem črpanju sredstev iz EU bi nedvomno predstavljal ekspanzivno fiskalno politiko in sprožil dodatne inflacijske pritiske. Poleg navedenega je potrebno zagotoviti odzivanje javnofinančnega primanjkljaja tudi na trajna znižanja stroškov na odhodkovni strani.[17] Tako se je npr. v lanskoletnem proračunu v primerjavi z letom 2002, med ostalim zaradi zniževanja dolgoročnih obrestnih mer, znižal strošek plačila obresti z 2,3% BDP na 1,8% BDP, do leta 2008 pa naj bi znašal le še 1,4%. Upadanje tega stroška je povezano s trajno strukturno prilagoditvijo dolgoročnih obrestnih mer v Sloveniji, kot posledico vzdržnega doseganja cenovne stabilnosti in vstopa v evroobmočje. V treh letih do 2008 bi se moral ciklično prilagojen primanjkljaj zgolj zaradi plačila obresti zmanjšati za približno 0,4 odstotne točke BDP.

Zaradi neugodnih demografskih gibanj, javne finance trenutno niso vzdržne na dolgi rok

Javnofinančni proračun mora biti vzdržen tudi na daljši rok. Vzdržnost proračuna bo glede na demografska gibanja in staranje prebivalstva v veliki meri povezana z nadaljnjimi pokojninskimi reformami. Lanskoletna sprememba k indeksaciji pokojnin na plače je namreč dodatno poslabšala dolgoročno vzdržnost javnih financ. To kaže tudi najnovejša raziskava Evropske komisije na to temo, ki vzdržnost javnofinančnega proračuna Slovenije uvršča med najbolj ogrožene v EU.[18] Dejstvo, da je državni dolg Slovenije trenutno eden od najnižjih v EU, torej ne more biti opravičilo za prepočasno izboljševanje strukturnega javnofinančnega salda. Na področju pokojninskega sistema bodo na srednji rok potrebne strukturne prilagoditve, ki bodo ponovno vzpostavile dolgoročno vzdržnost javnih financ.

Večja prožnost gospodarstva bo ustvarila pogoje za optimalnost denarne politike ECB

Dolgoročno bo uspešnost bivanja v območju evra odvisna od nekaterih strukturnih reform za povečanje prožnosti gospodarstva. Skupna denarna politika se namreč ne bo ozirala po asimetričnih šokih, prisotnih zgolj v Sloveniji, njihova moč pa je negativno povezana s stopnjo fleksibilnosti gospodarstva. Okvir gospodarskih in socialnih reform za povečanje blaginje v Slovenije, ki ga je Vlada RS podprla, predlaga nekatere smiselne ukrepe v tej smeri, ki so tudi skladni z uresničevanjem Lizbonske strategije.[19] Med te predloge sodi predvsem deregulacija trga proizvodov in spodbujanje konkurence. To bi lahko pripomoglo k znižanju ravni cen in preprečevanju inflacijskih pritiskov in s tem preprečevalo nastajanje asimetričnih šokov. Zato bo potrebno v Sloveniji še pospešiti liberalizacijo nekaterih trgov, v skladu s tem pa bodo pomembno vlogo igrali tudi nadzorniki konkurence doma in na ravni EU. Poleg tega je potrebno izpostaviti pozitivne učinke večje fleksibilnosti trga dela. Mednje sodijo zlasti prizadevanja za večjo geografsko, poklicno in izobrazbeno mobilnost prebivalstva, večje prilaganje plač v posamičnih panogah oz. podjetjih na specifične šoke in ponekod večjo prožnost delovne zakonodaje glede varovanja zaposlitve in bolj prožne oblike zaposlovanja. Vse to bi lahko prispevalo k večji makroekonomski stabilnosti ter zagotavljalo višjo gospodarsko rast.

Problem zgoščenosti kratkoročnih tveganj pri cenovni stabilnosti

V naslednjem kratkoročnem obdobju so nekatera tveganja pri inflaciji izrazito neugodna in terjajo pripravljenost ekonomskih politik na ustrezno odzivanje. Kot je razvidno iz poglavja 4.7., prihaja do večje zgoščenosti tveganj v smeri višje

[16] Proračunski memorandum za obdobje 2006-2007, 3. november 2005, dostopen na spletni strani http://www.vlada.si//util/bin.php?id=2005101011134974

[17] Ekonomska literatura govori o t.im. "windfall gains", glej npr. Servaas Deroose: Euro adoption and macroeconomic policy challenges in Slovenia, na razpologo na spletni strani http://europa.eu.int/comm/economy_finance/events/2006/conference170306/deroose_speech_en.pdf

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

[19] Glej tudi *Strategija razvoja Slovenije*, dostopna na spletni strani http://www.gov.si/umar/projekti/srs/StrategijarazvojaSlovenije.pdf

rasti cen prav v obdobju predvidene uvedbe evra. Sicer omejenemu tveganju učinka uvedbe evra na cene (glej Okvir 4.1) je potrebno dodati fiskalna tveganja, povezana z dvigom davka na dodano vrednost, dvigovanjem trošarin in nekaterim znakom popuščanja pri politiki nadzorovanih cen, predvsem v sektorju energetike. K tem dejavnikom je potrebno prišteti še trenutno izredno visoko tveganje, povezano z višjimi cenami nafte. Zgoščenost teh učinkov v zelo kratkem časovnem obdobju bi ob morebitni realizaciji močno dvignila stopnjo inflacije nad napoved v osnovnem scenariju v tem poročilu. Tak porast cen bi lahko dodatno spodbudil rast plač, sprožil nov inflacijski cikel in ogrozil doseženo cenovno stabilnost. Ker velik del navedenih tveganj izvira iz vzvodov pod nadzorom ekonomskih politik, je naloga le-teh preprečiti, da se tveganja realizirajo. Ustreznost vodenja ekonomskih politik v prihodnjem obdobju bo ključnega pomena za vzpostavitev kredibilnosti makroekonomskega okvirja oblikovanega v Programu vstopa v ERM II in prevzema evra, in za izpolnjevanje zavez, danih v Skupni izjavi ob vstopu v ERM II.

Okvir 5.3: Izjava ERM II odbora ob vstopu Slovenije v ERM II

Na zahtevo slovenske države so ministri držav članic evroobmočja, predsednik Evropske centralne banke ter ministra in guvernerja centralnih bank Danske in Slovenije po izvedenem skupnem postopku, v katerem je bila udeležena komisija EU in po posvetovanju z Ekonomsko finančnim odborom, s soglasjem sklenili, da vključijo slovenski tolar v mehanizem deviznih tečajev ERM II. Centralni tečaj je 239,640 tolarjev za 1 evro. Upošteval se bo standardni pas nihanja plus/minus 15 odstotkov od tako določenega centralnega tečaja. Dogovor o sodelovanju slovenskega tolarja v mehanizmu deviznih tečajev ERM II temelji na čvrsti zavezi slovenske države, da nadaljuje z izvajanem potrebnih ukrepov, ki so nujni za vzdržno znižanje inflacije: to vključuje zlasti ukrepe za nadaljnjo liberalizacijo nadzorovanih cen, kakor tudi nadaljevanje deindeksacije, predvsem na področju mehanizmov določanja plač in nekaterih socialnih transferjev. Potrebna bo stalna pozornost, da gibanja domačih stroškov, zlasti plač, ostanejo skladna z rastjo produktivnosti. Slovenska država bo v sodelovanju s pristojnimi telesi EU podrobno spremljala makroekonomska gibanja. Fiskalna politika bo morala imeti osrednjo vlogo pri nadziranju inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja. Finančni nadzor bo moral prispevati k omejevanju domače kreditne rasti. Strukturne reforme, usmerjene v nadaljnjo podporo prilagodljivosti gospodarstva, bodo izvedene v ustreznem času, z namenom, da se okrepijo domači mehanizmi prilagajanja ter da se ohrani splošna konkurenčnost gospodarstva. Evropska centralna banka in Banka Slovenije bosta točke obveznega interveniranja v okviru mehanizma deviznega tečaja za SIT pravočasno sporočili, še pred začetkom delovanja deviznih trgov dne 28.6.2004.