BANKA SLOVENIJE

EVROSISTEM

POROČILO O CENOVNI STABILNOSTI

MAREC 2009

Izdala:

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

Publikacija temelji na podatkih in informacijah, dostopnih do 9. marca 2009, razen če je navedeno drugače.

This publication is also available in English.

ISSN 1855-1432

Pregled vsebine

Povzetek 9

1 Tekoče gibanje cen 15

2 Mednarodno okolje in predpostavke projekcij 23

3 Gospodarska gibanja in trg dela 29

4 Zunanje ravnotežje in konkurenčnost 43

5 Pogoji financiranja 51

6 Projekcije gibanja cen in tveganja 63

Pregled slik, tabel in okvirjev

Slike:

Slika 1.1: Maastrichtsko merilo cenovne stabilnosti 15
Slika 1.2: Inflacija 15
Slika 1.3: Osnovna inflacija 16
Slika 1.4: Območje ocenjenih vrednosti proizvodne vrzeli za Slovenijo 18
Slika 1.5: Gibanje posameznih skupin cen 18
Slika 1.6: Gibanje cen hrane 19
Slika 1.7: Gibanje cen storitev 19
Slika 1.8: Gibanje cen industrijskih proizvodov brez energentov 20
Slika 1.9: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu 21
Slika 1.10: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu za ZDA in evroobmočje 21
Slika 2.1: Zaupanje pri podjetjih v tujini in v Sloveniji 24
Slika 2.2: Cene na svetovnih trgih primarnih surovin 26
Slika 2.3: Devizni tečaj EUR/USD in centralnobančni obrestni meri 28
Slika 3.1: Domače povpraševanje in BDP 30
Slika 3.2: Projekcije rasti BDP 30
Slika 3.3: Industrijska proizvodnja – celotna industrija brez gradbeništva 31
Slika 3.4: Prispevki komponent trošenja k rasti BDP 31
Slika 3.5: Kazalniki zaupanja 32
Slika 3.6: Trošenje gospodinjstev in razpoložljivi dohodek 34
Slika 3.7: Kazalnik dobička 36
Slika 3.8: Prispevki posameznih dejavnosti k rasti zaposlenosti 37
Slika 3.9: Prispevki posameznih dejavnosti k rasti prostih delovnih mest 37
Slika 3.10: Stopnja brezposelnosti in nezasedena prosta delovna mesta 37
Slika 3.11: Veljavna dovoljenja za delo tujcev 38
Slika 3.12: Izdana dovoljenja za delo tujcev 38
Slika 3.13: Trg dela 39
Slika 3.14: Prispevki k rasti stroškov dela na zaposlenega 39
Slika 3.15: Stroški dela na enoto proizvoda 39
Slika 4.1: Projekcije tekočega računa 43
Slika 4.2: Pogoji menjave 45
Slika 4.3: Izvozna naročila 45
Slika 4.4: Harmonizirana kazalnika nacionalne konkurenčnosti (41 držav in 15 držav evroobmočja) 49
Slika 4.5: Harmonizirani kazalnik cenovne konkurenčnosti (41 držav in 15 držav evroobmočja) 49
Slika 4.6: Kazalniki konkurenčnosti 49
Slika 4.7: Harmonizirani kazalnik konkurenčnosti 50
Slika 5.1: Varčevalno-investicijska vrzel 51
Slika 5.2: Finančni pritoki iz tujine 52
Slika 5.3: Finančni odtoki v tujino 52
Slika 5.4: Zunanji dolg 54
Slika 5.5: Neto zadolženost pri bankah 54
Slika 5.6: Kreditiranje domačega zasebnega sektorja 55
Slika 5.7: Rast kreditov zasebnemu sektorju in uvedba evra 55
Slika 5.8: Obrestne mere za posojila nad 1 mio EUR za nefinančne družbe 58
Slika 5.9: Struktura kreditiranja gospodinjstev 58
Slika 5.10: Obrestne mere za potrošniška posojila gospodinjstvom 59
Slika 5.11: Obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta 59
Slika 6.1: Projekcije inflacije 63
Slika 6.2: Prispevki komponent k inflaciji 65
Slika 6.3: HICP in osnovna inflacija 65

Tabele:

Tabela 1.1: Struktura HICP in kazalniki gibanja cen 17
Tabela 2.1: Predpostavke o dejavnikih iz mednarodnega okolja 23
Tabela 3.1: Aktivnost, zaposlenost in plače 29
Tabela 3.2: BDP in izdatkovne komponente v Sloveniji in tujini 30
Tabela 3.3: Komponente domačega povpraševanja 31
Tabela 3.4: Stroški dela 41
Tabela 4.1: Tekoči račun plačilne bilance 43
Tabela 6.1: Inflacija 63
Tabela 6.2: Predpostavljeni neposredni učinki na inflacijo kot posledica vladnih ukrepov v letu 2009 66

Okvirji:

Okvir 2.1: Verižno zniževanje napovedi gospodarske rasti za leto 2009 25
Okvir 3.1: Vpliv premoženjskega učinka na gospodarsko aktivnost 33
Okvir 3.2: Ukrepi fiskalne politike za blaženje posledic finančne in gospodarske krize 35
Okvir 3.3: Začasne zaposlitve in prožnost trga dela 40
Okvir 5.1: Kreditiranje in gospodarska aktivnost v Sloveniji 56
Okvir 5.2: Zadolženost gospodinjstev in nefinančnih družb 60
Okvir 6.1: Bazni učinek gibanj cen energentov in medletna dinamika inflacije v letu 2009 64
Okvir 6.2: Primerjava napovedi za leti 2009 in 2010 z napovedmi drugih institucij 68

Okrajšave uporabljene v Poročilu o cenovni stabilnosti

AJPES	Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve
BDP	Bruto domači proizvod
BLS	Bank Lending Survey
BS	Banka Slovenije
CPI	Indeks cen življenjskih potrebščin
d. s.	Drseča sredina
DARS	Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji
ECB	Evropska centralna banka
EIPF	Ekonomski institut pravne fakultete
EK	Evropska komisija
EMU	Ekonomska in monetarna unija
ESCB	Evropski sistem centralnih bank
ESR95	Evropski sistem računov 1995
EU	Evropska unija
EU27	Evropska unija (27 držav)
EUR	Evro
GBP	Britanski funt
HICP	Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin
IFS	International Financial Statistics, baza podatkov Mednarodnega denarnega sklada
IMF	Mednarodni denarni sklad
MF	Ministrstvo za finance Republike Slovenije
o. t.	Odstotna točka
OECD	Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj
OPEC	Organizacija držav izvoznic nafte
PCS	Poročilo o cenovni stabilnosti
RS	Republika Slovenija
SIT	Slovenski tolar
SURS	Statistični urad Republike Slovenije
ULC	Stroški dela na enoto proizvoda
UMAR	Urad za makroekonomske analize in razvoj Republike Slovenije
USD	Ameriški dolar
ZDA	Združene države Amerike
ZPIZ	Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije
ZZZS	Zavod za zdravstveno zavarovanje Slovenije

Povzetek

Poglobitev finančne krize po septembru 2008 je povzročila svetovno gospodarsko krizo izrednih razsežnosti, kar je občutno poslabšalo možnosti za gospodarsko rast in hkrati tudi zmanjšalo nevarnost inflacije v Sloveniji. Med tveganji je največje tveganje gospodarska rast. Leta 2009 pričakujemo znatno zmanjšanje bruto domačega proizvoda, saj naj bi bila v letošnjem letu gospodarska rast negativna, in sicer - 2%. V letih 2010 in 2011 naj bi rast BDP znašala 1,9% in 3%, kar sicer kaže na možen relativno hiter obrat. Pri tem moramo seveda upoštevati tudi precejšen vpliv spremenjene primerjalne osnove. Zaradi finančne in gospodarske krize so se znižale cene surovin, kar je močno zmanjšalo tekočo inflacijo. Osnovna inflacija je vsaj doslej precej počasi sledila tem spremembam. Čeprav bodo poleti predvsem zaradi znižanja cen energentov in spremenjene primerjalne osnove lahko nekaj mesecev negativne medletne stopnje rasti cen tudi v Sloveniji, se bo po pričakovanjih inflacija brez upoštevanja cen energentov v obdobju, za katerega delamo projekcijo, le postopoma zniževala s sedanjih 3% na med 1% in 2%. Prehodno precejšnje izboljšanje pogojev menjave zaradi padca cen surovin bo najmočnejši dejavnik zmanjševanja primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance v letu 2009 na raven okoli 3% BDP, vendar naj bi se v kasnejših letih primanjkljaj znova povečal.

Negotovosti glede prihodnjih gospodarskih gibanj ostajajo neobičajno visoke, četudi si nosilci ekonomskih politik prizadevajo za zaustavitev nadaljnjega poglabljanja krize. Precej velika je nevarnost, da bi prišlo do daljšega obdobja majhnega povpraševanja v svetovnem okviru. Če bi prišlo do tega, bi imeli v Sloveniji manjšo rast gospodarske aktivnosti. Okrevanje gospodarstva bi bilo počasnejše. Zato je večja verjetnost, da bo gospodarska rast manjša od načrtovane. Dejavniki inflacije so povezani predvsem z gibanjem cen surovin in plač, vendar so inflacijska tveganja ob upadli gospodarski rasti majhna. Kljub pričakovanju negativnih medletnih stopenj rasti cen v sredini letošnjega leta pa projekcije ne kažejo na možnost deflacije v daljšem obdobju. Pričakovane negativne stopnje rasti cen so predvsem posledica visoke primerjalne osnove.

* * *

Kriza na mednarodnih finančnih trgih je po težavah, v katere so zašle velike svetovne banke, in predvsem po stečaju banke Lehman Brothers, v zadnjem četrtletju 2008 močno in izredno hitro zajela realni sektor in to globalno. Celotno mednarodno okolje je zajelo močno zmanjševanje vseh oblik povpraševanja in obsega svetovne trgovine. To je zaradi nepreglednosti tveganj v finančnem sistemu privedlo do hitrega padanja tržne vrednosti večine oblik finančnega premoženja in cen nepremičnin. Temu ustrezno so se oblikovala pričakovanja potrošnikov in podjetij. Ocena rasti uvoza v trgovinskih partnericah Slovenije je za leto 2009 glede na jesensko projekcijo popravljena navzdol za skoraj trinajst odstotnih točk, kar pomeni znižanje tujega povpraševanja za več kot šest odstotkov glede na leto 2008. V letu 2010 bo tuje povpraševanje glede na razpoložljive ocene ostalo nespremenjeno. Trajnejše rasti lahko pričakujemo šele v letu 2011. Med glavnimi uvozniki blaga in storitev slovenskih podjetij so poleg evro območja še trgi srednje, vzhodne in jugovzhodne Evrope, kjer se prav tako zmanjšuje povpraševanje. Stanje konjunkture v svetu močno vpliva na zniževanje cen primarnih surovin, ki naj bi se v letošnjem letu v povprečju znižale za četrtino, cene nafte pa naj bi se v obdobju projekcij ustalile na ravni 60 USD za sodček, namesto 120 USD za sodček, kolikor so trgi predvidevali še v začetku lanskega septembra. Zmanjševanje posojilnih aktivnosti bank, do katerega je prišlo tudi zaradi zmanjšanega posojanja med bankam, je povzročilo večje zmanjšanje povpraševanja, kot bi to bilo posledica konjunkturnega obrata. Te motnje in krčenje bančnih posojil so odziv bank na nepreglednost tveganj na globalnih kapitalskih trgih. Ta so močno prizadela bančne bilance. Za njihovo zajezitev je bila potrebna hitra reakcija pristojnih oblasti. Ta reakcija je bila v Evropi usmerjena v naslednje točke: v državno jamstvo depozitov, v rekapitalizacijo prizadetih bank, v ukrepe za ohranjanje

posojilne aktivnosti s pomočjo državnih garancijskih shem in v ukrepe za spodbujanje povpraševanja. Vsi ukrepi temeljijo na načelih pravočasnosti, ciljne usmerjenosti in začasnosti. Zmanjševanje aktivnosti in nižje cene surovin so zmanjšali tveganja inflacijskih pritiskov in sprostili prostor za spodbujevalno delovanje makroekonomskih politik. Ob upoštevanju gospodarskih razmer v območju evra je ECB od oktobra 2008 do sredine marca 2009 obrestno mero znižala petkrat, skupaj za 2,75 odstotnih točk, ter se na moteno delovanje denarnega trga odzvala z neomejenim zagotavljanjem likvidnosti, Evropska komisija pa se je z "Evropskim načrtom za okrevanje gospodarstva" zavzela za spodbujanje povpraševanja, ohranjanje zaposlenosti in strukturne reforme v vrednosti 200 mrd EUR oziroma 1,5% BDP EU v 2009. V tem sklopu je tudi slovenska vlada sprejela številne ukrepe, vključujoč bančne garancije v višini 12 mrd EUR ter izdajo obveznice v višini 1 mrd EUR.

BDP se je v Sloveniji v zadnjem četrtletju lanskega leta močno skrčil. Glede na pričakovana gibanja v mednarodnem okolju bo negativna tudi povprečna rast v letošnjem letu. V letih 2010 in 2011 pričakujemo ponovno pozitivne stopnje rasti, a dokaj zmerne v primerjavi z zadnjimi leti. Medletna dinamika investicij, ki so v prvi polovici leta 2008 največ prispevale h gospodarski rasti, se je v tretjem četrtletju prepolovila, v četrtem četrtletju pa je padla na -8,5%. Rast zasebne potrošnje se od tretjega četrtletja 2007, ko je na medletni ravni dosegla vrh s 7,4%, postopoma znižuje in je v drugi polovici lanskega leta medletno znašala le še slab odstotek, ob pešanju domačega in tujega povpraševanja pa sta se prepolovili dinamiki uvoza ter izvoza blaga in storitev. Zaradi zniževanja proizvodnje se bo v letošnjem letu število zaposlenih znižalo za več kot dva odstotka. Predvidoma se bo zaposlenost najprej zmanjševala predvsem na račun zaposlenih za določen čas, najbolj v gradbeništvu in v predelovalnih dejavnostih. Naraščanje anketne stopnje brezposelnosti na preko 7% do leta 2010 bo ob znižanju vrednosti premoženja, zaupanja ter pričakovanj potrošnikov vplivala na dokaj skromno rast potrošnje. Sočasno močno znižanje investicij (ki naj bi v letu 2009 doseglo okoli 10%) in šibka rast osebne potrošnje (0,9%), bosta ob močnemu upadu izvoza (-7,0%) prehodno povzročila hitrejše zniževanje uvoza od izvoza, prispevek zunanje trgovine gospodarski rasti pa bo v 2009 pozitiven. Rast bruto investicij naj bi ponovno postala pozitivna v letu 2010, vendar bi bila lahko raven iz leta 2008 ponovno dosežena šele leta 2011.

Projekcije salda tekočega računa plačilne bilance kažejo na prehodno zmanjšanje primanjkljaja na okoli 3% v letu 2009 in na ponoven porast v letih 2010 in 2011. Največji del teh sprememb pa je posledica censkih dejavnikov. Nižje cene surovin bodo vplivale predvsem na uvozne cene, čeprav bodo po pričakovanjih tudi izvozne cene rasle zelo počasi. Zaradi manjšega tujega povpraševanja se bo v 2009 zmanjšal izvoz, ki bo povzročil tudi zmanjšanje uvoza. Nanj bo dodatno vplivalo nizko domače povpraševanje - predvsem investicijsko. Ob pozitivnemu prispevku neto izvoza h gospodarski rasti naj bi postal pozitiven tudi prispevek obsega zunanje trgovine k oblikovanju salda tekočega računa. V skladu z manjšim primanjkljajem tekočega računa in ob nižjih pričakovanih obrestnih merah naj bi se v obdobju projekcij zaustavil trend povečevanja negativnega prispevka faktorskih dohodkov k oblikovanju primanjkljaja tekočega računa. Porast primanjkljaja v letih 2010 in 2011 na raven med 4 in 5% BDP je predvsem posledica postopne krepitve domačega investicijskega povpraševanja in verjetno nekaj manj ugodnih censkih dejavnikov.

Povprečna letna inflacija bi se v letošnjem letu lahko znižala pod 1%. Zaradi posledic spremenjene primerjalne osnove bo po pričakovanju v sredini leta medletna skupna rast cen prehodno negativna, nato pa bi se vrnila na raven okoli 2%. Inflacija brez cen energentov bi se s trenutnih 3% lahko postopoma znižala, vendar bi se ohranila na ravni med 1% in 2% v obdobju projekcij. V povprečju leta 2008 se je HICP povišal za 5,5%, njegova rast pa je za 2,2 odstotni točki presegala stopnjo inflacije v območju evra. Inflacija se je od poletja izredno hitro zniževala predvsem zaradi močnega padca cen energentov, katerih prispevek se je znižal z 2,3 odstotne točke v juliju 2008 na -0,4 odstotne točke v letošnjem februarju. Za več kot odstotno točko se je od poletja znižal tudi prispevek cen hrane. Zaradi precejšnje nominalne rasti stroškov dela se kazalnik osnovne inflacije brez energije, hrane, alkohola in tobaka umirja le počasi in je bil decembra 2008 na višji ravni kot v začetku leta, 3,6% medletno, do marca pa se je rast tako merjene osnovne inflacije znižala na 3,0%. Skupna medletna rast cen je decembra znašala 1,8%, v februarju se je nekoliko povišala, na 2,2%, v marcu pa znižala na 1,6%. Rast plač v zasebnem sektorju, ki je še v tretjem četrtletju 2008 presegala 9% medletno, se je v zadnjem četrtletju lanskega leta že upočasnila pod 5%, kar pa ne velja za

plače v javnem sektorju, ki so zaradi uvedbe novega plačnega sistema v avgustu v zadnjih nekaj mesecih rasle precej nad 10%. Rast povprečne bruto plače se bo v letošnjem letu pod pritiskom razmer na trgu dela po pričakovanjih umirila na nominalno 2% do 3% letno, nato pa naj bi se nekoliko dvignila na okoli 4%, pri čemer naj bi rast plač v javnem sektorju precej prehitevala tisto v zasebnem sektorju. Manjše domače povpraševanje in nižji stroški dela v zasebnem sektorju bodo tako prispevali k hitrejšemu in večjemu znižanju osnovne inflacije, kot je bilo predvideno v oktobrskem PCS, odstopanje navzgor glede na povprečna gibanja v območju evra pa naj bi se zmanjševalo.

Projekcije še naprej spremljajo velike negotovosti. Tveganja glede projekcije gospodarske rasti so takšna, da je večja verjetnost, da bo rast manjša, medtem ko so tveganja glede projekcij inflacije uravnotežena. Možnosti rasti cen omejuje pričakovano krčenje gospodarske aktivnosti, vendar obstajajo tudi tveganja, ki se lahko izrazijo v pritiskih na rast cen. Slednja so vezana predvsem na možnost močnejšega nihanja cen surovin in na rigidnosti pri zniževanju rasti stroškov dela. V obdobju poglobljene gospodarske krize so ta tveganja majhna. Bistveno večja so tveganja pri projekciji gospodarske aktivnosti oziroma pozitivne letne gospodarske rasti že v letu 2010, saj bi lahko prišlo do precej počasnejšega okrevanja gospodarstva. Vezana so predvsem na močnejšo in trajnejšo upočasnitev gospodarske rasti v svetovnem gospodarstvu, še močnejši prenos finančne krize v realni sektor in na ocene investicijske aktivnosti zasebnega sektorja. Kljub sprejetim ukrepom, ki zmanjšujejo negotovosti pri pridobivanju virov za financiranje gospodarske aktivnosti, globalni upad zunanje trgovine in šibkost investiranja odločilno vplivata na ocene bank o tveganjih, ki so jih s tem v zvezi pripravljene prevzemati. Tudi proces prilagajanja finančnega vzvoda posledicam vseh tveganj v finančnem sistemu še ni končan. Negotovost, kdaj bi lahko prišlo do preobrata cikla v globalni aktivnosti in kako hiter bo ponoven zagon svetovnega gospodarstva, ostaja. Vse to povečuje tudi negotovost predstavljenih projekcij zasebne potrošnje, ki bi se lahko dodatno zmanjšala zaradi premoženjskih učinkov, vezanih na močan padec vrednosti finančnega in nepremičninskega premoženja. Investicije, vezane na projekte države, so prav tako podvržene negotovostim, saj bo njihova izvedba odvisna od varčevanja države pri drugih odhodkih.

Na globalni ravni postaja jasno, da samo posegi v podporo povpraševanju za izhod iz gospodarske krize ne zadoščajo. Prihaja do socializacije tveganj in izgub na splošno povsod. Tveganja, nakopičena v finančnem sistemu, nastala z inovativnostjo finančnih trgov v obdobju po letu 1990, so enostavno prevelika, da bi lahko bila njihova avtonomna razgradnja brez posegov države socialno vzdržna. Poleg tega še vedno ni znan njihov dokončni obseg. Samo države in centralne banke, in to z globalno usklajenim delovanjem, lahko s svojimi posegi omogočajo postopno socialno vzdržno prilagoditev. Globalni prostor za tako delovanje je odprt v okviru dogovorov med državami skupin G7 in G20. V tem procesu se bodo bistveno preoblikovala pravila za delovanje finančnega sistema. Okrepila se bo nadzorna vloga države in njenih institucij pri nadzoru nad tveganji, ki jih v finančnem svetu rojeva hitrost inovacij, podprta z razvojem tehnologije. Gre za globoke in kompleksne strukturne spremembe v sistemu, ki bodo nastajale dalj časa. V tem procesu se bodo negotovosti zmanjševale le postopoma. Zato bo učinkovitost makroekonomskih politik na kratek rok objektivno omejena. Zelo pomembni bodo koordinacijski mehanizmi, usmerjeni v preprečevanje protekcionizma in odločanja izključno v parcialno lastno korist. V tem pogledu so koordinacijski mehanizmi Evropske unije pri globalnem meddržavnem usklajevanju pomembna prednost, saj ima Evropska unija tovrstne mehanizme oblikovane v Pogodbi, skupaj z orodji za uveljavljanje sprejetih odločitev in preizkušene v praksi. Posebej pomemben element te koordinacije, ob skupni denarni politiki, je Pakt stabilnosti in rasti. Ta predstavlja standard, po katerem finančni trgi v danem trenutku ocenjujejo kredibilnost javnofinančne politike posameznih, še posebno manjših, držav članic EU. V skladu s tem standardom trgi oblikujejo tudi svojo oceno možnosti dostopa posamezne države članice do financiranja njenih potreb in do stroškov takega financiranja.

Ukrepi domače fiskalne politike so omejeni s kriteriji Pakta o stabilnosti in rasti. Ker niso bile ustvarjene rezerve na področju javnih financ, oziroma relativno velik proračunski presežek, v obdobju zadnjega gospodarskega cikla, je manevrski prostor za aktivno delovanje fiskalne politike omejen. Že samo delovanje avtomatskih stabilizatorjev in že sprejeti ukrepi bodo po projekcijah javnofinančni saldo začasno dvignili nad dovoljeno maastrichtsko merilo. Ves manevrski prostor fiskalne politike je torej tako rekoč že porabljen, dodatne učinke pa je moč doseči zgolj s prerazporejanjem odhodkov ali z varčevanjem pri manj priori-

tetnih proračunskih postavkah. Večje in dolgotrajnejše odstopanje od javnofinančne stabilnosti in Pakta o stabilnosti in rasti bi lahko na srednji in daljši rok povzročilo dodatne težave, še posebno ob upoštevanju v prihodnje vedno bolj prisotnega problema staranja prebivalstva. Zmanjšana kredibilnost in vzdržnost fiskalne politike vodita do višjih obrestnih mer za zadolževanje države in do povečane obremenjenosti proračuna s servisiranjem dolgov. Končno ima lahko država težave s financiranjem proračunskega primanjkljaja. Ob omejenosti virov, ki so fiskalno politiki na voljo za posege, je pomembno, da so ukrepi usmerjeni tja, kjer se krepijo možnosti za avtonomno obnovo gospodarske aktivnosti na podlagi lastne presoje tveganj gospodarskih subjektov. Pri snovanju ukrepov so pomembne tudi izkušnje iz evropskega in globalnega okolja. Garancijska shema za zadolževanje bank in neposredno zadolževanje države sta usmerjena v krepitev razpoložljivih virov kreditne ponudbe v bančnem sistemu. Garancijska shema, namenjena podjetjem, zmanjšuje negotovosti pri uporabi te ponudbe. Subvencije izpada dohodkov lajšajo posledice krčenja produkcije. Vsak od teh ukrepov zahteva različno stopnjo diskrecijskega vmešavanja države. Sposobnost državne administracije za upravljanje te diskrecije lahko bistveno vpliva na učinkovitost ukrepanja. Zato mora biti pri presoji ustreznosti ukrepanja to tveganje predmet posebne pozornosti. Kriteriji za uresničevanje ukrepov morajo biti enostavni, jasni in razumljivi, rezultati ukrepanja pa učinkovito preverljivi.

Zaradi omejenih možnosti za neposredno ukrepanje s strani fiskalne politike prihajajo v ospredje politike na trgu dela in politike, ki krepijo dolgoročno konkurenčnost gospodarstva. Pri teh politikah gre med drugim tudi za oblikovanje vzdržne politike plač v skladu z dolgoročno rastjo produktivnosti in nizke neinflacijske stopnje nezaposlenosti. Ukrepi aktivne politike zaposlovanja in usposabljanja nezaposlenih lahko ohranjajo ali nadgrajujejo človeški kapital in omogočajo hitrejše, trajnejše in močnejše znižanje nezaposlenosti, ko se gospodarske razmere normalizirajo. V tem smislu se krizne razmere lahko izkažejo kot pravi čas za uvedbo strukturnih reform, ki lahko dolgoročno okrepijo konkurenčnost gospodarstva.

							Projekcije					
							2009		2010		2011	
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	mar.	Δ	mar.	Δ	mar.	Δ
Aktivnost, zaposlenost, plače	*realne stopnje rasti v %*											
BDP	2,8	4,3	4,3	5,9	6,8	3,5	**-2,0**	-5,5	**1,9**	-2,2	**3,0**	…
Zaposlenost	-0,4	0,3	-0,1	1,5	2,9	2,9	**-2,6**	-2,9	**-0,7**	-1,2	**0,5**	…
Razpoložljivi dohodek*	1,7	4,3	2,7	4,4	5,5	5,9	**-0,5**	-4,4	**1,1**	-2,7	**2,1**	…
Popvrečna sredstva za zaposlene	7,9	7,8	5,3	5,5	6,3	8,6	**2,5**	-4,6	**3,7**	-2,5	**3,9**	…
Produktivnost	3,2	4,0	4,5	4,3	3,7	0,7	**0,6**	-2,7	**2,6**	-1,0	**2,5**	…
ULC (nominalni)	4,5	3,7	0,8	1,1	2,5	7,9	**1,9**	-2,0	**1,1**	-1,5	**1,4**	…
Prispevki k rasti BDP	*odstotne točke*											
Domače povpraševanje	4,7	4,8	2,2	5,7	8,1	3,7	**-2,9**	-6,3	**2,4**	-1,6	**3,3**	…
Neto izvoz	-1,9	-0,5	2,2	0,2	-1,3	-0,2	**0,9**	0,8	**-0,5**	-0,6	**-0,3**	…
Domače povpraševanje	*realne stopnje rasti v %*											
Domače povpraševanje	4,8	4,8	2,1	5,7	8,0	3,7	**-2,8**	-6,1	**2,5**	-1,5	**3,4**	…
Zasebna potrošnja	3,3	2,8	2,8	2,8	5,3	2,2	**0,9**	-2,5	**1,4**	-2,0	**2,0**	…
Potrošnja države	2,2	3,4	3,3	4,1	2,5	3,7	**2,1**	0,2	**2,1**	0,3	**2,5**	…
Bruto investicije	8,1	5,6	3,8	10,4	11,9	6,2	**-10,2**	-14,2	**4,7**	-1,3	**6,7**	…
Plačilna bilanca	*realne stopnje rasti v %*											
Izvoz blaga in storitev	3,1	12,4	10,6	12,5	13,8	3,3	**-7,0**	-14,4	**1,5**	-5,9	**4,0**	…
Uvoz blaga in storitev	6,7	13,3	6,6	12,2	15,7	3,5	**-7,9**	-15,0	**2,1**	-5,0	**4,3**	…
Tekoči račun: v mrd EUR	-0,2	-0,7	-0,5	-0,8	-1,5	-2,1	**-1,2**	1,3	**-1,7**	0,8	**-1,9**	…
v % BDP	-0,8	-2,7	-1,7	-2,5	-4,2	-5,5	**-3,2**	3,0	**-4,4**	1,8	**-4,9**	…
Pogoji menjave**	0,8	-1,0	-2,1	-0,6	0,6	-2,1	**2,2**	2,1	**-1,0**	-1,1	**0,0**	…
Cene	*povprečne letne stopnje rasti v %*											
Cene življenjskih potrebščin (HICP)	5,7	3,7	2,5	2,5	3,8	5,5	**0,4**	-3,1	**1,8**	-1,7	**2,3**	…
HICP brez energentov	6,0	3,2	1,2	1,7	3,8	4,9	**1,8**	-1,8	**1,2**	-2,4	**2,0**	…
HICP energenti	3,4	7,0	11,9	8,5	3,4	9,4	**-8,2**	-11,5	**6,3**	3,0	**4,7**	…
Mednarodno okolje	*povprečne letne stopnje rasti v %*											
Tuje povpraševanje***	5,4	9,2	7,5	10,2	7,2	3,3	**-6,4**	-12,6	**0,9**	-5,3	**4,1**	…
Nafta (USD/sod)	29	38	54	65	73	98	**50**	-70	**60**	-60	**60**	…
Primarne surovine	11,0	22,5	11,6	29,0	17,1	9,7	**-25,0**	-25,0	**5,0**	5,0	**5,0**	…
Inflacija v EMU	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	**0,7**	-1,8	**1,6**	-0,9	**2,0**	…
PPI Nemčija	1,7	1,6	4,6	5,5	2,0	6,0	**0,4**	-2,6	**1,9**	-1,1	**2,0**	…

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

** Na podlagi deflatorjev nacionalnih računov.

*** Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.

Δ : razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, oktober 2008

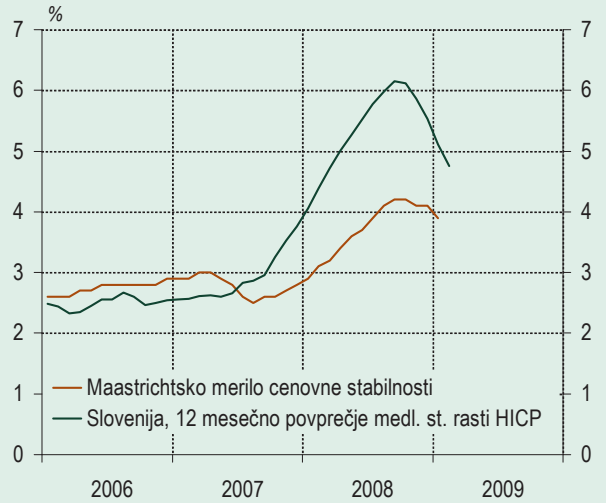
Vir: SURS, Banka Slovenije, Eurostat, Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook, IMF World Economic Outlook.

1 Tekoče gibanje cen

Makroekonomski okvir gibanja cen v obdobju finančne in gospodarske krize

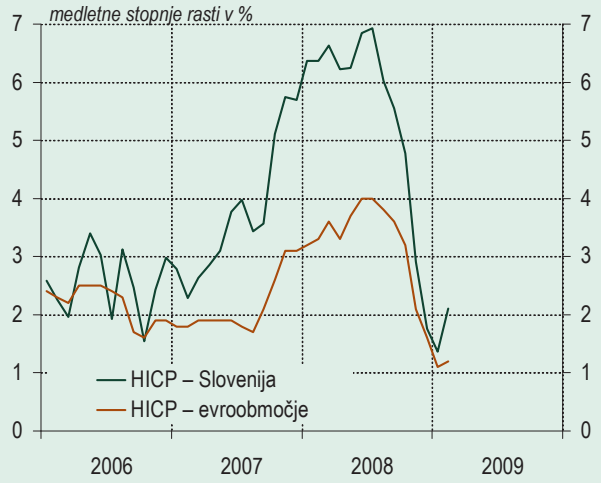
Gospodarska dogajanja v Sloveniji so v zadnjem letu še močneje kot doslej zaznamovali globalni dejavniki, v katerih deluje majhno in odprto gospodarstvo. Če je še v prvi polovici lanskega leta kazalo na postopno umirjanje oziroma na normalizacijo razmer na finančnih trgih, se je jeseni slika občutno poslabšala. Še julija 2008 je svet ECB ocenjeval, da bo inflacija dalj časa presegala ravni skladne s cenovno stabilnostjo. Da bi zadržal inflacijska pričakovanja in preprečil širše sekundarne učinke, je dvignil glavno obrestno mero refinanciranja na 4,25%. Po težavah oziroma propadu nekaterih velikih investicijskih bank v jeseni 2008 so se negotovosti v okolju bistveno povečale, kriza pa se je iz finančnega sektorja še hitreje in v večji meri pričela prenašati v realni sektor. Močno je upadlo povpraševanje in z njim pritiski na naraščanje cen. Na poslabšane gospodarske razmere so se z dokaj obsežnimi ukrepi odzvale makroekonomske politike. Obrestna mera ECB je trenutno na ravni 1,5%. Že doslej se je izkazalo, da samo običajni ukrepi v primeru trenutne krize ne bodo zadoščali, temveč bo potrebno poseči tudi po drugih, manj standardnih ukrepih, tako na področju denarne kot na področju fiskalne politike. Izkazalo se je tudi, da bodo za reševanje nastalih razmer potrebne globoke in korenite spremembe sistemske narave. Zaradi močno poslabšanega makroekonomskega okolja so se že v začetku druge polovice lanskega leta pričele hitro zniževati cene surovin, ki so neposredno vplivale na občutno zmanjšanje inflacijskih pritiskov tako v tujini kot

Slika 1.1: Maastrichtsko merilo cenovne stabilnosti



Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

Slika 1.2: Inflacija



Vir: Eurostat.

tudi v Sloveniji. Ta dejavnik je bil ob koncu lanskega in v začetku letošnjega leta poleg manjšega povpraševanja po proizvodih najpomembnejši razlog hitrega padanja inflacije tudi v Sloveniji.

* * *

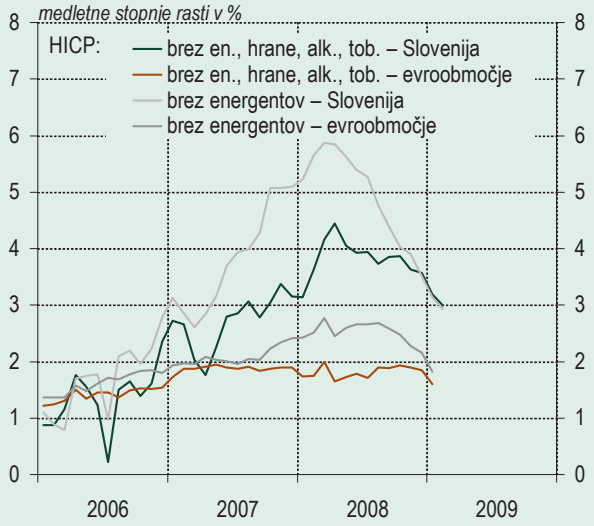
Povprečna letna stopnja rasti cen življenjskih potrebščin, merjena s HICP, se je v letu 2008 dvignila na 5,5%, kar je 1,7 odstotne točke več kot v letu 2007. K višji povprečni letni inflaciji so prispevali tako domači kot tuji dejavniki. Med dejavniki iz tujine velja omeniti pospešeno rast cen surovin, predvsem hrane in energentov, v prvi polovici leta. V drugi polovici leta so se cene surovin hitro umirjale zaradi finančne in gospodarske krize v svetovnem gospodarstvu. Med domačimi dejavniki so v prvi polovici leta še vedno izstopali visoka gospodarska aktivnost, rast agregatnega povpraševanja in naraščajoči nominalni stroški dela. Inflacijski pritiski, povezani z domačim makroekonomskim okoljem, so se kazali v še vedno relativno visoki ravni osnovne inflacije, ki pa se je v drugi polovici leta že pričela zniževati.

Inflacija je v povprečju leta 2008 presegla raven, ki bi bila skladna z vzdržno realno konvergenco in je v prvi polovici leta vse bolj odstopala od Maastrichtskega kriterija cenovne stabilnosti. V drugi polovici leta so se odstopanja postopoma zmanjševala. Dvanajstmesečna povprečna medletna rast cen v Sloveniji je decembra 2008 znašala 5,5%, maastrichtski kriterij pa 4,1%. Proces realne konvergence povzroča dohitevanje ravni cen razvitejših gospodarstev, kar se kaže v višji povprečni stopnji inflacije oziroma v realni apreciaciji tečaja v pogojih denarne unije. Odstopanje povprečne stopnje inflacije med Slovenijo in evroobmočjem je naraslo z 1,7 v letu 2007 na 2,2 odstotni točki v povprečju leta 2008. Analiza makroekonomskih kazalnikov kaže, da je bila bistvena razlika v primerjavi z evroobmočjem poleg višjega deleža energentov in hrane v potrošniški košarici vezana predvsem na gibanje agregatnega povpraševanja in gospodarske aktivnosti v Sloveniji. Takšno dogajanje je bilo značilno predvsem za prvo polovico lanskega leta, ko je bila gospodarska rast v Sloveniji še nad ponudbenim potencialom, medtem ko je bilo gibanje aktivnosti v evroobmočju na ravni ponudbenega potenciala.

Makroekonomski dejavniki in kazalniki osnovne inflacije

Kazalniki osnovne inflacije so se v Sloveniji v drugi polovici leta začeli postopno zniževati, takšna gibanja pa so se nadaljevala tudi v začetku 2009. Ta gibanja v večji meri odražajo zmanjševanje dinamike domače gospodarske aktivnosti. Visoka gospodarska rast, ki je zaznamovala leto 2007, je bila značilna tudi za prvo polovico lanskega leta, nato pa se je dinamika rasti začela umirjati. Zadnji podatki nacionalnih računov kažejo tudi na umirjanje trošenja gospodinjstev, kar je skladno z zniževanjem zaposlovanja in z nižjo rastjo plač. Rast HICP brez energentov in nepredelane hrane se je v prvi polovici lanskega leta v povprečju povišala za 5,5%, v drugi polovici leta pa za 4,4%. Ker pa so v tem kazalniku zajete tudi cene predelane hrane, ki so v prvi polovici lanskega leta beležile visoke rasti, je potrebno primerjati tudi kazalnike osnovne inflacije brez hrane v celoti. Rast harmoniziranega indeksa cen brez energentov, hrane, alkohola in

Slika 1.3: Osnovna inflacija



Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

tobaka je v prvi polovici lanskega leta znašala 3,9%, kar je 1,5 odstotne točke več kot v letu poprej, v drugi polovici leta pa 3,8%, oziroma 0,8 odstotne točke več kot leto poprej.

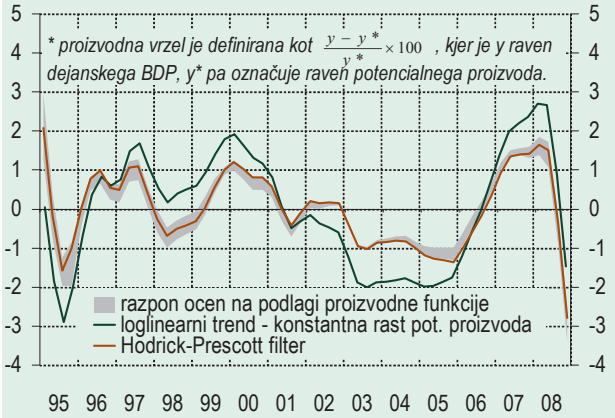
Rast stroškov dela je bila v začetku lanskega leta še precej visoka, in je oteževala zniževanje osnovne inflacije v drugi polovici lanskega leta. Nominalna rast stroškov dela v zasebnem sektorju se v zadnjih mesecih sicer zmanjšuje, vendar ostajajo tekoči podatki o stroških dela visoki zaradi precejšnjega upada produktivnosti ob hitremu poslabšanju konjunkture. Gibanja na trgu dela v zadnjih nekaj mesecih lanskega leta kažejo, da umirjanje gospodarske aktivnosti že vpliva na postopno nižjo rast zaposlovanja. Visoka rast zaposlovanja je lani še vedno izvirala predvsem iz zaposlovanja v gradbeništvu, 11,8% v povprečju, vendar pa se hkrati z umirjanjem aktivnosti v tem sektorju v zadnjih dveh mesecih leta 2008 umirja tudi zaposlovanje. Umirjanje rasti zaposlenosti se kaže tudi v postopnem naraščanju stopnje registrirane brezposelnosti, ki je ob koncu leta znašala 6,9%, v povprečju leta pa 6,7%. Stroški dela v zasebnem sektorju, merjeni z rastjo povprečne bruto plače, so se v povprečju lanskega leta povišali za 7,9%, kar je 1 odstotno točko več kot v letu poprej, vendar se je pričela njihova dinamika proti koncu leta hitro zniževati.

Tabela 1.1 Struktura HICP in kazalniki gibanja cen

		povprečna letna rast v %					medletna rast v četrtletju v %				
	utež	2004	2005	2006	2007	2008	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
HICP	*100,0%*	3,7	2,5	2,5	3,8	5,5	5,5	6,5	6,4	6,2	3,1
Struktura HICP:											
Energenti	*13,4%*	7,0	11,9	8,5	3,4	9,4	8,6	12,5	11,7	15,0	-1,2
Hrana	*22,5%*	1,3	0,2	2,7	7,1	8,1	10,7	11,3	9,9	7,5	4,1
predelana	*14,9%*	2,7	0,6	2,5	6,3	9,9	10,6	13,0	12,7	8,9	5,5
nepredelana	*7,5%*	-1,4	-0,8	3,1	8,7	4,6	10,8	7,8	4,7	4,8	1,5
Ostalo blago	*29,8%*	1,8	-0,3	-0,9	0,3	2,2	0,9	1,6	2,6	2,1	2,5
Storitve	*34,3%*	5,8	3,3	3,5	4,9	5,3	5,3	5,5	5,5	5,3	4,7
Kazalniki osnovne inflacije											
HICP brez energentov	*86,6%*	3,2	1,2	1,7	3,8	4,9	5,1	5,6	5,6	4,8	3,8
HICP brez energentov in nepredelane hrane	*79,1%*	3,7	1,3	1,5	3,4	5,0	4,5	5,4	5,7	4,8	4,0
HICP brez energentov, hrane, alkohola in tobaka	*64,2%*	3,9	1,5	1,3	2,7	3,8	3,2	3,6	4,1	3,8	3,7
Nadzorovane in proste cene:[1]											
Nadzorovane cene	*6,2%*	4,6	2,8	2,3	2,1	2,2	2,3	1,3	2,1	1,9	3,2
Proste cene	*93,8%*	3,5	2,4	2,6	3,9	5,8	5,7	6,8	6,7	6,4	3,1
Drugi kazalniki cen:											
Cene ind. proizvajalcev na domačem trgu		4,3	2,7	2,3	5,4	5,6	6,5	5,9	6,3	6,5	3,8
BDP deflator		3,4	1,6	2,0	4,1	4,0	4,6	5,3	4,4	3,6	3,0
Uvozne cene[2]		4,1	5,0	3,3	2,3	4,0	1,9	3,5	3,9	6,0	2,5
Nekateri makroekonomski dejavniki:											
Proizvodna vrzel (HP trend)		-0,9	-1,3	-0,3	1,3	0,0	1,4	1,6	1,5	-0,3	-2,8
Stroški dela na enoto proizvoda[3]		3,7	0,8	1,1	2,5	7,9	4,9	5,7	6,6	8,9	10,4
Stroški dela na zaposlenega[3]		7,8	5,3	5,5	6,3	8,6	6,9	8,1	9,0	10,0	7,1
Produktivnost[3]		4,0	4,5	4,3	3,7	0,7	1,9	2,3	2,3	1,0	-2,9
Kazalnik dobička[4]		-0,3	0,8	0,9	1,6	-3,5	-0,3	-0,4	-2,1	-4,8	-6,7

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

Slika 1.4: Območje ocenjenih vrednosti proizvodne vrzeli za Slovenijo*



Več o izračunu kazalnikov v Okviru 1.1 (PCS oktober 2008). Ocene proizvodne vrzeli so trenutno zelo negotove, saj lahko pride ob izredno hitrem obratu do preloma v trendni rasti potencialnega proizvoda.
Vir: SURS, izračuni Banka Slovenije.

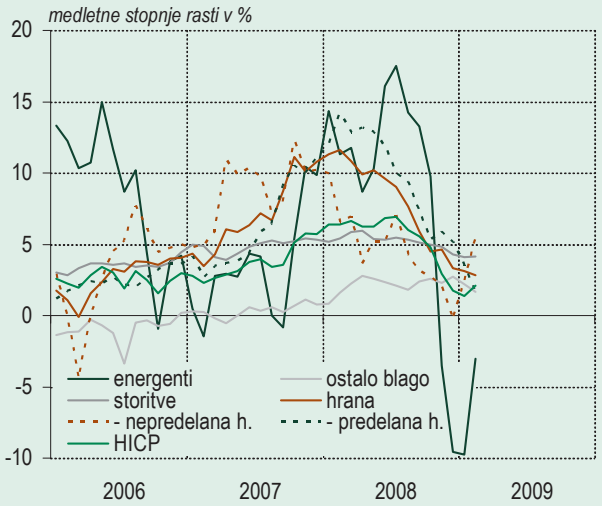
Med dejavniki, ki so delno omilili negativne vplive na inflacijo v lanskem letu, je bila apreciacija nominalnega efektivnega tečaja. Apreciacija evra je v prvi polovici leta vsaj delno prispevala k manjšemu prenosu dolarskih cen nafte in hrane v stroške za podjetja v evroobmočju. Povečanje vrednosti evra do USD je v povprečju lanskega leta znašalo 7,3%, medtem ko so se dolarske cene nafte v povprečju povišale za 34,3%.

Kriza na finančnih trgih in v gospodarstvu je povzročila zaostrovanje pogojev financiranja tudi v Sloveniji, zmanjševanje kreditne aktivnosti in zaostrovanje denarnih kazalnikov pa zmanjšuje dolgoročnejša inflacijska tveganja. Zviševanje realnih obrestnih mer v zadnjih mesecih lanskega leta, ki je bilo v veliki meri posledica zniževanja inflacije, je še dodatno vplivalo na zmanjševanje povpraševanja. Pogoji financiranja tako za nefinančne družbe kot tudi za gospodinjstva so bili do zadnjega četrtletja lanskega leta kljub postopnemu višanju nominalnih obrestnih mer še vedno ugodni. Realne obrestne mere so bile v tem obdobju v Sloveniji nižje zaradi nekaj višje inflacije od tiste v evroobmočju, kar je spodbudilo kreditiranje. V zadnjem četrtletju pa so se realne obrestne mere povišale zaradi padanja inflacije, kljub temu, da so se zniževale tudi nominalne obrestne mere. To je poleg finančne krize in z njo povezane negotovosti, dodatno vplivalo na zmanjševanje kreditne aktivnosti tako v Sloveniji kot tudi v evroobmočju.

Mikroekonomski dejavniki in struktura inflacije

V drugi polovici lanskega leta so se najhitreje zniževale cene energentov in hrane. Dinamika rasti cen energentov se je po zviševanju ob koncu leta 2007, nadaljevala še v prvi polovici lanskega leta, nakar je sledil padec, ki je bil najbolj občuten v zadnjem četrtletju. Tako je medletna rast cen dosegla vrh julija z 17,5%, ob koncu lanskega leta pa je bila rast že negativna, in sicer -9,5%. Povprečna medletna rast cen energentov je v lanskem letu znašala 9,5%, oziroma 6,1 odstotne točke več kot leto poprej. K visoki rasti cen energentov v prvem polletju je največ prispevala rekordna cena nafte na svetovnem trgu, ki je v sredini leta presegla 140 USD za sodček. V drugi polovici leta se je rast cen nafte začela zniževati, še posebno hitro padanje rasti cen pa je bilo zaznati v zadnjem četrtletju zaradi poglabljanja gospodarske in finančne krize v svetu. V povprečju pa je cena nafte na svetovnih trgih v lanskem letu znašala 98 USD za sodček, kar je 25 USD več kot v letu poprej. H gibanju cen energentov so prispevali tudi

Slika 1.5: Gibanje posameznih skupin cen

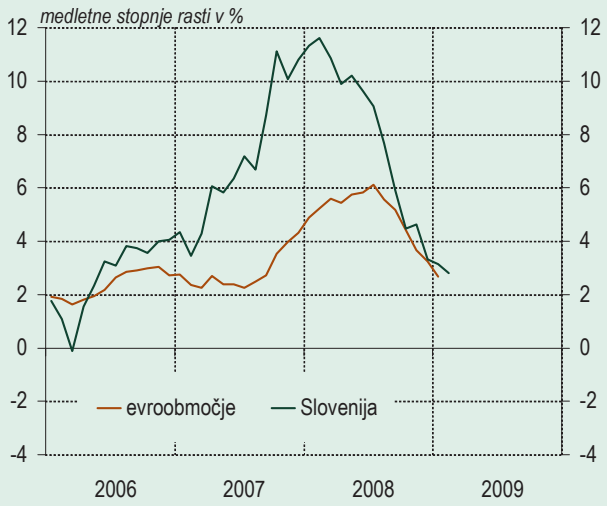


Vir: SURS, preračun Banka Slovenije.

bazni učinki iz leta 2007, ko je bila rast cen energentov v prvih desetih mesecih leta relativno nizka, v zadnjih dveh mesecih pa se je začela zviševati. Letna rast cen energentov je v povprečju 2008 znašala 10,4% in se je glede na leto poprej povišala za 7,8 odstotnih točk. V prvih dveh mesecih leta 2009 se je medletna rast cen energentov glede na konec lanskega leta povišala in je februarja znašala -3,0%, kar je posledica odločitve vlade s konca decembra 2008, da ob nadaljnjem padanju cen na svetovnih trgih poviša trošarine za energente zaradi ohranjanja bolj vzdržnega proračunskega primanjkljaja.

Cene hrane so se predvsem po oktobru 2008 začele umirjati, deloma zaradi padca cen hrane kot surovine ob gospodarski in finančni krizi po svetu, deloma pa kot posledica zniževanja dinamike domačega povpraševanja. Povprečna letna rast cen hrane je lani znašala 8,2%, kar je 1,1 odstotno točko več kot leto poprej in 3,1 odstotne točke več kot v evroobmočju. Visoka rast cen hrane od aprila 2007 se je nadaljevala v prvi polovici lanskega leta, medtem ko se je rast v drugi polovici leta postopoma umirila in je ob koncu leta znašala le še 3,3% na medletni ravni, v prvih dveh mesecih letošnjega leta pa se je znižala še za 0,5 odstotne točke na 2,8%. Med cenami hrane so glede na leto poprej najbolj narasle cene predelane hrane. Kljub temu, da so se cene predelane hrane v povprečju lanskega leta povišale za 10,0%, kar je 3,7 odstotne točke več kot leta 2007, se je rast v zadnjem četrtletju in v začetku leta 2009 začela umirjati in je februarja znašala 1,6%. Nasprotno pa se je rast cen nepredelane hrane v lanskem letu znižala glede na leto poprej za 4 odstotne točke na 4,7%. V začetku letošnjega leta se je rast cen zopet nekoliko povišala, in je februarja znašala 5,4%. Razloge za višje cene hrane lahko tako kot v letu 2007 deloma pripišemo višjim cenam hrane v mednarodnem okolju, saj je povprečna medletna rast cen dolarskih cen hrane v letu 2008 znašala 35%, kar je 9 odstotnih točk več kot v letu poprej, deloma pa gibanju domačega povpraševanja in stroškovnih dejavnikov. Z namenom pridobitve dodatnih proračunskih sredstev je Vlada v začetku leta sprejela sklep o povišanju trošarin

Slika 1.6: Gibanje cen hrane

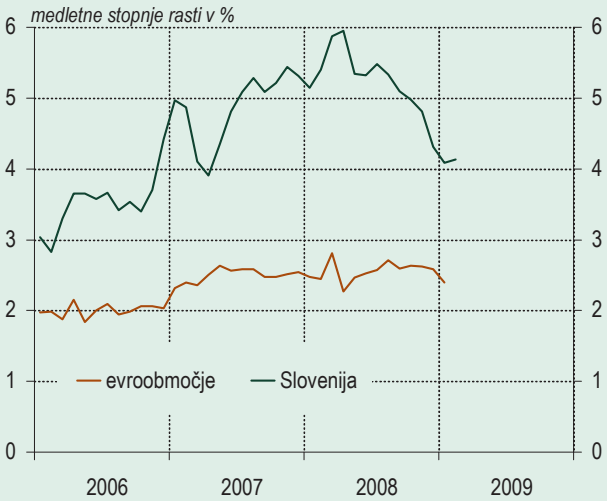


Vir: Eurostat, preračun Banka Slovenije.

na alkohol in alkoholne pijače, in sicer za 31,1%, ki je stopil v veljavo s 1. marcem 2009. Prav tako pa naj bi se s 1. majem 2009 povišale trošarine na tobak, in sicer s 64 na 69 evrov za 1000 cigaret.

Cene storitev so sledile gibanjem agregatnega povpraševanja in stroškov dela in so zato odstopale od rasti cen storitev v evroobmočju, vendar pa se je to odstopanje v zadnjih treh četrtletjih prepolovilo. Povprečna rast cen storitev je v lanskem letu znašala 5,3%, kar je 0,4 odstotne točke več kot v letu poprej. Vendar pa

Slika 1.7: Gibanje cen storitev

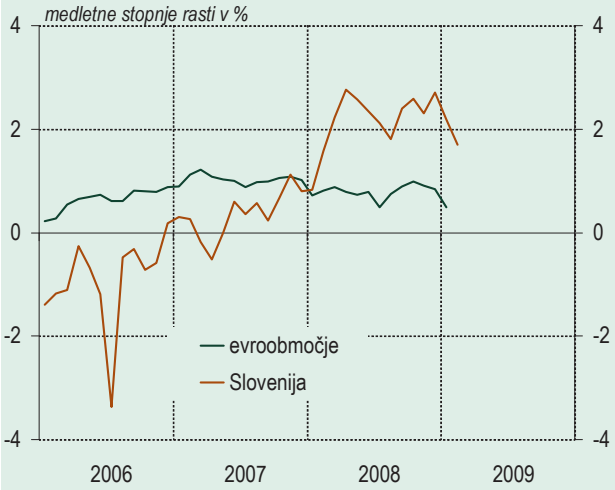


Vir: Eurostat, preračun Banka Slovenije.

je poslabšanje gospodarskega stanja in posledično povpraševanja pripomoglo k temu, da se je rast cen storitev v zadnjih mesecih lanskega in v začetku letošnjega leta začela zniževati, in je tako februarja znašala 4,1%. V evroobmočju je rast cen storitev ostala skoraj nespremenjena glede na leto poprej in je znašala 2,6%. Med storitvami je bila najopaznejša rast cen bolnišničnih storitev, ki so se povišale za 5,6 odstotnih točk na 7,8%. Poleg tega so se povišale tudi cene gostinskih in nastanitvenih storitev za 2,3 odstotni točki na 9,6% in cene počitnic v paketu za 0,9 odstotnih točk na 7%. Cene komunalnih storitev so se po padcu v 2007, v lanskem letu v povprečju povišale za 0,7%.

Tudi pri preostalih industrijskih proizvodih brez energentov se je lani inflacija povišala glede na leto poprej. Medletna stopnja rasti cen se je od konca leta 2007, ko je bila še okoli 1%, v lanskem letu povečala in je ob koncu lanskega leta znašala 2,7% ter močno presegla rast v evroobmočju. Povprečna letna rast cen preostalih industrijskih proizvodov brez energentov je v lanskem letu znašala 2,2%, kar je 1,9 odstotne točke več kot v letu poprej in 1,4 odstotne točke več kot v evroobmočju. V začetku letošnjega leta se je podobno kot pri storitvah rast cen znižala in je februarja znašala 1,7%. Prav tako se je v lanskem letu povečal tudi prispevek te

Slika 1.8: Gibanje cen industrijskih proizvodov brez energentov



Vir: Eurostat, preračun Banka Slovenije.

skupine k skupni inflaciji, z 0,2 odstotne točke v letu 2007 na 0,7 odstotne točke v letu 2008. K višji rasti cen so največ prispevale podražitve v skupini obleka in obutev, kjer so se cene v povprečju lanskega leta povečale za 4,3%. V evroobmočju je povprečna rast cen preostalih industrijskih proizvodov brez energentov znašala 0,8% v povprečju lanskega leta, kar pomeni 0,2 odstotni točki manj kot v letu poprej. Višja rast cen te podskupine v Sloveniji v primerjavi z evroobmočjem odraža predvsem notranje makroekonomske dejavnike, vendar so odstopanja manjša kot pri storitvah zaradi večje stopnje mednarodne konkurence pri tej kategoriji proizvodov.

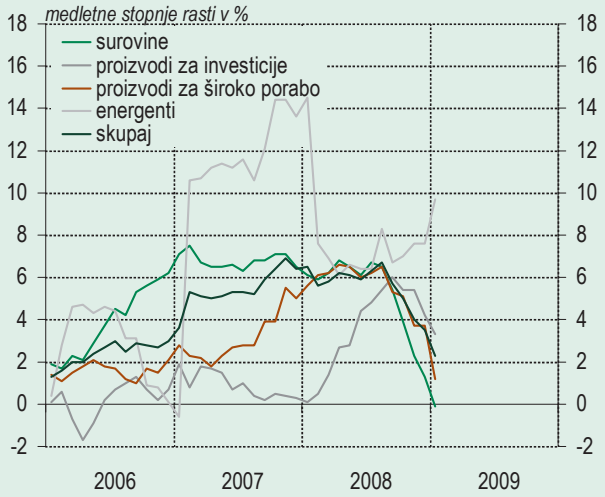
Nadzorovane cene

Nadzorovane cene brez energentov so se v letu 2008 povprečno povečale za 1,1% in k rasti skupne ravni cen prispevale okoli 0,1 odstotno točko. Cene daljinskega ogrevanja so se v lanskem letu povišale za 12,3%. Cene prevoza potnikov po železnici v notranjem železniškem prometu v Sloveniji so se v letu 2008 povišale za 3,0%, medtem ko so se cene komunalnih storitev povišale za 0,5%. Vlada je v letu 2009 odobrila povišanje cen prevoza potnikov po železnici v notranjem potniškem prometu, in sicer največ za 2,8%, od meseca marca dalje.

Cene pri industrijskih proizvajalcih

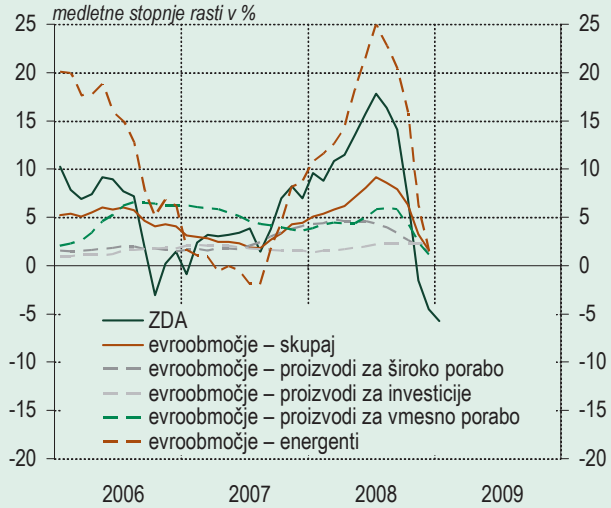
Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu so se lani v povprečju povišale za 5,6%, medtem ko so se v evroobmočju v enakem obdobju povišale za 3,3%. Ob koncu lanskega in v začetku letošnjega leta se tudi rast cen industrijskih proizvodov hitro umirja, tudi zaradi zniževanja cen energentov. Kljub višji povprečni rasti pa se medletna rast cen od septembra 2008 dalje umirja in je januarja letos znašala 2,3%. Najbolj so se lani povišale cene energentov, in sicer za 7,6%, kar je posledica visokih rasti cen energentov na svetovnih trgih. Na rast cen surovin, 5,3%,

Slika 1.9: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu



Vir: SURS, preračun Banka Slovenije.

Slika 1.10: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu za ZDA in evroobmočje



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

so v precej manjšem obsegu kot v letu poprej vplivale tudi cene kovin, ki so se v povprečju povišale za okoli 2%. Nižanje medletnih stopenj rasti cen kovin je bilo predvsem posledica umirjanja povpraševanja iz večjih svetovnih gospodarstev. Poleg tega sta se v povprečju povišali rast cen investicijskih proizvodov z 0,9% v letu 2007 na 3,6% v letu 2008 in rast cen proizvodov za široko porabo s 3,2% v letu 2007 na 5,6% v letu 2008. V evroobmočju je na višjo rast cen industrijskih proizvodov glede na leto poprej najbolj vplivala višja rast cen energentov. Rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih se je v ZDA v lanskem letu povišala za 5,1 odstotnih točk na 9,9%. Za obe omenjeni gospodarstvi je značilno upadanje stopnje rasti cen industrijskih proizvodov ob koncu lanskega leta in v začetku letošnjega leta. V evroobmočju se je rast cen s povprečne rasti v višini 6,2% v letu 2008 znižala na -0,5% v januarju, v ZDA pa z 9,9% na -5,7%.

2 Mednarodno okolje in predpostavke projekcij[1]

Finančna kriza, ki se je postopoma razširila v realni sektor, se je v drugi polovici lanskega leta močno poglobila in se nadaljuje tudi v začetku letošnjega leta. Mnoga največja svetovna gospodarstva so že prešla v recesijo. Skladno s tem se znižujejo ocene gospodarske rasti najpomembnejših trgovinskih partneric Slovenije za leto 2009, kar pomembno vpliva na projekcije gospodarske aktivnosti slovenskega gospodarstva. Gospodarstvo evroobmočja se že od tretjega četrtletja lanskega leta sooča z negativnimi četrtletnimi stopnjami rasti, gospodarska rast območja evra v letu 2008 pa je po prvih ocenah znašala skromnih 0,8%. Ameriško gospodarstvo je lani zraslo za 1,1%, v zadnjem četrtletju pa je medletno zmanjšanje gospodarske aktivnost znašalo 0,8%, kar je bilo slabše od napovedi analitikov. Visoka negotovost, ki se med drugim odraža v močno znižanih napovedih gospodarske rasti (glej Okvir 2.1) ter nizko zaupanje potrošnikov v začetku leta 2009 kažejo na izredno umirjanje svetovne gospodarske konjunkture. Neprizadeta ne bodo ostala niti gospodarstva držav v razvoju

Tabela 2.1 Predpostavke o dejavnikih iz mednarodnega okolja

						Projekcije					
						2009		2010		2011	
	2004	2005	2006	2007	2008	**mar**	Δ	**mar**	Δ	**mar**	Δ
	letne stopnje rasti v %										
Tuje povpraševanje*	9,2	7,5	10,2	7,2	3,3	**-6,4**	-12,6	**0,9**	-5,3	**4,1**	…
Nafta (USD/sod)	38	54	65	73	98	**50**	-70	**60**	-60	**60**	…
Primarne surovine	22,5	11,6	29,0	17,1	9,7	**-25,0**	-25,0	**5,0**	5,0	**5,0**	…
Inflacija v EMU	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	**0,7**	-1,8	**1,6**	-0,9	**2,0**	…
PPI Nemčija	1,6	4,6	5,5	2	6,0	**0,4**	-2,6	**1,9**	-1,1	**2,0**	…

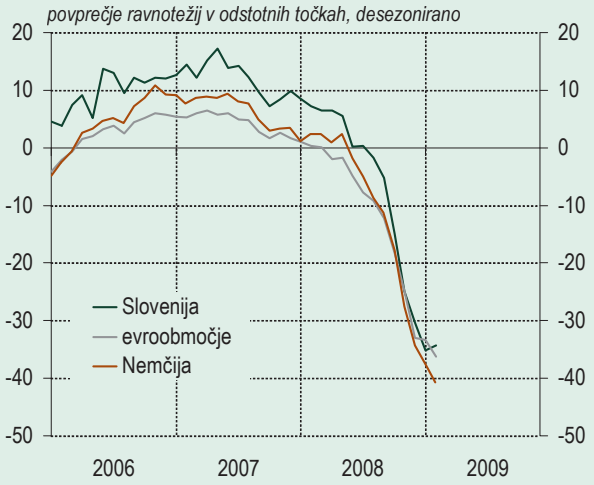
** Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.*
Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, oktober 2008.
Vir: Banka Slovenije, Eurostat, Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook, IMF World Economic Outlook.

[1] Projekcije so bile narejene na podlagi razpoložljivih podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 9. marca 2009. Projekcije makroekonomskih dejavnikov, predstavljene v tem poročilu o cenovni stabilnosti, temeljijo na predpostavkah o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja in na nekaterih domačih dejavnikih, ki so odvisni od odločitev ekonomskih politik. Predpostavke o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja so povzete po Consensus Forecasts (februar 2009), JP Morgan (Global Data Watch, 06.03.2009), OECD Outlook (december 2008), IMF World Economic Outlook Update (januar 2009), European Commission Economic Forecast Update (januar 2009), ter iz vrednosti terminskih pogodb na dan 02.03.2009. Domači dejavniki, ki so pod vplivom ekonomskih politik in so eksogeno vključeni v izdelavo napovedi, so trošenje in investiranje javnega sektorja, plače v javnem sektorju, gibanje nadzorovanih cen in nekatere druge spremenljivke fiskalne narave. Vrednosti predpostavk, uporabljene v projekcijah, niso enake predpostavkam, ki jih v svojih projekcijah uporablja ESCB. O razmerju med projekcijami BS in ESCB glej Prilogo v Poročilu o cenovni stabilnosti, april 2008.

in držav jugovzhodne Evrope, pri katerih prihaja pri napovedih glede prihodnje gospodarske rasti do občutnih popravkov navzdol. Večina institucij v svojih zadnjih napovedih pričakuje negativno gospodarsko rast za največja svetovna gospodarstva v letošnjem letu. Gospodarska aktivnost evroobmočja naj bi se v letu 2009 po februarskih ocenah Consensusa zmanjšala za 2,0%, gospodarska aktivnost v ZDA za 2,1%, japonsko gospodarstvo pa naj bi se skrčilo za 3,8%. Na še večje zmanjšanje gospodarske aktivnosti v evroobmočju kažejo napovedi ECB iz marca, ki za evroobmočje v letu 2009 pričakuje zmanjšanje gospodarske aktivnosti med 2,2% ter 3,2%. Svetovna banka in Mednarodni denarni sklad za leto 2009 napovedujeta krčenje svetovnega gospodarstva, kar naj bi se zgodilo prvič po koncu leta 1945. Države skušajo s fiskalnimi spodbudami nadomestiti izpad končne potrošnje gospodinjstev in omiliti posledice finančne krize. V ZDA, kjer so fiskalne spodbude največje, naj bi se proračunski primanjkljaj v prihodnjem fiskalnem letu gibal med 8%-12% BDP. Tudi za države evroobmočja so v letošnjem letu predvideni višji proračunski primanjkljaji ki bodo posledično sprožili postopke ugotavljanja presežnega primanjkljaja, predvidene v Paktu stabilnosti in rasti. Povečane potrebe držav članic evroobmočja po financiranju se odražajo tudi v visokih plačilnobilančnih primanjkljajih nekaterih držav, ki sprožajo oblikovanje visokih pribitkov na financiranje državnega dolga.

Po večletnem obdobju močne gospodarske konjunkture v najpomembnejših trgovinskih partnericah, se letos pričakuje precejšnje zmanjšanje tujega uvoznega povpraševanja, dodatno odstopanje navzdol pa je mogoče v primeru dodatnega poslabšanja razmer v jugovzhodni Evropi. Zadnje objave gospodarskih razmer v najpomembnejših trgovinskih partnericah Slovenije kažejo na izredno umirjanje gospodarske aktivnosti. Za praktično vse najpomembnejše zunanjetrgovinske partnerice Slovenije je Consensus februarja napovedoval krčenje gospodarske aktivnosti v letošnjem letu. Gospodarska aktivnost Nemčije naj bi se v letošnjem letu zmanjšala za 2,5%, Italije za 2,3%, Francije pa za 1,4%. Tudi

Slika 2.1: Zaupanje pri podjetjih v tujini in v Sloveniji



Vir: Eurostat.

za trgovinske partnerice izven evroobmočja so gospodarski izgledi slabi. Hrvaška in Rusija lahko po februarski napovedi Consensusa pričakujeta zmanjšanje obsega agregatne proizvodnje v višini 0,6% BDP, Srbija, ki je prejela pomoč Mednarodnega denarnega sklada, pa 1% gospodarsko rast. Ruska ter hrvaška centralna banka sta v lanskem in tudi v začetku letošnjega leta večkrat intervenirali na deviznem trgu da bi ublažili zmanjševanje vrednosti domače valute. Baltske in nekatere države iz jugovzhodne Evrope so v preteklih letih dosegale visoke primanjkljaje v tekočem delu plačilne bilance, pri tem pa je bil velik del zadolževanja zasebnega in tudi javnega sektorja denominiran v tuji valuti. Depreciacija oziroma devalvacija valut v omenjenih državah zato povečuje tveganja nezmožnosti odplačila najetih posojil. Nekaterim državam v evroobmočju in izven njega so agencije, ki ocenjujejo kreditno tveganje, znižale bonitetno oceno ali pa opozorile na možnost znižanja bonitetne ocene v prihodnje. Iz navedenih razlogov je močno znižana predpostavka tujega povpraševanja, ki naj bi se letos zmanjšalo za 6,4%, v letu 2010 pa povečalo za 0,9%.

Zadnje objave, ki kažejo na zmanjšanje obsega proizvodnje v evroobmočju in ZDA, ter nizke vrednosti kazalnikov zaupanja potrošnikov dodatno poslabšujejo obete za letošnje leto. Industrijska proizvodnja v

Okvir 2.1: Verižno zniževanje napovedi gospodarske rasti za leto 2009

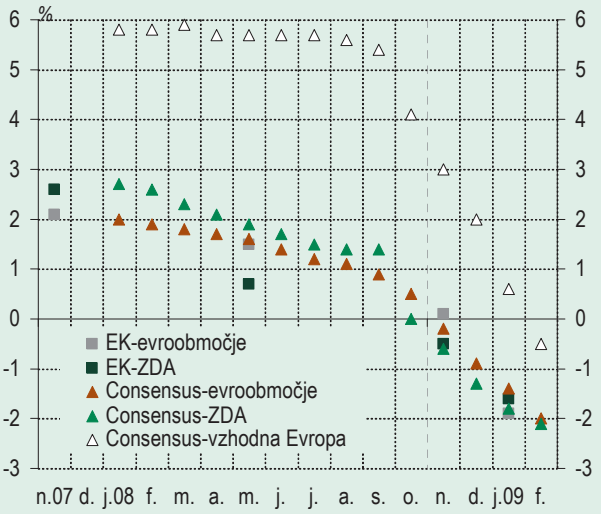
V drugi polovici lanskega in v začetku letošnjega leta prihaja pri napovedih glede gospodarske rasti do izjemno visokih popravkov navzdol. V tem okvirju je predstavljeno gibanje napovedi gospodarske rasti v evroobmočju, ZDA ter v vzhodni Evropi* za leto 2009, ki so jih objavili Mednarodni denarni sklad (IMF), Evropska komisija (EK), Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj (OECD) in Consensus, ki zbira mesečna povprečja profesionalnih napovedovalcev. Kumulativno znižanje povprečne napovedi Consensusa glede rasti BDP je od sredine lanskega leta do februarja 2009 za evroobmočje znašalo 3,3 odstotne točke, za ZDA pa 3,7 odstotne točke.

Prve napovedi o gospodarski rasti za leto 2009, ki jih pripravljajo omenjene institucije so bile objavljene sredi leta 2007. Evropska komisija je v jesenski napovedi leta 2007 napovedala 2,1% rast bruto domačega proizvoda v evroobmočju ter 2,6% rast za ZDA v letu 2009. Decembra 2007 je svoje napovedi izdal OECD, ki je za evroobmočje v letu 2009 napovedal 2,0%, za ZDA pa 2,2% rast BDP. Tudi Consensus je januarja 2008 napovedal robustno rast najpomembnejših gospodarstev: 2,0% za evroobmočje ter 2,7% za ZDA. Izredno visoko rast je januarja 2008 Consensus napovedal tudi za države vzhodne Evrope, kjer naj bi gospodarska rast znašala 5,8%.

Do prvih večjih popravkov napovedi glede gospodarske konjunkture je prišlo aprila 2008, ko je IMF močno znižal napovedi glede gospodarske rasti v letih 2008 in 2009. Za evroobmočje je v aprilski napovedi za leto 2009 predvidel 1,2% gospodarsko rast, za ZDA pa 0,6%. S popravki navzdol je v spomladanski napovedi sledila EK, ki je za evroobmočje predvidela 1,5%, za ZDA pa 0,7% gospodarsko rast. Junija 2008 je OECD sledil IMF in EK ter znižal svoje napovedi za leto 2009 za evroobmočje na 1,4%, za ZDA pa na 1,1%. Junijska napoved Consensusa za gospodarsko rast evroobmočja je bila enaka napovedi OECD-ja, za ZDA pa je znašala 1,7%. Za države vzhodne Evrope je Consensus v tem času še vedno predvideval visoko, 5,7% gospodarsko rast.

Oktobra 2008, po objavi bankrota investicijske banke Lehman Brothers, ki je še poglobil finančno krizo, je IMF ponovno znižal svoje napovedi. Za evroobmočje je v letu 2009 predvidel 0,2% gospodarsko rast, za ZDA pa 0,1%. Podobna je bila jesenska napoved EK, ki je predvidela 0,1% gospodarsko rast evroobmočja, ter upad gospodarske aktivnosti v ZDA za 0,5%. Oktobra 2008 je Consensusova napoved gospodarske rasti za leto 2009 za evroobmočje znašala 0,5%, za ZDA pa 0,0%. Consensus je oktobra bolj izrazito znižal napoved gospodarske rasti v vzhodni Evropi na 4,1%. Decembra je OECD ponovno znižal napovedi gospodarske rasti za obe najpomembnejši svetovni gospodarstvi. Gospodarska rast naj bi po decembrskih napovedih OECD znašala -0,6% v evroobmočju in -0,9% v ZDA. Consensus je sledil OECD in decembra močno znižal napovedi glede gospodarske rasti v letu 2009 v praktično vseh preučevanih gospodarstvih. Predvidel je 0,9% upad gospodarske aktivnosti v evroobmočju ter 1,3% padec BDP v ZDA. Močno so se znižale ocene gospodarske rasti držav vzhodne Evrope, decembrska ocena za celotno regijo pa je znašala 2,0%.

Slika: Spremembe napovedi gospodarske rasti za leto 2009



Vir: Consensus, Evropska komisija.

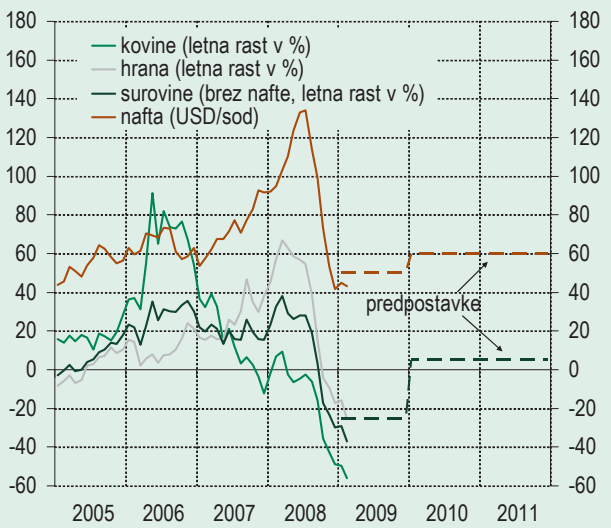
Januarja letos sta EK in IMF v vmesnem poročilu objavila popravljene napovedi gospodarske rasti za leto 2009. V poročilu je EK predvidela 1,9%, IMF pa 2,0% zmanjšanje gospodarske aktivnosti v evroobmočju. Obe instituciji sta januarja napovedali 1,6% upad gospodarske aktivnosti v ZDA. Februarja letos je Consensus še dodatno znižal ocene glede gospodarske rasti. Gospodarska rast evroobmočja naj bi znašala -2,0%, gospodarska rast ZDA -2,1%, gospodarska rast vzhodne Evrope pa -0,5%.

* Države vzhodne Evrope so privzete iz Consensusove klasifikacije, ki vključuje Bolgarijo, Češko, Hrvaško, Estonijo, Madžarsko, Litvo, Latvijo, Poljsko, Romunijo, Rusijo, Slovaško, Slovenijo, Turčijo, Ukrajino, Albanijo, Armenijo, Azerbajdžan, Belorusijo, Bosno in Hercegovino, Ciper, Gruzijo, Kazahstan, Makedonijo, Moldavijo, Srbijo, Turkmenistan ter Uzbekistan.

evroomočju upada že nekaj mesecev zapored in je januarja 2009 na medletni ravni upadla za 17,3%. Nekaj mesecev zapored upada tudi obseg novih industrijskih naročil. Kazalniki zaupanja potrošnikov tako v evroobmočju kot v ZDA so še vedno na nizkih ravneh. Kazalnik zaupanja Ifo za evroobmočje, merjen na četrtletni ravni, je upadel že šestič zapored in je v prvem četrtletju 2009 na zgodovinsko najnižji ravni. Kazalnik zaupanja potrošnikov Univerze v Michiganu se je po visokih znižanjih konec leta 2008 v zadnjih mesecih nekoliko zvišal, vendar je njegova vrednost še vedno izredno nizka. Podatki s trga dela v ZDA in evroobmočja se zadnjega pol leta slabšajo. Stopnja brezposelnosti v neagrarnem sektorju ZDA je februarja znašala 8,1%, kar je za 3,3 odstotne točke več kot februarja 2008, brezposelnost v evroobmočju pa je januarja znašala 8,2%, kar je za eno odstotno točko več kot januarja lani.

Cene nafte so se zaradi oslabljene gospodarske aktivnosti ter zaskrbljenosti nad globino in trajanjem recesije v najpomembnejših gospodarstvih v drugi polovici lanskega in začetku letošnjega leta močno znižale, kar je močno znižalo predpostavko o ceni nafte za prihodnji dve leti. Cene nafte so dosegle vrh sredi leta 2008, natančneje julija pri ceni skoraj 135 USD za sodček (159 litrov) nafte vrste Brent. V drugi polovici leta je prišlo najprej do manjšega, v zadnjih mesecih lanskega leta pa do naglega upada cen nafte, ki ga niso mogle preprečiti niti odločitve naftnega kartela OPEC glede zmanjšanja količine načrpane nafte. V povprečju leta 2008 je znašala cena sodčka nafte Brent 98 USD oziroma 66 EUR. Tudi v prvih dveh mesecih letošnjega leta je cena nafte upadla, vendar je bilo zmanjšanje cen manj izrazito. Cena sodčka nafte Brent v prvih dveh mesecih letošnjega leta je bila v povprečju 44 USD, terminske pogodbe pa nakazujejo na nekoliko višjo ceno v drugi polovici leta. Na gibanje cen nafte bodo na eni strani vplivale prihodnje odločitve držav proizvajalk surove nafte glede zmanjšanja načrpanih količin, na drugi strani pa lahko na ceno nafte negativno vpliva dolžina recesije oziroma hitrost okrevanja najpomembnejših svetovnih gospodarstev.

Slika 2.2: Cene na svetovnih trgih primarnih surovin



Vir: The Economist, Bloomberg, projekcije Banka Slovenije.

Od jeseni so se močno znižale tudi cene ostalih primarnih surovin, zmerno rast cen primarnih surovin pa tržni udeleženci pričakujejo tudi v prihodnje. V prvi polovici leta 2008 so se cene primarnih surovin v povprečju podražile za 30%, v drugi polovici leta pa je, skladno z zniževanjem napovedi o gospodarski rasti v gospodarsko najmočnejših državah, prišlo do naglega umirjanja rasti cen. Dolarske cene primarnih surovin so se leta 2008 v povprečju povečale za 9,7%, evrske cene pa so se zaradi apreciacije evra do ameriškega dolarja zvišale za 1,6%. Visoka osnova, dosežena v prvi polovici leta 2008 ter umirjanje svetovne gospodarske aktivnosti, sta vzrok za pričakovan medletni upad cen primarnih surovin v letu 2009. Le-te so se februarja letos v povprečju pocenile za 37% medletno. Med primarnimi surovinami je bil največji medletni upad zaznan pri cenah kovin, ki so se februarja medletno pocenile za 56%. Najmanj so cene februarja upadle v skupini hrana, katerih cena se je zmanjšala za 26% medletno. V napovedih je uporabljena predpostavka o znižanju dolarskih cen primarnih surovin za 25% v povprečju leta 2009.

Inflacija se je v evroobmočju in ZDA zaradi padca cen energentov ter oslabljene gospodarske aktivnosti v drugi polovici lanskega leta hitro zniževala z visokih

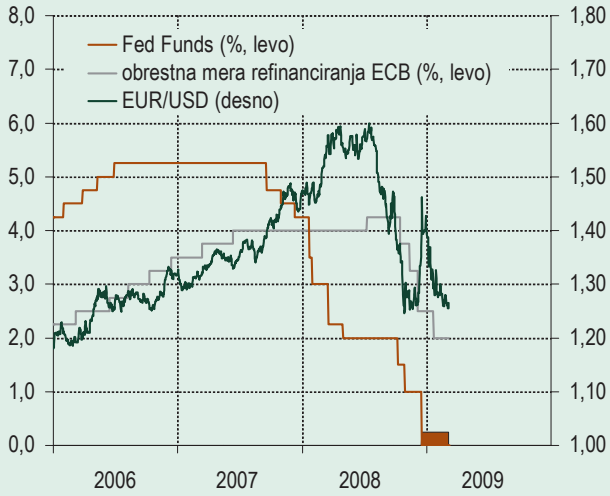
stopenj v prvi polovici leta. Tveganja inflacijskih pritiskov v evroobmočju so v obdobju projekcij uravnovešena. Upad cen surovin ter ohlajanje gospodarske aktivnosti v največji meri vplivata na močno znižano predpostavko o inflaciji v evroobmočju in ZDA za letošnje leto. V povprečju leta 2008 je bila rast cen harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin v evroobmočju 3,3%, v ZDA pa 3,8%, pri čemer je k splošni rasti cen največ prispevala visoka rast cen energentov, ki je v evroobmočju v povprečju leta znašala 10,3%, v ZDA pa 13,9%. V drugi polovici lanskega leta je prišlo do umirjanja splošne rasti cen, ki se je stopnjevalo v začetku letošnjega leta. Razlog za to so predvsem nižje cene nafte in ostalih energentov. Inflacija je februarja v evroobmočju znašala 1,2%, v ZDA pa 0,2% medletno. Najbolj so se na medletni ravni februarja pocenili energenti, katerih cena se je zmanjšala za 4,9% v evroobmočju in 18,5% v ZDA. Dodatno so na nižjo medletno rast splošnega indeksa cen v evroobmočju februarja prispevale cene transporta, ki so se v povprečju pocenile za 2,7%. V obeh gospodarstvih se umirja tudi osnovna inflacija. V evroobmočju je osnovna inflacija (merjena kot indeks cen življenjskih potrebščin brez energentov in nepredelane hrane) februarja znašala 1,7% medletno, v ZDA pa je osnovna inflacija (merjena kot indeks cen življenjskih potrebščin brez energije in hrane) februarja znašala 2,2%. V povprečju lanskega leta je osnovna inflacija v evroobmočju znašala 2,4%, v ZDA pa 2,3%. Za letošnje leto je napovedana 0,7% rast harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin v evroobmočju. Za ZDA se pričakuje 0,9% povprečno znižanje indeksa cen življenjskih potrebščin.

V skladu z umirjanjem splošne ravni cen se znižuje rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih. V povprečju lanskega leta so se cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v evroobmočju povečale za 6,2%, predvsem zaradi visokih cen energentov, ki so posebej hitro rasle v prvi polovici leta. Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih so se v Nemčiji lani v povprečju povečale za 6,0%, pri čemer je bilo umirjanje rasti posebej izrazito v drugi polovici leta. Rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih je bila najvišja lani julija, ko je medletni indeks znašal 8,9%. V nekaterih državah evroobmočja so bile medletne rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih še višje, medmesečna znižanja cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v teh državah pa izredno visoka. Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v Nemčiji naj bi se v povprečju leta 2008 povečale za 0,4%. Dodatno bosta na nizko rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih vplivala oslabljeno domače in tuje povpraševanje.

Centralne banke so se na zniževanje inflacijskih pritiskov in na poglabljanje gospodarske krize odzvale z močnim znižanjem ključnih obrestnih mer, ki se sedaj nahajajo na zgodovinsko najnižjih ravneh. Zaostrene razmere na finančnih trgih terjajo aktivno delovanje centralnih bank, ki so se na omejeno delovanje denarnega trga med drugim odzvale s širjenjem nabora vrednostnih papirjev, ki jih sprejemajo za zavarovanje posojil ter z agresivnim zniževanjem obrestnih mer. V drugi polovici leta 2008 so centralne banke, med drugim tudi s koordiniranim delovanjem, močno znižale obrestne mere. V prvi polovici leta 2008 je ECB pustila obrestno mero nespremenjeno na 4,00%, potem pa jo je julija dvignila na 4,25%. V oktobru se je začelo zniževanje ključne obrestne mere do ravni 1,50%, dosežene v marcu 2009. Federal Reserve je ključno obrestno mero zniževala od avgusta leta 2007, ko je le-ta znašala 5,25%. Agresivno zniževanje obrestne mere se je nadaljevalo do decembra, ko je ameriška centralna banka določila ciljni interval ključne obrestne mere med 0,00% in 0,25%, kjer se ključna obrestna mera nahaja marca. Bank of England je ključno obrestno mero marca znižala na 0,50%, kar je najnižja vrednost od njene ustanovitve. Tudi japonska centralna banka je ključno obrestno mero decembra znižala in sedaj znaša 0,10%. V projekcijah je upoštevana standardna predpostavka, da se bodo obrestne mere gibale skladno s trenutnimi pričakovanji finančnih trgov.

Vrednost evra do ameriškega dolarja se je v prvi polovici leta 2008 zviševala, v drugi polovici in v začetku letošnjega leta pa nižala. Kljub padanju vred-

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



Vir: ECB, Federal Reserve.

nosti evra od sredine leta 2008 naprej je evro v povprečju leta do dolarja na medletni ravni pridobil 7,3% vrednosti, povprečni tečaj EUR/USD pa je znašal 1,4707. Po kratkem obdobju povečevanja vrednosti evra do USD ob koncu lanskega leta se je v začetku letošnjega leta nadaljevala rast ameriškega dolarja do evra. V predpostavkah je upoštevano razmerje 1,25 USD za evro, kar je raven, ki se je med obema valutama oblikovala v začetku marca 2009.

3 Gospodarska gibanja in trg dela

Realni bruto domači proizvod (BDP) Slovenije se je v letu 2008 zvišal za 3,5%, kar je za polovico manj od izjemne 6,8% rasti v letu 2007. Projekcije za letos nakazujejo na negativno gospodarsko rast, povečuje pa se tudi tveganje za nadaljnjo šibkejšo gospodarsko rast v celotnem obdobju projekcij. Medtem ko je lani v prvi polovici leta gospodarska rast znašala 5,6% medletno, se je v drugi polovici leta bistveno upočasnila. Krčenje ekonomske aktivnosti za 4,1% v zadnjem četrtletju lani glede na predhodno četrtletje odraža poglobitev mednarodne finančne krize, ki se je prelila na širše gospodarstvo, predvsem pa prizadela investicijsko aktivnost, ki bo se bo izrazito skrčila tudi v letošnjem letu. Negotovosti glede gospodarskih gibanj ostajajo zelo velike predvsem zaradi krčenja ekonomske aktivnosti v evroobmočju in vzhodni Evropi ter že nekaj časa trajajočega globalnega kreditnega zastoja. V povprečju celotnega obdobja projekcij naj bi po pričakovanjih gospodarska rast precej zaostajala za ocenjeno ravnijo potencialnega proizvoda, v letošnjem letu pa bo predvidoma negativna, na ravni -2%.

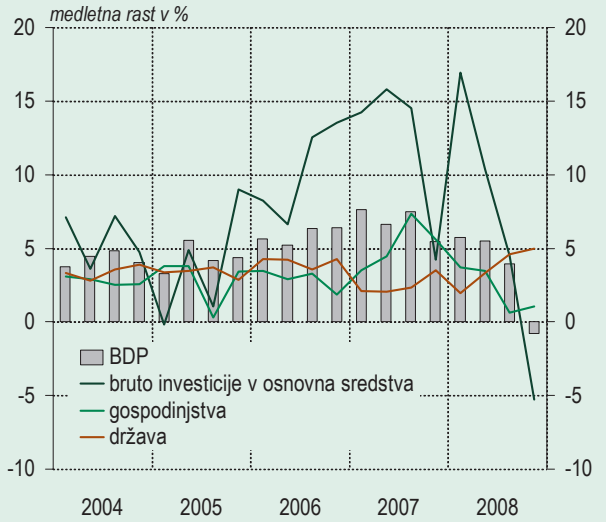
Struktura rasti dodane vrednosti je lani ostala domala nespremenjena glede na predhodno leto. Največji pospešek rasti dodane vrednosti je bil lani, podobno kot v letu 2007, dosežen v gradbeništvu ter v finančnem posredništvu in v trgovini. Precej slabšo sliko kaže dodana vrednost v predelovalnih dejavnostih, ki se je v prvi polovici leta zvišala za 2,4% medletno, v drugi polovici pa se je občutno znižala in v zadnjem četrtletju celo padla za 10,5%, s čemer se je dodana vrednost v

Tabela 3.1 Aktivnost, zaposlenost in plače

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

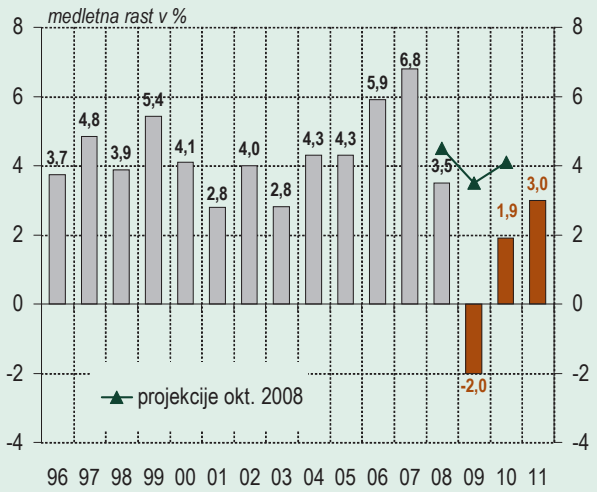
** Neto plače, ostali prejemki iz delovnega razmerja in socialni prejemki; deflacionirano s HICP.*
Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, oktober 2008.
Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.

Slika 3.1: Domače povpraševanje in BDP



Vir: SURS; preračun Banka Slovenije.

Slika 3.2: Projekcije rasti BDP



Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije.

predelovalnih dejavnostih v povprečju leta zmanjšala za 1,5%. To krčenje oziroma upočasnjevanje se bo zaradi nizke gospodarske rasti v najpomembnejših slovenskih gospodarskih partnericah po pričakovanjih nadaljevalo tudi v letu 2009. Ob koncu lanskega leta se je bistveno upočasnila tudi industrijska proizvodnja: samo novembra se je znižala za 12,8% glede na oktober, decembra pa se je nadalje znižala za 4% v primerjavi z novembrom. Ti podatki so skladni z gibanjem industrijske proizvodnje v evroobmočju, kjer se je industrijska proizvodnja v letu 2008 znižala za 1,7%, najbolj pa se je upočasnila konec lanskega leta, saj se je samo decembra znižala za 2,6% glede na november.

Ob ohlajanju ekonomske aktivnosti v evroobmočju in drugih pomembnih trgovinskih partnerjih so se zmanjševala nova naročila v industriji tako s tujega kot z domačega trga, podobno pa se pričakuje tudi letos. Vrednost novih naročil v industriji se je v drugi polovici lanskega leta v Sloveniji občutno znižala, oktobra in novembra celo po dvomestnih stopnjah na tekoči in medletni ravni ter tako konec decembra lani dosegla za 34,3% nižjo vrednost v primerjavi z decembrom 2007. Skladno z vse večjim zmanjševanjem naročil iz tujine konec lanskega leta se že nekaj mesecev znižujejo kazalci zaupanja. V prvih mesecih letos so pričakovanja v predelovalnih dejavnostih dosegla rekordno nizke vrednosti.

Tabela 3.2 BDP in izdatkovne komponente v Sloveniji in tujini

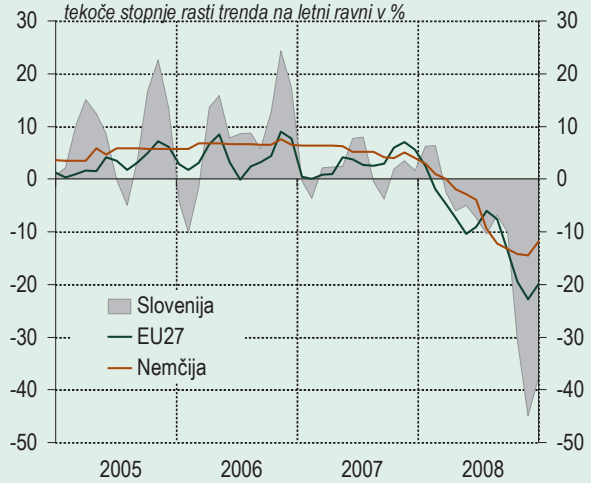
	BDP 2008				Zasebna potrošnja 2008				Potrošnja države 2008				Bruto investicije 2008				Izvoz 2008				Uvoz 2008			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
medletna sprememba v %, desezonirano in prilagojeno na število delovnih dni																								
Evroobmočje*	2,1	1,4	0,6	-1,3	1,6	0,8	0,4	-0,7	1,6	2,2	2,5	1,7	3,3	2,0	0,4	-3,3	5,5	4,4	2,5	-5,6	4,3	3,2	2,5	-3,2
Evropska unija**	2,4	1,7	0,7	-1,3	2,3	1,5	0,8	-0,4	1,9	2,2	2,5	1,9	3,5	2,4	0,1	-3,7	6,0	5,0	2,7	-5,2	5,3	4,3	2,5	-3,4
ZDA	2,5	2,1	0,7	-0,8	1,5	1,3	-0,2	-1,5	2,6	2,4	2,9	3,3	-1,7	-2,4	-3,2	-6,7	10,1	11,0	6,1	-1,8	-1,0	-1,9	-3,5	-7,1
Japonska	1,4	0,6	-0,2	-4,6	1,4	0,2	0,6	-0,1	2,7	0,2	0,5	-0,1	-4,4	-3,3	-4,5	-7,2	10,9	6,1	4,2	-12,8	2,7	-1,6	0,4	2,9
Slovenija	5,9	5,0	3,7	-0,9	3,8	3,5	0,6	1,1	2,0	3,3	4,6	5,0	16,5	13,1	6,0	-8,5	7,6	8,0	4,2	-6,2	9,7	9,2	3,0	-6,6

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

Upočasnjevanje je pričakovano tudi v storitvenih dejavnostih in gradbeništvu. Tudi v gradbeništvu in v storitvenih dejavnostih se pričakovanja slabšajo že nekaj mesecev zapored. V gradbeništvu se je v zadnjem četrtletju lanskega leta dodana vrednost zvišala le še za 3,1% medletno, kar je precej manj od rasti v višini 14,2% v predhodnem četrtletju in precej manj od medletne rasti 20,5% v prvi polovici leta. Tako so v drugi polovici lanskega leta umirjanje dodane vrednosti zabeležila tako podjetja, ki so vezana na domače povpraševanje, kot tudi podjetja, ki proizvajajo pretežno za tuje trge. Podobno se je v trgovini rast dodane vrednosti v drugi polovici lanskega leta precej upočasnila, v zadnjem četrtletju dosegla celo samo rast v višini 1,7% kar je precej manj od rasti, ki je v prvi polovici leta znašala 7,1%. Kljub finančni krizi je dodana vrednost v finančnem posredništvu tudi v drugi polovici leta rasla podobno hitro kot v prvi polovici leta, stopnji rasti pa sta znašali 11,9% oziroma 13,8% medletno. Po pričakovanjih se bo letos nadaljevalo občutno zniževanje rasti dodane vrednosti iz konca lanskega leta ne samo v predelovalnih dejavnostih, temveč tudi v gradbeništvu in drugih dejavnostih, ki so manj izpostavljene mednarodni konkurenci.

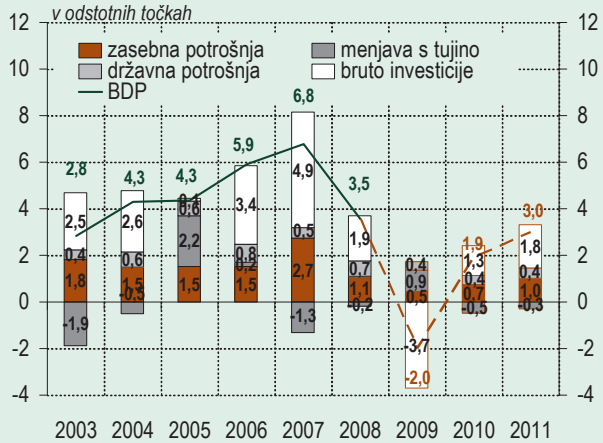
Po izdatkovni strukturi BDP se bo domače povpraševanje po pričakovanjih letos realno znižalo v primerjavi z letom 2008, nato pa ponovno prispevalo največji del k zmerni rasti BDP. Čeprav bosta v letu 2009 zasebna in državna potrošnja dosegali pozitivno rast, se bodo investicije v letošnjem letu bistveno skrčile, predvi-

Slika 3.3: Industrijska proizvodnja - celotna industrija brez gradbeništva



Vir: Eurostat, preračun Banka Slovenije.

Slika 3.4: Prispevki komponent trošenja k rasti BDP



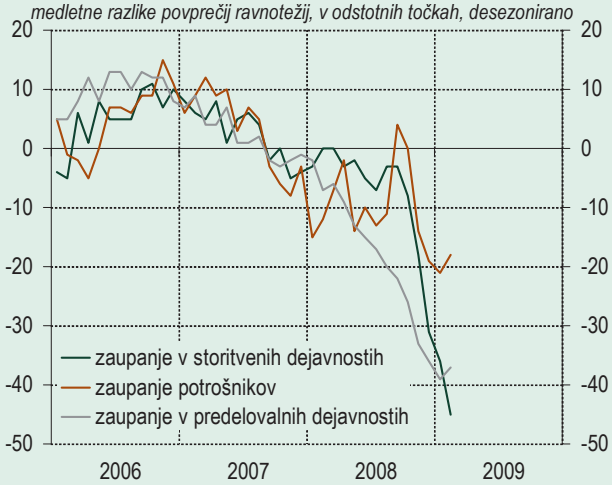
Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije.
Opomba: Zaradi uporabe verižnih indeksov in zaokroževanja se lahko seštevki komponent razlikujejo od agregatnih vrednosti.

Tabela 3.3 Komponente domačega povpraševanja

						Projekcije					
						2009		2010		2011	
	2004	2005	2006	2007	2008	mar	Δ	mar	Δ	mar	Δ
	realne stopnje rasti v %										
Domače povpraševanje	4,8	2,1	5,7	8,0	3,7	**-2,8**	-6,1	**2,5**	-1,5	**3,4**	…
Zasebna potrošnja	2,8	2,8	2,8	5,3	2,2	**0,9**	-2,5	**1,4**	-2,0	**2,0**	…
Potrošnja države	3,4	3,3	4,1	2,5	3,7	**2,1**	0,2	**2,1**	0,3	**2,5**	…
Bruto investicije	5,6	3,8	10,4	11,9	6,2	**-10,2**	-14,2	**4,7**	-1,3	**6,7**	…

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

Slika 3.5: Kazalniki zaupanja



Vir: SURS, preračun Banka Slovenije.

doma za okoli 10%. Do tega bo prišlo predvsem zaradi ohlajanja zunanje in domače konjukture, ki se odraža v precejšnjem upadu pričakovanj. Dodatno lahko k temu prispevajo tudi zaostreni pogoji financiranja, ki se poslabšujejo z negotovostmi na mednarodnih finančnih trgih, in posledično zviševanje pribitkov k obrestnim meram za posojila. V letu 2009 bo prispevek menjave s tujino predvidoma rahlo pozitiven, saj bo rast uvoza ob manjšemu domačemu povpraševanju rasla počasneje od rasti izvoza. V letih 2010 in 2011 pa naj bi po ocenah domače povpraševanje ponovno prispevalo večinski delež k oblikovanju agregatnega povpraševanja.

Trošenje gospodinjstev se je lani realno povprečno povečalo za 2,2% medletno. Po solidni rasti v prvi polovici leta, se je rast porabe gospodinjstev v drugi polovici leta precej umirila in v zadnjem četrtletju 2008 medletno porasla le še za 1,1%. Letošnja rast trošenja gospodinjstev naj ne bi presegala odstotka, v obdobju projekcij pa bi se lahko postopoma poviševal do okoli 2%. Pomemben dejavnik upočasnjene rasti trošenja gospodinjstev bo v letošnjem letu umirjanje rasti plač v zasebnem sektorju, zamik povišanja rasti plač v javnem sektorju ter občutno slabše razmere na trgu dela. Skladno s tem so se tudi kazalci zaupanja potrošnikov ob koncu lanskega in v začetku letošnjega leta strmo znižali, med njimi najbolj občutno tisti, ki kažejo na obete glede brezposelnosti ter na primernost trenutka za večje nakupe, poslabšala pa so se tudi druga pričakovanja potrošnikov glede prihodnjih gospodarskih dogajanj. Na letošnjo raven trošenja gospodinjstev utegnejo zaviralno vplivati tudi ostrejši pogoji kreditiranja. Lani se je kreditiranje prebivalstva umirjalo, depoziti v bankah pa so postopoma naraščali. Kljub ugodnemu vplivu hitrega upočasnjevanja inflacije na kupno moč prebivalstva, se bo zaradi slabšanja pogojev na trgu dela in nižanja oziroma omejevanja rasti plač realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev, ki v največji meri vpliva na rast njihovega trošenja, dodatno krčil.

Rast realnega razpoložljivega dohodka naj bi se v prihodnje oblikovala na zmerni ravni in naj bi se letos skrčil za okoli pol odstotka, v naslednjih dveh letih pa naj bi se rast razpoložljivega dohodka postopoma povečala na okoli 1% oziroma 2%. Glede na to, da se je v zadnjih letih zaposlovanje najhitreje povečevalo v gradbeništvu, ki je zaposlovalo precej tuje delovne sile, se obrat v zaposlovanju tujcev ne bo v celoti odrazil na celotnem trošenju gospodinjstev, saj tuji delavci praviloma velik del svojih prejemkov pošiljajo v državo domicila. Večji negativni vpliv na razpoložljivi dohodek in domačo zasebno potrošnjo ima zmanjševanje zaposlenosti v predelovalnih dejavnostih, ki zaposlujejo približno tretjino vseh zaposlenih v Sloveniji. Upadanje zaposlenosti v teh dejavnostih in skrajševanje delovnega časa ter posledično zniževanje ali umirjanje plač v zasebnem sektorju bosta bistveno vplivala na nižjo rast realnega razpoložljivega dohodka v letu 2009, medtem ko bo v obdobju projekcij nanjo ugodno vplivala umirjena rast cen. Masa neto plač, ki predstavlja večinski delež razpoložljivega dohodka gospodinjstev, se bo do konca leta umirjala, med transferi pa bodo po ocenah dokaj hitro naraščali zlasti transferi nezaposlenim, ki so januarja letos porasli za skoraj tretjino, medtem ko so se lani medletno zmanjšali za 6%. Lani so hitro naraščali tudi izdatki za pokojnine, število prejemnikov pokojnin se je zvišalo za približno 1,4%, od tega število starostnih upokojencev za 3,1% medletno. Skupaj

Okvir 3.1: Vpliv premoženjskega učinka na gospodarsko aktivnost

Premoženjski učinek pomeni vpliv cen nepremičnin in finančnega premoženja gospodinjstev na njihovo potrošnjo. Spremembe vrednosti premoženja vplivajo na trošenje gospodinjstev na različne[1] načine, kot npr. preko pričakovanj o bodočih dohodkih iz naslova plač, finančnega premoženja ali povišanja cen nepremičnin. Ta pričakovanja se odražajo v obnašanju gospodinjstev tako, da v obdobjih močne rasti cen premoženja trošijo več, saj verjamejo, da se je njihovo premoženje povečalo. Sedanja finančna kriza kaže na pomen razumevanja načinov, na katere se gospodinjstva odzivajo na premoženjske šoke, in kako oziroma v kolikšni meri ta odziv temelji na njihovem dohodku, demografskih značilnostih in stopnji zadolženosti. Gospodinjstva v evroobmočju so se v zadnjih nekaj letih ugodne ekonomske konjunkture precej zadolževala, predvsem na podlagi ugodnih finančnih pogojev, finančnih inovacij, ki so omogočale lažje zadolževanje na račun lastništva trenutne ali bodoče nepremičnine oziroma drugih oblik premoženja, ohlapnejših standardov za zadolževanje, močne dinamike rasti cen na nepremičninskem in delniškem trgu ter stabilnega makroekonomskega okolja.

Občutne spremembe cen premoženja, predvsem cen nepremičnin, lahko imajo precejšnje posledice za gibanje agregatne potrošnje. Tako kažejo izkušnje iz 90-ih let na Finskem, na Švedskem in v Veliki Britaniji. Padec cen nepremičnin v prvem koraku zmanjša povpraševanje gospodinjstev. Ker za večino gospodinjstev predstavljajo nepremičnine največji delež celotnega premoženja, vplivajo nihanja cen nepremičnin ali obrestnih mer na znižanje pričakovanj o bodočih prihodkih. Temu se lahko pridruži negotovost o obsegu in trajanju popravka cen premoženja, čemur sledi znižanje potrošniškega zaupanja in negativni premoženjski učinek, saj se potrošnja gospodinjstev zniža, nato pa se zmanjšajo tudi investicije v gradnjo stanovanjskih stavb. Zaradi slabšanja gospodarske klime banke zaostrijo standarde za posojila, ker se znižuje vrednost zavarovanj posojil, pojavi pa se tudi potreba po dodatnem kapitalu zaradi slabšanja kakovosti portfelja. To nadalje vpliva na krčenje ekonomske aktivnosti, povečanje brezposelnosti in nadaljnje omejevanje rasti kreditov. Podoben vpliv na potrošnjo gospodinjstev imajo tudi spremembe cen na delniških trgih.

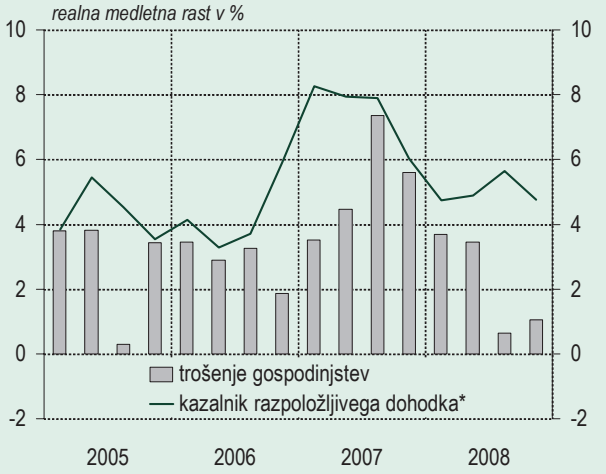
Večina mednarodnih študij premoženjskega učinka, ki se nanašajo na razvite države[2], kaže, da imajo cene nepremičnin na porabo gospodinjstev večji vpliv kot cene finančnega premoženja. V posameznih razvitih evropskih državah znaša elastičnost potrošnje gospodinjstev na cene stanovanjskega premoženja na med 0,01 in 0,16, medtem ko znaša elastičnost na rast cen finančnega premoženja med 0 in 0,06. Premoženjski učinki za evroobmočje so po ocenah manjši (npr. Slacalek, 2006).

Ocene na podlagi trenutno razpoložljivih podatkov za Slovenijo kažejo, da bi lahko bil skupni vpliv stanovanjskega in finančnega premoženja na potrošnjo gospodinjstev relativno zmeren. V Sloveniji je delež gospodinjstev, ki imajo v lasti nepremičnino. zelo visok in je v letu 2007 znašal približno 82%. Vendar učinek stanovanjskega premoženja na končno potrošnjo gospodinjstev ni odvisen samo od deleža lastništva stanovanj temveč tudi od gospodarskega, institucionalnega in finančnega okolja ter od strukture trga nepremičnin in razpoložljivega dohodka gospodinjstev. Visoka stopnja rasti cen nepremičnin, ki je v Sloveniji v zadnjih letih, predvsem pa v letih 2006 in 2007, presegala 15%, bi lahko glede na ugotovitve nekaterih raziskav vplivala na večjo potrošnjo gospodinjstev v preteklem obdobju. Po nekaterih ocenah, ki veljajo za države, primerljive s Slovenijo, znaša koeficient elastičnosti vpliva stanovanjskega premoženja na potrošnjo gospodinjstev okoli 0,069. Z rastjo cen nepremičnin in razvojem finančne infrastrukture ter predvsem tržne in finančne integracije v EU in EMU se je bilo v letih visoke konjunkture tudi v Sloveniji lažje zadolževati na račun sedanjega ali bodočega stanovanjskega premoženja. Pri tem so imeli pomembno vlogo finančna liberalizacija, globalizacija, finančne inovacije, ugodne obrestne mere in percepcija ohlapnejših standardov za dana posojila.

[1] Global Financial Stability Report, Financial Stress and Deleveraging, Macro-Financial Implications and Policy, IMF, World Economic and Financial Surveys, Washington, October 2008.

[2] Altissimo et al (2005):'Wealth and Asset Price Effects on Economic Activity', European Central Bank, Occasional paper series, no. 29
Sierminska & Takhtamanova (2007): 'Wealth Effects out of Financial and Housing Wealth: Cross Country and Age Group Comparisons', Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2007-1;
Juster, Lupton, Smith & Stafford (2004): 'The Decline in Household Saving and the Wealth Effect', University of Michigan, Board of Governors of the Federal Reserve System;
Davis & Palumbo (2001):'A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects', Federal Reserve Board

Slika 3.6: Trošenje gospodinjstev in razpoložljivi dohodek



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

z rastjo pokojnin, ki so vezane na rast plač, bo tudi odlog rasti plač v javnem sektorju vplival na upočasnjeno rast realnega razpoložljivega dohodka v letu 2009 in v obdobju projekcij.

Na obseg potrošnje bi lahko v prihodnje deloma vplivali tudi negativni premoženjski učinki, ki so povezani s padanjem cen nepremičnin in tisti, ki so posledica občutnega umirjanja cen na trgih vrednostnih papirjev. Lani se je rast cen nepremičnin skoraj ustavila v primerjavi s približno 22% rastjo v letu 2007, medtem ko so se cene delnic in vrednostnih papirjev lani na ljubljanski borzi vrednostnih papirjev znižale za približno dve tretjini. V zadnjih letih so naložbe gospodinjstev v delnice in druge vrednostne papirje eksplozivno naraščale zaradi izjemnih donosov, nekatera gospodinjstva pa so se tudi zadolžila oziroma najela posojila z namenom nakupa delnic in vrednostnih papirjev. Velikim izgubam vrednosti le-teh v drugi polovici lanskega leta so sledile nadaljnje negativne korekcije v prvih mesecih letos. Pri cenah stanovanjskega premoženja se tak upad doslej ni zgodil, je pa ob stagnaciji oziroma umirjanju cen nepremičnin, prišlo do močnega znižanja števila transakcij z nepremičninami.

Prispevek realne potrošnje države k skupnemu povpraševanju naj bi bil po ocenah v celotnem obdobju projekcij nekoliko nižji od povprečja iz zadnjih nekaj let. Končna potrošnja države se je v zadnjem četrtletju 2008 zvišala na 5% medletno in tako v letu 2008 izkazala 3,7% rast. V obdobju projekcij naj bi bila po ocenah potrošnja države nižja, kar naj bi izviralo predvsem iz omejevalne politike na področju zaposlovanja, v skladu z usmeritvami Vlade. Ocena rasti trošenja države za leto 2009 je bila glede na predhodno oceno popravljena navzgor za 0,2 odstotni točki na 2,1%, enak porast je predviden tudi v letu 2010, v zadnjem letu projekcij pa naj bi potrošnja države, še vedno ob omejevalni politiki na področju zaposlovanja, porasla za 2,5%. Med komponentami potrošnje države bodo še naprej nominalno najhitreje rasla sredstva za zaposlene in to kljub letos sprejetemu Dogovoru o ukrepih na področju plač v javnem sektorju zaradi spremenjenih makroekonomskih razmer za obdobje 2009-2010. Po zadnjih razpoložljivih ocenah naj bi letos povprečna plača v javnem sektorju porasla za 7,1%, naslednje leto pa še nekoliko več, s čimer bo predvidena rast plač v javnem sektorju v obeh letih višja od predvidene rasti produktivnosti.

V zaostrenih razmerah skuša fiskalna politika zajeziti padec agregatnega povpraševanja s povečevanjem javnofinančnega primanjkljaja, vendar je manevrski prostor za tako delovanje omejen zaradi odsotnosti ustrezne konsolidacije javnih financ v predhodnem obdobju. V zadnji oceni fiskalnega položaja[2] je Evropska komisija ocenila, da je imela Slovenija lani primanjkljaj v višini 0,9% BDP, potem ko je v letu 2007 izkazala presežek v višini 0,5% BDP. Poslabševanje javnofinančnega stanja se bo v letošnjem letu nadaljevalo. Močna umiritev gospodarske rasti se je ob koncu lanskega leta in v začetku letošnjega leta odrazila v znatnem zmanjšanju stopenj rasti prihodkov. Nasprotno bodo ukrepi za blaženje posledic krize (glej okvir 3.2) pospešili rast odhodkov. Predlagani rebalans proračuna RS za leto 2009 predvide-

[2] Evropska komisija: Interim Forecast, januar 2009. Statistični urad bo predvidoma objavil račune sektorja država 31. marca 2009. Ministrstvo za finance še ni objavilo dopolnitve Programa stabilnosti, iz katere bi bila razvidna ocena za leto 2008 ter projekcije za 2009-2011. Objava je pričakovana kmalu po sprejemu rebalansa proračuna RS za leto 2009.

Okvir 3.2: Ukrepi fiskalne politike za blaženje posledic finančne in gospodarske krize

Finančna in gospodarska kriza je lani v večji meri zajela države Evropske unije in ob koncu leta prizadela tudi gospodarsko aktivnost v Sloveniji. Vlada Republike Slovenije (RS) se je na opisano stanje odzvala s širokim naborom ukrepov za blažitev posledic krize. Ukrepi so usmerjeni v zagotavljanje nemotenega delovanja finančnega sistema in v utrditev zaupanja, skladno z Evropskim načrtom za okrevanje gospodarstva[1] pa so namenjeni tudi ponovni oživitvi gospodarstva.

I. Ukrepi, namenjeni finančnemu sektorju

Prvi sklop ukrepov je Vlada RS sprejela v zadnjem četrtletju lani. V okviru tega sklopa je bilo uvedeno neomejeno jamstvo za neto bančne vloge upravičencev do 31.12.2010. Istočasno je bil za povečanje ekonomske stabilnosti bank sprejet Zakon o spremembi in dopolnitvah Zakona o javnih financah. Ta določa, da se lahko država dodatno zadolži za dajanje posojil ter za kapitalske naložbe v kreditne institucije, opredeljene z zakonom o bančništvu, ter zavarovalnice, pozavarovalnice in pokojninske družbe s sedežem v RS. Država se lahko zadolži tudi za poroštva RS zaradi refinanciranja kreditnih institucij s sedežem v RS do skupne višine 12 mrd EUR.

Drugi paket ukrepov, ki ga je Vlada sprejela februarja 2009, je usmerjen v spodbujanje kreditne aktivnosti bank in izboljšanje likvidnosti podjetij. Med najpomembnejšimi ukrepi je jamstvena shema bankam za splošno kreditiranje podjetij do višine 1 mrd EUR, s čimer se zmanjšuje kreditno tveganje bank, ki so v tveganju udeležene z najmanj 20%. Naslednji ukrep so individualna poroštva države za zadolževanje podjetij v višini 500 mio EUR v primeru posojil za naložbe in obratni kapital, poroštvo pa ne sme preseči 50% posojila. V novi shemi za pomoč male vrednosti bo podjetjem na razpolago 20 mio EUR. Predvideno je tudi sofinanciranje vlaganj v strateške projekte s področij čiste in tehnološko napredne industrije, s čimer naj bi podjetja ohranjala in izboljšala svoj konkurenčni položaj na globalnem trgu preko vlaganj v raziskave in razvoj.

II. Ukrepi, namenjeni ostalim sektorjem

Delno subvencioniranje polnega delovnega časa je najpomembnejši ukrep, namenjen ohranjanju delovnih mest in zagotavljanju socialne varnosti prebivalstva. Delodajalcem je na razpolago od vključno februarja dalje. Višina subvencije znaša 60 EUR pri skrajšanju delovnega časa iz 40 na 36 ur tedensko in dodatno še po 15 EUR za vsako nadaljnjo uro znižanja do največ 32 ur tedensko. Subvencije je mogoče prejeti za največ 6 mesecev, zahtevek pa je potrebno oddati najkasneje do 30. septembra 2009. Delodajalec mora v obdobju prejemanja subvencije izplačevati plače in poravnavati prispevke za socialno varnost delavcem, za katere prejema subvencijo, in ne sme odpuščati zaposlenih iz poslovnih razlogov, hkrati pa v poslovnem letu ne sme odrejati nadurnega dela in izplačevati nagrad organom vodenja in nadzora. V rebalansu proračuna RS za leto 2009 je za ukrep namenjeno 230 mio EUR. Med drugimi ukrepi za izboljšanje položaja gospodarstva je pomembno zvišanje olajšav za investicije v opremo in neopredmetena osnovna sredstva (velja že za investicije v letu 2008) ter sprememba načina določitve višine akontacij davka od dohodka pravnih oseb.

Vlada je sprejela tudi ukrepe za omejitev rasti primanjkljaja javnih financ. Odločila se je za politiko zviševanja trošarin, s katerimi se nadomešča upad drugih virov prihodkov. Do sedaj realizirani dvigi trošarin na energente naj bi po ocenah Ministrstva za finance povečali prihodke za okrog 300 mio EUR na leto. Zaradi višjih trošarin na alkohol in tobak se bodo prihodki povečali še dodatno za dobrih 40 mio EUR letno. Drugi pomembnejši ukrep se nanaša na sklenitev dogovora s sindikati javnega sektorja, ki znižuje predvideno rast plač v letošnjem letu glede na predhodno dogovorjeno.

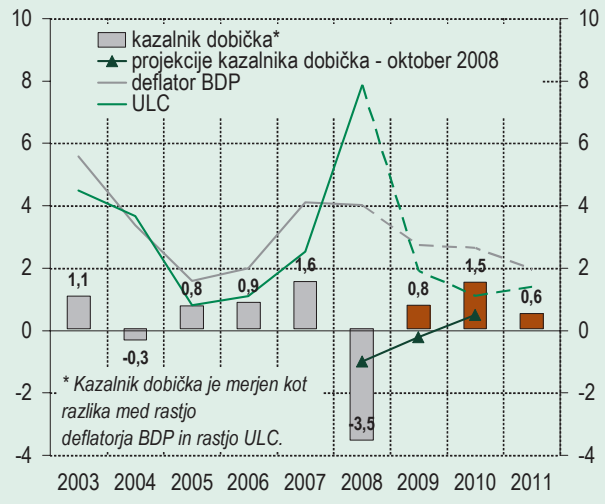
Misija Mednarodnega denarnega sklada (IMF) je ob koncu obiska v Sloveniji ocenila, da so bili dosedanji finančni ukrepi vlade za okrepitev likvidnosti ustrezni ter fiskalni ukrepi večinoma pravočasni in ciljno usmerjeni. Pri tem je priporočila, da se z namenom spodbujanja povpraševanja več sredstev nameni infrastrukturnim projektom, ki so lahko financirani tudi s sredstvi iz skladov EU. Opozorila je tudi na nujnost preglednosti postopkov, ki se nanašajo predvsem na ukrep za lažje zadolževanje podjetij (možnost t.i. moralnega hazarda) in ukrep subvencioniranja polnega delovnega časa. Člani misije pozivajo v prihodnje k dopolnitvi sprejetih ukrepov z reformami, ki bi povečevale gospodarski potencial in zagotavljale fiskalno vzdržnost. Sem uvrščajo reforme na trgu dela, proizvodov in finančnega trga, ter reformo pokojninskega sistema.

[1] A European Economic Recovery Programme, 26. November 2008. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13504_en.pdf.

va primanjkljaj v višini 2,9% BDP, primanjkljaj pa je pričakovan tudi na lokalni ravni in v blagajni ZZZS, s čimer naj bi konsolidirani primanjkljaj, ki vključuje še ZPIZ, presegel 3% BDP.

Medletna rast bruto investicij je v povprečju leta 2008 znašala dobrih šest odstotkov, v zadnjem četrtletju pa je bila medletna rast že izrazito negativna, -8,5%. Bruto investicije so se v prvi polovici leta zvišale za povprečno 14,8% medletno, v drugi polovici leta, predvsem pa v zadnjem četrtletju, se je rast umirila, v povprečju celega leta pa je rast znašala 6,1%. Po močni investicijski dejavnosti v letu 2007, ki se je nadaljevala v prvi polovici lani, so najhitreje rasle investicije v nestanovanjsko in stanovanjsko gradnjo. Skladno s slabšanjem pogojev financiranja in zmanjšanim povpraševanjem, so se investicije v stanovanjske zgradbe po porastu za 22,9% v prvi polovici leta, v zadnjem četrtletju zmanjšale za 2,7% medletno. Podobno so se investicije v nestanovanjsko gradnjo v zadnjem četrtletju 2008 zvišale le še za 0,1% medletno. Podobno dinamiko izkazujejo tudi investicije v transportno opremo, ki so se v prvi polovici leta še zvišale za 10,9%, v zadnjem četrtletju 2008 pa so se znižale za 0,4% medletno. Investicije v druge stroje in opremo so v povprečju leta 2008 sicer porasle za 5,3% medletno, vendar je njihova medletna stopnja rasti v zadnjem četrtletju

Slika 3.7: Kazalnik dobička



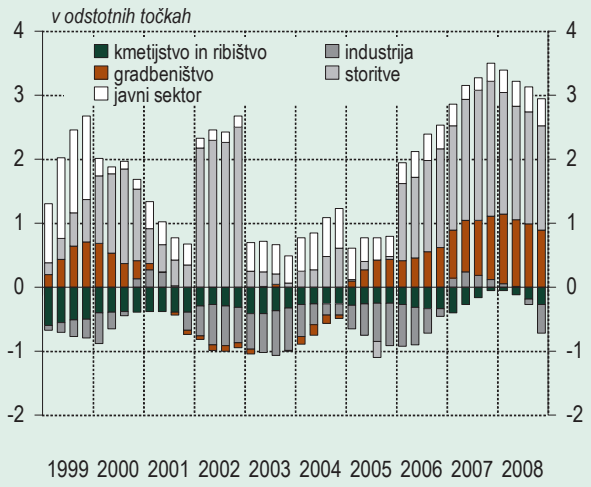
Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.

znašala -5,0%, potem ko so še v prvem četrtletju leta 2008 dosegale nekaj več kot 11% medletno rast.

Bruto investicije naj bi se letos znižale za skoraj 10%, popravek navzdol glede na predhodne projekcije pa je predvsem posledica vedno šibkejše pričakovane domače in tuje konjunkture, deloma pa tudi zaradi otežene dostopnosti do virov za financiranje projektov. Visoka rast investicij na področju nestanovanjske gradnje, ki je bila lani deloma rezultat gradnje avtocest, se bo letos in v naslednjih letih umirila. Tudi visoka dinamika investicij v stanovanjsko gradnjo, ki je bila lani, predvsem v prvi polovici leta, deloma še posledica visokega povpraševanja po stanovanjih, se bo letos umirila, saj se število izdanih gradbenih dovoljenj postopno znižuje, v zadnjem četrtletju lani je medletni padec znašal 4%. Investicije v stroje in opremo, ki so se lani zvišale zmerno, se bodo v naslednjih letih umirjale skladno z ohlajanjem konjunkture v glavnih partnericah in z zaostrenimi pogoji financiranja, saj je predvsem za dolgoročne investicije v zasebnem sektorju dostop do zadostnih virov financiranja ključnega pomena. Pričakovanja glede upočasnjene rasti investicij v stroje in opremo so skladna tudi z manjšanjem vrednosti kazalnika, ki kaže obseg presežnih proizvodnih kapacitet. Na investicije zasebnega sektorja bo morda spodbujevalno vplivalo predvsem nadaljnje postopno zmanjševanje stopnje davka na dobiček, ki se iz 25% stopnje v 2006 postopno znižuje na 20% v letu 2010. To lahko pomeni večji dobiček podjetij in s tem večja razpoložljiva sredstva za reinvestiranje, vendar je učinek takega ukrepa v sedanjih razmerah precej vprašljiv. Rast investicij države ter investicij javnih podjetij pod državnim nadzorom (predvsem DARS-a) se bo letos in v prihodnjih letih po pričakovanjih postopno umirjala oziroma zniževala.

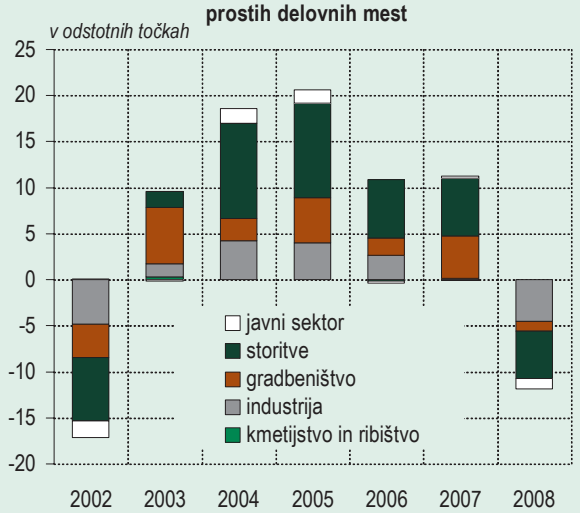
Čeprav se spremembe v gospodarski aktivnosti običajno odražajo na trgu dela z zamikom, so v dinamiki gibanja zaposlenosti že od novembra vidni učinki gospodarske krize. Gospodarska kriza se še posebej izrazito odraža v najbolj izvozno usmerjenih, predelovalnih, dejavnostih, kjer je že v drugi polovici 2008 začelo

Slika 3.8: Prispevki posameznih dejavnosti k rasti zaposlenosti



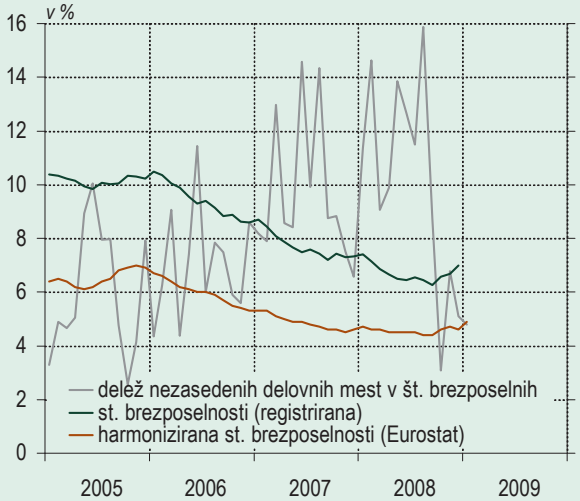
Vir: SURS - nacionalni računi; preračuni Banka Slovenije.

Slika 3.9: Prispevki posameznih dejavnosti k rasti prostih delovnih mest



Vir: SURS; preračuni Banka Slovenije.

Slika 3.10: Stopnja brezposelnosti in nezasedena prosta delovna mesta

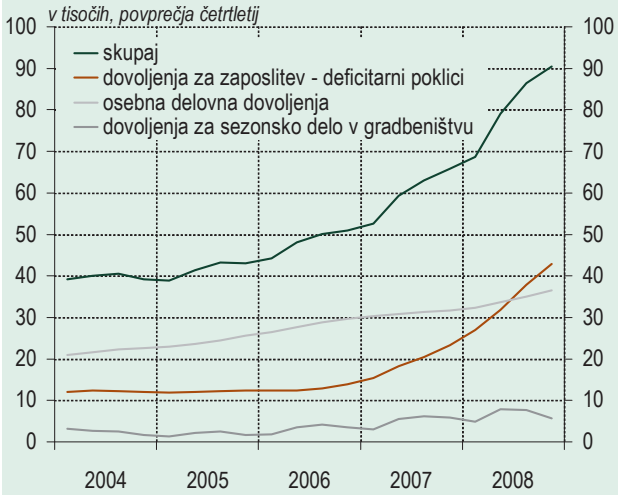


Vir: Eurostat ,SURS, Zavod RS za zaposlovanje.

upadati število zaposlenih. V tej panogi se je namreč število zaposlenih povečevalo od začetka 2007 ob ugodnem gospodarskem ciklu po petih predhodnih letih zaporednega upadanja. V večini dejavnosti se je zaposlenost ob koncu leta 2008 v primerjavi z zadnjim četrtletjem leta 2007 povečevala, medletna rast skupne zaposlenosti pa je znašala 2,2%. Še zlasti izrazita je bila rast v gradbeništvu, ki je v zadnjem četrtletju dosegla 10,2% medletno, s čemer je k skupni rasti zaposlenosti prispevala 0,9 odstotne točke. Poleg gradbeništva je zaposlenost v zadnjem četrtletju leta 2008 hitro naraščala še v dejavnosti nepremičnine, najem in poslovne storitve za 6,7% ter v dejavnosti finančnega posredništva, kjer se je povečala za 6,5% na medletni ravni. Tekoče stopnje rasti so se konec leta gibale v skladu z medletnimi stopnjami, tako da je bilo znatno krčenje zaposlenosti prisotno le v predelovalnih dejavnostih. Večji učinek upada gospodarske aktivnosti je zaenkrat opazen pri številu opravljenih delavnih ur, saj se lahko delodajalci na ta način hitreje odzovejo na spremembe povpraševanja. Ta kazalnik dogajanj na trgu dela je decembra 2008 prvič po januarju 2005 beležil upad na medletni ravni.

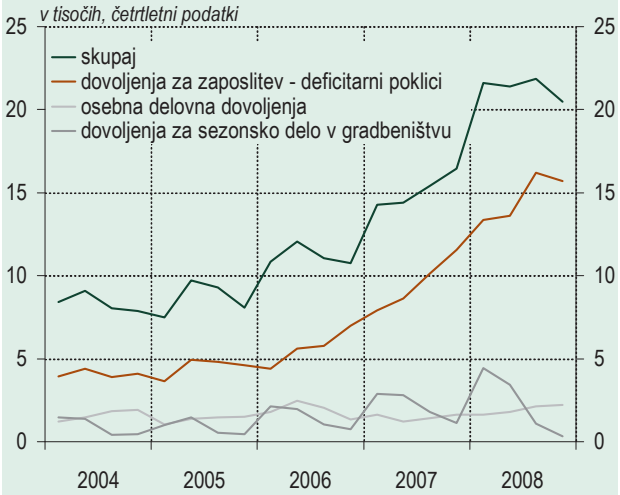
Upočasnitev gospodarske rasti se je leta 2008 že močno odrazila pri upadu števila objavljenih prostih delovnih mest, konec leta pa tudi pri upadu števila nezasedenih prostih delovnih mest. Ob visoki gospodarskih aktivnosti je število prostih delovnih mest v obdobju 2003-2007 močno naraščalo in doseglo najvišjo medletno stopnjo rasti leta 2005, ko je bilo objavljenih 20,6% več prostih delovnih mest kot v predhodnem letu. V tem obdobju je bilo največ novih prostih delovnih mest v storitvah in v gradbeništvu. Leta 2008 je k zmanjšanju števila prostih delovnih mest pomembno prispeval upad števila prostih delovnih mest v predelovalnih dejavnostih. V zadnjem četrtletju se je tudi preobrnil predhodni trend naraš-

Slika 3.11: Veljavna dovoljenja za delo tujcev



Vir: Zavod za zaposlovanje RS.

Slika 3.12: Izdana dovoljenja za delo tujcev



Vir: Zavod za zaposlovanje RS.

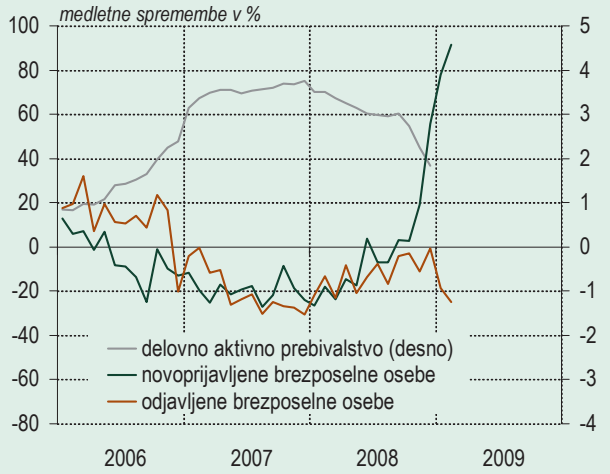
čanja števila nezasedenih prostih delovnih mest, merjeno kot razlika med številom novih zaposlitev in številom novo prijavljenih prostih delovnih mest.

Ob neugodnih gospodarskih gibanjih se bo zaposlenost v letih 2009 in 2010 predvidoma močno skrčila, kumulativno predvidoma kar za več kot tri odstotke. Največje zmanjšanje zaposlenosti se pričakuje v predelovalnih dejavnostih, ki so še posebej izpostavljene ohlajanju gospodarske aktivnosti v mednarodnem okolju, ter v gradbeništvu, kjer se je zaposlenost ob visoki rasti gospodarske aktivnosti v zadnjih letih najbolj povečevala. Pri tem je mogoče pričakovati, da se bo zaposlenost vsaj v začetku obdobja projekcij zmanjševala predvsem na račun zmanjšanja zaposlenih s pogodbami za določen čas, vključno s tujci, ki predstavljajo relativno velik delež v tej kategoriji. Projekcije predvidevajo znižanje zaposlenosti za 2,6% v 2009 in za 0,7% v 2010.

V prihodnjem letu lahko pričakujemo, da se bo zaposlenost v veliki meri zmanjševala zaradi odpuščanja začasno zaposlene tuje delovne sile, ki je v zadnjih treh letih predstavljala več kot polovico porasta v zaposlenosti. Od začetka leta 2005 do konca 2008 je zaposlenost porasla za 9,4% oziroma 86 tisoč, v istem obdobju je pa število veljavnih dovoljenj za tujce poraslo za 54 tisoč. Ob koncu leta 2008 je bilo tako v Sloveniji 91 tisoč veljavnih dovoljenj za delo tujcev. Od teh dovoljenj je okoli 37.500 oziroma 41% t. i. osebnih dovoljenj, ki niso vezana na razmere na trgu dela in niso omejena s kvoto, ki jo vsako leto določi Vlada. Približno 8.000 oziroma 9% je t. i. dovoljenj za delo, ki so vezana na sezonsko delo, pri čemer je velika večina sezonskih delavcev zaposlena v gradbeništvu. Večino preostalih dovoljenj, 45.000 oziroma 50%, pa obsegajo t. i. dovoljenja za zaposlitev, ki so vezana na določeno delovno mesto in delodajalca. Na podlagi tega je mogoče ugotoviti, da obstaja dobra polovica oziroma okoli 50.000 dovoljenj, ki bi lahko bila odpravljena ob manj ugodnih razmerah na trgu dela. Ti tujci predstavljajo okoli 5% delovno aktivnega prebivalstva, kar bi lahko omejilo porast brezposelnosti ob padcu zaposlenosti v prihodnjih letih. Treba je omeniti, da državljani EU, vključno z državljani novih članic EU, niso vključeni v statistikah o številu veljavnih delovnih dovoljenj po maju 2004, saj za delo v Sloveniji ne potrebujejo delovnega dovoljenja, kljub temu pa je njihovo število od vstopa Slovenije v EU relativno majhno.

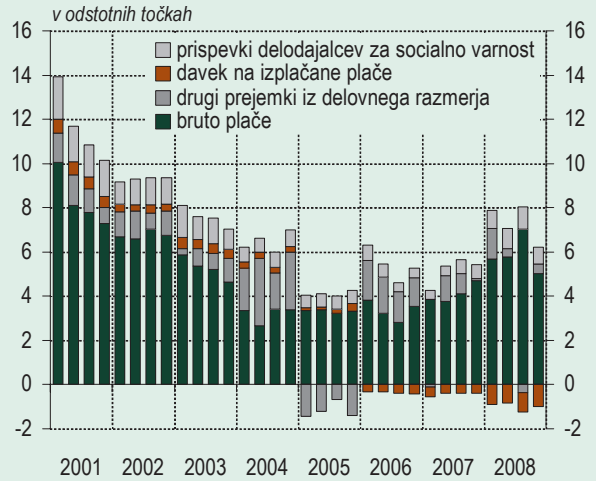
Skladno z obratom v gospodarskem ciklu se je v zadnjem četrtletju leta 2008 začel trend naraščanja stopnje brezposelnosti, ki bi lahko trajal vsaj do leta 2010. Stopnja registrirane brezposelnosti se je v zadnjem četrtletju 2008 povečala prvič v zadnjih dveh letih in pol,

Slika 3.13: Trg dela



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

Slika 3.14: Prispevki k rasti stroškov dela na zaposlenega

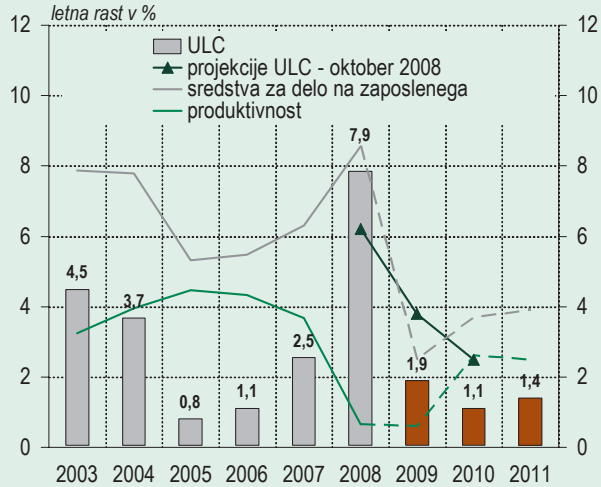


Vir: SURS; AJPES; Ministrstvo za finance; preračuni Banka Slovenije.

in sicer za 0,3 odstotne točke glede na prejšnjo četrtletje na 6,8%. Tudi stopnja brezposelnosti po Anketi o delovni sili se je v zadnjem četrtletju 2008 nekoliko dvignila, s 4,1% na 4,3%. Po izračunu Eurostata je povišanje harmonizirane stopnje brezposelnosti bilo še bolj izrazito, s 4,1% na 4,8%. Kljub povišanju je stopnja anketne brezposelnosti še vedno relativno nizka v mednarodnem merilu, saj je za več kot tri odstotne točke nižja od povprečja v evroobmočju, kjer je v zadnjem četrtletju 2008 znašala 8,0%. Po projekcijah naj bi stopnja anketne brezposelnosti letos presegla 6%, ob vztrajanju neugodne gospodarske konjunkture pa bi se lahko v letu 2010 povišala nad 7%.

Povečevanje rasti stroškov dela na enoto proizvoda je bilo eno izmed tveganj, izpostavljenih v predhodnih Poročilih o cenovni stabilnosti. Osnovni scenarij kaže, da se bodo plačna gibanja in rast produktivnosti postopno uskladila šele v obdobju projekcij. Čeprav se je rast povprečnih stroškov dela ob koncu leta 2008 znižala, ostaja razmeroma visoka glede na močan padec produktivnosti. Medletna stopnja rasti povprečne bruto plače v zasebnem sektorju je v zadnjem četrtletju 2008 padla od 9,3% na še vedno visokih 4,9%, v predelovalnih dejavnostih pa od 9,3% na 3,5%. Kljub močnem znižanju se je s tem stopnja rasti bruto plač v zasebnem sektorju v

Slika 3.15: Stroški dela na enoto proizvoda



Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.

zadnjem četrtletju samo znižala na raven, ki je primerljiva s povprečno rastjo v predhodnih štirih letih, ko je znašala 5,7%. Po drugi strani je v zadnjem četrtletju medletna rast skupne produktivnosti znašala -2,9%, v predelovalnih dejavnostih pa je rast produktivnosti negativna že od tretjega četrtletja 2008. S tem se zvišuje rast bruto plače na enoto proizvoda, ki je v zadnjem četrtletju dosegla 10,3%, v povprečju zadnjih petih let pa je znašala le 2,2%. V predelovalnih dejavnostih je rast bruto plače na enoto proizvoda dosegla kar 13,5%, medtem ko je v povprečju

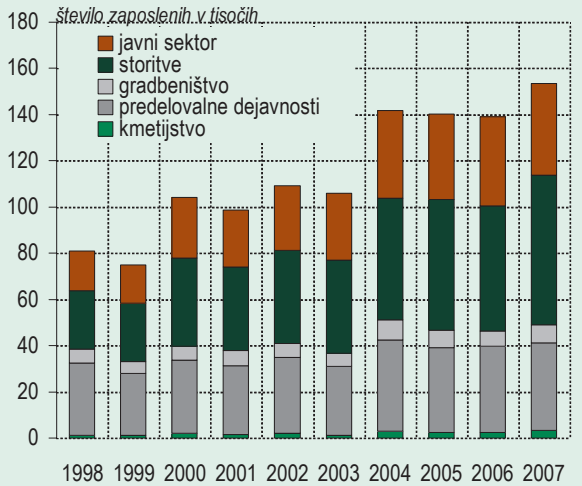
zadnjih petih let znašala 1,3%. Postopno odpravljanje davka na izplačane plače delno omejuje rast stroškov dela, ki zaostaja za pospešeno dinamiko bruto plač. V letih 2006 in 2007 je bila rast stroškov dela na enoto pro-

Okvir 3.3: Začasne zaposlitve in prožnost trga dela

Zmanjšanje zaposlenosti bo po pričakovanjih v veliki meri prizadelo tudi začasno zaposlene, med katere sodijo predvsem zaposlitve za določen čas, delo tujcev (razen tujcev s t.i. osebnimi delovnimi dovoljenji), ter nekateri zaposleni preko študentskih servisov. Pri teh skupinah zaposlenih so namreč stroški odpuščanja bistveno nižji kot pri odpustitvi redno zaposlenih delavcev. Precejšnji porast deleža zaposlenih za določen čas v strukturi zaposlenih po uvedbi novega Zakona o delovnih razmerjih leta 2003 bo ob padanju povpraševanja po proizvodih podjetjem precej olajšal prestrukturiranje in zmanjševanje obsega proizvodnje.

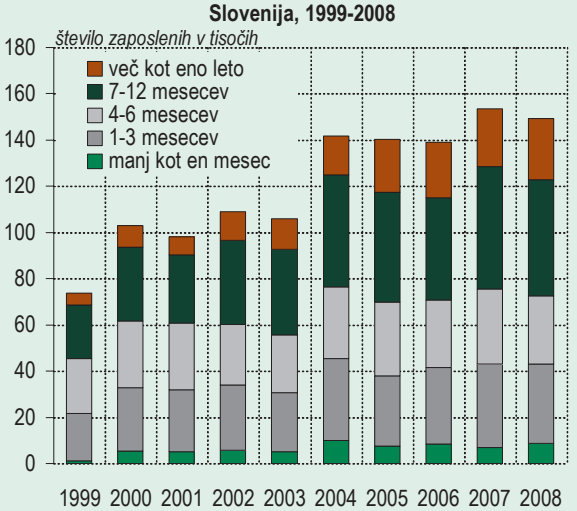
Pregled strukture zaposlenih za določen čas po trajanju njihovih pogodb kaže, da ima večina zaposlenih za določen čas kratke pogodbe, tako da lahko delodajalci v teh primerih relativno hitro zmanjšajo število zaposlenih. V Sloveniji ima 6,3% zaposlenih pogodbe za določen čas, krajše od treh mesecev, kar predstavlja okoli 60 tisoč zaposlenih. Ta delež je precej višji kot v EU27, kjer znaša delež tako zaposlenih 3,3%. Takšna razlika postavlja slovenska podjetja v tem kontekstu v bolj konkurenčen položaj.

Slika 1: Začasne zaposlitve po dejavnostih, Slovenija, 1998-2007



Vir: Eurostat.

Slika 2: Začasne zaposlitve po trajanju pogodbe, Slovenija, 1999-2008



Vir: Eurostat.

Tabela: Primerjava deleža začasno zaposlenih, Slovenija in EU27, 2008

Trajanje pogodbe	Število začasno zaposlenih - Slovenija (v tisočih)	Delež začasno zaposlenih - Slovenija (odstotek)	Delež začasno zaposlenih - EU27 (odstotek)
manj kot en mesec	15,6	1,7%	0,7%
1-3 mesecev	43,1	4,6%	2,6%
4-6 mesecev	27,5	2,9%	2,4%
7-12 mesecev	46,8	5,0%	3,6%
več kot eno leto	30,3	3,2%	4,0%
Skupaj	163,3	17,5%	15,4%

Vir: Eurostat.

izvoda zaradi odpravljanja tega davka vsako leto za približno 0,4 odstotne točke nižja, v letu 2008 pa za približno 0,9 odstotne točke. Za letošnje leto, s katerim je davek na izplačane plače v celoti odpravljen, je pričakovati še večje zmanjšanje medletne rasti stroškov dela v višini vsaj ene odstotne točke. Takšen kazalnik stroškov dela ni povsem ustrezen za analizo trendnih gibanj, predvsem zaradi precejšnjih nihanj drugih prejemkov iz delovnega razmerja: npr. v drugem četrtletju leta 2006 so drugi prejemki iz delovnega razmerja k rasti stroškov na enoto proizvoda prispevali 3,6 odstotne točke, v tretjem četrtletju leta 2008 pa –0,4 odstotne točke.

Primerjava rasti stroškov dela na enoto proizvoda in deflatorja BDP kaže, da so tudi stroški dela vplivali na višjo povprečno stopnjo osnovne inflacije v zadnjem letu. Leta 2008 je rast stroškov dela na enoto proizvoda celo prehitela rast deflatorja BDP za skoraj 4 odstotne točke, medtem ko je v obdobju med letoma 2005 in 2007 v povprečju zaostajala za okoli 1 odstotno točko. Primerjava rasti nominalnih stroškov dela na zaposlenega in rasti povprečne desetletne produktivnosti je prikazana v tabeli 3.4 zato, da se izločijo učinki gospodarskega cikla na oceno produktivnosti in učinki nihanj v deflatorjih. Ta kazalnik kaže inflacijski del stroškov dela, če bi bila gospodarska rast blizu dolgoletnemu povprečju. Razlika med rastjo nominalnih stroškov dela na zaposlenega in rastjo dolgoročne produktivnosti kaže na rahlo izboljšanje v zadnjem četrtletju leta 2008 glede na predhodna tri četrtletja, saj je ta indikator padel s 3,5% na 2,0%, še vedno je bil pa za odstotno točko višji od povprečja predhodnih

Tabela 3.4 Stroški dela

	2004	2005	2006	2007	2008	Q407	Q108	Q208	Q308	Q408
	medletna rast v %, nominalno									
Bruto plača	4,6	4,9	4,8	5,9	8,4	6,8	7,8	8,6	9,9	7,1
Bruto plača v zasebnem sektorju	5,3	5,4	5,4	6,8	8,0	8,0	8,2	9,4	9,3	4,9
Bruto plača v javnem sektorju	2,7	3,3	3,4	4,1	9,7	3,8	7,1	7,0	11,7	12,8
Bruto plača v predelovalnih dejavnostih	6,6	5,9	5,5	6,8	7,7	8,4	8,2	9,6	9,3	3,5
Stroški dela na zaposlenega[1]	6,4	2,9	5,0	4,7	6,3	5,0	7,0	6,2	6,8	5,2
Drugi prejemki iz delovnega razmerja na zaposlenega	14,3	-7,0	10,1	2,9	3,2	0,5	10,4	1,9	-2,4	2,8
Bruto plača na enoto proizvoda	0,6	0,4	0,4	2,1	7,7	4,7	5,4	6,2	8,8	10,3
Bruto plača na trendo enoto proizvoda[3]	1,4	1,6	1,6	2,7	5,1	3,5	4,6	5,4	6,7	3,9
Bruto plača v pred. dejavnostih na enoto proizvoda	1,2	0,1	-3,4	-0,2	8,8	3,2	6,9	6,1	9,6	13,5
Bruto plača v pred. dejavnostih na trendno enoto proizvoda[3]	0,8	0,0	-0,3	0,9	1,8	2,6	2,4	3,8	3,5	-2,3
Stroški dela na enoto proizvoda[1]	2,4	-1,5	0,7	1,0	5,6	3,1	4,6	3,8	5,7	8,4
Stroški dela na trendno enoto proizvoda[1,3]	3,2	-0,3	1,8	1,5	3,1	1,8	3,8	3,0	3,6	2,0
Sredstva za zaposlene na enoto proizvoda[2]	3,7	0,8	1,1	2,5	7,9	4,9	5,7	6,6	8,9	10,4
Proizvod na zaposlenega	4,0	4,5	4,3	3,7	0,7	1,9	2,3	2,3	1,0	-2,9
Proizvod na zaposlenega - predelovalne dejavnosti	5,4	5,8	9,2	6,9	-1,0	5,1	1,3	3,4	-0,2	-8,8
HICP	3,7	2,5	2,5	3,7	5,5	5,5	6,5	6,4	6,2	3,1
BDP deflator	3,4	1,6	2,0	4,1	4,0	4,6	5,3	4,4	3,6	3,0

[1] Stroški dela vključujejo bruto plače (SURS), druge prejemke iz delovnega razmerja (AJPES), ter socialne prispevke delodajalcev in davek na izplačane plače (MF).
[2] Nacionalni računi
[3] Proizvod na zaposlenega - povprečje zadnjih 10 let: 3,2%
Proizvod na zaposlenega v predelovalnih dejavnostih - povprečje zadnjih 10 let: 5,8%
Vir: SURS, AJPES, Ministrstvo za finance Republike Slovenije; preračuni Banka Slovenije.

treh let. Upoštevanje dinamike bruto plač kaže še bolj neugodno sliko, saj je ta indikator s stopnjo rasti 3,9% za 1,9 odstotnih točk višji od povprečja predhodnih treh let.

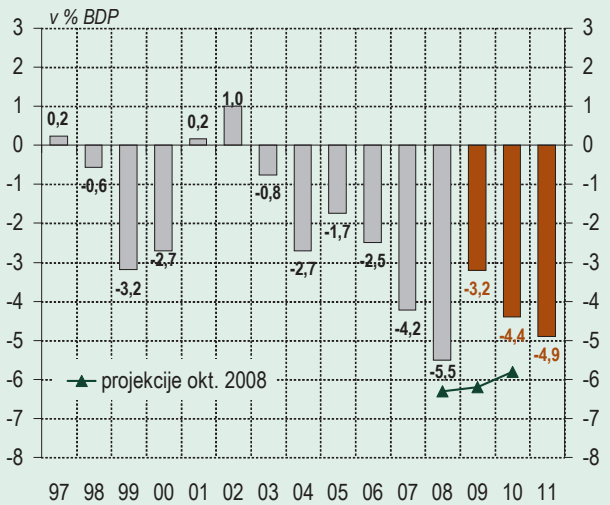
Rast plač v javnem sektorju bo v povprečju obdobja projekcij prehitevala rast plač v zasebnem sektorju za okoli štiri odstotne točke, v veliki meri zaradi novega plačnega sistema v javnem sektorju, sprejetega avgusta 2008. V projekcijah je upoštevana predpostavka o rasti plač v javnem sektorju za 7,1%, 9,2%, in 4,0% v letih 2009, 2010 in 2011. Predpostavka o rasti nominalne povprečne bruto plače v javnem sektorju za leta 2009, 2010 in 2011 upošteva predvidene nadaljnje uskladitve plač in odpravljanje plačnih nesorazmerij v novih predvidenih rokih. Prvi dve fazi prehoda na nov plačni sistem sta bili izvedeni septembra 2008 in januarja 2009, pri čemer se bodo v vsaki fazi povprečne bruto plače predvidoma dvignile za slabe štiri odstotke. Na dinamiko plač v javnem sektorju pomembno vpliva tudi dogovor o ukrepih na področju plač v javnem sektorju zaradi spremenjenih makroekonomskih razmer, ki so ga Vlada in sindikati javnega sektorja podpisali februarja 2009. Dogovorili so se, da se preloži tretja četrtina prehoda na nov plačni sistem s 1. septembra letos na 1. januar 2010, zadnja četrtina pa je še vedno predvidena za 1. marec 2010. Nekaj negotovosti glede dokončne oblike novega plačnega sistema kljub temu obstaja, saj vse interesne skupine še vedno niso pristale na nov plačni sistem.

Ob pričakovanih makroekonomskih gibanjih naj bi se v obdobju projekcij rast plač v zasebnem sektorju hitro umirila, nato pa naj bi plače naraščale po zmernih stopnjah rasti. Rast plač bodo znižale in omejevale predvsem neugodne gospodarske razmere, določbe o poviševanju plač iz kolektivnih pogodb pa po pričakovanjih ne bodo imele znatnega vpliva. Razlog za to izvira iz dejstva, da je glede na relativno visoka povišanja plač v zasebnem sektorju v letu 2008 veliko podjetij po ocenah že ugodilo minimalnim povišanjem za leto 2009, določenim v kolektivnih pogodbah. Kolektivna pogodba za zasebni sektor (Kolektivna pogodba o izredni uskladitvi plač za leto 2007 in načinu usklajevanja plač, povračilu stroškov v zvezi z delom in drugih osebnih prejemkih za leti 2008 in 2009), podpisana maja 2008, sicer predvideva določena povišanja najnižjih osnovnih oziroma izhodiščnih plač januarja in avgusta 2009 ter januarja 2010. Za januar 2009 je določeno povišanje v višini 1,15%, kolikor znaša razlika med povprečno rastjo indeksa cen življenjskih potrebščin leta 2008 in ob podpisu dogovorjenim 4,55% pragom. Za avgust 2009 je predvideno povišanje izhodiščnih plač za 2,3%, januarja 2010 pa nadaljnje povišanje, če inflacija leta 2009 preseže 2,7%, kar se glede na osnovni scenarij projekcij predvidoma ne bo zgodilo. Plače v zasebnem sektorju naj bi se tako leta 2009 povečale za manj kot 2%, leta 2010 pa le za nekoliko več kot 2%. Po pričakovanjih bodo podjetja v tem obdobju izdatke za zaposlene zmanjševala tudi z nižanjem drugih prejemkov iz delovnega razmerja, npr. regresa za letni dopust s predhodnih vrednosti na zakonski minimum. V skrajnem primeru vsebujejo kolektivne pogodbe v zasebnem sektorju določbe, ki dopuščajo začasno znižanje plač ob dogovoru s sindikatom, če takšno znižanje prispeva h ohranitvi delovnih mest. Na takšna znižanja je privolilo že nekaj sindikatov pri podjetjih, ki so vložila prošnje za delno subvencioniranje polnega delovnega časa.

4 Zunanje ravnotežje in konkurenčnost

Glede na predvidene dejavnike v mednarodnem okolju in projekcije domačih gospodarskih gibanj, bi se lahko primanjkljaj tekočega računa v letošnjem letu glede na lani domala prepolovil in znižal na raven okoli 3% BDP, nato pa ponovno povišal in presegal 4% BDP. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance Slovenije je naraščal že od leta 2003 dalje, v zadnjih dveh letih se je povečeval v povprečju po 1,5 odstotne točke BDP letno. V letu 2008 je primanjkljaj tekočega računa znašal 2.055 mio EUR oziroma 5,5% BDP in je bil za 1,3 odstotne točke višji od primanjkljaja v letu 2007 in je bil tako največji od osamosvojitve Slovenije. Svetovna finančna kriza po avgustu 2007 in njen prehod v globalno ekonomsko krizo v drugi polovici leta 2008 se odraža tudi na projekcijah gospodarskih in plačilnobilančnih gibanjih Slovenije. Projekcije namreč kažejo, da bi se lahko letos trend naraščanja primanjkljaja tekočega računa iz preteklih let v letošnjem letu začasno ustavil. Ocene kažejo, da se bo primanjkljaj v letošnjem letu znižal na okoli 3% BDP, v naslednjih dveh letih pa naj bi se postopoma povečeval in ob koncu obdobja projekcij dosegel raven

Slika 4.1: Projekcije tekočega računa



Vir: Banka Slovenije

Tabela 4.1 Tekoči račun plačilne bilance

						Projekcije					
						2009		2010		2011	
	2004	2005	2006	2007	2008	**mar**	Δ	**mar**	Δ	**mar**	Δ
	realne stopnje rasti v %										
Izvoz blaga in storitev	12,4	10,6	12,5	13,8	3,3	**-7,0**	-14,4	**1,5**	-5,9	**4,0**	…
Uvoz blaga in storitev	13,3	6,6	12,2	15,7	3,5	**-7,9**	-15,0	**2,1**	-5,0	**4,3**	…
Tekoči račun: v mrd EUR	-0,7	-0,5	-0,8	-1,5	-2,1	**-1,2**	1,3	**-1,7**	0,8	**-1,9**	…
v % BDP	-2,7	-1,7	-2,5	-4,2	-5,5	**-3,2**	3,0	**-4,4**	1,8	**-4,9**	…
Pogoji menjave*	-1,0	-2,1	-0,6	0,6	-2,1	**2,2**	2,1	**-1,0**	-1,1	**0,0**	…

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

okoli 4,9% BDP. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance naj bi se z 2,1 mrd EUR v letu 2008 znižal na približno 1,2 mrd EUR v letošnjem letu. Do zmanjšanja primanjkljaja v primerjavi s preteklim letom in glede na prejšnje projekcije naj bi prišlo predvsem zaradi ugodnejših pogojev menjave, hitrejšega zniževanja uvoza od izvoza in zaradi možnega izboljšanja salda faktorskih dohodkov in transferov. Dinamika rasti količinskega izvoza in uvoza je v letih 2009 in 2010 v primerjavi s predhodnimi projekcijami močno popravljena navzdol, v skladu s hitrim zmanjševanjem uvoznega povpraševanja in menjave v mednarodnem okolju. Hitrejšo dinamiko povečevanja količinskega uvoza in izvoza je pričakovati šele v letu 2011.

Do največjih popravkov glede na zadnje projekcije iz oktobra 2008 bo po ocenah prišlo v letošnjem letu, saj naj bi se zaradi recesije močno zmanjšalo povpraševanje iz tujine, medletna dinamika menjave s tujino pa naj bi postala močno negativna. Izvoz bi rasel počasneje za dobrih 14, uvoz pa za 15 odstotnih točk, medtem ko naj bi bile spremembe v letu 2010 nekoliko manjše in bi se gibale v razponu med 6 in 7 odstotnih točk. Na manjši primanjkljaj menjave blaga in storitev ter tekočega računa plačilne bilance naj bi vplivali tudi censki dejavniki. Po pričakovanjih naj bi se zaradi zniževanja cen energentov, hrane in ostalih surovin pogoji menjave, ki so se lani medletno poslabšali za nekaj več kot 2 odstotni točki, v obdobju projekcij kumulativno izboljšali za nekaj več kot odstotno točko. Takšna ocena gibanja pogojev menjave je ob negotovostih na svetovnih trgih, zlasti glede gibanja cen energentov, izpostavljena visoki ravni tveganja, podobno kot ocena gibanja neto dohodkov faktorjev, ki so v pretežni meri pod vplivom dogajanj na svetovnih finančnih trgih.

Dinamika menjave blaga in storitev naj bi se v letošnjem letu močno upočasnila in bila medletno negativna. Rast izvoza in uvoza naj bi se v prihodnjih dveh letih postopoma povečevala in naj bi raven iz leta 2008 dosegla šele v zadnjem letu projekcij. Pospeševanje svetovne finančne krize in njen prehod v gospodarsko krizo ob koncu leta 2008 sta bila najpomembnejša dejavnika zmanjševanja povpraševanja po slovenskih proizvodih iz tujine, ki se je močno odrazilo tudi na izvozu in domači gospodarski aktivnosti v drugi polovici, najbolj pa v zadnjem četrtletju, leta 2008. Realni prihodek od prodaje v industriji se je v zadnjem četrtletju medletno zmanjšal za 2,1%, pri tem se je realni prihodek od prodaje na domačem trgu zmanjšal za 2,6%, in od prodaje na tujih trgih za 1,8%. Svetovna finančna in gospodarska kriza je najhitreje in najbolj prizadela poslovanje z državami članicami evroobmočja, kjer se je realni prihodek od prodaje v industriji zmanjšal nadpovprečno, in sicer za 3,8% medletno. Pozitivna rast realnega prihodka od prodaje na tujih trgih je bila dosežena le v poslovanju z državami nečlanicami evroobmočja, tako s preostalimi članicami EU, kot s preostalim svetom. Skupaj je realna rast dohodkov od prodaje tem državam v zadnjem četrtletju dosegla 1,1%. Pri tem so se medletno povečali le realni prihodki od prodaje proizvodov za široko porabo, in sicer za 4,1%, najbolj zaradi povečane prodaje netrajnih proizvodov za široko porabo v višini 10,3%. Ob zmanjšanju prihodkov od prodaje proizvodov za investicije za 1,5%, so se najbolj, za 4,2%, zmanjšali prihodki od prodaje proizvodov za vmesno porabo, kar je dodaten pokazatelj upadanja gospodarske aktivnosti v pomembnih trgovinskih partnericah Slovenije.

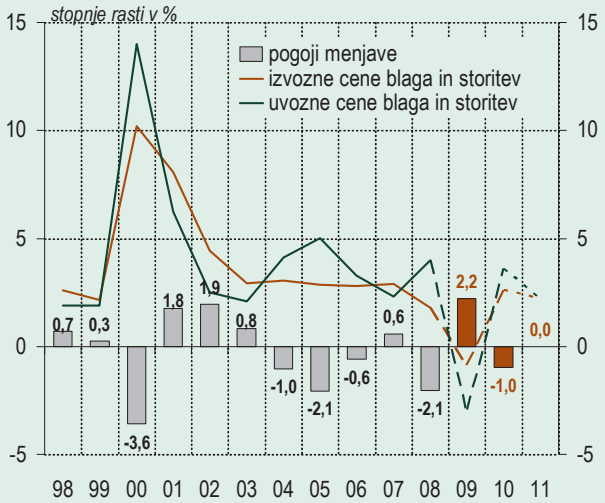
Ocena rasti tujega povpraševanja je glede na predpostavke, uporabljene v izdelavi lanskoletnih oktobrskih projekcij v letu 2009 nižja za slabih 13 odstotnih točk v letu 2010 pa za 6 odstotnih točk. Popravljena predpostavka o manjšem povpraševanju iz tujine izvira predvsem iz ocene manjšega povpraševanja držav članic evroobmočja, ki je od zadnjega četrtletja 2008 tehnično že v recesiji. Podobna gibanja glede tujega povpraševanja so pričakovana tudi v državah članicah EU zunaj evroobmočja kot tudi v državah zunaj EU.

Pričakovati je, da se bo primanjkljaj blagovne menjave v letošnjem in naslednjem letu v primerjavi z letom 2008 nekoliko zmanjšal, nato pa naj bi se postopoma zviševal. Primanjkljaj blagovne menjave naj bi se v letu

2009 glede na leto 2008 znižal za dobro 1,0 mrd EUR na 1,6 mrd EUR oziroma 4,3% BDP. Izboljšanje naj bi bilo predvsem posledica ugodnejših pogojev menjave, pa tudi relativno večjega realnega medletnega zmanjšanja dinamike realnega uvoza od izvoza blaga. V naslednjih letih se bo po ocenah dinamika rasti blagovne menjave v skladu s predvidenim izboljševanjem mednarodne konjunkture postopoma zviševala in se na strani izvoza gibala v skladu z dinamiko rasti tujega povpraševanja. Na upočasnjeno rast uvoza blaga bo poleg znižane dinamike rasti izvoza blaga[3] močno vplivalo tudi predpostavljeno upočasnjevanje domačega trošenja, zlasti investicijskega, ki je bilo v letih 2007 in 2008 najbolj dinamična domača komponenta rasti BDP.

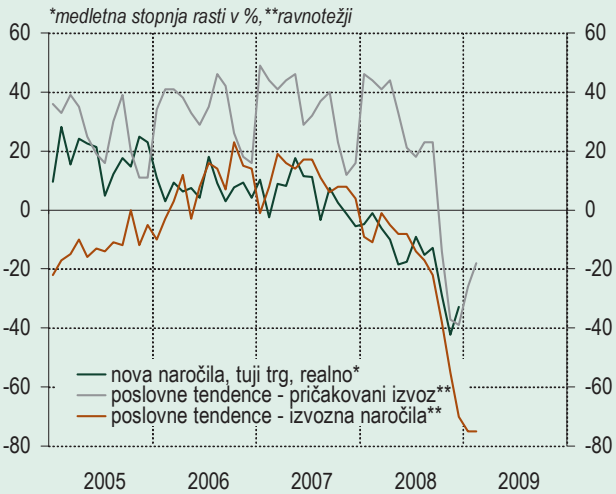
Na zmanjšanje primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance naj bi poleg zmanjševanja stroškov financiranja najbolj prispevalo izboljšanje pogojev menjave v primerjavi s letom 2008, ki je predvsem odraz znižanja cen nafte, hrane in drugih surovin na svetovnih trgih. Evrske cene nafte naj bi se v povprečju letošnjega v primerjavi s predhodnim letom zmanjšale za 60%, na podlagi te predpostavke ter predpostavk glede zniževanja cen primarnih surovin in inflacije v evroobmočju pa naj bi se uvozne cene znižale za 3,1%, izvozne cene pa za 0,9%. Ocenjeni pozitivni učinek pogojev menjave blaga in storitev na saldo tekočega računa plačilne bilance naj bi v letu 2009 znašal nekaj več kot 0,6 mrd EUR, kar pojasni dobro polovico zmanjšanja primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance v primerjavi z doseženim v letu 2008. Nominalni primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance naj bi se v naslednjih letih postopoma zviševal in bi v letu 2011 dosegel raven 1,9 mrd EUR. Pogoji menjave naj bi se ob predvidenem postopnem povečevanju cen energentov in primarnih surovin v letu 2010 poslabšali za dober 1%, v letu 2011 pa bi bili glede na predhodno leto domala nevtralni. Rast izvoza in uvoza blaga naj bi se od leta 2009 naprej postopoma povečevala in bi se v naslednjih dveh letih gibala pri izvozu med 2% in 4%, pri uvozu pa med 3% in 4%.

Slika 4.2: Pogoji menjave



Vir: Nacionalni računi SURS; preračuni Banka Slovenije.

Slika 4.3: Izvozna naročila



Vir: SURS.

Presežek v menjavi storitev s tujino naj bi tudi v obdobju projekcij ostal najpomembnejši dejavnik zmanjševanja primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance, četudi se bo dinamika tako izvoza kot uvoza storitev letos prehodno znižala. Na dinamiko rasti izvoza in uvoza storitev vplivajo podobni dejavniki kot na blagovno menjavo. Zmanjšana gospodarska aktivnost in manjše tuje povpraševanje bosta v obdobju projekcij posredno najbolj vplivala na storitve, ki so tesno povezane z blagovno menjavo. Mednje spadajo predvsem storitve

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

transporta in poslovno-tehnične storitve. Med slednjimi še posebno izstopajo storitve posredovanja v zunanji trgovini, storitve, povezane z manipulacijo blaga (prevzem, pošiljanje, skladiščenje) in druge storitve, povezane s promocijo blaga. Zaradi občutno bolj umirjene rasti naložb v gradbeništvu, zlasti na področju nizkih gradenj, naj bi se v prihodnjih letih zmanjšali tudi prihodki in predvsem izdatki od izvajanja investicijskih del v Sloveniji. Finančna in gospodarska kriza ter pričakovani upad kupne moči prebivalstva v najpomembnejših partnericah Slovenije bodo verjetno vplivali tudi na zmanjšanje prihodkov od potovanj. Ker se kriza hitro širi tudi v Slovenijo ter močno vpliva na povečanje negotovosti ter krčenja razpoložljivega dohodka ob hkratnem zmanjševanju zaposlenosti, se bodo verjetno v letošnjem letu zmanjševali tudi izdatki za potovanja. Ob upoštevanju vseh naštetih dejavnikov naj bi se dinamika izvoza in uvoza storitev v letošnjem letu glede na pretekla leta znižala. Na strani izvoza bi se lahko znižala za okoli 3%, kar je še vedno precej manjše znižanje od ustrezne dinamike blagovne menjave. V primerjavi s projekcijami iz oktobra 2008 naj bi bila dinamika menjave storitev na izvozni strani v letu 2009 nižja za 11 in v letu 2010 za 7 odstotnih točk, medtem ko bi bila na uvozni strani nižja za 4 oziroma za 5 odstotnih točk. Po zastoju v letu 2009 se pričakuje nadaljevanje ugodne dinamike menjave storitev v naslednjih letih, s ponovno krepitvijo investicij, tako doma kot v tujini, pa naj bi že od leta 2010 ponovno prehitevala dinamiko blagovne menjave. Ugodno naj bi na presežek v menjavi storitev vplivala pričakovana hitrejša rast izvoznih od uvoznih cen oziroma izboljšanje pogojev menjave storitev, za 1,6% v letu 2009 in za dobrih 0,5% v naslednjih dveh letih. Ob realizaciji takšnih gibanj bi se presežek v menjavi storitev, ki se je v letu 2008 povzpel na rekordnih 4,6% BDP, v letošnjem letu znižal na 4% BDP in se okrog te ravni ohranjal do konca obdobja projekcij.

Primanjkljaj dohodkov faktorjev se je v zadnjih nekaj letih pospešeno povečeval. Ob upočasnjenem naraščanju neto zadolževanja in predpostavljenem znižanju stroškov financiranja na svetovnih finančnih trgih naj bi se po ocenah v letošnjem letu primanjkljaj dohodkov faktorjev zmanjšal in postopno zviševal v letih 2010 in 2011. V letu 2005 je primanjkljaj dohodkov faktorjev znašal 300 mio EUR in se je do leta 2008 povečal za več kot trikrat na 1.026 mio EUR oziroma 2,8% BDP. V letu 2009 naj bi se primanjkljaj dohodkov faktorjev medletno zmanjšal za dobro desetino na 900 mio EUR oziroma na 2,4% BDP. V naslednjih dveh letih bi se primanjkljaj dohodkov faktorjev ponovno postopoma povečeval in se ob koncu obdobja projekcij povzpel na okoli 2,7% BDP. Ob povečanem zaposlovanju tuje delovne sile v Sloveniji se neto pritoki dohodkov od dela že več let zmanjšujejo. V letu 2007 so se glede na leto poprej več kot prepolovili, v letu 2008 pa so bili že neto odlivni v višini 25 mio EUR. Neugodna konjunktura doma in v tujini bo vplivala tudi na neto dohodke od dela, ki naj bi se v primerjavi z oceno iz oktobra lani v naslednjih dveh letih zmanjšali. Zaradi manjše konjunkture so podjetja v Sloveniji pričela najprej odpuščati tujo delovno silo, ki je v veliki meri zaposlena v gradbeništvu in v podjetjih, ki pretežno proizvajajo proizvode za izvoz. Takšna gibanja bodo med drugim vplivala na faktorske dohodke od dela, ki se bodo na strani odhodkov zmanjševali. Ekonomska kriza, predvsem v evroobmočju, bo vplivala tudi na prihodke od dela. Med posameznimi postavkami faktorskih dohodkov tekočega računa plačilne bilance so se v zadnjih letih pod vplivom neposrednih tujih naložb, povečanega zadolževanja v tujini in rasti obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih do zadnjega četrtletja lani, povečali neto odlivi dohodkov od kapitala. Primanjkljaj dohodkov od kapitala se je glede na leto 2007 povečal za 214 mio EUR, na 1.001 mio EUR. Najbolj so se pri izdatkih povečala plačila obresti v tujino. Relativno hitra sprememba iz neto terjatev v vrednosti 0,9 mrd EUR ob koncu leta 2005 v neto zunanji dolg v višini 9,5 mrd EUR ob koncu leta 2008 ter rast obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih do začetku leta 2008 so bili glavni dejavniki povečevanja neto plačil obresti v tem obdobju. Plačila obresti za posojila, najeta v tujini so se, ob povečanju obsega bruto zunanjega dolga v zadnjih dveh letih in rasti obrestnih mer na

svetovnih finančnih trgih, v letu 2008 medletno povečala za 334 mio EUR na 1.186 mio EUR. Po letu 2005 se povečuje tudi transfer dobičkov matičnim družbam v tujini. Podjetja v tuji lasti so lani od 540 mio EUR doseženega dobička od lastniškega kapitala reinvestirala v podjetja v Sloveniji le 16,1 mio EUR, vse ostalo pa prenesla na račune matičnih podjetij v tujino. Pri dohodkih od kapitala so se prihodki od naložb v vrednostne papirje povečali za 12,7%, odhodki pa za 4,3%. Kot rezultat takšnih gibanj se je neto pritok dohodkov od teh naložb v letu 2008 medletno povečal za 40 mio EUR na 262 mio EUR. Pri tem so se na strani prihodkov najbolj povečali prihodki bank od obveznic in zadolžnic.

Ob primanjkljaju dohodkov od dela bosta k manjšemu primanjkljaju faktorskih dohodkov v obdobju projekcij po ocenah najbolj prispevala zmanjšanje neto primanjkljaja dohodkov od lastniških deležev ter neto plačil obresti v tujino. K primanjkljaju dohodkov od kapitala naj bi največ prispevala zmanjšana obsega plačanih obresti ter izdatkov za dividende in reinvestirane dobičke. Na zmanjšanje neto plačil obresti bo kljub predvideni rasti neto zunanjega dolga, ki naj bi bila bistveno počasnejša od povprečja zadnjih nekaj let, vplivalo predvsem predpostavljeno postopno zmanjšanje stroškov financiranja oziroma obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih. Zaradi globalne finančne in gospodarske krize naj bi se po ocenah obseg neposrednih naložb, tako domačih v tujini kot tujih v Sloveniji, močno zmanjšal. Zmanjševanje gospodarske aktivnosti se bo odrazilo tudi v donosnosti neposrednih naložb, zato naj bi se neto odlivni dohodki iz naslova neposrednih naložb zmanjšali iz 472 mio EUR v letu 2008 na okrog 380 mio EUR v letošnjem letu, do konca obdobja projekcij pa naj bi se povečali na okrog 450 mio EUR. Pri tem naj bi se dosedanji trendi repatriacije dividend in razdeljenega dobička od neposrednih naložb v tujino nadaljevali tudi v obdobju projekcij. Na zmanjšanje primanjkljaja faktorskih dohodkov bodo kljub pričakovani nižji donosnosti tako kot do sedaj tudi v prihodnje vplivali dohodki od naložb v tuje dolžniške vrednostne papirje. Ti so po stanju ob koncu lanskega leta za več kot dvakrat presegali stanje tujih naložb v domače dolžniške vrednostne papirje.

Neto tekoči transferi v tujino so se v letu 2008 glede na leto 2007 zmanjšali za dobro tretjino in k primanjkljaju tekočega računa plačilne bilance v lanskem letu prispevali nekaj manj kot 10%. Najbolj so se v letu 2008 medletno izboljšali zasebni transferji, in sicer neto za 45 mio EUR. Najpomembnejši dejavnik izboljšanja rezultatov zasebnih transferov je bil presežek v davkih in socialnih prispevkih od bruto dohodkov delavcev, ki so se povečali iz 62 mio EUR na 80 mio EUR v letu 2008. V nekoliko manjšem obsegu so se v letu 2008 izboljšali tudi uradni transferji, saj se je njihov primanjkljaj medletno zmanjšal za 39 mio EUR na 183 mio EUR. Pretežni del uradnih transferjev se nanaša na plačila davkov in prispevkov v tujino, zavarovalne premije ter druge transferje. Načrtovani tokovi s proračunom Evropske unije so bili na strani prejemkov realizirani v deležu 46,4%, na strani izdatkov pa v deležu 114,0%. Nadpovprečno so se na strani izdatkov v lanskem letu povečale obveznosti iz naslova tradicionalnih sredstev (carine), odhodki iz naslova davka na dodano vrednost ter odhodki iz naslova bruto nacionalnega dohodka. Neto položaj proračuna Republike Slovenije do proračuna EU se je glede na leto 2007, ko je bil skoraj izravnan, v letu 2008 močno poslabšal in je prispeval k primanjkljaju uradnih transferjev 64,7 mio EUR. Pri načrtovanju neto pozicije s proračunom Evropske unije so bili upoštevani podatki iz Proračunskega memoranduma za leti 2008 in 2009, v katerih je bilo predvideno, da bodo prejemki predstavljali 1,56% BDP, izdatki pa 1,13% BDP, kar daje ob upoštevanju ocene BDP presežek okrog 150 mio EUR letno. Ta presežek je bil glede na dosedanje izkušnje z realizacijo, zlasti na strani prejemkov, ustrezno zmanjšan, tako da bo po ocenah saldo prejemkov in izdatkov, povezanih s proračunom EU tudi v obdobju projekcij izkazoval manjši primanjkljaj. Delež primanjkljaja transferov se je v letu 2008 znižal na raven 0,5% BDP, in naj bi se tudi v naslednjih letih ohranjal okrog te ravni.

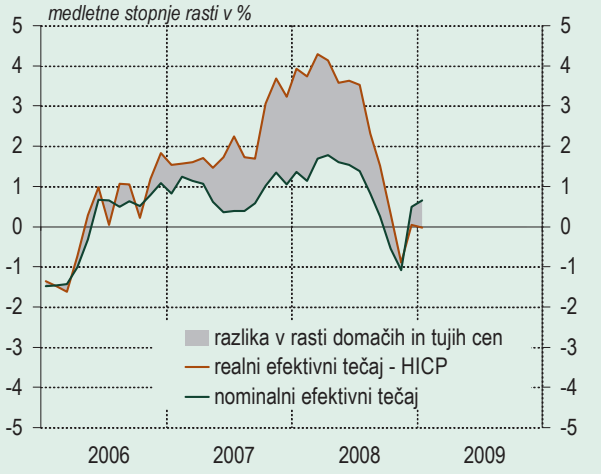
Glede na predpostavljene dejavnike izvoznih in uvoz-

nih cen, spremembe medvalutnih razmerij, gibanj cen surovin ter energentov, naj bi se v letošnjem letu pogoji menjave močno izboljšali in tako najpomembneje prispevali k relativnemu izboljšanju salda tekočega računa plačilne bilance. Skupni pogoji menjave blaga in storitev so se v letu 2008 medletno poslabšali za 2,1%. V povprečju leta so se namreč izvozne cene medletno povečale za 1,8%, uvozne cene pa za 4,0%. Tako gibanje izvoznih in uvoznih cen je bilo precej manj ugodno kot v letu 2007, ko so bili pogoji menjave celo pozitivni v višini 0,5%. V letu 2009 naj bi se po oceni izvozne in uvozne cene medletno zmanjšale, in sicer izvozne cene za 0,9%, še veliko bolj, za 3,1% pa tudi uvozne cene. Ob takšnih gibanjih bi se pogoji menjave s tujino v letošnjem letu medletno izboljšali za 2,2% in bi tako postali pomemben dejavnik pri zmanjšanju primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance v letošnjem letu. Pozitiven učinek pogojev menjave bi k zmanjšanju primanjkljaja tekočega računa v letošnjem letu prispeval nekaj več kot 600 mio EUR oziroma 1,6% BDP. Zaradi predpostavljene ponovne rasti cen energentov in primarnih surovin naj bi se pogoji menjave v letu 2010 poslabšali za dober odstotek, vendar pa bi se po tem letu ob predpostavljeni ustalitvi cen surovin ohranjali okrog nevtralne ravni. Na gibanje pogojev menjave, in s tem tudi na rezultate tekočega računa plačilne bilance, močno vpliva tudi gibanje tečaja evra do drugih svetovnih valut, predvsem ameriškega dolarja. Pozitivni pogoji menjave v višini 2,2% iz osnovnega scenarija bi se tako ob hipotetični depreciaciji evra do ameriškega dolarja za 20% zmanjšali na 0,5%, kar bi sočasno pomenilo kratkoročno poslabšanje salda tekočega računa za dobro odstotno točko.

Indeks harmoniziranega kazalnika konkurenčnosti nominalnega efektivnega tečaja domače valute je v letu 2008 v povprečju apreciiral za 0,9%, pri tem pa je v prvi polovici leta pretežno apreciiral, nato pa pretežno depreciiral. V letu 2008 je nominalni efektivni tečaj dosegel vrh aprila, ko je medletno porasel za 1,8%, ter dno novembra, ko se je medletno znižal za 1,1%. V zadnjem letu je evro največ pridobil v razmerju do britanskega funta, 18,1%, medtem ko je depreciiral do ameriškega dolarja, 13,3%, japonskega jena, 25,1% ter do švicarskega franka, 7,3%. Vrednost evra, izražena v ameriškem dolarju, je konec februarja 2008 presegla 1,5 USD in se do sredine julija približevala menjalnemu razmerju v višini 1,6 USD, nato pa je evro depreciiral in se znižal pod raven 1,3 USD od začetka februarja letos. Vrednost evra glede na britanski funt je v začetku leta dosegala 0,74 GBP in se nato počasi zviševala, ter dosegla vrh konec decembra pri 0,98 GBP. Trenutno se giblje okrog 0,90 GBP za 1 EUR. Zniževanje nominalnega efektivnega tečaja v drugi polovici leta je neposredno vplivalo tudi na konkurenčni položaj držav evroobmočja. Posledično se je povišala konkurenčnost držav evroobmočja tako na ameriškem kot tudi na azijskem trgu, vendar pa zaradi finančne in posledično gospodarske krize, teh prednosti ni bilo moč v celoti izrabiti.

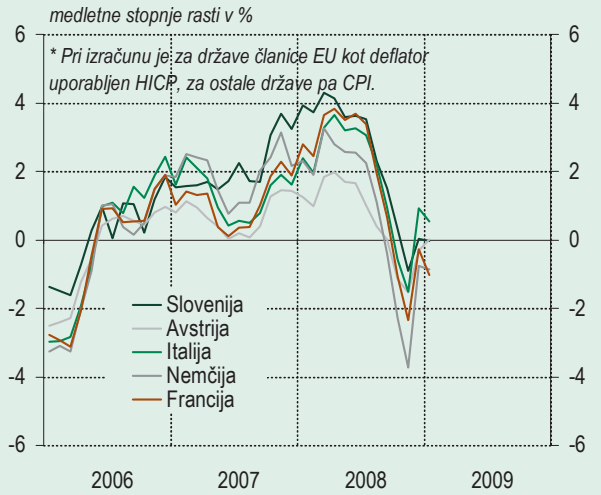
Večina kazalnikov realnega efektivnega tečaja je od zadnjega četrtletja 2005 do prvega četrtletja 2008 apreciirala, nakar se je trend obrnil. Izjema je realni efektivni tečaj, merjen na podlagi stroškov dela na enoto proizvoda v predelovalnih dejavnostih, ki je po apreciaciji v letu 2007, depreciiral do tretjega četrtletja 2008. Po močni apreciaciji v letu 2007 je realni efektivni tečaj, merjen s cenami življenjskih potrebščin (HICP) v prvem četrtletju 2008 dosegel vrh in je medletno porasel za 4,2%. Kljub depreciaciji v drugi polovici leta je v povprečju leta 2008 tečaj medletno apreciiral za 2,5%. Apreciacija je bila predvsem posledica hitrejše rasti domačih cen od rasti košarice tujih cen. Kazalnik cenovne konkurenčnosti se je od drugega četrtletja naprej zniževal, najmočneje v zadnjem četrtletju leta 2008. Realni efektivni tečaj, merjen s stroški dela na enoto proizvoda celotnega gospodarstva, je v prvem četrtletju medletno apreciiral za 2,5%, v tretjem četrtletju pa še samo 0,2%. Glede na obrat v gibanju produktivnosti ter porast stroškov dela na zaposlenega je mogoče predvideti, da je ta kazalec v zadnjem četrtletju spet močneje apreciiral. Na drugi strani je realni efektivni tečaj merjen na podlagi stroškov dela na enoto proizvoda v predelovalni dejavnosti depreciiral

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



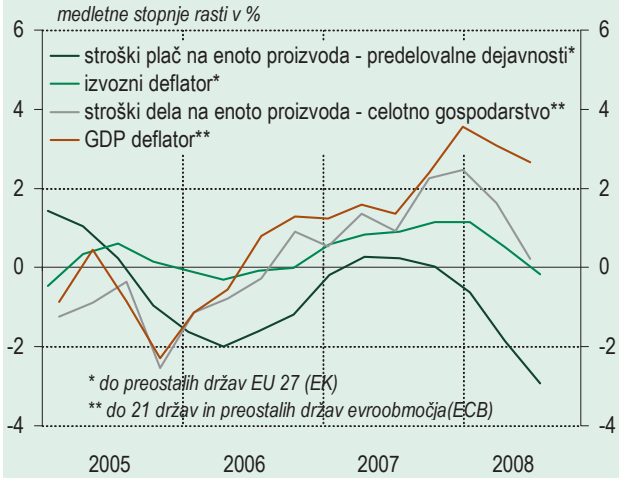
Vir: ECB.

Slika 4.5: Harmonizirani kazalnik cenovne konkurenčnosti (41 držav in 15 držav evroobmočja)



Vir: ECB.

Slika 4.6: Kazalniki konkurenčnosti



Vir: Evropska komisija, ECB.

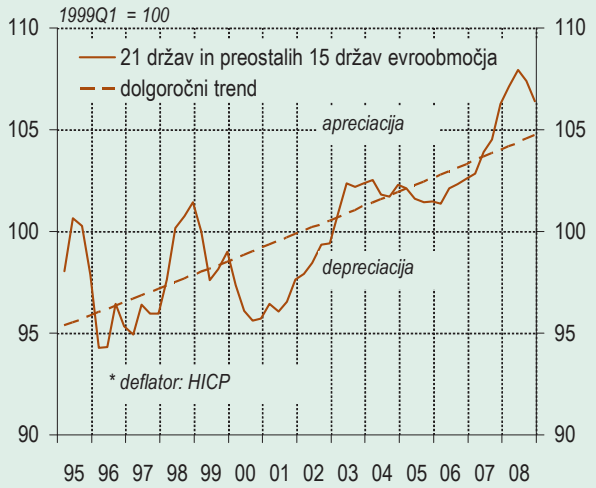
leta 2008 in je v povprečju je njegova medletna stopnja depreciacije do tretjega četrtletja znašala 1,6%. Po dveletnem trendnem naraščanju kazalnika realnega efektivnega tečaja, merjenega z deflatorjem bruto domačega proizvoda, se je trend v drugem četrtletju leta 2008 ustavil, kazalnik pa se je začel izboljševati. Medletna apreciacija kazalnika konkurenčnosti, ki je v prvem četrtletju lani dosegla 3,6%, se je v tretjem četrtletju zmanjšala na 2,7%. Na izboljšanje tega kazalnika konkurenčnosti je vplivalo predvsem znižanje medletne stopnje rasti slovenskega deflatorja BDP s 6,2% v prvem četrtletju na 3,3% v tretjem četrtletju lani. Realni efektivni tečaj, merjen z deflatorjem izvoznih cen blaga in storitev do EU, je v letu 2008 v povprečju apreciiral za 0,5%, kar je za 0,4 odstotne točke manj kot leta 2007. Apreciacija v tem primeru ne pomeni nujno slabšanja konkurenčnosti izvoznega sektorja, ampak lahko odraža tudi spremembe v strukturi slovenskega izvoza.

Zaradi relativno hitrejšega padanja inflacije v Sloveniji v primerjavi z najpomembnejšimi trgovinskimi partnericami Slovenije v evroobmočju kaže kazalnik cenovne konkurenčnosti Slovenije v letu 2008 na izboljševanje konkurenčnosti. Kazalnik cenovne konkurenčnosti do držav evroobmočja je zaradi visoke stopnje inflacije v Sloveniji od drugega četrtletja 2007 pa do prvega četrtletja 2008 hitro apreciiral. To je postavljalo Slovenijo na rep cenovne konkurenčnosti med državami evroobmočja, v drugi polovici leta pa je ta kazalnik konkurenčnosti depreciiral. Čeprav kazalniki konkurenčnosti ob koncu leta nakazujejo na približevanje povprečju najpomembnejših trgovinskih partneric Slovenije v evroobmočju, je konkurenčni položaj Slovenije še vedno dokaj neugoden.

V gibanju kazalnikov cenovne konkurenčnosti se lahko kažejo tudi vplivi dolgoročne realne konvergence,

ki so, kar zadeva zmanjševanje konkurenčnosti, nevtralni. V Sloveniji so ti vplivi, upoštevajoč dolgoročni trend apreciacije realnega efektivnega tečaja od leta 1995 precej zmerni. Enake ocene kažejo tudi analize na podlagi gibanj medsektorskih relativnih cen in produktivnosti, ki so bile prikazane v PCS oktobra lani. Odstopanja od dolgoročnega trenda nakazujejo, da je v letu 2007 prišlo do obrata na slabše, saj je apreciacija presegala stopnje, ki jih je moč povezati s procesom ravnovesne dolgoročne realne konvergence. V letu 2008 se je kazalnik ponovno približal dolgoročnemu trendu.

Slika 4.7: Harmonizirani kazalnik konkurenčnosti

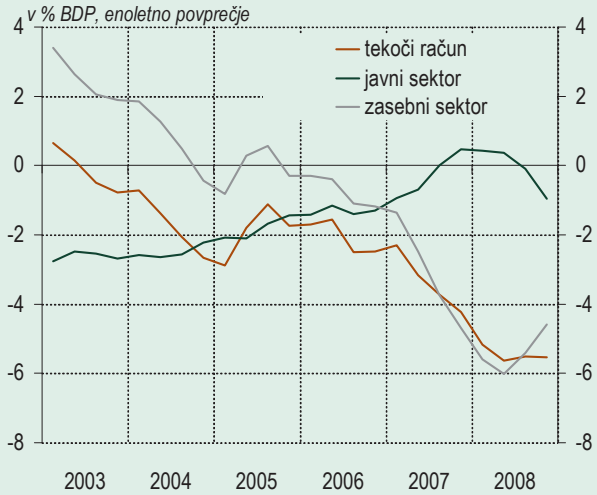


Vir: ECB, preračuni Banka Slovenije.

5 Pogoji financiranja

Povečevanje varčevalno-investicijske vrzeli v Sloveniji v zadnjih nekaj letih sovpada z razmeroma močnim zadolževanjem v tujini in naraščanjem neto zunanjega dolga. Naraščanje varčevalno-investicijske vrzeli se je v drugem polletju 2008 ustavilo, kar je predvsem posledica manjših investicij. Glavni posredniki pri financiranju iz tujine so banke, ki se zadolžujejo v tujini za financiranje drugih domačih sektorjev. Zaradi finančne krize se banke od zadnjega četrtletja 2008 naprej financirajo predvsem z zmanjševanjem svojih naložb v tujini in z zadolževanjem pri Evrosistemu. Kreditiranje domačega zasebnega sektorja[4] se je po hitrem naraščanju v letu 2007 v letu 2008 relativno hitro umirjalo, kar je predvsem povezano z bistveno upočasnjeno gospodarsko aktivnostjo, predvsem upadom investicijske aktivnosti, bolj zaostrenimi pogoji financiranja in z umirjanjem cen in prometa na trgu nepremičnin.

Slika 5.1: Varčevalno-investicijska vrzel



Vir: SURS, Banka Slovenije, lastni izračuni.

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

Finančni tokovi s tujino in zunanji dolg

Varčevalno-investicijska vrzel zasebnega sektorja se je od sredine leta 2006 do drugega četrtletja 2008 pospešeno povečevala in je tudi do konca leta 2008 ostala na doseženi visoki ravni. Ker je bilo neto varčevanje javnega sektorja premajhno, se primanjkljaj domačega varčevanja financira z zadolževanjem v tujini. Narodnogospodarsko varčevanje se je v zadnjih dveh letih povečalo za 2,1 odstotne točke na 27,4% BDP v letu 2007, medtem ko se je delež bruto investicij v tem obdobju povečal za 4,3 odstotne točke na 31,4% BDP. Varčevalno-investicijska vrzel oziroma razlika med domačim varčevanjem in investiranjem se je zato povečala za 2,2 odstotni točki na 4,0% BDP v letu 2007 in se je, kot je razvidno s slike 5.1, povečevala tudi v prvem polletju 2008. V drugem polletju je varčevalno-investicijska vrzel ostala na ravni nekaj pod 6% BDP. Varčevalno-investicijska vrzel javnega sektorja je postala rahlo pozitivna ob koncu leta 2007, nato pa v drugi polovici 2008

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

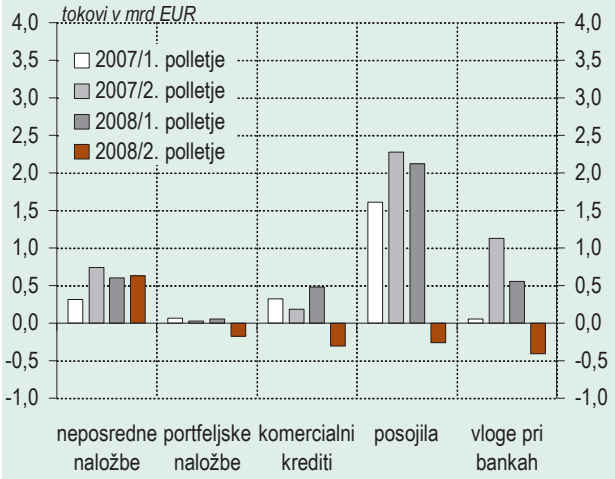
postala ponovno negativna. Negativna varčevalno-investicijska vrzel zasebnega sektorja se je postopoma povečevala od začetka leta 2003, po začasnem obratu pa nepretrgoma od sredine leta 2005 do sredine 2008.

Kot posledica dokaj visoke negativne varčevalno-investicijske vrzeli je neto finančni pritok plačilne bilance[5] tudi v letu 2008 ostal precej velik. Neto finančni pritok se je povečal iz 1,1 mrd EUR v letu 2006 na 1,7 mrd EUR v letu 2007. V prvem polletju 2008 se je povečal na 1,2 mrd EUR in ostal na približno tej ravni tudi v drugem polletju, ter predstavljal okoli 6% BDP. Pri tem je bilo v letu 2008 dve tretjini tega pritoka v zasebni sektor, tretjina pa v sektor države. Neto finančni pritok v sektor države je predvsem posledica izdaje državnih obveznic v višini 1,0 mrd EUR februarja 2008.

Finančni pritoki in finančni odtoki zasebnega sektorja so bili v prvem polletju 2008 še na visoki ravni predhodnega obdobja, z ohlajanjem gospodarske aktivnosti in predvsem poglabljanjem finančne krize, kar je otežilo dostopnost do tujih virov financiranja, pa so se tokovi v drugem polletju obrnili. Pritoki zasebnega sektorja prek obveznosti do tujine so v drugem polletju 2007 znašali 4,5 mrd EUR, v prvem polletju 2008 pa 3,9 mrd EUR, odtoki prek terjatev do tujine pa v istem obdobju 3,0 mrd EUR oziroma 3,2 mrd EUR. V drugem polletju se je z ohlajanjem gospodarske aktivnosti zmanjševala potreba po financiranju iz tujine, hkrati pa so se zmanjševala razpoložljiva sredstva za naložbe v tujino. S poglobitvijo finančne krize po septembru se je otežil tudi dostop do financiranja v tujini[6], hkrati pa se je povečala tudi tveganost naložb v tujini. Zato so se tako obveznosti kot tudi terjatve zasebnega sektorja do tujine v drugem polletju 2008 celo zmanjšale, za 0,4 mrd EUR oziroma za 0,9 mrd EUR. Financiranje je torej v tem obdobju potekalo predvsem prek zmanjševanja naložb in ne preko zadolževanja v tujini.

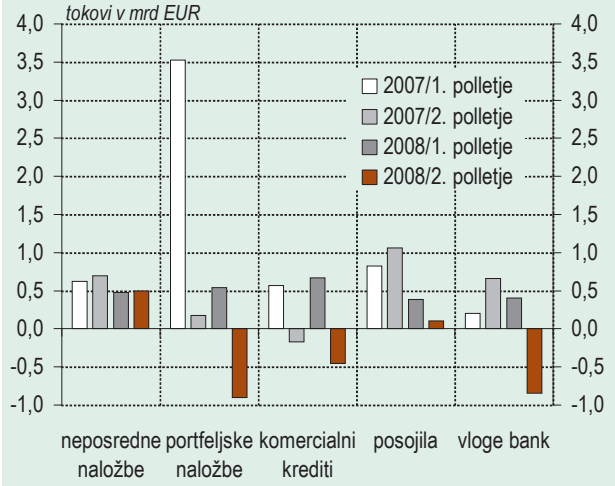
Med finančnimi obveznostmi zasebnega sektorja so tudi v prvem polletju 2008 prevladovala posojila iz tujine v banke in vloge nerezidentov pri bankah, ki pa so bila v drugem polletju celo neto odlivna. Od celotnega finančnega pritoka v zasebni sektor v prvem polletju 2008 v znesku 3,9 mrd EUR so kar 1,9 mrd EUR predstavljala posojila iz tujine v banke in 0,6 mrd EUR vloge nerezidentov pri bankah. Ti pritoki so glede na drugo pol-

Slika 5.2: Finančni pritoki iz tujine



Vir: Banka Slovenije.

Slika 5.3: Finančni odtoki v tujino



Vir: Banka Slovenije.

[5] Neto finančni pritok predstavlja saldo finančnega računa plačilne bilance brez upoštevanja statistične napake.
[6] O oteženem dostopu do financiranja med drugim poročajo anketirane banke evroobmočja v t. i. "Bank lending survey". Več o tem v Biltenu ECB, februar 2009, okvir 3, str. 22.
http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200902en.pdf

letje 2007 ostali nespremenjeni. Z zmanjšanim kreditnim povpraševanjem domačih sektorjev ter s tem manjšimi potrebami bank po financiranju iz tujine, predvsem pa s poglobitvijo finančne krize, so se ti tokovi obrnili in so bili v drugem polletju 2008 celo odlivni.[7] Neposredne naložbe so tudi v drugem polletju 2008 ostale na ravni iz prvega polletja in znašajo okoli 3,5% BDP. Zadolževanje podjetij v tujini se je v drugem polletju povečalo glede na prvo polletje za skoraj dvakrat in je znašalo 0,4 mrd EUR, portfeljske naložbe iz tujine pa so ostale zanemarljive.

Med finančnimi terjatvami zasebnega sektorja so se v prvem polletju 2008 nadaljevali odtoki prek vseh vrst naložb, medtem ko so bile v drugem polletju, predvsem zaradi finančne krize, vse vrste naložb razen neposrednih naložb prilivne. Ta obrat v tokovih je bil najbolj očiten pri portfeljskih naložbah, ki so bile v prvem polletju odlivne v višini 0,5 mrd EUR, v drugem pa prilivne v znesku 0,9 mrd EUR zaradi dezinvestiranja v tuje vrednostne papirje, in pri vlogah bank v tujini, ki so bile v istih obdobjih odlivne v znesku 0,4 mrd EUR oziroma prilivne v znesku 0,8 mrd EUR.[8] Po pričakovanjih pri neposrednih naložbah takšnega obrata v tokovih ni bilo in ostajajo stabilne na ravni okoli 3,5% BDP.

V obdobju projekcij je gibanje finančnih tokov s tujino zaradi finančne krize in njenih posledic zelo negotovo.[9] Tudi v primeru postopne normalizacije na finančnih trgih lahko zaradi bistveno nižje ocene gospodarske rasti in že sedaj visoke zatečene ravni finančnih tokov pričakujemo nadaljnje umirjanje pritokov posojil iz tujine. Pritoki iz naslova neposrednih naložb naj bi ostali na podobni ravni kot v preteklih letih, pri čemer so le-ti v veliki meri odvisni od realizacije vladnih načrtov glede prodaje državnega premoženja. Na strani odtokov naj bi se tudi posojila in neposredne naložbe postopoma umirjale. Pritoki in odtoki portfeljskih naložb naj bi tudi v prihodnje ostali zanemarljivi.

Nadaljevanje relativno močnih tokov s tujino do avgusta 2008, pri katerih so prevladovali dolžniški instrumenti, se je kazalo v povečevanju bruto terjatev in obveznosti do tujine, predvsem zaradi posledic finančne krize pa so se od septembra naprej tako bruto terjatve do tujine kot bruto zunanji dolg zmanjševali. Bruto terjatve Slovenije do tujine so se tako povečale z 28,6 mrd EUR konec leta 2007 na 31,7 mrd EUR konec avgusta 2008, v istem obdobju pa se je bruto zunanji dolg Slovenije do tujine povečal s 34,8 mrd EUR na 40,0 mrd EUR. Terjatve in tudi obveznosti do tujine so se od septembra naprej zmanjšale in sicer bruto terjatve na 29,6 mrd EUR, bruto zunanji dolg pa na 39,1 mrd EUR konec decembra 2008. V skladu s pričakovanimi nekaj nižjimi finančnimi tokovi s tujino se tako za bruto zunanji dolg kot tudi terjatve do tujine pričakuje povečanje z manjšo dinamiko, kot je bila pred septembrsko poglobitvijo finančne krize.

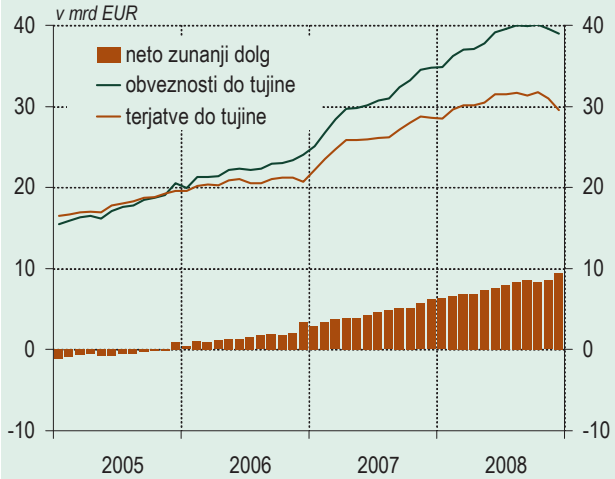
Zaradi prevladujočega neto financiranja iz tujine prek dolžniških instrumentov se povečuje neto zunanji dolg, čigar financiranje je zaradi povečevanja neto plačil obresti dodatno poslabševalo tekoči račun plačilne bilance. Zaradi nekaj nižje napovedi tekočega primanjkljaja je moč v prihodnje pričakovati nekaj manjši neto finančni pritok, in s tem počasnejšo dinamiko povečevanja neto zunanjega dolga. Neto zunanji dolg se je v letu 2007 povečal za 2,8 mrd EUR, v letu 2008 pa za 3,3 mrd EUR. Neto zunanji dolg je konec leta 2008 znašal 9,5 mrd EUR. Z naraščanjem neto zunanjega dolga se povečuje tudi breme financiranja, ki dodatno

[7] V evroobmočju se tako finančni pritoki kot odtoki z izjemo neposrednih investicij od drugega polletja 2007 zmanjšujejo, kar je predvsem posledica negotovosti na finančnih trgih. Ti tokovi so se proti koncu leta zopet okrepili. Več o tem v Biltenu ECB, avgust 2008, okvir 7, str. 67 in v Biltenu ECB, februar 2009, str. 66.
http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200808en.pdf
http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200902en.pdf

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

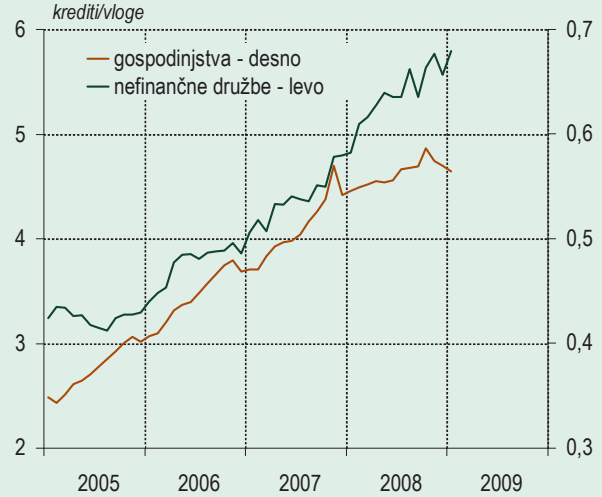
[9] Negotovost napovedovanja finančnih tokov s tujino najbolje ilustrira preobrat gibanj v drugem polletju glede na prvo polletje 2008.

Slika 5.4: Zunanji dolg



Vir: Banka Slovenije.

Slika 5.5: Neto zadolženost pri bankah



Vir: ECB, Banka Slovenije.

poslabšuje tekoči račun plačilne bilance. Neto odhodki od kapitala so se tako povečali z 0,7 mrd EUR v letu 2007 na 1,0 mrd EUR v letu 2008. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance naj bi se v povprečju obdobja projekcij nekoliko zmanjšal, zato naj bi se dinamika povečevanja neto zunanjega dolga in stroškov njegovega financiranja ob predpostavljeni dinamiki spreminjanja obrestnih mer umirjala. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance naj bi se še naprej financiral predvsem prek dolžniških instrumentov.

Kreditna aktivnost in pogoji financiranja

Ker je domačih virov premalo, so banke v prvem polletju 2008 sicer zmanjšano povpraševanje po kreditih domačega zasebnega sektorja še naprej financirale z zadolževanjem v tujini. Zaradi dodatnega zmanjšanja kreditnega povpraševanja in predvsem zaradi finančne krize so se banke v drugem polletju in še posebej v zadnjem četrtletju financirale predvsem z zmanjševanjem naložb v tujini in zadolževanjem pri Evrosistemu. Tok posojil iz tujine v banke in tok vlog nerezidentov je v letu 2007 znašal 4,5 mrd EUR, v prvem polletju 2008 pa 2,5 mrd EUR, medtem ko je tok kreditov domačim sektorjem znašal v letu 2007 6,8 mrd EUR, v prvem polletju 2008 pa 2,9 mrd EUR. To pomeni, da so banke do prvega polletja 2008 vse večji delež kreditov financirale z zadolževanjem v tujini. V drugem polletju 2008 so se banke v tujini v obliki kreditov in vlog nerezidentov celo razdolžile za 1,1 mrd EUR. Po drugi strani so svoje naložbe v obliki kreditov in vlog v tujini zmanjšale za 0,8 mrd EUR in se pri Evrosistemu zadolžile za 1,1 mrd EUR. Nekaj manjše financiranje je deloma tudi posledica zmanjšanega kreditnega povpraševanja, saj je tok kreditov domačemu zasebnemu sektorju v drugem polletju 2008 znašal le 1,6 mrd EUR. Takšna gibanja so razvidna tudi iz kazalnikov neto zadolženosti nefinančnih družb in gospodinjstev, definiranih kot razmerje med stanjem kreditov in vlog posameznega sektorja. To razmerje se je začelo opazneje povečevati v letu 2005. Do takrat je to razmerje znašalo pri nefinančnih družbah nekaj nad 3, pri gospodinjstvih pa nekaj nad 0,35. Do sredine leta 2008 se je to razmerje povečalo na preko 5,5 za nefinančne družbe in na skoraj 0,6 za gospodinjstva. V drugem polletju 2008 je to razmerje tako za nefinančne družbe kot tudi za gospodinjstva ostalo nespremenjeno.

Rast bančnih kreditov zasebnemu sektorju, ki je konec leta 2007 dosegla skoraj 35% medletno, se je v letu 2008 hitro umirjala in trenutno znaša manj kot 15% medletno. Rast kreditov zasebnemu sektorju se je v

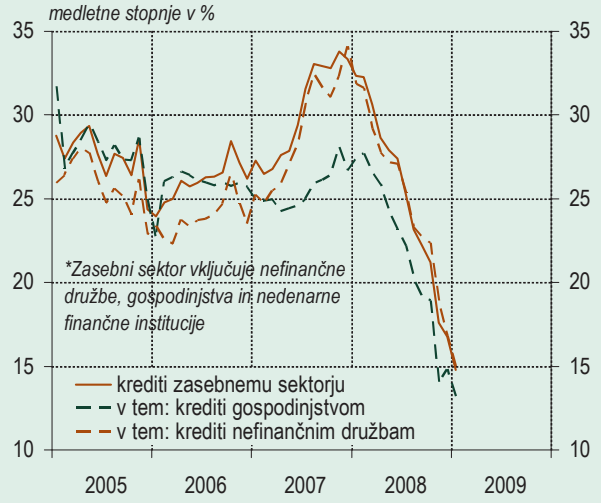
letu 2007 povečala za 10 odstotnih točk, v letu 2008 pa zmanjšala za 20 odstotnih točk. Kot je razvidno iz slike 5.6 se je tako kreditiranje nefinančnih družb kot gospodinjstev začelo povečevati v drugem četrtletju 2007 in se skokovito povečevalo do konca leta, od takrat pa se relativno hitro umirja. V zadnjih dveh letih rast kreditiranja nefinančnih družb presega rast kreditiranja gospodinjstev.

Relativno hitro zmanjševanje kreditiranja zasebnega sektorja v letu 2008 je predvsem posledica ohlajanja gospodarske aktivnosti in poglobitve finančne krize od septembra naprej. Deloma je k hitrem zmanjševanju dinamike prispevala tudi normalizacija po hitri rasti finančnega poglabljanja in doseganja dolgoročnega ravnovesja v letu 2007.[10] Povečane ravni zadolževanja so deloma pričakovani sestavni del procesa dohitevanja (realne konvergence) najrazvitejših članic EU. Globina finančnega posredništva, merjena z deležem kreditov zasebnemu sektorju glede na BDP, se v zadnjih letih v Sloveniji povečuje po stopnji okoli 10 odstotnih točk BDP na leto in je konec leta 2008 že skoraj dosegla 80% BDP.

Razlika med tako merjeno globino finančnega poglabljanja med evroobmočjem in Slovenijo se je s tem zmanjšala z okoli 60 odstotnih točk BDP v letu 2003 na nekaj nad 50 odstotnih točk BDP v letu 2008. Kot je razvidno iz slike 5.7, so bile s podobnim pospeševanjem kreditov soočene tudi ostale manj razvite članice po vstopu v evroobmočje. Tudi pri njih se je namreč rast kreditov prvo leto po uvedbi evra skokovito povečala, v naslednjem letu pa se je, podobno kot v Sloveniji, relativno hitro umirila.

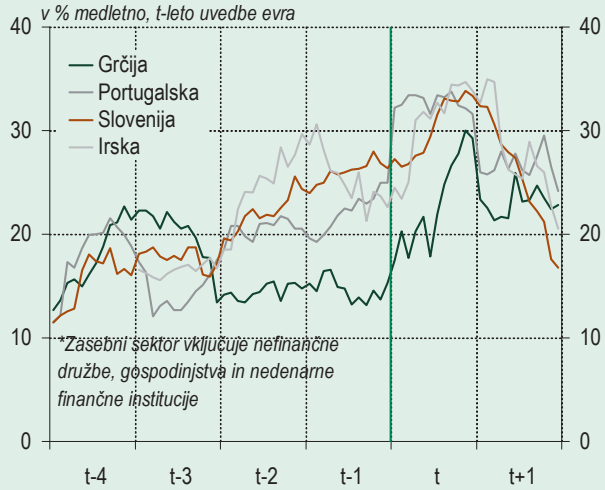
Hitro umirjanje zadolževanja nefinančnih družb je bilo v letu 2008 predvsem ciklične narave in je povezano s počasnejšo gospodarsko rastjo.[11] Močno zadolževanje nefinančnih družb predvsem v drugi polovici leta 2007 je bilo v veliki meri povezano s hitro gospodarsko rastjo in predvsem investicijami, z velikimi potrebami po financiranju za prevzeme podjetij ter z utrjevanjem in poglabljanjem pozicij na zunanjih trgih, predvsem na zahodnem Balkanu. Medletna realna rast BDP in investicij je od zadnjega četrtletju 2007 naprej, in še posebej v drugi polovici leta 2008, bistveno nižja oziroma celo negativna, kar sovpada z umirjanjem kreditov nefinančnim družbam. V dru-

Slika 5.6: Kreditiranje domačega zasebnega sektorja



Vir: Banka Slovenije.

Slika 5.7: Rast kreditov zasebnemu sektorju in uvedba evra*



Vir: IFS.

[10] Vpliva doseganja dolgoročnega ravnovesja in finančne krize na kreditiranje sta podrobneje obravnavana v okviru 5.1.
[11] Tudi v evroobmočju se rast kreditiranja nefinančnih družb umirja in je decembra 2008 znašala 9,4% medletno. ECB umirjanje kreditiranja nefinančnih družb v evroobmočju pripisuje predvsem zmanjšanemu povpraševanju zaradi poslabšanih izgledov za gospodarsko rast ter bolj zaostrenim kreditnim standardom in pogojem financiranja. (ECB, Monthly Bulletin, February 2009).
http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200902en.pdf

Okvir 5.1: Kreditiranje in gospodarska aktivnost v Sloveniji

V Sloveniji je bila kreditna rast do leta 2004 v skladu z rastjo gospodarske aktivnosti, po letu 2004 pa jo je občutno presegala, kar se je odrazilo v povečanju razmerja med krediti in BDP. Delež kreditov v BDP se je s 40% v 2004 povečal na 80% v 2008, in se postopno približeval povprečju evroobmočja, kjer dosega skoraj 140%. Tako hitra rast kreditiranja pomeni finančno poglabljanje in predstavlja v določeni meri ravnovesni proces dolgoročne realne konvergence. Prehitro ali prepočasno naraščanje kreditov in/ali presežna ali premajhna količina kreditov v gospodarstvu, torej takšna, ki ni skladna z makroekonomskimi temelji, pa lahko povzročata neravnovesja ter povečujeta finančno ranljivost države.

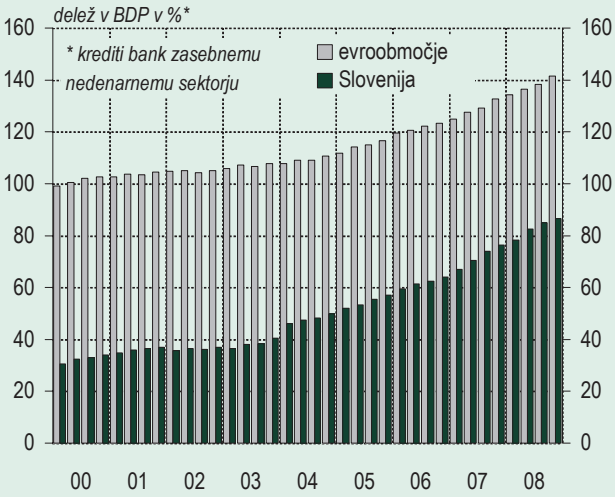
Delež kreditov zasebnemu sektorju v BDP v zadnjih letih se je povečeval v razmerah izjemno visoke gospodarske aktivnosti. Ker pa se v obdobju projekcij pričakuje precejšnja upočasnitev gospodarske rasti, bi bilo skladno s tem pričakovati tudi upočasnjevanje bančnega kreditiranja zasebnega sektorja, predvsem če predpostavimo, da se je raven kreditov v Sloveniji v 2008 že približala ocenjenemu ravnovesju.[1] To pomeni, da bi bila povprečna letna rast kreditov med 0% in 5% v obdobju projekcij skladna z napovedano gospodarsko rastjo v Sloveniji in bi pomenila ohranjanje dosežene ravnovesne ravni kreditov v gospodarstvu, hitrejša rast kreditov pa bi pomenila nadaljevanje finančnega poglabljanja.[2]

V zgoraj napovedani rasti kreditov niso upoštevane morebitne omejitve na strani ponudbe kreditov. Posledice finančne krize se med drugim lahko kažejo tudi v povečanih preferencah bank po likvidnosti in težavah bank pri refinanciranju, kar lahko povzroči manjšo ponudbo kreditov. Zmanjšanje kreditne ponudbe, ki je večje od zmanjšanja kreditnega povpraševanja, do katerega prihaja zaradi cikličnih dejavnikov ali zmanjšane kreditne sposobnosti komitentov, in je posledica omejitev pri refinanciranju, imenujemo kreditni krč.[3]

Kreditiranje zasebnega sektorja se je v treh mesecih od novembra 2008 bistveno zmanjšalo. Povprečno mesečno povečanje stanja kreditov zasebnemu sektorju je v prvih desetih mesecih 2008 znašalo 458 mio EUR, od novembra 2008 do januarja 2009 pa le 63 mio EUR, novembra pa se je stanje kreditov zasebnemu sektorju celo zmanjšalo.[4] Pri tem moramo upoštevati, da je bilo kreditiranje zasebnega sektorja v zadnjih dveh letih do oktobra 2008 zelo močno, zelo verjetno presežno glede na ravnovesne makroekonomske potrebe, in da je verjetno del zmanjšanja dinamike od novembra 2008 moč pripisati "normalizaciji" kreditne aktivnosti.

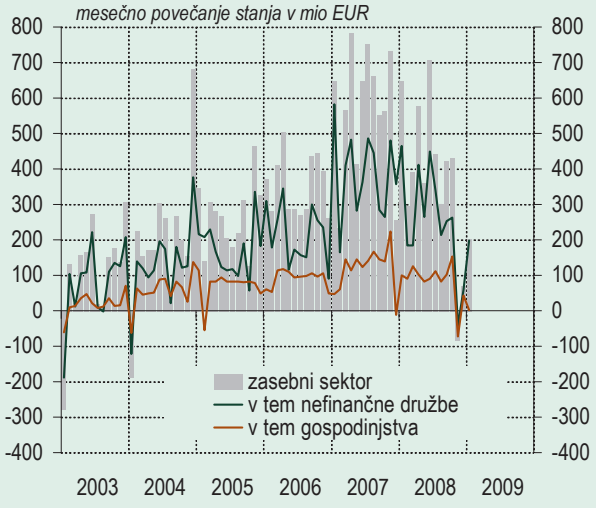
Navzlic občutnemu zmanjševanju kreditiranja zasebnega sektorja v zadnjih mesecih pa je še vedno težko ugotoviti, v kolikšni meri je to zmanjšanje posledica zmanjšanja povpraševanja po kreditih ter v kolikšni meri kreditnega krča. Vsi dejavniki s strani tako nefinančnih družb kot gospodinjstev kažejo na bistveno zmanjšano povpraševanje po kreditih (zmanjševanje gospodarske aktivnosti, investicij in zasebne potrošnje, zmanjšan promet in cene na nepremičninskem

Slika 1: Krediti zasebnemu sektorju v Slovenji in evroobmočju



Vir: Banka Slovenije, ECB.

Slika 2: Krediti zasebnemu sektorju



Vir: Banka Slovenije.

trgu).[5] Nadalje iz ankete BLS[6] izhaja, da se je v zadnjem četrtletju 2008 povpraševanje podjetij po kreditih le malenkostno povečalo, povpraševanje po potrošniških in stanovanjskih kreditih pa bistveno zmanjšalo. Po drugi strani so se kreditni standardi in posojilni pogoji, ki jih lahko obravnavamo predvsem kot dejavnike ponudbe kreditov, v zadnjem četrtletju 2008 za podjetja zaostrili najbolj izrazito do sedaj, medtem ko so se za potrošniške in stanovanjske kredite bistveno zaostrili že v tretjem četrtletju in na tej ravni ostali tudi v zadnjem četrtletju. Poleg tega banke poročajo o oteženem dostopu do financiranja, kar med drugim potrjuje tudi sprememba v gibanju finančnih tokov bank s tujino, saj je bilo zadolževanje v tujini v zadnjih letih najpomembnejši način financiranja bank.[7] Kazalniki torej kažejo, da je bilo zmanjšano kreditiranje zasebnega sektorja ob koncu leta 2008 in v začetku leta 2009 v veliki meri posledica zmanjšanega kreditnega povpraševanja, deloma pa tudi posledica zmanjšane ponudbe kreditov.

Močnejše upadanje kreditiranja, recimo kot posledica kreditnega krča, bi pomenilo omejevanje za gospodarsko aktivnost. Simulacija omejevanja kreditne ponudbe s pomočjo makroekonomskega modela Banke Slovenije kaže, da bi se lahko rast BDP ob krčenju kreditne ponudbe občutno zmanjšala. BDP bi se lahko v treh letih po zmanjšanju kreditiranja zasebnega sektorja za 10 o.t. po tej oceni kumulativno zmanjšal za med 0,6 do 2,4 o.t., odvisno od reakcije uvoza na znižanje dinamike domačega povpraševanja. Razpon učinkov je vezan na prvem robnem pogoju na modelsko reakcijo uvoza in v drugem robnem pogoju na nespremenjeno raven uvoza. Na omejevanje kreditov se najbolj odzivajo investicije, ki bi se lahko kumulativno zmanjšale za med 2 do nekaj več kot 4 o.t.. Nekaj manjši bi bil odziv porabe gospodinjstev, zaradi zmanjšanih pritiskov s strani povpraševanja in postopnega prilagajanja plač pa bi se z odlogom odzvale tudi cene. Takšne ocene učinka posojil na gospodarska gibanja so dokaj podobne tistim za evro območje[8], ki navajajo vrednost kratkoročnega koeficienta okoli 0,15 (kar ustreza kumulativnemu učinku na BDP za okrog 1,8 o.t. v treh letih). Ocene Evropske komisije[9] nakazujejo na še večji vpliv kreditov na gospodarsko aktivnost v evro območju, saj znaša koeficient 0,37, ob precej širokem intervalu zaupanja med 0,02 in 0,72.

[1] To ugotavlja študija P. Backe, M. Eller, B. Egert in T. Žumer. Preliminarna verzija študije je bila predstavljena na 'The Eleventh Conference of the ECB-CFS Research Network on "The Market for Retail Financial Services: Development, Integration, and Economic Effects", oktobra 2008 v Pragi. http://www.eu-financial-system.org/index.php?id=93

[2] Višja napoved kreditov, ki sta jo ocenila Jašovič in Košak (Vpliv krize na slovenski bančni sistem. Zbornik konference »Globalna kriza in slovensko gospodarstvo«, december 2008) je predvsem posledica starejših in zato bolj optimističnih makroekonomskih napovedi.
http://www.ef.uni-lj.si/dogodki/datoteke/konferencazbornik.pdf

[3] Definicija je povzeta po članku "Are There Signs of a Credit Crunch in Austria" (Oesterreichische Nationalbank, Monetary Policy & the Economy, Q4/08). Podobna definicija se pojavlja tudi v gradivih ECB, kjer je kreditni krč definiran kot omejevanje kreditne ponudbe nad običajnim gospodarskim ciklom, ki se kaže v močnem zaostrovanju kreditnih standardov in/ali posojilnih pogojev.

[4] Podobno gibanje lahko zasledimo tudi v celotnem evroobmočju. Decembra se je stanje kreditov nefinančnim družbam prvič v času finančne krize celo zmanjšalo (za več glej Monthly Bulletin, February 2009, ECB).

[5] Več o teh kazalnikih v ostalih poglavjih Poročila o cenovni stabilnosti, predvsem v poglavju Gospodarska gibanja in trg dela. Nepremičninski trg bo natančneje obravnavan v Poročilu o finančni stabilnosti (maj 2009).

[6] "Bank Lending Survey" temelji na odgovorih nekaterih bank evroobmočja na anketna vprašanja. V Sloveniji v anketi sodeluje 5 bank. Zaradi metodoloških omejitev neposredna primerjava rezultatov med Slovenijo in celotnim evroobmočjem ni vedno povsem ustrezna. Več o rezultatih BLS je/bo objavljeno v Poročilu o finančni stabilnosti (maj 2008, maj 2009).

[7] Zadolževanje bank v tujini se je do avgusta še dokaj hitro povečevalo, od septembra naprej pa zmanjševalo. Več o tem v podpoglavju Finančni tokovi s tujino in zunanji dolg.

[8] IMF (2008), Euro Area Policies: Selected Issues. IMF Country Report 08/283

[9] Evropska komisija (2008), Quarterly Report on the Euro Area. Vol.7 No.4.

Tabela: Simulacija šoka zmanjšanja kreditiranja zasebnega sektorja za 10 odstotnih točk v 2009

	2009	2010	2011	kumulativno
BDP	od -0,2 do -1,0	od -0,3 do -0,8	od -0,2 do -0,6	od -0,6 do -2,4
HICP	0,0	od 0 do -0,3	od -0,1 do -0,5	od -0,2 do -0,8
Poraba gospodinjstev	od -0,8 do -0,9	od -0,5 do -0,6	od -0,6 do -0,7	od -2,0 do -2,2
Investicije	od -1,3 do -1,6	od -0,3 do -1,8	od -0,3 do -0,9	od -1,9 do -4,3

Odstopanja od osnovnega scenarija v odstotnih točkah. Prikazane so minimalne in maksimalne vrednosti odziva spremenljivk ob različnih predpostavkah glede obnašanja uvoza (endogen oziroma eksogen).
Vir: Banka Slovenije.

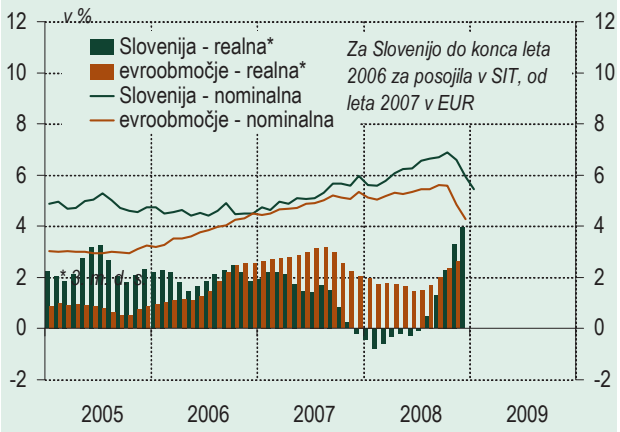
gem polletju so na zmanjšanje kreditiranja nefinančnih družb dodatno vplivali bistveno poslabšani izgledi za gospodarsko rast in finančna kriza.[12]

Realni pogoji financiranja za nefinančne družbe so bili kljub postopnemu višanju nominalnih obrestnih mer do sredine leta 2008 še ugodni, v drugem polletju pa so se kljub zmanjševanju nominalnih obrestnih mer zaradi zmanjševanja inflacije poslabševali. Kot je razvidno iz slike 5.8 sta od konca leta 2006 gibanje in raven nominalnih obrestnih mer za posojila za nefinančne družbe v Sloveniji primerljivi s tistimi v evroobmočju, kar kaže na precejšnjo stopnjo integracije finančnega sistema Slovenije z evroobmočjem. Od sredine leta 2007 do sredine leta 2008 so bile realne obrestne mere v Sloveniji, ob upoštevanju zgolj kratkoročnega gibanja inflacije, predvsem zaradi nekaj višje inflacije nižje kot v evroobmočju. Od sredine leta 2008 se realne obrestne mere tako v Sloveniji kot v evroobmočju postopoma zvišujejo, kar dodatno vpliva na zmanjševanje dinamike kreditiranja nefinančnih družb.[13]

Pričakovano nadaljevanje umirjanja gospodarske aktivnosti in investicij ter trenutna gibanja nakazujejo na nadaljnje zmanjševanje medletne stopnje rasti kreditov nefinančnim družbam. Projekcije gospodarskih gibanj kažejo na negativno gospodarsko rast v letu 2009 in postopno okrevanje v naslednjih letih, kar je še bolj očitno pri investicijah. Zato je mogoče pričakovati nadaljevanje zmanjševanja medletnih stopenj rasti kreditiranja nefinančnih družb iz sedanje ravni okoli 15% na med 5% in 10% v letu 2009 in postopno povečevanje v prihodnjih letih. Te ocene so zaradi finančne krize in njenih posledic sicer zelo negotove.[14]

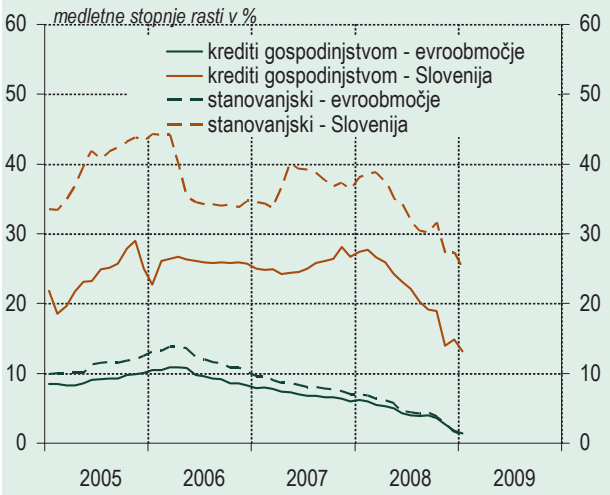
Relativno hitro umirjanje kreditiranja gospodinjstev v letu 2008 je posledica tako postopnega zmanjševanja stanovanjskega kreditiranja kot tudi zmanjševanja potrošniškega kreditiranja.[15] Iz sestave kreditiranja

Slika 5.8: Obrestne mere za posojila nad 1 mio EUR za nefinančne družbe



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

Slika 5.9: Struktura kreditiranja gospodinjstev



Vir: ECB, Banka Slovenije.

[12] S finančno krizo so se pojavile tudi nekatere omejitve na strani ponudbe kreditov, ki se kažejo v zelo hitrem zaostrovanju kreditnih standardov in pogojev financiranja (ECB, Monthly Bulletin, February 2009, Box 3: The results of the January 2009 Bank Lending Survey for the euro area). http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200902en.pdf

[13] Poleg povečevanja obrestnih mer se zaostrujejo tudi necenovni dejavniki financiranja kot so kreditni standardi in pogoji financiranja (ECB, Monthly Bulletin, February 2009, Box 3: The results of the January 2009 Bank Lending Survey for the euro area). http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200902en.pdf

[14] Glej okvir 5.1.

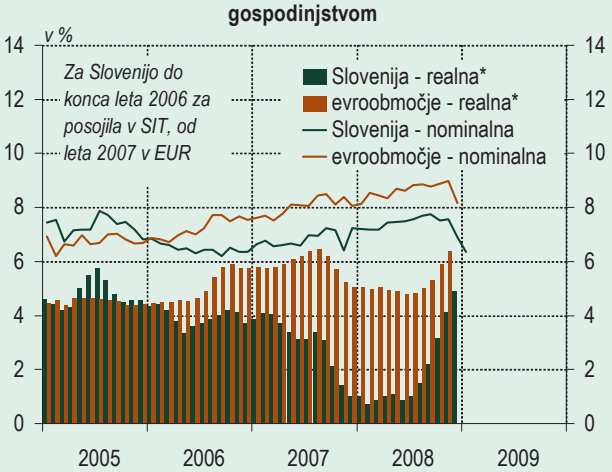
[15] V evroobmočju se kreditiranje gospodinjstev umirja že od sredine leta 2006, medletna rast je decembra 2008 znašala 10,8%. ECB v zmanjševanje kreditiranja gospodinjstev v evroobmočju pripisuje predvsem slabim pričakovanjem glede ekonomske aktivnosti in trga nepremičnin ter bolj zaostrenim pogojem financiranja (ECB, Monthly Bulletin, January 2009).

gospodinjstev je razvidno, da se je rast stanovanjskih kreditov gospodinjstvom znižala s skoraj 40% medletno konec leta 2007 na pod 30% medletno v začetku leta 2009. Pri tem je treba upoštevati, da je visoka rast stanovanjskega kreditiranja tudi posledica relativno nizke ravni teh kreditov. Delež stanovanjskih kreditov v vseh kreditih gospodinjstvom se je tako v zadnjih treh letih povečal s približno 30% na skoraj 45% v začetku leta 2009. Medletna rast potrošniških kreditov se je znižala s skoraj 30% medletno konec leta 2008 na okoli 15% medletno v začetku 2009.

Rast stanovanjskega kreditiranja se umirja hkrati z zmanjševanjem rasti cen nepremičnin, oziroma bistveno zmanjšanim prometom na trgu nepremičnin.[16] Umirjanje rasti potrošniškega kreditiranja je skladno z gibanjem zasebne potrošnje. Rast cen nepremičnin se od sredine leta 2007 postopoma umirja, promet pa se opazneje umirja od drugega četrtletja 2008 naprej. Rast cen stanovanj se je zmanjšala z okoli 25% medletno v prvem polletju 2007 na pod 5% medletno v tretjem četrtletju 2008. Število transakcij (prodaje/nakupi) stanovanj se je zmanjšalo s skoraj 1.500 v prvem četrtletju 2008 na manj kot 1000 v tretjem četrtletju 2008.[17] Zmanjševanje medletne rasti potrošniških kreditov v letu 2008 je skladno z gibanjem domače zasebne potrošnje, ki se je v letu 2007 realno povečala za 3,1%, v letu 2008 pa le za 2,2%, pri čemer je bilo še posebej očitno njeno umirjanje v drugem polletju.

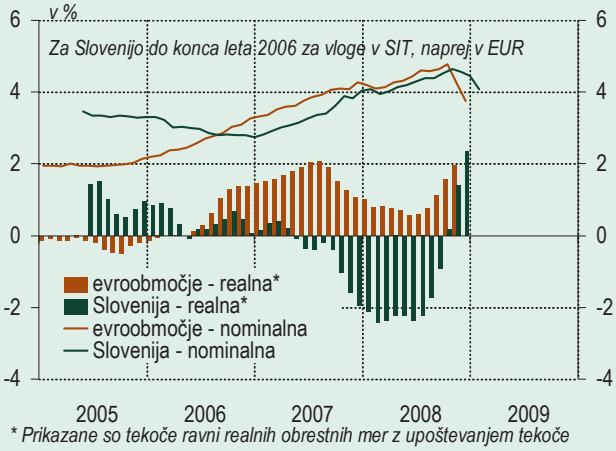
Pogoji financiranja potrošnje gospodinjstev so v Sloveniji od sredine leta 2006 ugodnejši kot v evroobmočju. Iz slike 5.10 je razvidno, da so od začetka leta 2006 nominalne, še bolj pa realne obrestne mere, za potrošniška posojila v Sloveniji nižje kot v evroobmočju. Postopno povečevanje nominalnih, v drugem polletju 2008 pa tudi realnih, obrestnih mer je verjetno eden od razlogov za

Slika 5.10: Obrestne mere za potrošniška posojila gospodinjstvom



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

Slika 5.11: Obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta



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

postopno umirjanje potrošniških kreditov v letu 2008, deloma pa tudi manjša kreditna sposobnost gospodinjstev.[18]

Realne obrestne mere za vloge gospodinjstev, ob upoštevanju kratkoročnih gibanj inflacije, so od zad-

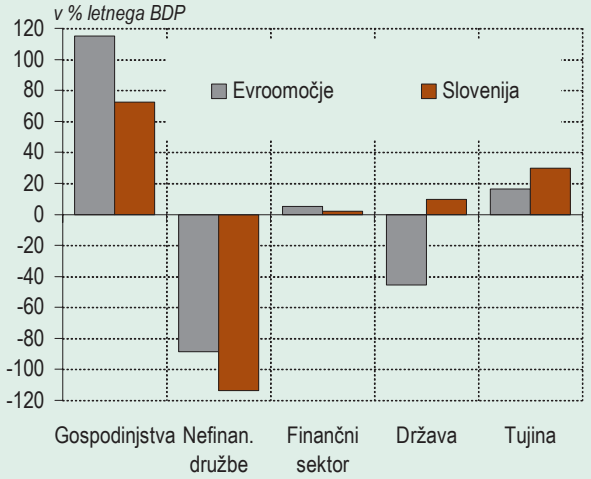
[16] Gibanja na nepremičninskem trgu so celovito obravnavana v publikaciji Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2008
http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=285
[17] Vir: SURS
http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?id=2070
[18] Tako kot pri nefinančnih družbah se tudi pri gospodinjstvih poleg povečevanja obrestnih mer zaostrujejo tudi necenovni dejavniki financiranja, kot so kreditni standardi in pogoji financiranja (ECB, Monthly Bulletin, February 2009, Box 3: The results of the January 2009 Bank Lending Survey for the euro area).
http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200902en.pdf

Okvir 5.2: Zadolženost gospodinjstev in nefinančnih družb

V primerjavi z evroobmočjem so nefinančne družbe v Sloveniji bolj neto zadolžene, gospodinjstva pa imajo manjšo neto terjatev.[1] Hkrati je financiranje iz tujine v Sloveniji večje kot v povprečju evroobmočja. Kot je razvidno iz slike 1 je za obe gospodarstvi značilno, da je sektor gospodinjstev tisti, ki zagotavlja največji delež varčevanja, medtem ko je sektor nefinančnih družb tisti, ki v največji meri uporablja varčevanje ostalih sektorjev. Razlika med Slovenijo in evroobmočjem je v velikostnem redu, saj je neto zadolženost nefinančnih družb v Sloveniji kar na ravni okoli 115% BDP, v evroobmočju pa na okoli 90% BDP, neto terjatev gospodinjstev je v Sloveniji okoli 70%, v evroobmočju pa okoli 115% BDP. Pri tem je potrebno poudariti, da sta deleža terjatev in obveznosti obeh sektorjev v Sloveniji precej nižja od istih deležev v evroobmočju, kar je v veliki meri povezano z manjšo globino finančnega posredništva v Sloveniji in je torej tudi posledica manjše ekonomske razvitosti. Terjatve in obveznosti gospodinjstev znašajo v Sloveniji 103% BDP oziroma 30% BDP (v evroobmočju 183% BDP in 68% BDP), terjatve in obveznosti nefinančnih družb pa 57% BDP in 170 % BDP (v evroobmočju 157% BDP in 246% BDP). Država ima v Sloveniji neto terjatve, medtem ko je v evrobmočju neto zadolžena. Neto upniški položaj države v Sloveniji je predvsem posledica večjega lastniškega deleža v podjetjih. Finančni sistem je tako v Sloveniji kot v evroobmočju najpomembnejši pri prenosu varčevanja iz deficitarnih na suficitarne sektorje in je njegova neto terjatev zanemarljiva.

Med letoma 2004 in 2008 je delež neto terjatev gospodinjstev v BDP v Sloveniji ostal bolj ali manj nespremenjen, medtem ko se je neto zadolženost nefinančnih družb povečevala. Medtem ko je neto terjatev za gospodinjstva v omenjenem obdobju ostajala med 75% in 80% BDP, se je neto obveznost nefinančnih družb povečala z okoli 100% na okoli 120% BDP. Tudi glede na evrobmočje sta se tako neto terjatev gospodinjstev kot tudi neto zadolženost nefinančnih družb povečevali. Razlika med neto terjatvijo gospodinjstev se je zmanjšala z okoli 90 odstotnih točk BDP v 2004 na okoli 40 odstotnih točk BDP v tretjem četrtletju 2008. Neto zadolženost nefinančnih družb je bila v Sloveniji leta 2004 še za okoli 10 odstotnih točk BDP nižja kot v evroobmočju, v tretjem četrtletju 2008 pa jo je že presegala za več kot 20 odstotnih točk BDP. Tako se je v tem obdobju Sloveniji glede na evroobmočje neto varčevanje gospodinjstev povečalo, neto varčevanje nefinančnih družb pa znižalo.

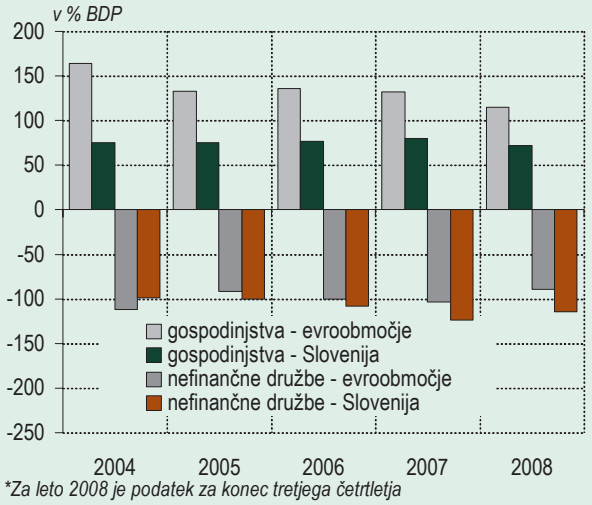
Slika 1: Neto finančna pozicija konec tretjega četrtletja 2008



Vir: Banka Slovenije, ECB.

S povečanjem neto zadolženosti podjetij se ob nespremenjenih drugih predpostavkah povečuje breme financiranja, kar povečuje ranljivost podjetij na spremembe v pogojih financiranja. Samo zaradi dodatne zadolžitve nefinančnih družb za okoli 15 odstotnih točk BDP v obravnavanem obdobju bi se pri obrestni meri, ki trenutno znaša okoli 6%, breme financiranja povečalo za skoraj 1% BDP. S tem se povečujejo stroški, kar lahko vpliva na povečanje cen ter poslabšuje konkurenč-

Slika 2: Neto zadolženost gospodinjstev in nefinančnih družb*



**Za leto 2008 je podatek za konec tretjega četrtletja*
Vir:Banka Slovenija, ECB.

nost in/ali na nižanje ostalih izdatkov, npr. investicijskih, kar dolgoročno pomeni manjšo proizvodnjo. Učinek na aktivnost je lahko bistveno manjši, če bi se hkrati ob večji zadolženosti nefinančnih družb zmanjšala zadolženost drugih sektorjev, npr. gospodinjstev, saj lahko gospodinjstva zaradi tega povečajo agregatno povpraševanje. Vendar se v Sloveniji v zadnjem obdobju veča zadolženost nefinančnih družb na račun večje zadolženosti Slovenije do tujine, kar se kaže tudi v povečanju zunanjega dolga. Z manjšo neto terjatvijo gospodinjstev se zmanjšujejo dohodki gospodinjstev, kar lahko zmanjšuje agregatno povpraševanje in gospodarsko aktivnost. Dohodki gospodinjstev iz naslova terjatev so zaradi njihovega manjšega deleža v Sloveniji manjši kot v evroobmočju.

S povečevanjem (zmanjševanjem) vrednosti finančnega premoženja gospodinjstev se lahko povečuje (zmanjšuje) potrošnja preko premoženjskega učinka (glej okvir 3.1).[2] Ta učinek je verjetno večji v primeru večjega neto finančnega premoženja. Ker je v Sloveniji delež tako terjatev kot obveznosti pri gospodinjstvih relativno manjši kot v evroobmočju, je po pričakovanjih tudi premoženjski učinek na potrošnjo gospodinjstev manjši. Seveda je ta učinek odvisen tudi od ostalih dejavnikov – razvitosti finančnih trgov, vrste finančnih instrumentov, ki jih imajo sektorji v portfeljih, institucionalne ureditve itd.

[1] Neto zadolženost je definirana kot presežek finančnih terjatev nad obveznostmi in je torej pozitivna, če sektor izkazuje presežek finančnih terjatev nad obveznostmi (neto terjatev), oziroma negativna, če so finančne obveznosti večje od terjatev (neto obveznost).

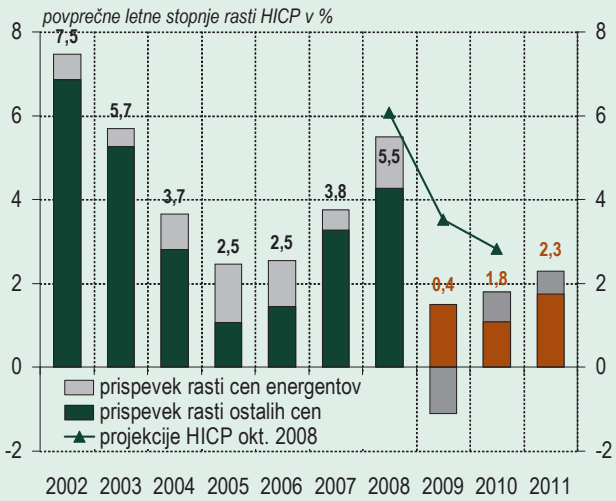
[2] V času finančne krize je ta učinek zelo pomemben. Hitro zmanjševanje cen vrednostnih papirjev namreč zelo vpliva na vrednost finančnega premoženja.

njega četrtletja 2008 naprej po skoraj enem letu in pol ponovno pozitivne. Gibanje nominalnih obrestnih mer za vloge gospodinjstev od konca leta 2006 kaže visoko stopnjo integracije z evroobmočjem, pri čemer so bile nominalne in še bolj realne obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta do konca leta 2008 v Sloveniji nižje kot v evroobmočju. Pri tem so bile realne obrestne mere od konca leta 2007 do zadnjega četrtletja 2008 celo negativne. Od takrat so nominalne in realne obrestne mere v Sloveniji višje kot v evrobmočju. Zaradi selitve iz bančnih vlog v bolj tvegane naložbe v preteklosti se je povečala občutljivost gospodinjstev za morebitna nihanja na finančnih trgih. Predvsem zaradi finančne krize in nekaterih ukrepov za omilitev njenih posledic, pri čemer je potrebno poudariti predvsem neomejeno jamstvo države za vse vloge, se vloge gospodinjstev v zadnjem obdobju povečujejo.

6 Projekcije gibanja cen in tveganja

Projekcije makroekonomskih dejavnikov so podlaga za močno znižanje inflacije v obdobju projekcij, znižanje inflacije pa bo občutno tudi v primerjavi s projekcijami iz oktobrskega Poročila o cenovni stabilnosti. Povprečna letna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), naj bi v letu 2009 znašala 0,4% in bi bila tako najnižja doslej. Inflacija naj bi se zvišala v prihodnjem letu na 1,8%, v letu 2011 pa na 2,3%. V primerjavi s projekcijami iz oktobra 2008 pomeni to popravek inflacije navzdol za 3,1 odstotne točke v letu 2009 in za 1,0 odstotno točko v letu 2010. Nižja projekcija inflacije za letos je deloma posledica občutno nižjih predpostavk glede gibanja cen nafte in ostalih primarnih surovin, deloma pa občutnega zmanjšanja tako domačega kot tujega povpraševanja. Zaradi močnih baz-

Slika 6.1: Projekcije inflacije



Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije.

Tabela 6.1 Inflacija

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

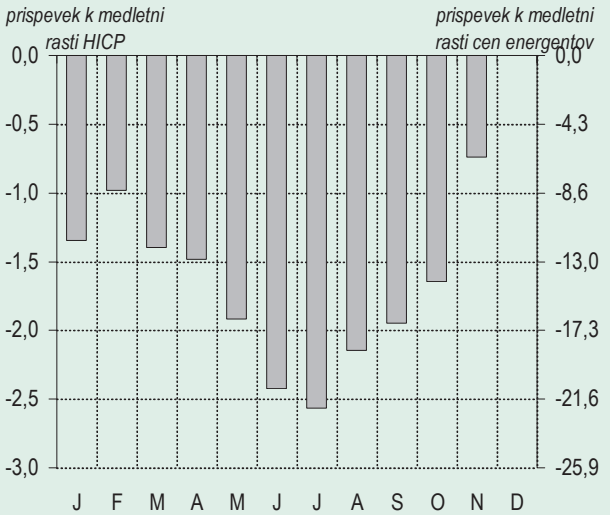
Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, oktober 2008.
Vir: Banka Slovenije.

Okvir 6.1: Bazni učinek gibanj cen energentov in medletna dinamika inflacije v letu 2009

Inflacija v Sloveniji je v prvem polletju 2008 hitro naraščala, nato pa se je začela v drugi polovici leta postopoma zmanjševati (slika 1.2). Takšno gibanje inflacije je bilo v precejšnji meri posledica gibanja cen energentov na svetovnih trgih, visoko nihanje cen energentov v letu 2008 pa bo imelo velik vpliv na obnašanje medletnih stopenj inflacije tudi v letošnjem letu preko tako imenovanega baznega učinka.

Gledano s statističnega vidika je bazni učinek definiran kot prispevek nenavadnih sprememb indeksa cen v baznem obdobju (t.j. obdobje, običajno je to določeni mesec, ki je uporabljeno kot osnova za izračun letnih stopenj) k spremembi medletne stopnje inflacije. Če so spremembe cen v baznem obdobju enkratne narave, se običajno ne ponovijo v obdobju, ki ga opazujemo, in zato izpadejo iz izračuna medletne inflacije. Zato je ovrednotenje baznega učinka smiselno, saj je potrebno določiti, kdaj je gibanje cen posledica zgolj začasnih in enkratnih dejavnikov. Bazne učinke lahko običajno ovrednotimo z oceno učinkov eksogenih dejavnikov, ki vplivajo na splošno gibanje inflacije, izvirajo pa iz gibanj določenih komponent HICP. Taki dejavniki so npr. davčni učinek na cene tobačnih izdelkov, strm dvig nekaterih cen prehrambenih izdelkov zaradi vpliva vremenskih razmer na letino, premiki med meseci ali medletna nihanja pri sezonskih znižanjih ob razprodajah obleke in obutve, itd.. Bazni učinki torej nastanejo, ko se pojavijo nenavadna nihanja cen, in nam pomagajo razložiti, v kakšnem obsegu so mesečne spremembe medletnih stopenj inflacije rezultat preteklih gibanj, ki so izpadle iz izračuna medletne inflacije. V nadaljevanju je ocenjen bazni učinek cen energentov, kjer so gibanja podvržena v največji meri eksogenim dejavnikov, na gibanje medletnih stopenj inflacije v 2009.

Slika: Vpliv baznega učinka cen energentov v letu 2009



Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

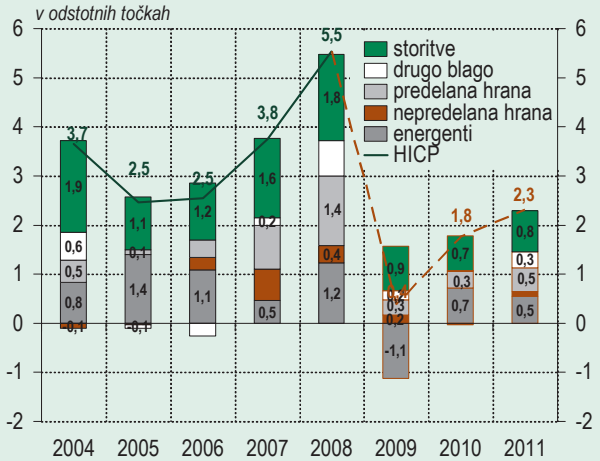
Bazni učinek je ovrednoten kot prispevek spremembe k medletni stopnji inflacije zaradi dinamike cen energentov v lanskem letu, ki je v tem prikazu predpostavljena kot v celoti vezana na eksogene dejavnike. Spremembe medletne stopnje inflacije v posameznem mesecu namreč ponazarjajo tako vpliv spremembe cen v tekočem mesecu, kot tudi spremembe cen v baznem mesecu, to je 12 mesecev nazaj. Za ovrednotenje baznega učinka je za leto 2009 predpostavljena nespremenjena cena energentov na ravni decembra 2008.

Prispevek baznih učinkov energentov k zniževanju medletne stopnje inflacije bo zaradi izjemno visokih rasti cen energentov v prvi polovici leta 2008 izredno velik. V prvi polovici 2009 bi lahko vpliv baznega učinka, znašal okoli -1 odstotno točko, do sredine leta pa bi narasel na kar -2,5 odstotne točke. V nadaljevanju leta se bodo bazni učinki postopoma zniževali, kot odraz zniževanja cen energentov v enakem obdobju lanskega leta.

nih učinkov bo prispevek rasti cen energentov letos negativen, v prihodnjih dveh letih pa rahlo pozitiven. Rast ostalih cen naj bi se letos znižala na 1,8%, dno pa naj bi dosegla šele v prihodnjem letu, ko naj bi znašala 1,2%. Po postopnem okrevanju domačega in tujega povpraševanja se v letu 2011 pričakuje ponovno zvišanje inflacije na raven, skladno s ciljem cenovne stabilnosti.

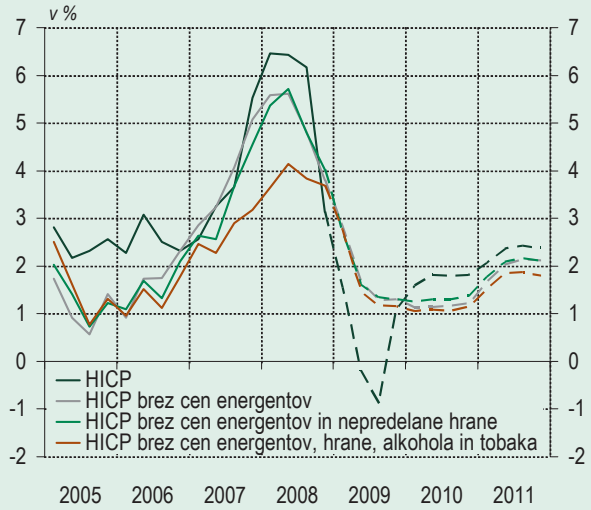
Na umiritev inflacijskih pritiskov naj bi letos poleg nizke rasti cen surovin vplivala tudi močno upočasnjena gospodarska aktivnost tako doma kot v tujini ter zmanjšanje kupne moči prebivalstva. Posledice zastoja v gospodarski aktivnosti in posojilih gospodarstvu so se tako že ob koncu lanskega leta prenašale na realni del gospodarstva, v polni meri pa naj bi se izrazile šele

Slika 6.2: Prispevki komponent k inflaciji



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

Slika 6.3: HICP in osnovna inflacija



Vir: Eurostat, projekcije Banka Slovenije.

letos. Zaradi presežne proizvodnje in kopičenja zalog v preteklih letih naj bi letos prišlo tudi do upada zalog, kar naj bi ob zmanjšanem povpraševanju še dodatno vplivalo na zniževanje cen. Ker se zasebni sektor gospodarstva krizi prilagaja med drugim tudi z zmanjševanjem delovnega časa in odpuščanjem delavcev, se bo po ocenah občutno umirila rast razpoložljivega dohodka gospodinjstev, kar bo še dodatno zmanjšalo domače povpraševanje. Skladno z gibanji zaposlenosti naj bi se umirila tudi rast plač, predvsem v zasebnem sektorju. Rast celotnih prejemkov na zaposlenega naj bi se tako letos glede na lani znižala za slabih 5 odstotnih točk na vsega 2,5%. Pritiski na rast domačih cen bodo zato predvidoma popustili; najprej v sektorjih blaga, kjer je konkurenca največja, nato v storitvenih dejavnostih, najkasneje pa v trgovini s prehrambenimi proizvodi ter v sektorju energetike, saj je cenovna elastičnost povpraševanja po teh proizvodih najmanjša.

Skladno z gibanji v domačem makroekonomskem okolju naj bi se občutno umirila osnovna inflacija. Kazalniki osnovne inflacije kažejo, da naj bi se ta letos in v prihodnjih letih ponovno znižala na ravni, ki omogočajo vzdržno doseganje cenovne stabilnosti. Medletna rast HICP brez cen energentov, hrane, alkohola in tobaka se znižuje že od aprila lani, dno (malenkost nad 1%) pa naj bi dosegla v začetku prihodnjega leta. Povprečna letna rast tega kazalnika osnovne inflacije naj bi tako letos znašala okrog 1,6%, v prihodnjem letu pa 1,1%. Skladno z okrevanjem domačega gospodarstva in povpraševanja naj bi se rast omenjenega indeksa v letu 2011 ponovno malenkost zvišala, in sicer na raven okoli 2%. Bolj skladno z gibanjem osrednjega indikatorja osnovne inflacije naj bi se v celotnem obdobju projekcij gibali tudi ostali indikatorji osnovne inflacije.

Poleg domačih dejavnikov naj bi na znižanje inflacije letos vplivala tudi gibanja v mednarodnem okolju, predvsem zaradi gibanja cen surovin. Po padcu cen nafte v drugi polovici lanskega leta naj bi te v prihodnje ostale na ravni med 50 in 60 USD za sod kot posledica bistveno manjše aktivnosti svetovnega gospodarstva v primerjavi s preteklimi nekaj leti. Predpostavljena raven cen nafte v letošnjem letu je za skoraj 50% nižja glede na povprečno raven lanskega leta. Inflacija bo samo zaradi tega baznega učinka letos v povprečju nižja za dobro odstotno točko, sredi leta pa bo medletna inflacija po projekcijah celo negativna. Poleg cen nafte naj bi se močneje umirila tudi rast cen ostalih primarnih surovin, ki naj bi bila letos v povprečju nižje za okrog 25%. Bistveno nižja kot v preteklih letih naj bi bila tudi rast cen življenjskih potrebščin v evroobmočju in v ZDA, prav tako pa naj bi

se občutno znižala tudi rast cen industrijskih proizvodov v Nemčiji.

Skladno z indeksom skupne inflacije so navzdol popravljene tudi rasti indeksov posameznih censkih skupin. Popravek ocen za letos je v pretežni meri posledica realizacije nekaterih tveganj, predvsem pri cenah energentov, ter nižje projekcije rasti agregatnega povpraševanja in stroškov dela. Za 11,4 odstotne točke je tako navzdol popravljena ocena povprečne letne rasti cen energentov, ki naj bi letos znašala -8,2%, nato pa naj bi se zvišala na 6,3% v letu 2010 in 4,7% v letu 2011. Občuten padec rasti teh cen je v letošnjem letu predvsem posledica baznega učinka, saj je pričakovana tekoča rast cen energentov bistveno nižja od lanskoletne (glej Okvir 6.1). Pri tem je že upoštevan marčevski dvig cen električne energije za 10%. Navzdol sta popravljeni tudi oceni rasti cen industrijskega blaga brez hrane in energentov ter cen storitev. Rast cen prvih naj bi letos znašala 0,5%, v prihodnjem letu -0,1% in v 2011 0,9%. Rast cen storitev naj bi se v obdobju projekcij skladno z umirjenim domačim povpraševanjem gibala med 2% in 3%. Popravki rasti cen storitev so poleg nižje rasti agregatnega povpraševanja predvsem posledica počasnejše rasti stroškov dela od predhodno pričakovanih. Občutno je navzdol popravljena tudi rast cen hrane, ki naj bi se letos in v prihodnjem letu znižala na 2,2% oziroma na 1,4%, v letu 2011 pa naj bi se ponovno zvišala na 2,6%.

Nizka rast cen energentov na svetovnih trgih naj bi letos vladi omogočila dvig nekaterih trošarin in nadzorovanih cen. S tem Vlada pridobiva dodatna sredstva za proračun brez problematičnih inflacijskih pritiskov. Za razliko od preteklih let bo po pričakovanjih Vlada letos manj cenovno restriktivna pri politiki nadzorovanih cen in politiki trošarin. Zaradi potreb po dodatnem financiranju vladnih ukrepov za blažitev gospodarske krize, naj bi Vlada letos občutno dvignila trošarine na alkohol in tobak, hitrejša kot v preteklih letih pa naj bi bila tudi rast nadzorovanih cen. Takšno ukrepanje Vlade naj bi omogočila predvsem izjemno nizka rast cen energentov v letošnjem letu, ki naj bi bila predvsem posledica baznih učinkov. Vlada je tako že povišala cene vozovnic v notranjem železniškem prometu in cene omrežnin za prenos električne energije. Po Načrtu uravnavanja reguliranih cen za leti 2008 in 2009 naj bi bilo neposrednih učinkov sprememb nadzorovanih cen na inflacijo letos več kot v preteklem letu. Za letos se pričakuje vpliv v višini okrog 0,5 odstotne točke, od tega je bilo 0,2 odstotne točke že realizirano v začetku leta. Poleg tega je Vlada v

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

Ukrep	pričakovana sprememba	pričakovani učinek na HICP (v o.t.)
– sprememba cen nekaterih učbenikov	dvig cen za v povp. 2,6%	0,007
– sprememba cen vozovnic železniškega potniškega prometa	dvig cen za v povp. 3,5%	0,007
– načrtovani dvig prispevka za obvezne rezerve pri naftnih derivatih	dvig prispevka za 10%	0,000
– spremembe omrežnine in dodatkov k omrežnini za prenos električne energije	dvig končne cene električne energije za 1,4%	0,032
– sprememba trošarin na alkoholne pijače	dvig cen alkoholnih pijač v povp. za 9%	0,160
– sprememba trošarin na tobak	dvig cen tobačnih izdelkov v povp. za 9%	0,300
Skupni učinek na inflacijo		**0,506**

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

letošnjem letu zvišala trošarine za energente in trošarine na alkohol, katerih vpliv na inflacijo naj bi znašal 0,16 odstotne točke. S 1. majem pa naj bi se dvignile tudi trošarine na tobak, katerih vpliv na inflacijo je ocenjen na 0,3 odstotne točke. Za rast ostalih nadzorovanih cen se predpostavlja, da bo ta skladna z gibanjem rasti prostih cen, kot predvideva Načrt uravnavanja reguliranih cen za leti 2008 in 2009.

Negotovosti glede prihodnjih makroekonomskih gibanj ostajajo neobičajno visoke. Finančna kriza se je od objave oktobrskega Poročila o cenovni stabilnosti še poglobila ter prešla v globalno gospodarsko krizo, hkrati pa ostajajo negotovosti glede normalizacije razmer na finančnih trgih ter končnih razsežnostih krize izjemno visoke. Napovedi za gospodarsko rast v državah, ki so najpomembnejše trgovinske partnerice Slovenije, so bile od oktobra večkrat popravljene navzdol. Pri tem so se tokrat projekcije opazno poslabšale tudi za trgovinske partnerice iz srednje, vzhodne in jugovzhodne Evrope, kar odraža širjenje gospodarske krize v razvijajoče se države. Zaradi visoke odvisnosti Slovenje od izvoza se negotovosti glede gospodarskih razmer v trgovinskih partnericah v polnem obsegu zrcalijo v negotovostih glede gospodarskih obetov za Slovenijo. Zaradi izjemnosti razmer je tokrat na podlagi uporabe ekonometričnih modelov predstavljeno le ovrednotenje učinkov krčenja kreditiranja na gospodarsko aktivnost (Okvir 5.1).

Poglavitna tveganja projekcij se nanašajo na gospodarsko rast v naslednjih letih in še naprej ostajajo izrazito usmerjena navzdol, medtem ko so tveganja glede projekcije inflacije uravnovešena. S poslabšanjem razmer na svetovnih finančnih trgih ter upočasnjevanjem gospodarske aktivnosti v mednarodnem okolju se je udejanjilo glavno tveganje za gospodarsko rast - in s tem za inflacijo - ugotovljeno v oktobrskem Poročilu o cenovni stabilnosti. Kljub temu možnost močnejše in trajnejše upočasnitve gospodarske rasti v mednarodnem okolju ter večjega vpliva finančne krize še naprej ostaja osrednje, navzdol usmerjeno, tveganje, predvsem glede srednjeročnih makroekonomskih projekcij.

Za projekcije gospodarske rasti v Sloveniji je ključno, kdaj bo prišlo do okrevanja svetovnega gospodarstva. Osnovni scenarij predpostavlja, da se bo tuje povpraševanje zniževalo v 2009, nato pa se bo postopno začelo krepiti in se normaliziralo šele leta 2011. Vendar pa pri tem obstaja tveganje, da bo do obrata svetovnega gospodarskega cikla prišlo kasneje, zaradi česar bi lahko bila gospodarska rast v Sloveniji manjša od predvidene, predvsem v 2010 in 2011. Pri tem bo pomembno, kako učinkoviti bodo številni ukrepi, ki so jih nedavno v odgovor na finančno in gospodarsko krizo sprejele centralne banke in vlade po svetu. Učinkovitost ukrepov, ki po večini delujejo s časovnim zamikom, je v tej izjemni situaciji še posebej težko oceniti. Možno je tudi, da bodo pri zagonu gospodarstva že izvedeni ukrepi bolj učinkoviti, kot se trenutno ocenjuje. Dodatno tveganje za okrevanje gospodarske aktivnosti po svetu predstavljajo pritiski posamičnih lobijev po zaščiti domače industrije.

Omejevanje refinanciranja bančnih virov ter zmanjševanje finančnega vzvoda bank, slednje lahko odraža tudi ravnovesni proces, bi lahko oteževalo delovanje finančnih trgov in s tem povečevalo tveganja za morebitno kreditno stiskanje. Zaostreni pogoji financiranja ter nižje povpraševanje se že odražajo v umirjanju kreditne aktivnosti bank v Sloveniji, v določeni meri pa je opazno tudi omejevanje same ponudbe posojil. Ovire pri obnavljanju bančnih virov iz tujine ter zmanjševanje finančnega vzvoda, oziroma razdolževanje, ki bi brez ustrezne dokapitalizacije povzročilo krčenje bilanc bank, bi lahko pospešile kreditno stiskanje, to pa bi zaviralno vplivalo na trošenje in investiranje. Ker je lahko v trenutnih razmerah zmanjševanje kreditne aktivnosti posledica zaostrenih pogojev kreditiranja bank zaradi prevrednotenja tveganj oziroma manjšega povpraševanja na eni strani ali samega kreditnega stiskanja na drugi strani, je potrebno natančno analizirati podatke o kreditni aktivnosti.

Med dejavniki domačega povpraševanja predstavljajo največjo negotovost investicije, ki so bile v zadnjih treh letih glavno gonilo gospodarske rasti v Sloveniji. Investicije so po večletnem naraščanju v drugi polovici

2008 že močno upadle, kar kaže na konec investicijskega cikla, njihov ponoven zagon pa bo - poleg od tujega povpraševanja - v veliki meri odvisen tudi od konkurenčnega položaja domačih podjetij oziroma od tega, kako konkurenčna bo Slovenija prišla iz krize. Ker je članica denarne unije, bo na konkurenčnost lahko vplivala izključno preko domačih mehanizmov prilagajanja, v nasprotju z državami nečlanicami monetarne unije, ki lahko za izboljšanje konkurenčnosti izkoristijo fleksibilnost tečaja. Konkurenčnost bo tako odvisna od delovanja trga dela in proizvodov ter vpeljave strukturnih reform, ki bodo delovanje trgov izboljšali. Nadaljnja dinamika investicij bo odvisna tudi od razpoložljivosti kreditov, saj se investicije večinoma financirajo z zunanjimi viri, ter od dogajanj na trgu nepremičnin, kjer je povpraševanje ob koncu leta 2008 popolnoma usahnilo. Investicije, vezane na projekte države, bodo odvisne od širšega paketa ukrepov, predvsem na področju varčevanja pri ostalih odhodkih države, ter od učinkovitosti črpanja sredstev EU. Vlada je zato ustanovila posebno delovno skupino za boljšo koordinacijo med ministrs-

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

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

V trenutnih razmerah izredno visoke negotovosti so napovedi še posebej odvisne od trenutka njihove izdelave, ki bistveno vpliva na uporabljene predpostavke. Napovedi gospodarske aktivnosti za leto 2009 so v primerjavi s predhodnim krogom napovedi pri vseh institucijah, ki so svoje napovedi izdelale v letošnjem letu občutno popravljene navzdol. Vse institucije, ki so projekcije izdelale po objavi podatkov gospodarske rasti za četrto četrtletje 2008 za leto 2009 predvidevajo negativno gospodarsko rast. Pri tem izstopa napoved UMAR, po kateri naj bi gospodarska rast v Sloveniji v letu 2009 znašala -4%. Misija IMF je ocenila, da se bo gospodarska rast v Sloveniji v letu 2009 zmanjšala za najmanj 1%.[1] Za leto 2010 vse institucije napovedujejo postopno okrevanje gospodarske aktivnosti, katere rast naj bi ostala precej pod dolgoletnim povprečjem.

Večina institucij napoveduje zmanjševanje primanjkljaja tekočega računa v letošnjem letu in ponovno povečanje primanjkljaja v 2010. Kljub temu prevladuje mnenje, da bo primanjkljaj tekočega računa leta 2010 nekoliko manjši v primerjavi s tistim iz leta 2008

Tudi pri inflaciji so v tokratni primerjavi vse institucije znižale napovedi za leto 2009, za leto 2010 pa vse institucije ocenjujejo, da bo prišlo do postopnega zvišanja inflacije v primerjavi z letošnjo, vendar naj bi inflacija kljub temu ostala na relativno nizki ravni.

[1] http://www.imf.org/external/np/ms/2009/031109.htm.

Tabela: Primerjava napovedi za Slovenijo in razlike s predhodnimi napovedmi

	Objava nove/prejšnje napovedi	BDP letna rast v %				Inflacija povprečje leta v %				Tekoči račun delež v BDP v %			
		2009		2010		2009		2010		2009		2010	
		nova	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ	**nova**	Δ
Banka Slovenije	mar. 09/okt. 08	**-2,0**	-5,5	**1,9**	-2,2	**0,4**	-3,1	**1,8**	-1,7	**-3,2**	3,0	**-4,4**	1,8
EIPF	mar. 09/sep. 08	**-0,9**	-5,3	**1,8**	…	**-0,1**	-4,7	**4,2**	…	**-0,5**	4,1	**-5,1**	…
UMAR	mar. 09/dec. 08	**-4,0**	-5,1	**1,0**	-2,1	**0,4**	-0,7	**1,6**	-1,4	**-2,2**	2,0	**-3,5**	0,6
Consensus Forecasts	mar. 09/sep. 08	**-0,5**	-5,2	**1,3**	…	**2,1**	-4,0	**2,7**	…	**-4,7**	0,5	**-4,3**	…
Evropska komisija	jan. 09/okt. 08	**0,6**	-2,3	**2,3**	-1,5	**0,9**	-2,8	**2,8**	-0,3	**-5,8**	-0,5	**-6,0**	0,0

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

tvi ter večje črpanje sredstev iz skladov EU. Črpanje sredstev EU je odvisno tudi od sposobnosti države za sofinanciranje odobrenih projektov, kar je v trenutnih gospodarskih razmerah precej oteženo .

Velika negotovost obstaja tudi glede projekcije zasebne potrošnje, ki bi se lahko dodatno oslabila zaradi premoženjskih učinkov, vezanih na padec vrednosti finančnega in nepremičninskega premoženja. Po eni strani je gibanje vrednosti premoženja prebivalstva – predvsem cen nepremičnin ter vrednostnih papirjev – trenutno izjemno negotovo. Negotov je tudi vpliv zmanjšanja premoženja na trošenje gospodinjstev, saj se je tovrstno premoženje v zadnjih letih močno povečalo, hkrati pa je bila izjemno visoka tudi zasebna potrošnja, predvsem v 2007. V določeni meri bodo proticiklično na zasebno potrošnjo vplivali tudi ukrepi države, predvsem posredno z blaženjem neugodnih razmer na trgu dela.

Obstaja tudi tveganje, da bi pričakovani ciklični porast brezposelnosti, vezan na krizo povpraševanja, povzročil hkrati porast strukturne brezposelnosti. To bi pomenilo, da bi se visoka stopnja brezposelnosti ohranila dlje časa, kar bi imelo negativne posledice na domačo potrošnjo in na proračunska gibanja, kasneje – ob ponovnem zagonu gospodarstva - pa bi lahko povzročilo ozka grla na nekaterih segmentih trga dela in plačne pritiske. Vladni ukrepi, predvsem delno subvencioniranje delovnega časa, podjetja zavezujejo k ohranjanju delovnih mest, z namenom ohranjanja človeškega kapitala delovne sile, vendar je težko ovrednotiti, koliko bodo pri tem dejansko uspešni. Po drugi strani visok delež zaposlenih za določen čas ter tujcev, predvsem v dejavnostih, ki so močneje odvisne od cikla, prispeva k večji prilagodljivosti trga dela, kar pomeni, da podjetja v neugodnih gospodarskih razmerah lažje odpuščajo presežno delovno silo. Posledično bodo ti dejavniki imeli pomemben vpliv na stroške podjetij tudi na srednji rok, kar bo ključno vplivalo na uspešno in konkurenčno poslovanje podjetij.

Pri projekcijah inflacije so negotovosti povezane predvsem z vzorcem gospodarskega okrevanja ter z gibanjem plač in cen surovin. Če bosta dolžina in globina obdobja padca oziroma nizke gospodarske rasti daljši od predpostavljenega v osnovnem scenariju, bi to lahko pomenilo nižjo inflacijo v obdobju projekcij, saj so plačni in censki pritiski odvisni od stopnje prostih kapacitet v gospodarstvu. Prav tako je inflacija močno odvisna od gibanja cen surovin, ki predvsem v zadnjem obdobju zelo nihajo in s tem ključno vplivajo na projekcije inflacije, tako neposredno kot preko baznih učinkov. To pomeni dodatno negotovost glede projekcij inflacije, tveganje pa je, da se cene surovin ponovno zvišajo, predvsem ob povečanju globalne gospodarske aktivnosti. Deflacija zaenkrat v Sloveniji ni tveganje, čeprav bodo po pričakovanjih medletne inflacijske stopnje prehodno negativne zaradi prej omenjenih baznih učinkov.

Zaradi občutnega poslabšanja makroekonomskih razmer je težko oceniti inflacijske učinke plačnih uskladitev v 2008, ko je rast plač poskočila tudi kot odgovor na inflacijske šoke. Po projekciji bodo podjetja povišanje plač v razmerah upočasnjene rasti produktivnosti delno nadomestila z znižanjem marž, kar se bo odrazilo v razmeroma nizki osnovni inflaciji. Poleg tega bo po pričakovanjih rast plač nižja od tiste, ki so jo narekovali plačni dogovori sklenjeni v 2008, saj naj bi zaradi neugodnih gospodarskih razmer prišlo do prilagoditev navzdol. Vendar tovrstne prilagoditve, še posebej če gre za odlog prilagoditev kot na primer pri plačah v javnem sektorju, povečujejo negotovosti glede gibanja plač v kasnejšem obdobju. Po drugi strani lahko v trenutnih gospodarskih razmerah togost dinamike stroškov dela upočasni zmanjševanje osnovne inflacije, pospeši naraščanje nezaposlenosti, srednjeročno pa poslabša stroškovno konkurenčnost gospodarstva.

Tveganja za inflacijo izvirajo tudi iz gibanja cen električne energije in drugih energentov, kot je na primer zemeljski plin. Pri obeh proizvodih njuni ponudniki ugotavljajo, da je zvišanje cen neizogibno. Kljub že izvedenem zvišanju omrežnin v višini 10% v letošnjem letu, so distributerji vladi predlagali dodatna zviševanja, ki pa jih Vlada zaenkrat ni sprejela. Zaradi zaostrenih gospodar-

skih razmer in pritiskov na cene surovin navzdol, v tokratnih projekcijah niso uporabljene dodatne predpostavke o dodatnem zviševanju cen električne energije in cen ostalih energentov.

Nenazadnje pa prihajajo v ospredje tudi negotovosti, povezane tudi z ohranjanjem javnofinančnega ravnovesja, saj se zaradi poslabšanja gospodarskih gibanj in spodbujevalne fiskalne politike nakazuje možnost neizpolnjevanja Pakta o stabilnosti in rasti. Predvideno poslabšanje makroekonomskih razmer bo preko manjše zaposlenosti, plač in potrošnje vplivalo na nižje prihodke države, kar pomeni slabšanje salda države zaradi delovanja avtomatičnih stabilizatorjev. Saldo države bo manj ugoden tudi zaradi sprejetih in predvidenih diskrecijskih ukrepov, v veliki meri predvidenih za blaženje posledic finančne in gospodarske krize. Tako bo po pričakovanjih primanjkljaj države v 2009 višji od Maastrichtskega merila, za vzpostavitev trajne gospodarske rasti pa bo nujna čimprejšnja in kredibilna konsolidacija javnih financ. Odstopanje od javnofinančnega ravnovesja bi bilo v Sloveniji še posebno velika težava zaradi neugodne demografske strukture, ki bo v prihodnjem obdobju vedno bolj povečevala potrebna sredstva pokojninske in zdravstvene blagajne.