BANKA SLOVENIJE
EVROSISTEM

POROČILO O CENOVNI STABILNOSTI

OKTOBER 2008

Izdala:

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

Publikacija temelji na podatkih in informacijah dostopnih do 30. septembra 2008, razen, če je navedeno drugače.

This publication is also available in English.

ISSN 1855-1432

Pregled vsebine*

Povzetek 9

1 Tekoče gibanje cen 13

2 Mednarodno okolje in predpostavke projekcij 23

3 Gospodarska gibanja in trg dela 29

4 Zunanje ravnovesje in konkurenčnost 41

5 Pogoji financiranja 51

6 Projekcije gibanja cen in tveganja 59

* Pred tiskanjem bo PCS dodatno lektorirano.

Pregled slik, tabel in okvirov

Slike:

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

Tabele:

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

Okviri:

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

Okrajšave uporabljene v Poročilu o cenovni stabilnosti

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

Povzetek

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

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

* * *

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

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

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

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

Medletna stopnja inflacije se je od januarja do avgusta gibala nad 6%, presegala povprečno inflacijo v evroobmočju kar za okoli tri odstotne točke, septembra pa dosegla 5,5%. To kaže na udejanjenje nekaterih tveganj, na katera je Banka Slovenije opozorila v predhodnih Poročilih o cenovni stabilnosti, tako glede censkih pritiskov iz mednarodnega okolja, kakor tudi glede domačih dejavnikov inflacije. Naraščanje cen nafte je povečalo prispevek energentov k medletni stopnji inflacije nad dve odstotni točki, rast cen hrane pa se od februarja zmanjšuje, z 11,6% na 6,1% v septembru, ob postopnem zmanjševanju rasti cen prehrambenih surovin na svetovnih trgih. S sprejetimi dogovori o plačah v javnem in zasebnem sektorju se je v veliki meri udejanjilo najpomembnejše tveganje med domačimi dejavniki, sekundarni učinki na rast stroškov dela zaradi precejšnje indeksacije plač na zatečena gibanja inflacije. Temu se pridružujejo še učinki plačne reforme v javnem sektorju. Z upoštevanjem še vedno visoke gospodarske aktivnosti, agregatnega povpraševanja, ki presega ponudbeni potencial, in ugodnih razmer na trgu dela v prvem polletju, je domače makroekonomsko okolje tako prispevalo k ohranjanju osnovne inflacije na visoki ravni. Inflacija brez hrane, energentov, tobaka in alkohola je bila najvišja aprila, 4,4 % medletno, nato pa se je postopno zniževala in dosegla 3,8% septembra, ko je presegla raven osnovne inflacije v evroobmočju za približno dve odstotni točki. V evroobmočju se je skupna inflacija septembra znižala na 3,6%, po tem, ko je junija in julija znašala 4,0%. K tako visoki rasti so prispevale predvsem visoke cene nafte in hrane, saj so kazalniki osnovne inflacije ostali praktično nespremenjeni, na ravni nekaj pod 2%.

Projekcija gospodarske rasti v letu 2008 je popravljena navzgor na 4,5% zaradi visoke rasti v prvem polletju, hkratno umirjanje rasti tujega in domačega povpraševanja v 2009, ter le postopno okrevanje v 2010, pa bi povprečno gospodarsko rast v obdobju med 2009 in 2010 lahko znižalo pod 4%. Zmernejša gospodarska rast odraža predvsem zmernejšo dinamiko domačega povpraševanja, kar naj bi ob postopnem okrevanju tujega povpraševanja po letu 2009 prispevalo k ponovno pozitivnemu prispevku menjave s tujino h gospodarski rasti. Zasebna potrošnja naj bi bila v drugi polovici 2008 in v 2009 nekoliko višja od napovedi iz aprila predvsem zaradi dogovorjene višje rasti plač, na letni ravni pa naj njena realna rast ne bi presegala 3,5%. Po vsebinski plati pomenijo nove projekcije prehoden pospešek gospodarske rasti v letu 2008, vezan predvsem na gibanja iz prvega polletja, in nato znižanje aktivnosti na predhodno predvideno raven, kar se kaže v znižanju rasti v letu 2009. V kolikor

bi se trenutna rast zaposlenosti izkazala za trajnejšo in ne predvsem ciklično, na kar trenutno nakazuje koncentracija v sektorjih, kot je gradbeništvo, bi lahko bila rast višja od 4% tudi v letu 2009.

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

Umirjanje inflacije bo v veliki meri vezano na bazne učinke preteklih censkih pritiskov iz tujine, zniževanje osnovne inflacije pa bo, glede na udejanjena in pričakovana gibanja v domačem makroekonomskem okolju, bolj postopno. V skladu s tekočimi in pričakovanimi gibanji predpostavk so projekcije inflacije popravljene nekoliko navzgor, na 6,1%, 3,5% in 2,8% za leta 2008, 2009 in 2010. Ob koncu leta 2008 in v letu 2009 je pričakovano močno zniževanje prispevka k inflaciji s strani energentov in prehrambenih surovin, vezanega na ponudbene censke šoke iz lanskega leta in prvega polletja letošnjega leta. Po drugi strani se vpliv na cene s strani agregatnega povpraševanja in domačih stroškovnih dejavnikov, predvsem stroškov dela, ne bo umiril tako hitro, kot so kazale projekcije v aprilskem Poročilu o cenovni stabilnosti. Osnovna inflacija naj bi se na dolgoročno bolj vzdržne, in z evroobmočjem bolj primerljive ravni, vrnila šele leta 2010.

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

Okvir za vodenje nacionalnih ekonomskih politik po vstopu Slovenije v evroobmočje predstavljajo maastrichtski konvergenčni kriteriji in pravila Pakta o stabilnosti in rasti. V zadnjih mesecih inflacija presega maastrichtsko merilo cenovne stabilnosti za okoli dve odstotni točki. Po zadnji notifikaciji naj bi bil saldo države v letu 2008 izravnan, po presežku v letu 2007. Vendar se lahko v primeru znatnejše upočasnitve gospodarske rasti razmerja v javnih financah zelo hitro poslabšajo, ker so rezerve, ustvarjene ob zelo ugodni rasti prihodkov v zadnjih letih, relativno majhne.

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

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

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

** Na podlagi deflatorjev nacionalnih računov.

*** Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.

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

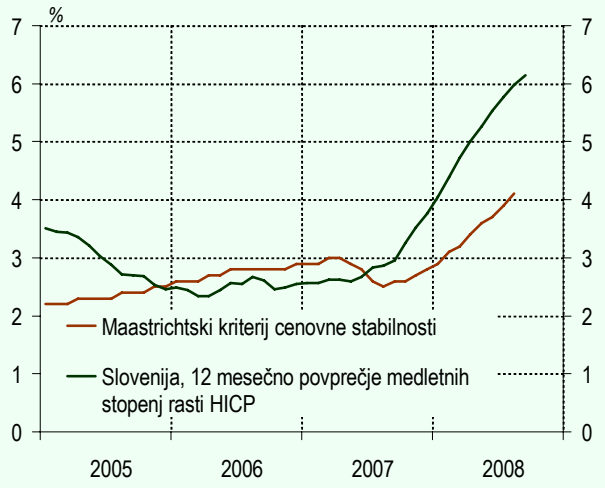
Vir: SURS, Banka Slovenije, Eurostat, Consensus Forecasts, JP Morgan, OECD Outlook, IMF World Economic Outlook.

1 Tekoče gibanje cen

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

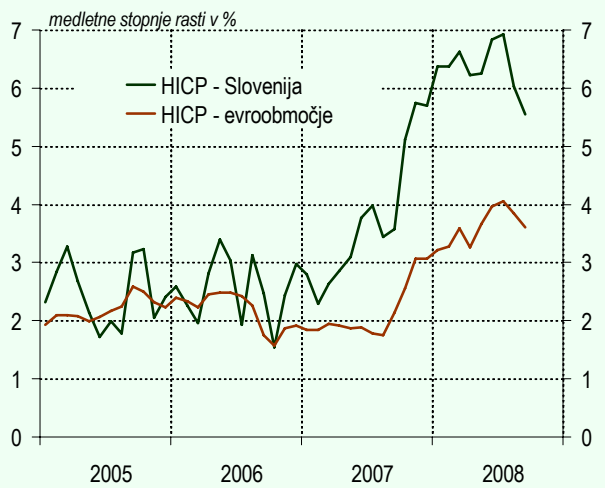
V prvih osmih mesecih je inflacija presegla raven, ki bi bila še skladna z vzdržno realno konvergenco, in tako že od poletja 2007 vedno bolj odstopa od Maastrichtskega kriterija cenovne stabilnosti. Ta je julija 2008 znašal 3,9%, kar je za 2,1 odstotni točki manj kot znaša dvanajstmesečno povprečje stopenj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

Slika 1.1: Maastrichtski kriterij cenovne stabilnosti



Vir: Eurostat, SURS; preračuni Banka Slovenije

Slika 1.2: Skupna inflacija



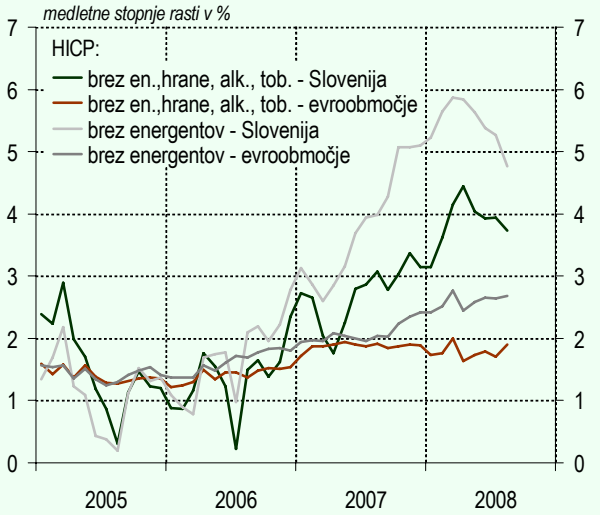
Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banka Slovenije

Makroekonomski dejavniki in kazalniki osnovne inflacije

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

Inflacijski pritiski se zaradi visokega agregatnega povpraševanja zmanjšujejo le počasi. Gospodarska aktivnost se letos v primerjavi z rekordno rastjo lani sicer postopoma znižuje, vendar je še vedno nad ocenjeno potencialno. Proizvodna vrzel tako ostaja še naprej pozitivna, vendar pa zadnji podatki in kazalniki o gibanju gospodarske aktivnosti kažejo, da bi lahko bilo zapiranje proizvodne vrzeli v prihodnje morda hitrejše (glej Okvir 1.1). Domače povpraševanje še naprej najbolj poganja rast investicij, usmerjenih pretežno v gradbeništvo. Tako je rast ponudbenega potenciala gospodarstva zaradi naložb v sektor z relativno nizko dodano vrednostjo dokaj omejena in izvira še naprej pretežno iz povečanega zaposlovanja. Visoka potreba po delovni sili odraža tudi dokaj nizko rast produktivnosti, ki v zadnjem letu zaostaja za dolgoročnim povprečjem za več kot eno odstotno točko. Glede na trenutne podatke nacionalnih računov ostaja rast trošenja gospodinjstev kljub dokaj visoki rasti razpoložljivega dohodka relativno umirjena. Medletna rast trošenja države se je od zadnjega četrtletja lani nekoliko povečala, a še vedno ostaja bistveno pod rastjo BDP.

Slika 1.3: Osnovna inflacija



Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije

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

zmanjšala za 10 odstotnih točk.

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

Tabela 1.1 Struktura HICP in kazalniki gibanja cen

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

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

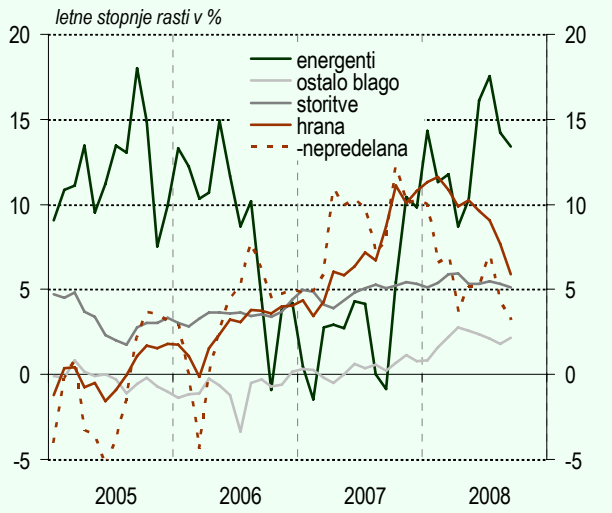
Med dejavniki, ki so na inflacijo vsaj deloma delovali omejevalno, je apreciacija nominalnega efektivnega tečaja, ki tako še naprej blaži inflacijske šoke ponudbene narave iz mednarodnega okolja. Apreciacija evra je vsaj deloma prispevala k manjšemu prenosu dolarskih cen nafte v stroške za podjetja v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

Mikroekonomski dejavniki in struktura inflacije

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

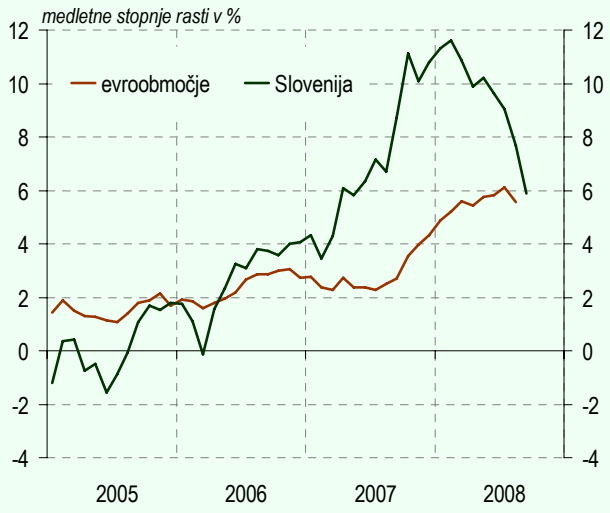
Gibanje cen hrane je bilo v letošnjem letu zmernejše v primerjavi z lanskim letom, saj se je začela medletna rast v drugi polovici leta umirjati. Medletna rast cen hrane je v povprečju do septembra znašala 9,6%, kar je 2,5 odstotne točke več kot v lanskem letu. Višja medletna rast v prvih štirih mesecih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

Slika 1.4: Gibanje posameznih kategorij cen

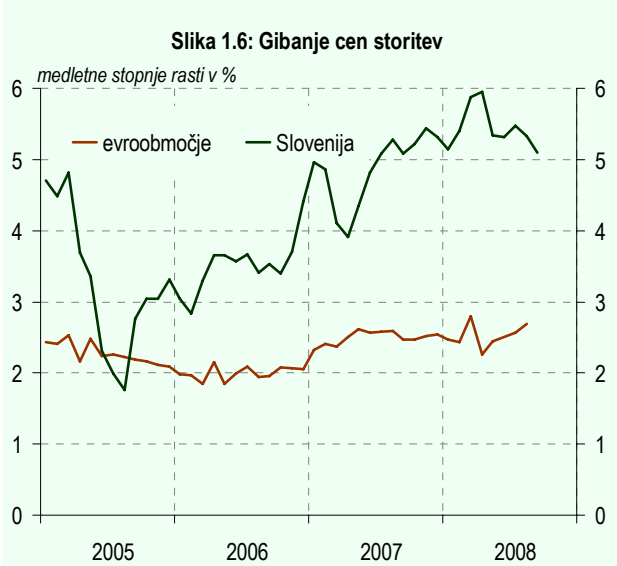


Vir: Eurostat, SURS, preračuni Banka Slovenije

Slika 1.5: Gibanje cen hrane



Vir: Eurostat, SURS, preračun Banka Slovenije



Vir: Eurostat, SURS, preračun Banka Slovenije

šala 58%. V evroobmočju je medletna rast cen hrane v povprečju osmih mesecev letošnjega leta znašala 5,6%, kar je 2,8 odstotne točke več kot lani in je še vedno veliko pod povprečjem rasti cen hrane v Sloveniji.

Rast cen storitev se je po manjšem pospešku v prvi polovici leta v začetku tretjega četrtletja ustalila na ravni iz konca lanskega leta. Povprečna letna rast cen storitev je do septembra znašala 5,5%, kar je za 0,6 odstotne točke več kot lani. V evroobmočju je bila rast cen storitev v letošnjem letu do avgusta za tri odstotne

Vir: Eurostat, SURS, preračun Banka Slovenije

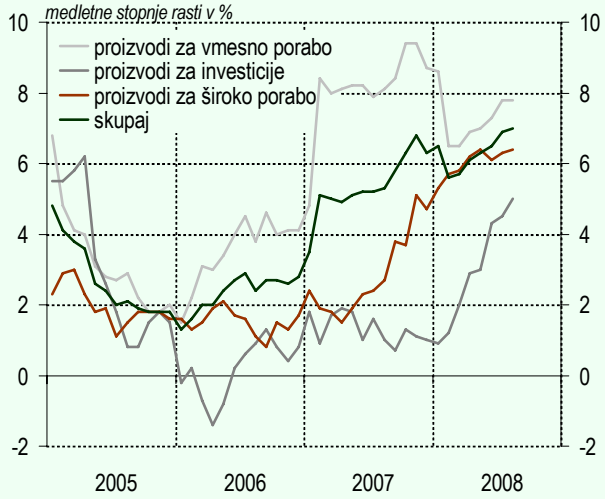
točke nižja kot v Sloveniji, in je znašala 2,5%. Med storitvami je bila najopaznejša rast cen izdatkov za rekreacijo in osebno nego, ki so se povišale za okrog 9%, kar je za 1,5 odstotne točke več v primerjavi z letom poprej, in rast cen počitniških paketov, s prav tako 9% rastjo. Letos so se podražile tudi cene prevoznih storitev za okrog 2%. Cene komunalnih storitev so po lanskem padcu letos ostale bolj ali manj nespremenjene.

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

Cene pri industrijskih proizvajalcih

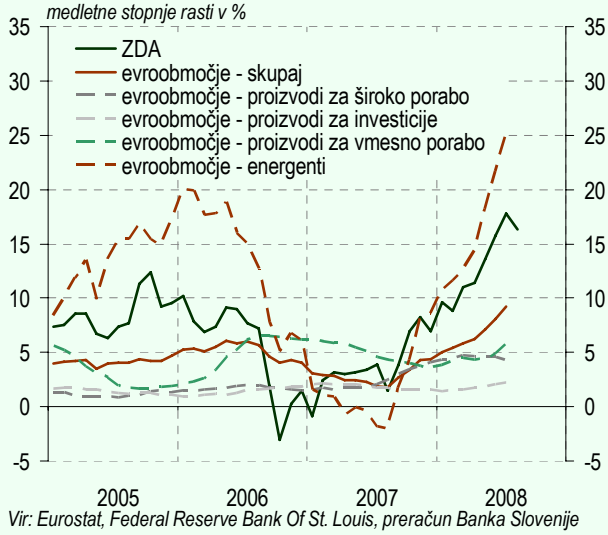
Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu so se letos do julija v povprečju povišale za 6,2%, kar pomeni 0,8 odstotne točke več kot v povprečju lani. Takšna gibanja nakazujejo, da so v prihodnje možni še dodatni pritiski na rast cen proizvodov, ki so namenjeni potrošnikom. Najbolj so se povišale cene proizvodov za vmesno porabo, za 7,2%, kar je posledica visokih rasti cen energentov in surovin na svetovnih trgih. Dolarske cene surovin na svetovnih trgih so se medletno v povprečju prvih osmih mesecev letošnjega leta zvišale za 29%, kar pomeni 10 odstotnih točk več kot v povprečju lanskega leta. Cene proizvodov za široko porabo so se v povprečju sedmih mesecev povišale za 6%, cene investi-

Slika 1.8: Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih na domačem trgu



Vir: SURS, preračun Banka Slovenije.

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



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

cijskih proizvodov pa za 2,7%. V evroobmočju je na višjo rast cen pri proizvajalcih glede na lani vplivala predvsem višja povprečna rast cen energentov, ki je v povprečju sedmih mesecev letos znašala 16,2% in se je glede na leto 2007 povišala za 14,4 odstotnih točk. Poleg energentov so se povišale tudi cene proizvodov za vmesno porabo in za široko porabo, vendar v manjšem obsegu. V nasprotju z evroobmočjem so v ZDA zabeležili nižjo rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v primerjavi z lanskim letom, in sicer za 3,1 odstotne točke, kar pomeni, da je rast cen v letošnjem letu znašala 0,7%.

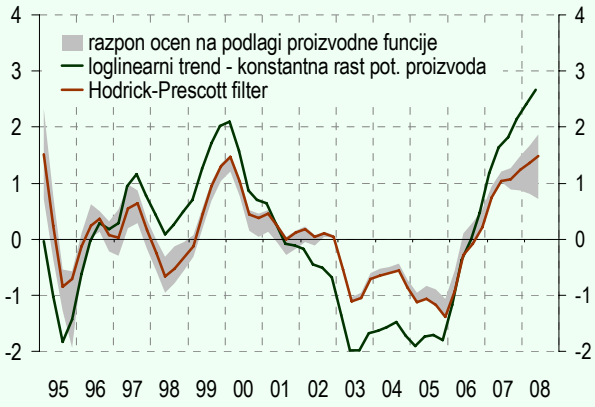
Okvir 1.1: Kazalniki potencialnega proizvoda in proizvodne vrzeli za Slovenijo

Proizvodna vrzel meri razmerje med agregatnim povpraševanjem ter ponudbenimi zmogljivostmi v gospodarstvu in je eden glavnih kazalnikov inflacijskih pritiskov na kratek do srednji rok. Če povpraševanje presega ponudbene zmogljivosti, se pojavijo pritiski na poviševanje cen. Za določitev proizvodne vrzeli je potrebno oceniti raven ponudbenih zmogljivosti, to je potencialnega proizvoda. Potencialni proizvod je običajno definiran kot raven ponudbe v gospodarstvu, ki jo določajo struktura proizvodnje, tehnološka opremljenost in proizvodni dejavniki. Če agregatno povpraševanje presega raven ponudbenih kapacitet gospodarstva, je to eden od pokazateljev inflacijskih pritiskov.

Različne metode ocenjevanja potencialnega proizvoda kažejo na podobno sliko gibanja proizvodne vrzeli v Sloveniji. Po ocenah je v zadnjih dveh letih proizvodna vrzel postala močno pozitivna, kar kaže na presežek agregatnega povpraševanja nad ponudbenim potencialom in tako jasno odraža inflacijske pritiske. Na obstoj podobne pozitivne proizvodne vrzeli nakazujejo tudi ocene Evropske komisije.[1] Hkrati projekcije kažejo, da bi se lahko ob umirjanju gospodarske aktivnosti proizvodna vrzel do konca obdobja projekcij skoraj popolnoma zaprla, zaradi česar bi se lahko v prihodnje pričeli zmanjševati inflacijski pritiski.

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

Slika: Območje ocenjenih vrednosti proizvodne vrzeli za Slovenijo*



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

Kljub nezanesljivosti posameznih ocen je možno z različnimi metodami ugotoviti glavne tendence gibanja proizvodne vrzeli, če so rezultati različnih ocen podobni. V sliki predstavljen razpon gibanja vrednosti ocen proizvodne vrzeli temelji na različnih metodah in vrednostih parametrov, ki nastopajo v izračunih proizvodne funkcije, Hodrick-Prescottovem filtru (vrednost gladilnega parametra=1600) in loglinearnega trenda, ki predpostavlja, da je bila rast potencialnega proizvoda v ocenjevanem obdobju nespremenjena. Serija kapitala je v proizvodni funkciji določena na podlagi metode stalnih zalog, pri čemer so uporabljene različne vrednosti začetne vrednosti kapitala (na podlagi pogoja optimalnosti, po kateri je cena kapitala enaka mejnemu proizvodu kapitala, in na podlagi ocene SURS o vrednosti kapitala za 4. četrtletje 1999), koeficienta amortizacije (uporabljene vrednosti letne amortizacije 5%, 7,5% in 10%), različne definicije investicij (celotne investicije in investicije brez investicij v gradbene objekte) ter različne metode glajenja osnovnih serij (Hodrick-Prescottov filter oziroma ocena trenda na podlagi metode X12).

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

[2] Na pomen natančnosti ocen proizvodne vrzeli pri izvajanju ekonomske politike opozarja primer ZDA med sredino 1960.-ih in1980, ko se je inflacija v ZDA povečevala, čeprav so takratne ocene Sveta ekonomskih svetovalcev (Council of Economic Advisers) kazale na obstoj negativne proizvodne vrzeli (Orphanides in van Norden, 1999).

[3] Do takšnih ugotovitev so za evroobmočje prišli npr. Camba-Mendez et al. (2005).

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

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

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

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

Inflacijske razlike so normalen pojav tudi med državami evroobmočja in v določeni meri predstavljajo mehanizem prilagajanja v procesu ekonomskega izenačevanja. Hkrati pa so lahko razlike v inflaciji rezultat neustreznih domačih politik oziroma dejavnikov, kot so fiskalna politika, gibanje plač, ter strukturni dejavniki. V tem primeru je razlike v inflaciji potrebno odpraviti z nacionalnimi politikami, saj je denarna politika zadolžena za ohranjanje cenovne stabilnosti v evroobmočju kot celoti. Poleg B-S učinka obstajajo tudi drugi dejavniki, povezani s procesom konvergence, med katere sodijo predvsem dohajanje ravni cen in dohodkov ter razlike v strukturi gospodarstva (preference potrošnikov in s tem sestava potro-

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

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

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

šniške košarice, proizvodna struktura,[6] odprtost gospodarstva, delež uvoženega blaga, odvisnost od surovin, delovanje trgov). Prehodno na razlike v inflacijskih stopnjah med državami evroobmočja vpliva tudi uvedba evra, ki prinaša novo institucionalno okolje, večjo vpetost v kapitalske trge evroobmočja ter nižje obrestne mere v državah, ki so imele v preteklosti višje stopnje inflacije, kar lahko povzroči porast domačega povpraševanja ter inflacijske pritiske, predvsem v nemenjalnem sektorju.[7] Vpliv posameznih učinkov je težko oceniti in med sabo ločiti, zato je pri razlagi potrebna previdnost. Pri oblikovanju ekonomskih politik je pomembno, kako razlike v inflaciji vplivajo na konkurenčnost gospodarstva ter s tem na dolgoročnejše obete za gospodarsko rast in zaposlenost. Analiza kaže, da lahko B-S učinek - ki je ravnovesen proces in tako ne vpliva na cenovno konkurenčnost države - v Sloveniji pojasni le relativno majhen del razlike v inflaciji do evroobmočja, ki je v povprečju prvih osmih mesecev 2008 znašala skoraj 3 odstotne točke.

[1] Okvir predstavlja povzetek posodobljenega članka T. Žumer: 'Estimation of the Balassa-Samuelson effect in Slovenia', ki je bil objavljen v Prikazih in analizah X/1 (september 2002), Banka Slovenije ter prispevka v gradivu: 'On the estimated size of the Balassa-Samuelson effect in five Central and Eastern European countries', WP, 2002, Magyar Nemzeti Bank.

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

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

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

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

[6] Égert B. in Podpiera J. kot glavni dejavnik višje inflacije v državah Višegrajske skupine identificirata spremembo v kakovosti ('quality bias'), saj višja kakovost prinaša višje cene tako na strani potrošnikov kot proizvajalcev (CEPR Policy insight No.20, April 2008).

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

2 Mednarodno okolje in predpostavke projekcij[1]

Umirjanje gospodarske rasti in visoka inflacija sta ključni značilnosti gospodarskega okolja v večini držav tudi na začetku druge polovice leta 2008. Rast svetovnega gospodarstva poleg negotovosti na finančnih in umirjanja na nepremičninskih trgih zmanjšujejo predvsem visoke cene primarnih surovin ter nafte. Objave o slabšem stanju evroobmočja v drugem četrtletju letošnjega leta ter nadaljevanje nestabilnosti na svetovnih finančnih trgih nakazujejo na nadaljevanje negotovosti glede gospodarskih dogajanj v drugi polovici letošnjega ter v prvi polovici naslednjega leta. Po rasti, ki je na začetku leta v evroobmočju presegla pričakovanja, je prišlo v drugem četrtletju do močnega umirjanja gospodarske rasti. Zaskrbljujoči so predvsem podatki za tri največja gospodarstva evroobmočja (Nemčija, Francija, Italija), ki so v drugem četrtletju beležila negativno gospodarsko rast. Zadnje objave kazalnikov gospodarske aktivnosti za Japonsko kažejo, da bi to gospodarstvo lahko še letos zašlo v recesijo. Bolj spodbudni so podatki za ZDA, kjer zadnje objave kažejo na izboljšanje gospodarske

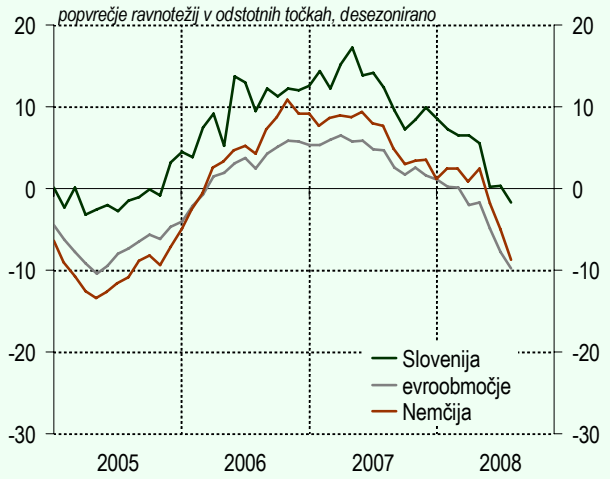
Tabela 2.1 Predpostavke o dejavnikih iz mednarodnega okolja

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

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

[1] Projekcije so bile narejene na podlagi razpoložljivih podatkov in veljavnih statističnih metodologij, dostopnih do 10. septembra 2008. Projekcije makroekonomskih dejavnikov, predstavljene v tem Poročilu o cenovni stabilnosti, temeljijo na predpostavkah o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja in na nekaterih domačih dejavnikih, ki so pogojeni z odločitvami ekonomskih politik. Predpostavke o gibanju spremenljivk iz mednarodnega okolja so povzete po Consensus Forecasts (avgust, 2008), JP Morgan (Global Data Watch, 30.8.), OECD Outlook (julij 2008), IMF World Economic Outlook Update (julij 2008) ter iz vrednosti terminskih pogodb na dan 29.8.2008. Domači dejavniki, ki so pod vplivom ekonomskih politik in so eksogeno vključeni v proces izdelave napovedi, so trošenje in investiranje javnega sektorja, plače v javnem sektorju, gibanje nadzorovanih cen ter nekatere druge spremenljivke fiskalne narave. Vrednosti predpostavk, uporabljene v projekcijah, niso enake predpostavkam, ki jih v svojih projekcijah uporablja ESCB. O razmerju med projekcijami BS in ESCB glej Prilogo v Poročilu o cenovni stabilnosti, april, 2008.

Slika 2.1: Zaupanje pri podjetjih v tujini in v Sloveniji

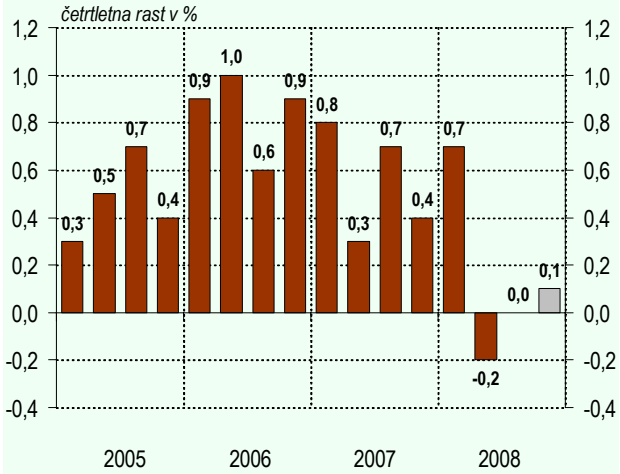


Vir: Eurostat

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

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

Slika 2.2: Gospodarska rast evroobmočja in projekcije Evropske komisije



Vir: napoved: Evropska komisija, september2008; projekcije za vsa četrtletja 2008.

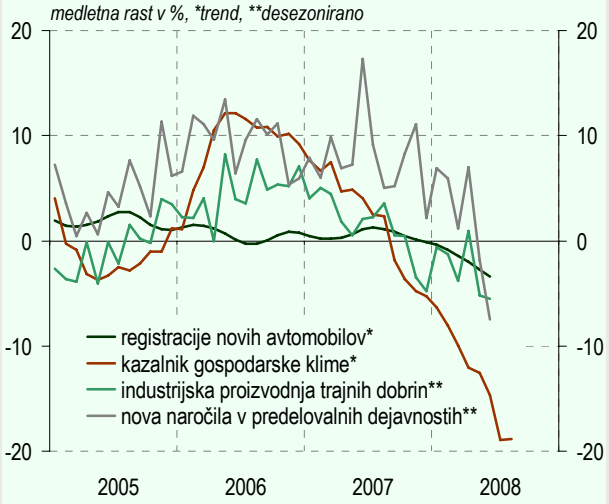
Okvir 2.1: Kazalniki gospodarske klime evroobmočja kažejo na poslabševanje konjunkture

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

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

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

Slika 1: Kazalniki gospodarske aktivnosti



Vir: Eurostat

Slika 2: Kazalniki zaupanja v evroobmočju

Vir: Evropska komisija

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

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

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

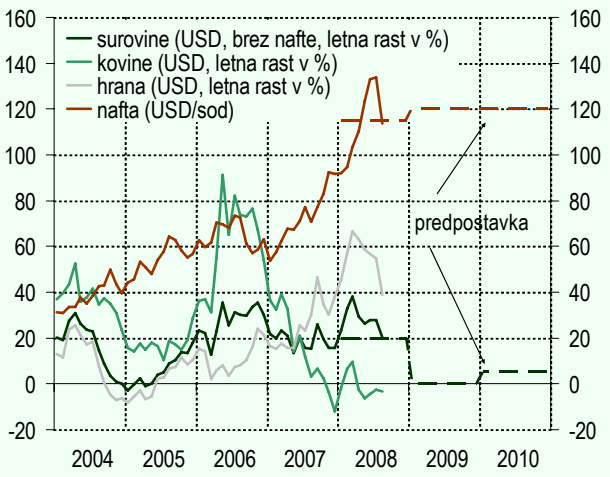
Po visoki rasti cen nafte v letu 2007 in v prvi polovici leta 2008 se cene nafte od sredine leta 2008 umirjajo. Visoka rast cen nafte je po letu 2007 zaznamovala tudi prvo polovico leta 2008. V letu 2007 je cena sodčka (159 litrov) nafte Brent v povprečju znašala 73 USD, povprečna evrska cena pa 53 EUR.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

Ob upoštevanju trenutnih gibanj in pričakovanj je bila za letošnje leto navzgor popravljena tudi aprilska predpostavka o cenah primarnih surovin brez nafte. Ob občutno zmernejši rasti cen kovin v prvih sedmih mesecih letošnjega leta, ko so se kovine glede na leto 2007 v povprečju podražile le za 2%, se je močno povečala rast cen hrane, predvsem pšenice, soje in mleka. Dolarske cene hrane so se tako v prvih sedmih mesecih letošnjega leta glede na povprečje leta 2007 povečale za

45%. Cena pšenice je v začetku letošnjega leta na svetovnih trgih tako rasla s stopnjami, ki so na medletni ravni presegale 100%, cena koruze pa se je v prvi polovici letošnjega leta povečala za več kot 40% medletno. Hitra rast cen hrane je bila predvsem posledica naraščajočega povpraševanja iz držav v razvoju, neugodnih vremenskih razmer, uporabe žit oziroma kmetijskih površin za proizvodnjo biogoriv ter tudi zaradi kmetijskih politik, usmerjenih k zmanjševanju presežkov v kmetijstvu. Rast cen primarnih surovin, tudi hrane, naj bi se v naslednjih dveh letih umirila. Na umiritev cen primarnih surovin v naslednjih letih naj bi vplivala odsotnost ponudbenih šokov ter visoke osnove, dosežene v lanskem in letošnjem letu.

Inflacija se je v evroobmočju in v ZDA v letošnjem letu močno zvišala predvsem na račun visokih cen nafte ter hrane. Cene, merjene s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin, so se v povprečju leta 2007 v evroobmočju povečale za 2,1%, do občutnejšega pospeška rasti cen pa je prišlo v zadnjem četrtletju. Cene življenjskih potrebščin so v prvih osmih mesecih leta 2008 glede na isto obdobje lani porasle za 3,6%. Največ so k rasti cen prispevale višje cene hrane in nafte, nekoliko manjši pa je bil prispevek ostalih dejavnikov. Kljub temu je osnovna inflacija, merjena kot rast cen brez energentov in nepredelane hrane, v evroobmočju junija in julija medletno znašala 2,5%, medtem ko je v povprečju leta 2007 znašala 2,0%. Cena goriv za transport se je julija medletno povečala za 18,9%, cena kurilnega olja pa v istem obdobju kar za 51,5%. Tudi stopnje rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v evroobmočju se povečujejo od konca leta 2007. Julija je znašala medletna rast indeksa cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v evroobmočju 9%, v nekaterih državah pa so bile medletne stopnje še višje, kot npr. na Nizozemskem, 14,5%, ter v Belgiji, 13,8%. Visok porast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih je značilen tudi za Nemčijo, kjer so julija cene porasle za 8,9% medletno, v povprečju lanskega leta pa je bila rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v Nemčiji zgolj 2%. Vzroke za naglo povečanje cen proizvodov pri proizvajalcih lahko najdemo

Slika 2.3: Cene na svetovnih trgih primarnih surovin



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

v rekordno visokih cenah surovin in energentov, ki so pospešile rast cen vmesnih proizvodov ter netrajnih potrošnih dobrin. Dodatno so na porast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih vplivali tudi višji stroški dela. Gibanje cen življenjskih potrebščin je bilo v ZDA v letošnjem letu zelo podobno tistemu v evroobmočju, le da je bila rast cen v celotnem obdobju še višja. Inflacijski pospešek je bil močnejši predvsem v začetku leta 2008, saj so se cene po povprečni 2,9-odstotni rasti v letu 2007, kljub manjšemu domačemu povpraševanju, že marca povišale na 4,0% medletno. Inflacija je julija na medletni ravni znašala že 5,6%. Pospešila se je tudi osnovna inflacija, definirana kot indeks cen brez energentov in hrane, ki je v povprečju leta 2007 znašala 1,9%, julija pa 2,5% medletno. Takšno gibanje osnovne inflacije kaže, podobno kot v evroobmočju, med drugim tudi na prenos določenega dela visokih cen energentov in hrane v druge cene, ki pa naj bi se v prihodnje ob pričakovanem umirjanju povpraševanja zmanjšale.

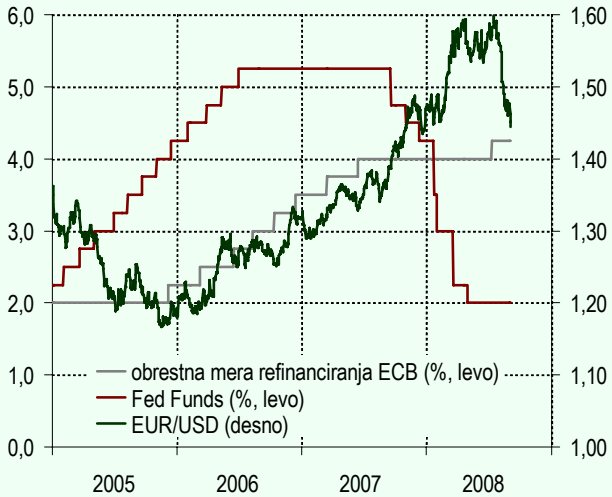
Predpostavke o rasti cen življenjskih potrebščin v evroobmočju in ZDA ter rasti cen pri proizvajalcih v Nemčiji so popravljene navzgor. Zvišanje predpostavke o inflaciji v evroobmočju na 3,6% za leto 2008 je predvsem posledica višjih cen energentov in vztrajne rasti cen hrane na svetovnih trgih. Poleg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

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

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

Evro je do ameriškega dolarja v začetku letošnjega leta pretežno apreciiral pod vplivom poglabljanja negotovosti na finančnih trgih in objav slabših gospodarskih kazalnikov v ZDA, od konca julija pa se je vrednost ameriškega dolarja do evra nekoliko povečala. Vrednost evra se je v primerjavi z ameriškim dolarjem krepila tudi v prvi polovici leta 2008 in vrh dosegla julija, ko je bil evro v povprečju vreden 1,577 dolarja. Po slabših objavah za drugo četrtletje za evroobmočje je dolar začel pridobivati vrednost. En evro je bil tako avgusta v povprečju vreden 1,4975 dolarja. Vrednost evra v

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



Vir: ECB, Federal Reserve.

primerjavi z ameriškim dolarjem v prihodnje temelji na tehnični predpostavki, kjer je upoštevano povprečno razmerje med obema valutama v zadnjem mesecu pred izdelavo predpostavk.

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

3 Gospodarska gibanja in trg dela

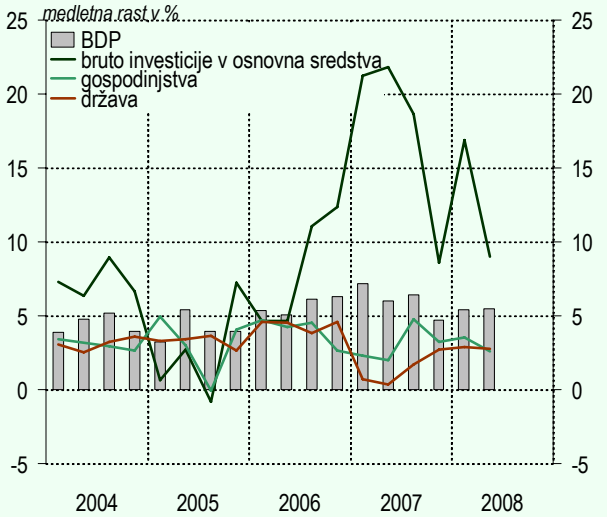
Realni bruto domači proizvod Slovenije se je v prvi polovici leta 2008 glede na visoko rast v letu 2007 zvišal manj, vendar še vedno za povprečno 5,5% medletno. Projekcije nakazujejo na postopno zmanjšanje gospodarske aktivnosti na raven dolgoročnega trenda. Predhodna ocena rasti BDP za leto 2007 je bila revidirana s 6,1% na 6,8%. Po podatkih, prilagojenih za vpliv sezone in števila delovnih dni, se je BDP v drugem četrtletju tekoče zvišal za 0,9%, kar je za približno polovico manj od 2% tekoče rasti iz prvega četrtletja. Gospodarska rast v Sloveniji je bila v prvi polovici leta kljub temu nekoliko višja od pričakovanj, v drugi polovici leta pa naj bi se nadaljevalo njeno umirjanje. Popravki projekcij gospodarske rasti navzgor so predvsem posledica visoke dinamike domače investicijske porabe. Umirjanje rasti investicijske potrošnje naj bi v prihodnje vplivalo na ciklično umiritev gospodarske rasti, k zmernejši rasti pa naj bi pripomoglo tudi šibkejše tuje povpraševanje kot posledica umirjanja gospodarske aktivnosti v tujini, močnega evra in visokih cen surovin na svetovnih trgih. Dinamika tekoče rasti izvoza se je sicer v prvi polovici leta umirila na ravni, ki je bila podobna tisti iz druge polovice lanskega leta, s čemer se je znižala za približno polovico glede na tekoče rasti iz začetka lanskega leta. Projekcije kažejo, da se bo rast BDP v naslednjih dveh letih umirila, kar je skladno s predhodnimi projekcijami. Pričakovana gospodarska rast v povprečju pod 4% v naslednjih dveh letih bo nekoliko nižja od ocenjene rasti dolgoročnega trenda. Takšna rast naj bi še naprej omogočala proces realne konvergence proti razvitejšim državam EU, saj naj bi bila rast BDP v Sloveniji višja v primerjavi s pričakovano gospodarsko rastjo v starih članicah EU.

Tabela 3.1 Aktivnost, zaposlenost in plače

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

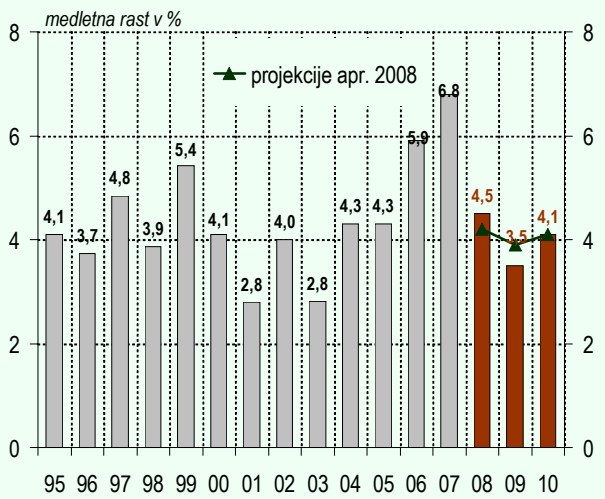
** Neto plače, ostali prejemki iz delovnega razmerja in socialni prejemki; deflacionirano s HICP.*
Δ: razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v Poročilu o cenovni stabilnosti, april 2008.
Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.

Slika 3.1: Domače povpraševanje in BDP



Vir: SURS; preračun Banka Slovenije

Slika 3.2: Projekcije rasti BDP



Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije

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

Domače povpraševanje bo predvidoma ostalo glavni dejavnik gospodarskega cikla v letošnjem letu. V drugem četrtletju letošnjega leta se je domače trošenje real-

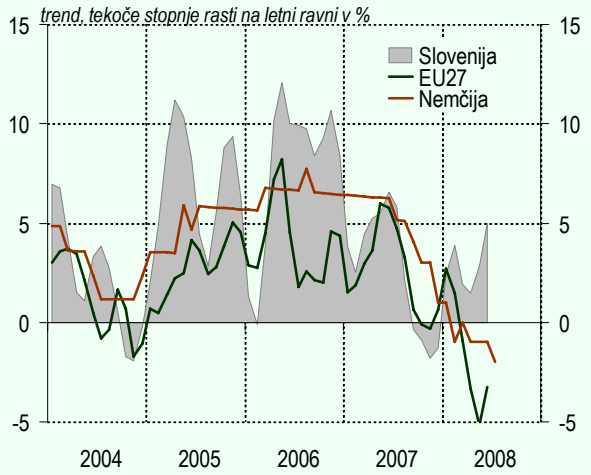
Tabela 3.2 BDP in izdatkovne komponente v Sloveniji in v tujini

	BDP				Zasebna potrošnja				Potrošnja države				Bruto investicije				Izvoz				Uvoz			
	2007		2008		2007		2008		2007		2008		2007		2008		2007		2008		2007		2008	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
	medletna sprememba v % (desezonirano)																							
evroobmočje*	2,6	2,1	2,1	1,4	1,8	1,2	1,2	0,4	2,5	2,1	1,3	1,7	3,7	3,2	3,7	2,4	7,3	4,1	5,4	3,6	6,5	4,0	4,7	3,4
Evropska unija**	2,9	2,5	2,3	1,6	2,4	1,8	1,7	1,0	2,4	2,1	1,4	1,6	4,5	4,1	3,6	2,0	6,9	4,3	5,4	3,9	7,1	4,7	4,7	3,6
ZDA	2,8	2,3	2,5	2,2	2,9	2,2	1,5	1,4	2,3	2,1	2,6	2,4	-1,3	-1,1	-1,7	-2,7	11,7	8,9	10,1	11,2	2,2	1,1	-1,0	-2,0
Japonska	1,8	1,4	1,2	1,0	1,8	1,2	1,3	0,5	0,2	1,4	0,7	0,5	-1,4	-3,8	-3,6	-2,6	8,5	10,4	11,0	6,5	1,5	2,3	2,9	-1,2
Slovenija	6,3	4,9	5,6	5,1	4,8	3,2	3,5	2,6	1,7	2,7	2,9	2,7	19,6	7,6	17,3	10,9	15,1	9,3	6,8	7,8	18,2	8,6	9,7	7,3

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

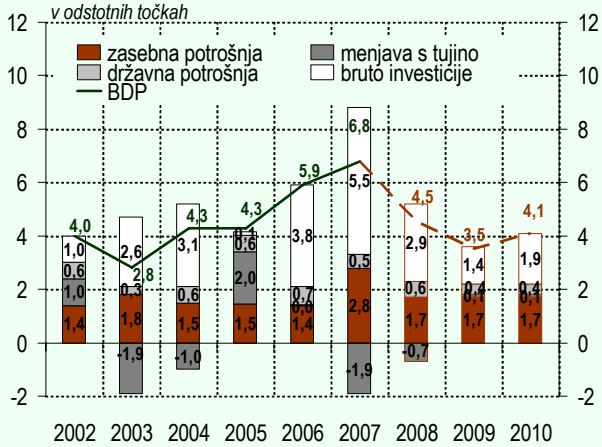
no povečalo za 5,1% medletno. K ohranjanju visokega prispevka domačega povpraševanja h gospodarski rasti bo tudi v letu 2008 prispevala relativno visoka rast investicij. Na visoko rast investicij so v prvi polovici leta med drugim vplivali še vedno relativno ugodni pogoji financiranja, ki pa se zaostrujejo z zviševanjem obrestnih mer. Visoka rast domačih investicij hkrati s pričakovano solidno rastjo zaposlovanja še naprej prispeva k povečevanju obsega ponudbenih zmogljivosti gospodarstva. Kljub temu je potrebno upoštevati, da je precejšen del porasta zaposlenosti in pospeška investicij ciklične narave, kar dodatno stopnjuje gospodarski cikel. Hkrati prihaja do postopnega obrata v dinamiki investicij in zaposlenosti, s čemer se bo gospodarska aktivnost po pričakovanjih postopoma ponovno znižala na raven ponudbenega potenciala. V letu 2008 bo prispevek menjave s tujino predvidoma rahlo negativen, ker bo rast izvoza ob manjšemu tujemu povpraševanju rasla počasneje kot lani, rast uvoza pa bo v povprečju presegala rast izvoza zaradi visoke domače porabe oziroma močne investicijske aktivnosti. Domače povpraševanje naj bi v celotnem obdobju 2008-2010 prispevalo večinski delež k oblikovanju agregatnega povpraševanja, prispevek menjave s tujino pa bo v povprečju rahlo negativen. Zmanjšanje prispevka domače porabe bo v največji meri posledica ohlajanja investicijskega trošenja po močnem povečanju celotnih investicij v 2007 in 2008. Rasti tako zasebne kot državne potrošnje naj bi v celotnem obdobju projekcij po sedanjih ocenah ostali zmerni.

Slika 3.3: Industrijska proizvodnja - celotna industrija brez gradbeništva



Vir: Eurostat

Slika 3.4: Prispevki komponent trošenja k rasti BDP



Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije

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

Tabela 3.3 Komponente domačega povpraševanja

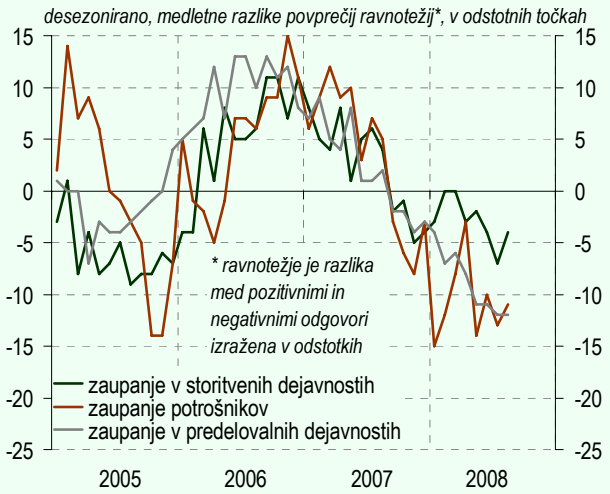
						Projekcije					
						2008		2009		2010	
	2003	2004	2005	2006	2007	**okt**	Δ	**okt**	Δ	**okt**	Δ
	realne stopnje rasti v %										
Domače povpraševanje	4,8	4,8	2,1	5,7	8,0	**5,0**	0,8	**3,3**	-0,2	**4,0**	0,3
Zasebna potrošnja	3,3	2,7	2,6	2,9	5,0	**3,3**	0,1	**3,4**	0,4	**3,4**	0,1
Potrošnja države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

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

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

Rast trošenja gospodinjstev v zadnjem letu zaostaja za stopnjo rasti razpoložljivega dohodka, ki pa naj bi ostala na dokaj visoki ravni. Kljub občutni reviziji rasti porabe gospodinjstev navzgor za leto 2007, s 3,1% na 5,0%, je rast porabe gospodinjstev tudi v lanskem letu zaostajala za stopnjo rasti realnega razpoložljivega dohodka. Revidirana ocena rasti porabe gospodinjstev je po oceni bolj skladna z makroekonomskimi dogajanji v lanskem letu od predhodne ocene. Obseg razpoložljivega dohodka se letos povečuje tako zaradi rasti povprečnih prejemkov kot zaradi hitre rasti zaposlenosti. Čeprav se je v prvi polovici leta masa neto plač, ki predstavlja večinski delež razpoložljivega dohodka, povečala kar za 14,6%, tudi nekatere ostale komponente razpoložljivega dohodka, predvsem socialni transferi, niso rasli bistveno počasneje. Ker so pri tem neto plače najbolj porasle v

Slika 3.5: Kazalniki zaupanja

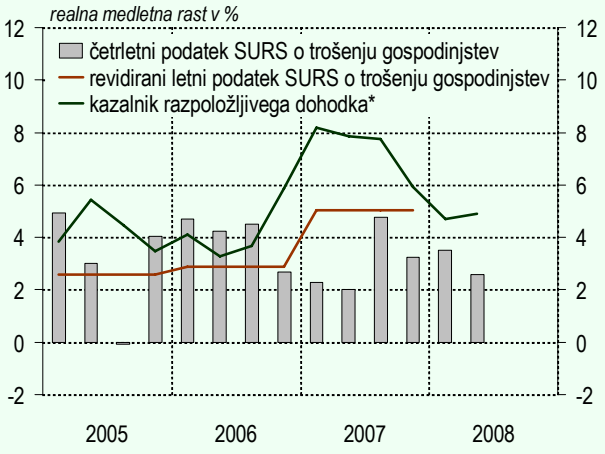


Vir: SURS, preračun Banka Slovenije

višjih dohodkovnih razredih s praviloma nižjo mejno nagnjenostjo k trošenju, njihovo povečanje ni imelo pomembnejšega vpliva na trošenje gospodinjstev. Poleg višje rasti zaposlenosti je k povečanemu številu prejemnikov dohodkov v gospodinjstvih prispevala tudi rast števila prejemnikov socialnih transferov. V prvih šestih mesecih letos je število prejemnikov pokojnin naraslo za 1,4% medletno, skupna zaposlenost pa je v enakem obdobju narasla za 3,1% medletno ter se za približno toliko zvišuje že skoraj eno leto. Ker se je zaposlovanje v letošnjem letu najbolj povečevalo v gradbeništvu, v katerem se po podatkih zaposluje precej tuje delovne sile, se povečanje razpoložljivega dohodka ne odraža povsem v trošenju gospodinjstev. Rast realnega razpoložljivega dohodka v letu 2008 se ocenjuje na 4,4 % medletno, v naslednjih dveh letih pa naj bi se rast umirila na raven med 3,5% in 4,0%. Na povečano rast razpoložljivega dohodka v obdobju projekcij v primerjavi s predhodnimi projekcijami vplivata predvsem hitrejša rast plač tako v javnem kot v zasebnem sektorju ter posebej v letu 2008 hitra rast zaposlenosti.

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

Slika 3.6: Trošenje gospodinjstev in razpoložljivi dohodek



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

umirila. K relativno umirjeni rasti porabe gospodinjstev naj bi prispevalo predvsem zmanjšana rast zaposlenosti, hkrati pa visoka rast cen omejuje rast realnega razpoložljivega dohodka. Na manjšo pripravljenost potrošnikov za trošenje v veliki meri vpliva visoka rast cen hrane in energentov, ki predstavljajo velik delež v potrošniški košarici. Poleg tega bi lahko na obnašanje potrošnikov v prihodnje vsaj deloma vplivali negativni premoženjski učinki, zlasti tisti, ki izvirajo iz upočasnjene ali celo negativne rasti cen nepremičnin in tisti, ki so posledica občutnega umirjanja rasti cen vrednostnih papirjev. Takšna pričakovanja glede porabe gospodinjstev so skladna z občutno poslabšano ravnijo kazalnikov zaupanja potrošnikov, ki nakazujejo predvsem na pesimizem glede pripravljenosti potrošnikov za večje nakupe.

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

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

Najhitreje rastoča komponenta bruto investicij v osnovna sredstva bodo v obdobju projekcij po pričakovanjih investicije v nestanovanjske objekte, medtem ko naj bi se po pričakovanjih najbolj umirila rast investicij države oziroma javnih podjetij. Rast investicij v zgradbe in objekte bo po pričakovanjih v prihodnje sicer nekoliko počasnejša kot v prvi polovici leta. Na to kažejo rezultati anket o poslovnih tendencah v gradbeništvu ter podatki o izdanih gradbenih dovoljenjih, hkrati pa se že kažejo znaki umirjanja visoke rasti cen nepremičnin. V drugem četrtletju letos je bilo izdanih za 11% manj gradbenih dovoljenj za gradnjo stavb ter za 34% manj gradbenih dovoljenj za gradnjo stanovanj v primerjavi z enakim

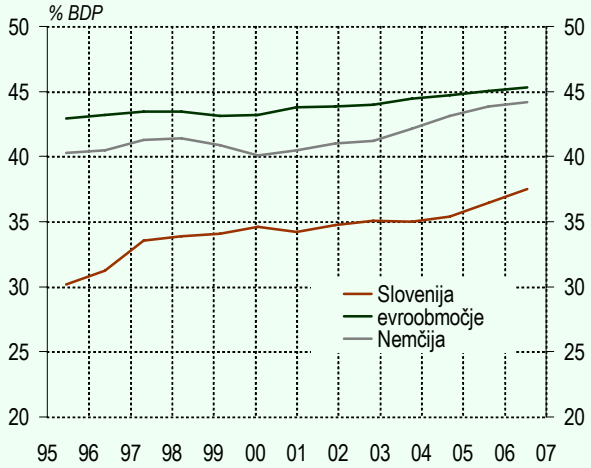
Okvir 3.1: Gibanje kazalnikov dobička podjetij v Sloveniji

Analiza gibanja dobičkov podjetij ima pomembno vlogo pri ocenjevanju inflacijskih pritiskov, hkrati pa dobički pomembno določajo odločitve podjetij glede investiranja in zaposlovanja v prihodnosti. Zatečena ugodna raven dobičkov lahko med drugim služi kot delni blažilec negativnih posledic poslabšanih gospodarskih razmer. Namesto takojšnjega zmanjševanja zaposlenosti se lahko namreč vsaj določeno obdobje zmanjšuje kumuliran dobiček iz obdobja ugodne gospodarske rasti.

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

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

Slika 1: Delež bruto poslovnega presežka in raznovrstnih dohodkov

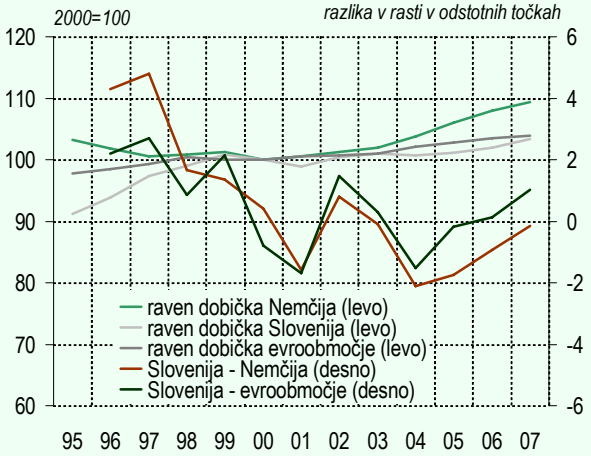


Vir: Eurostat. Preračun Banka Slovenije

Večina kazalnikov dobička kaže, da je bila v zadnjem obdobju rast dobičkov v Sloveniji višja od povprečne rasti v evroobmočju le v letu 2007. Hkrati je rast dobičkov v zadnjih nekaj letih zaostajala za rastjo le-teh v Nemčiji, glavni trgovinski partnerici Slovenije, predvsem zaradi počasne rasti stroškov dela v Nemčiji. Primerjava obenem pokaže, da je delež dobička v BDP v Sloveniji za nekaj več kot 5 odstotnih točk BDP nižji od povprečja evroobmočja, kar lahko odraža tudi nekatere strukturne dejavnike, kot so na primer relativna obdavčitev dela in kapitala. V zadnjih dveh letih se je relativna raven dobička v Sloveniji v primerjavi z Nemčijo znižala, hkrati pa se je nekoliko približala tisti v evroobmočju. To kaže, da bi lahko dobiček služil kot blažilec negativnih učinkov predvidenega upadanja konjunkturne dinamike v podobnem obsegu kot v evroobmočju in hkrati precej v manjšem obsegu kot npr. v Nemčiji. To bi se lahko odrazilo med drugim v nekoliko počasnejšemu odzivu podjetij na poslabšane gospodarske razmere z zmanjševanjem zaposlenosti. Poleg tega bi lahko pričakovano zniževanje rasti dobičkov v prihodnje ugodno vplivalo tudi na nižjo rast cen.

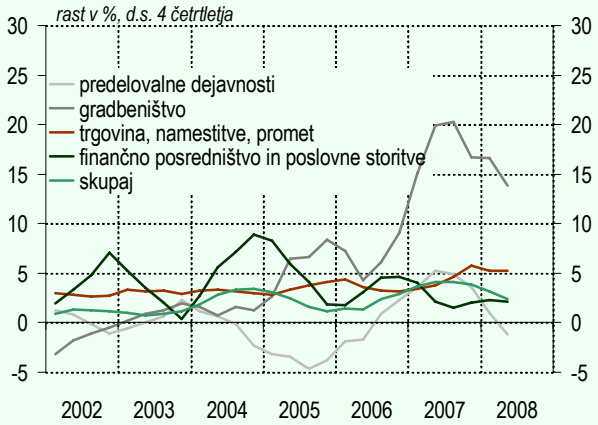
Med dejavnostmi je dobiček v zadnjem letu najhitreje rasel v gradbeništvu, kjer se je rast, podobno kot v predelovalnih dejavnostih, očitno umirjala glede na obdobje pred enim letom, rast dobička v storitvenih dejavnostih pa je bila približno enaka povprečni rasti dobička.[5] Rast dobička v finančnem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

Slika 2: Kazalniki dobička



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

Slika 3: Kazalnik dobička po dejavnostih v Sloveniji

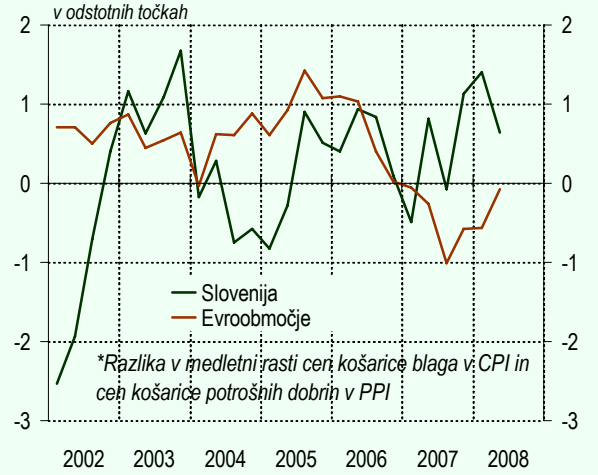


Kazalnik dobička je definiran kot razlika med rastjo deflatorja dodane vrednosti in rastjo stroškov plač na enoto proizvoda.
Vir: SURS. Preračuni Banka Slovenije

Slika 4: Kazalniki dobička v trgovini na drobno

Vir: SURS, AJPES. Preračuni: Banka Slovenije

Slika 5: Kazalnik marže v trgovini na drobno*



Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije

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

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

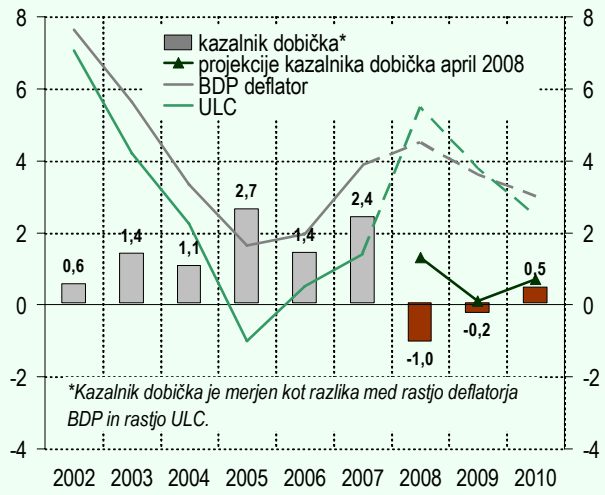
[2] Kljub temu večina analiz ugotavlja, da obstaja med ravnijo konkurence in inflacijo negativna povezava. Glej npr. Cavelaars (2002) za države OECD ter Przybyla in Roma (2005) za evroobmočje.

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

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

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

Slika 3.7: Kazalnik dobička

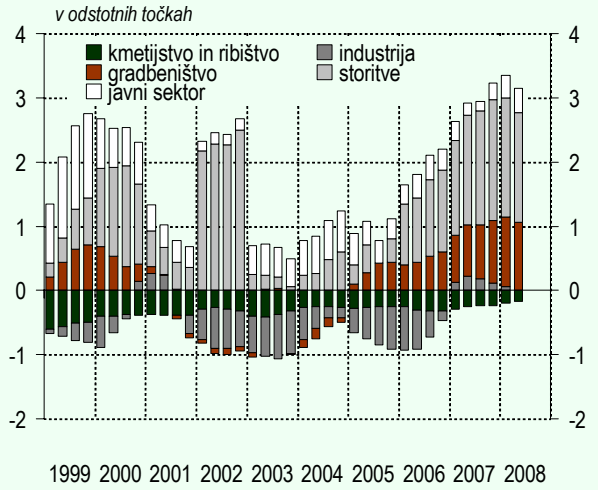


Vir: SURS, preračun Banka Slovenije

obdobjem lani. Ob umirjanju domače in tuje konjunkture je v skladu z manjšanjem vrednosti kazalnika, ki kaže obseg presežnih proizvodnih kapacitet, v prihodnje moč pričakovati tudi upočasnjeno rast investicij v stroje in opremo. Rast investicij države ter investicij javnih podjetij pod državnim nadzorom, predvsem DARS-a, se bo v prihodnjih letih po pričakovanjih postopno umirjala. Investicije države, izražene v deležu BDP, naj bi se, upoštevaje Program stabilnosti iz decembra 2007, postopoma znižale na raven doseženo v predhodnem obdobju. Potem, ko je znašal delež investicij države v BDP v letih 2006 in 2007 3,7% BDP, naj bi se njihov delež do leta 2010 znižal na 3,3% BDP, kar je podobno ravni iz obdobja 2000-2005. V Poročilu o primanjkljaju in dolgu iz aprila 2008 je za letos predvideno skromno, 3,2% nominalno povečanje investicij države, v prvem četrtletju pa so te porasle za 8,0%. Na investicije zasebnega sektorja bo spodbujevalno vplivalo predvsem nadaljnje postopno zmanjševanje stopnje davka na dobiček, ki se bo iz 25% stopnje v 2006 postopno znižal na 20% v letu 2010. To omogoča podjetjem doseganje večjega dobička in s tem večja razpoložljiva sredstva za investiranje. Na drugi strani bodo rast dobičkov in s tem investicijsko porabo podjetij omejevale visoke cene surovin, relativno visoka rast stroškov dela ter višji stroški financiranja. Slednji izhajajo tako iz višje ravni obrestnih mer in bolj zaostrenih pogojev financiranja, ki so posledica povečanih premij za tveganja ob zadnjih dogodkih na finančnih trgih, kot iz kumuliranega obsega dolga. Ocene tako kažejo, da bo v letošnjem in v prihodnjem letu censka komponenta prihodkov, merjena z rastjo deflatorja BDP, zaostajala za censko komponento stroškov, merjeno z rastjo ULC, kar pomeni, da se bo rast dobičkov v teh dveh letih upočasnila. To razmerje bo, skladno s pričakovanim umirjanjem stroškov dela in v skladu z bolj umirjeno rastjo uvoznih cen, ponovno postalo pozitivno šele v letu 2010 (glej Sliko 3.7), s čemer bo omogočena ponovna rast dobičkov in s tem razpoložljivih lastnih virov podjetij za investicije.

Tudi na trgu dela se postopoma že zaznava obrat v tekoči dinamiki gibanja zaposlenosti, ki se že rahlo umirja. Slednje je še posebej značilno za predelovalne dejavnosti, kjer je začelo z drugim četrtletjem 2008 znova padati število zaposlenih. To se je namreč od prvega četrtletja lani, predvsem pogojeno z ugodnim ciklom, povečevalo po predhodnih petih letih zaporednega upadanja. Pri tem bo za bodoča dogajanja na trgu dela v Sloveniji v prihajajočem obdobju pomembno napovedano krčenje proizvodnje v avtomobilski industriji. Renault npr. načrtuje zmanjšanje proizvodnje, ki naj bi bilo povezano tudi z odpuščanji zaposlenih. Kljub temu pa se v večini

Slika 3.8: Prispevki posameznih dejavnosti k rasti zaposlenosti



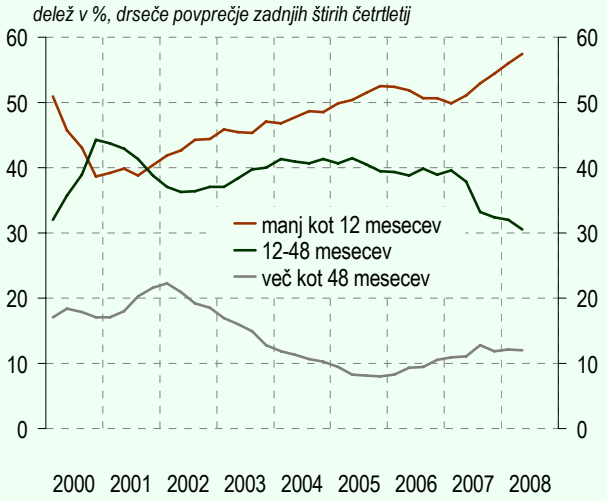
Vir: SURS - nacionalni računi; preračuni Banka Slovenije

dejavnosti zaposlenost še naprej povečuje. V prvem četrtletju letos je rast zaposlenosti znašala 3,1%, v drugem pa 3,0%. Še posebej izrazita je bila rast v gradbeništvu, ki je v prvi polovici leta dosegla 13,1% medletno, s čimer je prispevala 1,1 odstotne točke k skupni rasti zaposlenosti. Poleg gradbeništva je zaposlenost v prvi polovici letošnjega leta hitro naraščala še v, dejavnosti nepremičnine, najem in poslovne storitve za 6,2% ter v dejavnosti promet, skladiščenje in zveze, kjer je porasla za 5,9% na medletni ravni.

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

Na nadaljevanje povečevanja nesorazmerja med ponudbo in povpraševanjem na trgu dela kažejo med drugim indikatorji o tokovih delavcev ter podatki o

Slika 3.9: Struktura brezposelnosti po trajanju brezposelnosti

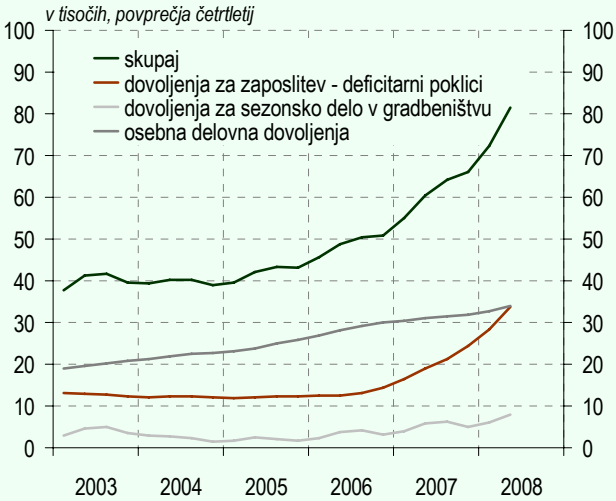


Vir: Eurostat - Anketa o delovni sili; preračuni Banka Slovenije

številu nezasedenih prostih delovnih mest. Ob visoki gospodarski aktivnosti se že od sredine leta 2005 pospešeno zvišuje delež delavcev, ki so v zadnjem letu vstopili v zaposlitev, iz ene službe v drugo, iz brezposelnosti ali pa iz delovne neaktivnosti. V tretjem četrtletju 2005 so takšni delavci znašali 6,7% zaposlenih, v prvem četrtletju letos pa 7,9%. Delež izstopov, merjen s številom delavcev, ki so izstopili iz zaposlitve in se zaposlili v novi službi, postali iskalci zaposlitve ali postali neaktivni, se je v istem obdobju gibal na ravni okoli 6,5%. V zadnjih letih trendno narašča tudi število nezasedenih prostih delovnih mest, merjeno kot razlika med številom novih zaposlitev in številom novo prijavljenih prostih delovnih mest. V povprečju zadnjih štirih let se je ta delež poviševal za okrog 2 odstotni točki na leto in je letos dosegel že 11%.

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

Slika 3.10: Veljavna dovoljenja za delo tujcev



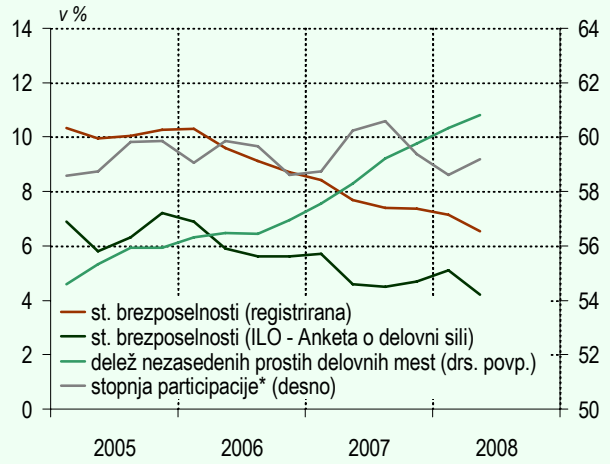
Vir: Zavod za zaposlovanje RS

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

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

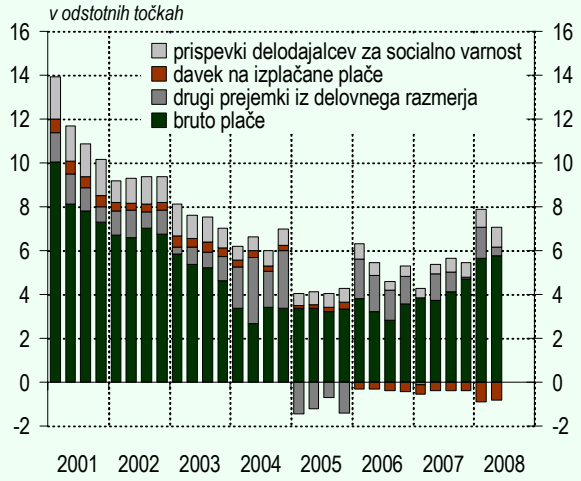
Visoka rast stroškov dela v prvi polovici leta kaže na uresničevanje tveganj, izpostavljenih v spomladanskem Poročilu o cenovni stabilnosti. Rast povprečne bruto plače v zasebnem sektorju, ki najbolj odraža ciklič-

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



** Delež aktivnega prebivalstva v delovno sposobnem prebivalstvu.*
Vir: SURS, Anketa o delovni sili, Zavod za zaposlovanje RS

Slika 3.12: Prispevki k rasti stroškov dela na zaposlenega



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

na gibanja na trgu dela, je v drugem četrtletju letošnjega leta nominalno znašala že 9,4%, v predelovalnih dejavnostih pa 9,6%. Povečuje se tudi rast bruto plače na enoto proizvoda, ki je v drugem četrtletju dosegla 6,0%, medtem ko je bila še v letih 2004 do 2006 manjša od enega odstotka, v povprečju lanskega leta pa 2,1%. Postopno odpravljanje davka na izplačane plače deloma omejuje rast stroškov dela, ki zato zaostaja za pospešeno dinamiko bruto plač. Od leta 2006 je bila rast stroškov na enoto proizvoda zaradi odpravljanja tega davka vsako leto za približno 0,4 odstotne točke nižja. Hkrati je kazalnik stroškov dela nekoliko zavajajoč pri analizi trendnih gibanj, predvsem zaradi občutnih nihanj ostalih prejemkov iz delovnega razmerja: v drugem četrtletju leta 2006 so ostali prejemki iz delovnega razmerja k rasti stroškov na enoto proizvoda prispevali 3,6 odstotne točke, v zadnjem četrtletju leta 2005 pa -0,1 odstotne točke. K višji rasti stroškov dela na enoto proizvoda prispeva tudi upočasnjevanje rasti produktivnosti. V prvi polovici letošnjega leta je rast proizvoda na zaposlenega v povprečju znašala 2,3% medletno, medtem ko je ta v obdobju od 2003 do 2007 v povprečju znašala 3,9%.

Primerjava rasti stroškov dela na enoto proizvoda in deflatorja BDP kaže, da so tudi stroški dela vplivali na višjo rast cen v zadnjem letu. V prvi polovici 2008 je rast stroškov dela na enoto proizvoda zaostajala za rastjo deflatorja BDP le za 0,4 odstotne točke, medtem ko je v obdobju od 2005 do 2007 v povprečju zaostajala za 2,5 odstotne točke. Močan porast bruto plač in trend zmanjševanja rasti produktivnosti kažeta na dejavnike, ki bi lahko tudi v prihodnje povzročali inflacijske pritiske ter zavirali upadanje inflacije. Primerjava rasti nominalnih stroškov dela na zaposlenega in rasti povprečne desetlet-

Tabela 3.4 Stroški dela

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

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

ne produktivnosti je prikazana v Tabeli 3.4 zato, da bi se izločili učinki gospodarskega cikla na oceno produktivnosti ter učinki nihanj v deflatorjih. Ta kazalnik kaže inflacijski del stroškov dela, če bi bila gospodarska rast blizu potencialu. V prvi polovici letošnjega leta kaže razlika med rastjo nominalnih stroškov dela na zaposlenega in rastjo dolgoročne produktivnosti na precejšnje poslabšanje, saj je v povprečju znašala 3,1 odstotne točke, kar je za 2,4 odstotne točke več od povprečja preteklih treh let. Upoštevanje dinamike bruto plač kaže na še bolj izrazito poslabševanje tega kazalnika na ravni celotnega gospodarstva. V tem trenutku še ni jasno, koliko gre pri tem za enkratna in koliko za trajnejša gibanja. Če bi se takšna tekoča dinamika plač in produktivnosti nadaljevala tudi v prihodnje, bi lahko stroški dela močneje zavrli proces doseganja ponovne cenovne stabilnosti.

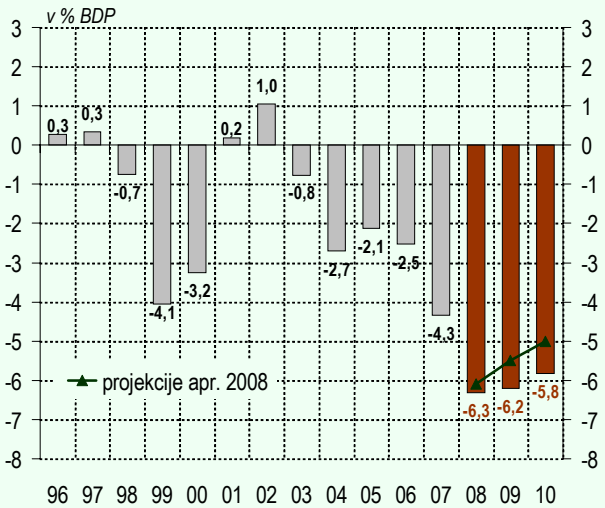
V nasprotju z dinamiko v zadnjih letih bo rast plač v javnem sektorju v obdobju projekcij prehitevala rast plač v zasebnem sektorju v povprečju za 1,8 odstotne točke. V projekcijah je upoštevana predpostavka o rasti plač v javnem sektorju za okoli 8,8% do leta 2010. Vlada in večina reprezentativnih sindikatov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

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

4 Zunanje ravnovesje in konkurenčnost

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

Slika 4.1: Projekcije tekočega računa



Vir: Banka Slovenije

Tabela 4.1 Tekoči račun plačilne bilance

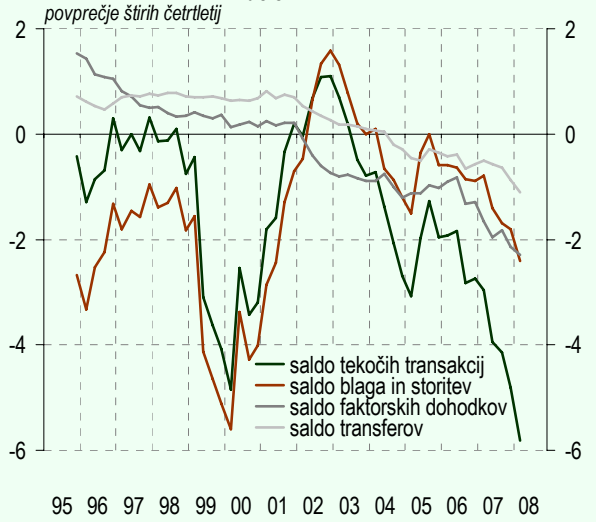
						Projekcije					
						2008		2009		2010	
	2003	2004	2005	2006	2007	**okt**	Δ	**okt**	Δ	**okt**	Δ
	realne stopnje rasti v %										
Izvoz blaga in storitev	3,1	12,4	10,6	12,5	13,8	**7,1**	-2,4	**7,4**	-0,8	**8,4**	0,1
Uvoz blaga in storitev	6,7	13,3	6,6	12,2	15,7	**7,8**	-1,5	**7,1**	-0,6	**8,1**	0,3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

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

Okvir 4.1: Dejavniki rasti primanjkljaja tekočih transakcij plačilne bilance

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

Slika: Gibanje salda komponent tekočih transakcij kot delež v BDP



Vir: Eurostat, preračuni Banka Slovenije.

Visoko povečanje uvoza blaga je povzročilo povečanje primanjkljaja v letih 1998 do 2000. Ob koncu leta 1998 in v prvi polovici leta 1999 je bila visoka rast uvoza blaga posledica zamenjave dotedanjega sistema prometnega davka s sistemom davka na dodano vrednost in cikla agregatnega povpraševanja, ki je bil podoben ciklu povpraševanja po letu 2006. V tem obdobju so bili faktorski dohodki ter transferi neto presežni in so prispevali k zmanjšanju primanjkljaja.

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

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

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

Vir: SURS, preračuni Banka Slovenije.

relativno uravnovešenih zasebnih transferih v opazovanem obdobju postali neto odlivni tudi uradni transferi s tujino.

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

Vzdržnost primanjkljaja je načeloma odvisna od tega, ali je porast uvoza blaga in storitev povezan z razširjanjem osnove za bodočo proizvodnjo in povečanje izvoza, s katerim se financira primanjkljaj iz preteklosti. V takšnem primeru porast primanjkljaja tekočih transakcij v plačilni bilanci ni preveč zaskrbljujoč. Problematičen postane šele, ko je rast uvoza povezana z naraščajočim končnim domačim trošenjem, kot je na primer končna poraba gospodinjstev ali pa z investicijami v gradbene objekte, ki niso neposredno namenjene povečanju proizvodnje. V takem primeru je kumuliranje neto zadolževanja v tujini in povečevanje bremena servisiranja dolga nevzdržno na srednji in dolgi rok. Uravnovešenje salda tekočega računa ob nastalem dolgu terja preseganje vrednosti izvoza glede na vrednost uvoza. Zato mora veljati toliko večja pozornost ekonomskim politikam, s katerimi je še moč vplivati na izboljševanje konkurenčnosti slovenskega gospodarstva. Če gospodarstvo presežka neto izvoza ne more vzpostaviti zaradi nezadostne (cenovne) konkurenčnosti, se lahko tekoči račun uravnovesi zgolj z zmanjšanjem uvoza oziroma s spodbujanjem domačega varčevanja.

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

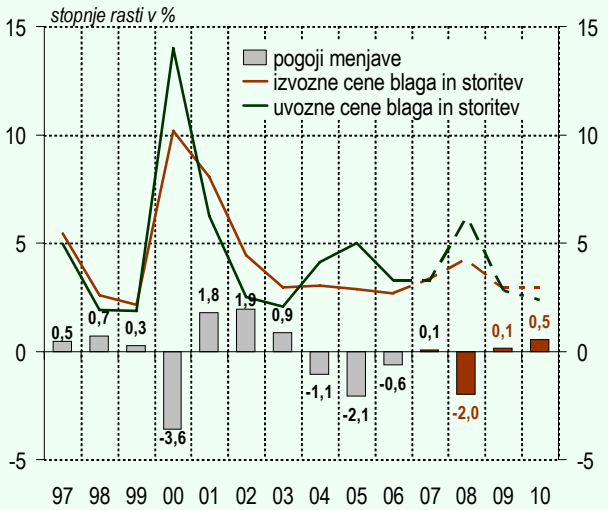
[1] Prispevek pogojev menjave (terms of trade), ki ga izračunamo kot prvo diferenco učinka cen (glej tabelo) na saldo blagovne menjave je bil po letu 2004 vseskozi negativen. Najbolj so se pogoji menjave poslabšali v letu 2005 za 1,2% in v letu 2007 za 0,5%.

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

gibanja cen energentov, izpostavljena visoki ravni tveganja, podobno kot ocena gibanja neto dohodkov faktorjev, ki so v pretežni meri pod vplivom dogajanj na svetovnih finančnih trgih.

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

Slika 4.2: Pogoji menjave



Vir: Nacionalni računi SURS; preračuni Banka Slovenije

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

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

razvoj vlaganj slovenskega gospodarstva na to območje. To bi lahko rezultate tekočih transakcij plačilne bilance še dodatno poslabšalo.

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

Presežek v menjavi storitev s tujino ostaja najpomembnejši dejavnik zmanjševanja primanjkljaja tekočih transakcij plačilne bilance. Na dinamiko rasti izvoza in uvoza storitev vplivajo podobni dejavniki kot na blagovno menjavo. Zmanjšana gospodarska aktivnosti in znižanje tujega povpraševanja bosta v obdobju projekcij posredno najbolj vplivala na storitve, ki so tesno povezane z blagovno menjavo. Med te spadajo predvsem storitve transporta in poslovno-tehnične storitve. Med slednjimi še posebno izstopajo storitve posredovanja v zunanji trgovini, storitve, povezane z obdelavo 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 nekoliko zmanjšali tudi prihodki in predvsem izdatki od izvajanja investicijskih del v Sloveniji. Pričakovani upad kupne moči prebivalstva v najpomembnejših partnericah Slovenije bo verjetno vplival tudi na zmanjšanje prihodkov od potovanj. Ob upoštevanju vseh naštetih dejavnikov bi dinamika izvoza in uvoza storitev, podobno kot lani, tudi letos prehitevala dinamiko blagovne menjave, vendar pa naj bi se v prihodnje razkorak med njima postopoma zmanjšal. V primerjavi z zadnjimi projekcijami naj bi bila dinamika menjave storitev na izvozni in uvozni strani nižja za dobro odstotno točko. Pričakuje se tudi, da bo zaradi zmanjšane dinamike rasti uvoza blaga in zmernejše rasti domačih investicij uvoz storitev v letih 2009 do 2010 rasel v povprečju za slabo odstotno točko počasneje od izvoza storitev. Ugodno naj bi na presežek v menjavi storitev vplivala pričakovana hitrejša rast izvoznih od uvoznih cen. Ob realizaciji takšnih gibanj bi se presežek storitev, ki je v letu 2007 znašal 3,6% BDP, v naslednjih letih postopoma povečeval in se do leta 2010 povzpel na nekaj nad 4% BDP.

Primanjkljaj dohodkov faktorjev se v zadnjih nekaj letih pospešeno povečuje, nadaljevanje takšnih gibanj pa pričakujemo tudi v obdobju projekcij. V letu 2005 je primanjkljaj znašal 300 mio EUR in se je do leta 2007 povečal za več kot dvakrat na 709 mio EUR oziroma 2,1% BDP. Do konca obdobja projekcij naj bi se pri-

manjkljaj dohodkov faktorjev povzpel na okoli 2,5% BDP. Ob povečanem zaposlovanju tuje delovne sile v Sloveniji[4] se neto pritoki dohodkov od dela že več let zmanjšujejo. Lani so se glede na leto poprej zmanjšali za dobro tretjino in so znašali le še 78 mio EUR. Zaradi hitrejše rasti izdatkov od prihodkov se je primanjkljaj dohodkov od kapitala lani glede na leto 2006 povečal za 239 mio EUR na 786 mio EUR. Najbolj so se pri izdatkih povečala plačila obresti v tujino. Plačila obresti za posojila, najeta v tujini, so se ob povečevanju obsega bruto zunanjega dolga v zadnjih štirih letih v povprečju po okrog 4 mrd EUR letno in ob rasti obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih v letu 2007 medletno povečala za 62%. Po letu 2005 se povečuje tudi transfer dobičkov matičnim družbam v tujini. Lani so podjetja v tuji lasti po podatkih plačilne bilance od 478 mio EUR doseženega dobička reinvestirala nazaj v podjetja le 52 mio EUR, vse preostalo pa prenesla v tujino. Med kapitalskimi dohodki so bili neto prilivni le dohodki od naložb v vrednostne papirje, saj se je neto pritok iz naložb v vrednostne papirje lani medletno povečal za dobrih 40 mio EUR na 222 mio EUR. Pri tem so se na strani prihodkov najbolj povečali prihodki bank od naložb v obveznice in zadolžnice v tujini.

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

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

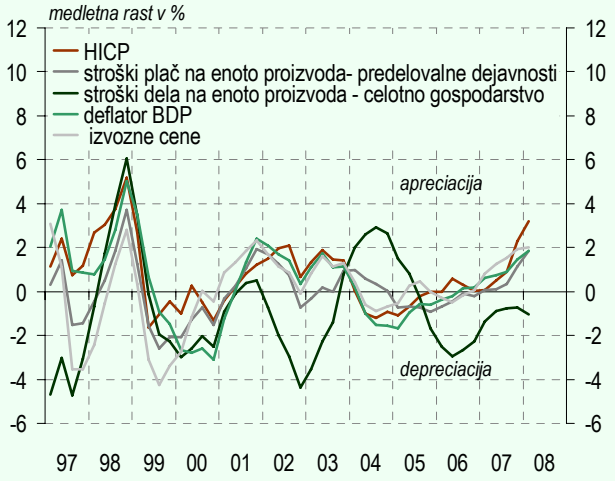
[4] V enem letu do julija se je število izdanih veljavnih delovnih dovoljenj nerezidentom povečalo za dobro tretjino.

1,56% BDP, izdatki pa 1,13% BDP, kar daje ob upoštevanju ocene BDP presežek okoli 150 mio EUR letno. Ta presežek je bil glede na dosedanje izkušnje z realizacijo, zlasti na strani prejemkov, ustrezno zmanjšan, tako da bo po ocenah saldo prejemkov in izdatkov, povezanih s proračunom EU, v naslednjih dveh letih skoraj izravnan. Delež primanjkljaja transferov naj bi se v letošnjem letu glede na lani ohranil nespremenjen na ravni 0,8% BDP, v naslednjih letih pa naj bi se nekoliko znižal in gibal na ravni okoli 0,7% BDP.

Glede na predpostavljene dejavnike izvoznih in uvoznih cen se bodo v letošnjem letu pogoji menjave močno poslabšali in bodo najbolj prispevali k poslabšanju salda tekočih transakcij. Skupni pogoji menjave blaga in storitev so bili v letu 2007 nevtralni. V povprečju leta so se izvozne in uvozne cene povečale za 3,3%. Tako gibanje izvoznih in uvoznih cen je bilo precej ugodnejše kot v letu 2006, ko so se pogoji menjave poslabšali za 0,6 odstotne točke, predvsem pa od ocenjenih za letošnje leto. V prvi polovici leta so se namreč pogoji menjave poslabšali za 1,3%, v povprečju leta 2008 pa ocenjujemo, da se bodo zaradi višjih cen nafte ter ob vztrajanju cen preostalih primarnih surovin na visokih ravneh poslabšali za 2 odstotni točki. Postopno izboljšanje pogojev menjave se pričakuje v naslednjih dveh letih ob predpostavljenem gibanju cen primarnih surovin in nafte na svetovnih trgih. Po ocenah so bili pogoji menjave storitev v letu 2007 pozitivni, saj so se izvozne cene storitev medletno povečale za 4,1%, uvozne cene storitev pa za 1,7%, v prvi polovici letošnjega leta pa je njihova rast znašala 1,8% na izvozni strani in 4,0% na uvozni strani. Kljub temu pa se v storitveni menjavi v obdobju projekcij pričakuje pozitiven prispevek pogojev menjave, saj naj bi v obdobju projekcij izvozne cene storitev rasle za 1,0 do 1,5 odstotno točko hitreje od uvoznih cen. Ob omenjenih predpostavkah bi bil prispevek pogojev menjave k oblikovanju salda tekočih transakcij v letu 2008 negativen v višini 1,3% ocenjenega BDP, v naslednjih dveh letih pa bi se zaradi izboljševanja pogojev menjave s tujino primanjkljaj tekočih transakcij plačilne bilance do leta 2010 zmanjšal za 0,3 odstotne točke.

Večina kazalnikov realnega efektivnega tečaja kaže na apreciacijo v prvem letošnjem četrtletju, potem ko so tudi lani močno apreciirali. Izjema je realni efektivni tečaj, merjen na podlagi stroškov dela v predelovalnih dejavnostih, ki je podobno kot lani depreciiral. V letu 2007 je realni efektivni tečaj, merjen s cenami življenjskih potrebščin - HICP, v razmerju do EU apreciiral v povprečju za 1%. Kazalnik cenovne konkurenčnosti kaže na nadaljevanje apreciacije tudi letos, kar je predvsem posledica hitrejše rasti domačih cen od košarice tujih. Realni efektivni tečaj, merjen s HICP, je v prvem četrtletju letos apreciiral za 3,2% medletno. Realni efektivni tečaj, merjen s stroški dela na enoto proizvoda celotnega gospodarstva v razmerju do EU, je v prvem četrtletju 2008 apreciiral za 0,8%, na medletni ravni pa za 1,8%, kar je najvišja apreciacija od vstopa Slovenije v EU. Nasprotno je realni efektivni tečaj, merjen s stroški dela na enoto proizvoda v predelovalnih dejavnostih do EU, v prvem četrtletju letos depreciral za 0,3% oziroma za 1% na medletni ravni. Tako kot lani, je tudi letos to edini kazalnik, ki kaže na izboljšanje položaja cenovne konkurenčnosti slovenskega gospodarstva oziroma predelovalne dejavnosti. Visoka rast proizvodnje in produktivnosti v zadnjih letih sta namreč več kot odtehtali rast stroškov dela v predelovalni dejavnosti, vendar zadnji podatki kažejo, da sta se umirili tudi rast proizvodnje in produktivnosti. Realni efektivni tečaj, merjen z deflatorjem bruto domačega proizvoda prav tako kaže na znižanje konkurenčnosti slovenskega gospodarstva do EU, saj kazalnik trendno narašča že od leta 2005. Apreciacija na podlagi tega kazalnika, ki je lani znašala v povprečju 0,9% se letos nadaljuje in je tako v prvem kvartalu na medletni ravni znašala 1,9%. Gibanje tega kazalnika podobno kot gibanje kazalnika stroškov dela na enoto proizvoda celotne ekonomije, odraža hitrejšo rast stroškov nemenjalnega v primerjavi z menjalnim sektorjem, do katere prihaja deloma zaradi vpliva Balassa-Samuelsonovega učinka (glej Okvir 1.2). Realni efektivni tečaj, merjen z deflatorjem izvoznih cen blaga in storitev do EU, ki je v letu 2007

Slika 4.3: Realni efektivni tečaj*



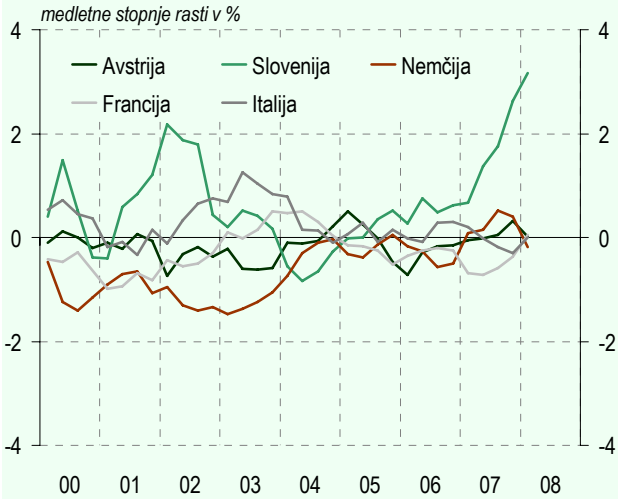
** do EU27*
Vir: Evropska komisija

v povprečju apreciiral za 1,4%, je letos v prvem četrtletju na medletni ravni apreciiral za 2,0%. Apreciacija ne pomeni nujno tudi zmanjšanja konkurenčnosti slovenskega gospodarstva, ampak odraža tudi spremembe v strukturi slovenskega izvoza. Lani se je namreč močno povečal izvoz avtomobilske industrije, ter proizvodov z višjo dodano vrednostjo, kar je v tem primeru vplivalo na velikost in gibanje izvoznih cen.

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

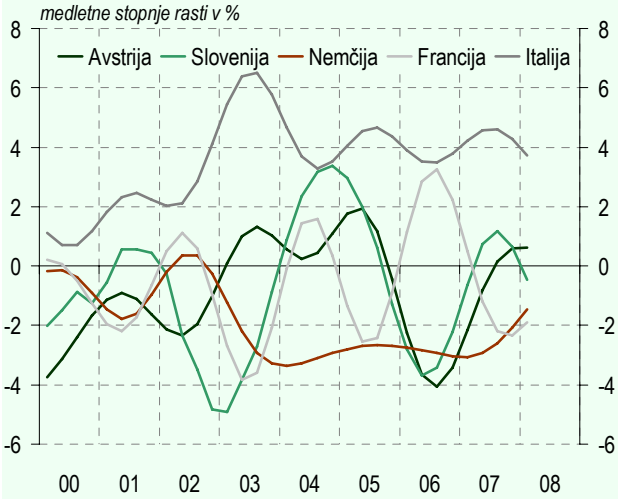
Konkurenčnost Slovenije v primerjavi z najpomembnejšimi trgovinskimi partnericami Slovenije znotraj evroobmočja, merjena na podlagi HICP, se od drugega četrtletja lani dalje poslabšuje. Kazalnik cenovne konkurenčnosti do držav evroobmočja, zaradi visoke stopnje inflacije v Sloveniji, v zadnjem letu hitro apreciira, kar postavlja Slovenijo na rep cenovne konkurenčnosti med državami evroobmočja. V enem letu je hitrejša rast domačih cen od košarice tujih cen k rasti cen indeksa

Slika 4.4: Realni efektivni tečaj do evroobmočja HICP deflator



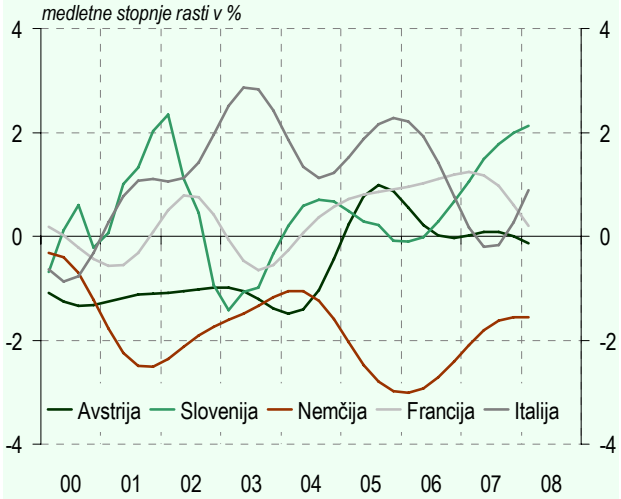
Vir: Evropska komisija, preračuni Banka Slovenije

Slika 4.5: Realni efektivni tečaj do evroobmočja
Stroški plač na enoto proizvoda - predelovalna dejavnost



Vir: Evropska komisija, preračuni Banka Slovenije

Slika 4.6: Realni efektivni tečaj do evroobmočja
Stroški dela na enoto proizvoda - celotno gospodarstvo



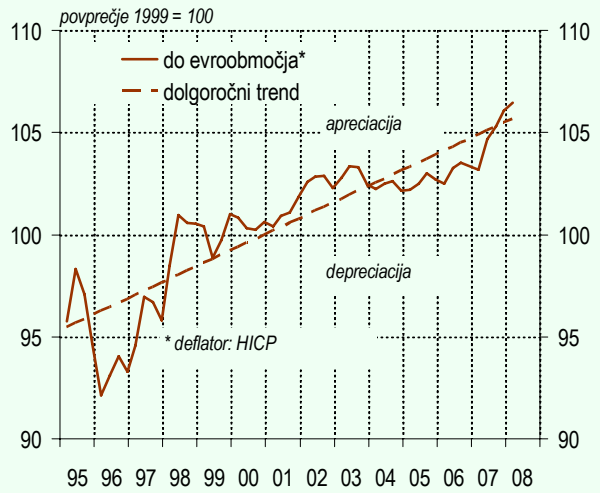
Vir: Evropska komisija, preračuni Banka Slovenije

prispevala 60%, preostanek pa je posledica apreciacije nominalnega efektivnega tečaja. Zaradi pričakovanega zniževanja inflacije v Sloveniji, ki bo relativno večje od predpostavljenega zniževanja inflacije v evroobmočju, bi lahko bilo slabšanje konkurenčnosti merjeno s tem kazalnikom v prihodnjih letih manjše kot v zadnjem obdobju.

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

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

Slika 4.7: Realni efektivni tečaj



Vir: Evropska komisija, preračuni Banka Slovenije

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

V gibanju kazalnikov cenovne konkurenčnosti se lahko odražajo tudi vplivi dolgoročne realne konvergence, ki so, kar zadeva zmanjševanja konkurenčnosti, nevtralni. V Sloveniji so ti vplivi, če upoštevamo dolgoročni trend apreciacije realnega efektivnega tečaja, od leta 1995, precej zmerni (glej Okvir 1.2). Tako močne apreciacije realnega tečaja do evroobmočja v zadnjem letu ni mogoče pojasniti izključno s procesom dolgoročne realne konvergence (Slika 4.7; glej tudi Okvir 1.2). Trendna gibanja realnega efektivnega tečaja kažejo, da je v letu 2007 prišlo do obrata na slabše. Prej relativno dolgo obdobje stabilnega gibanja realnega efektivnega tečaja se je prelomilo. V prihodnje bo potrebno pozorno spremljanje nadaljnjih sprememb tega kazalnika.

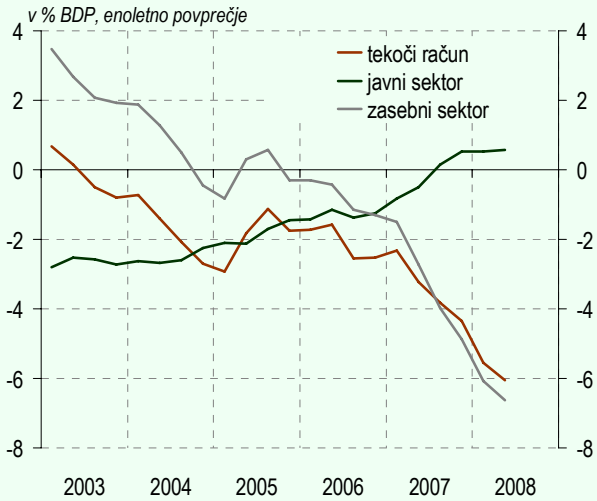
5 Pogoji financiranja

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

Finančni tokovi s tujino in zunanji dolg

Varčevalno-investicijska vrzel zasebnega sektorja se od sredine leta 2006 naprej pospešeno povečuje. Ker ni zadostnega neto varčevanja javnega sektorja, se primanjkljaj domačega varčevanja financira z zadolževanjem v tujini. Narodnogospodarsko varčevanje se je v zadnjih dveh letih povečalo za 1,8 odstotne točke na 27,2% BDP v letu 2007, medtem ko se je rast bruto investicij v tem obdobju povečala za 4,3 odstotne točke na 31,4% BDP v letu 2007. Varčevalno-investicijska vrzel oziroma razlika med domačim varčevanjem in investiranjem se je zato povečala za 2,5 odstotne točke na 4,2% BDP v letu 2007 in se, kot je razvidno s Slike 5.1, povečuje tudi v letošnjem letu. Do junija 2008 je varčevalno-investicijska vrzel dosegla 6% BDP. Varčevalno-investicijska vrzel javnega sektorja se še naprej postopoma zmanjšuje in je v zadnjem letu že rahlo pozitivna.

Slika 5.1: Varčevalno-investicijska vrzel*



Vir: SURS, Banka Slovenije, lastni izračuni

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

Varčevalno-investicijska vrzel zasebnega sektorja se postopoma povečuje od začetka leta 2003, po začasnem obratu pa nepretrgoma in pospešeno od sredine leta 2005 naprej. Glede na to, da se primanjkljaj salda tekočega računa v zadnjih dveh letih povečuje v povprečju za dve odstotni točki na leto, bi bilo za uravnovešenje takšnih tendenc potrebno bistveno povečati presežek javnih financ.

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

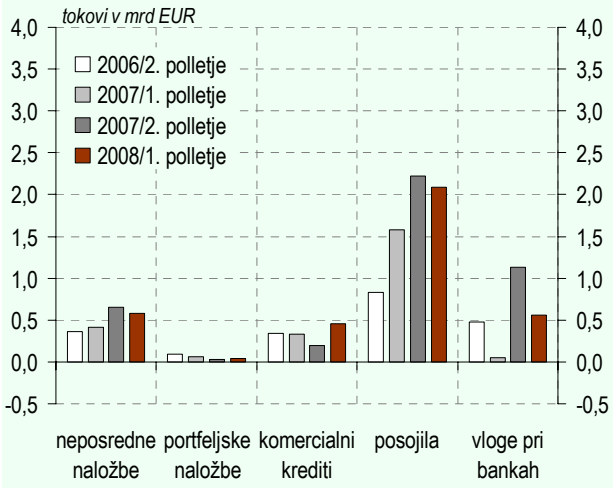
Povečevanje neto finančnega pritoka plačilne bilance[7] je posledica povečevanja varčevalno-investicijske vrzeli. Neto finančni pritok se je povečal iz 1,1 mrd EUR v letu 2006 na 1,7 mrd EUR v letu 2007. V obdobju od julija lani do junija letos je znašal že 2,4 mrd EUR, kar znaša okoli 7% BDP, pri čemer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

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

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

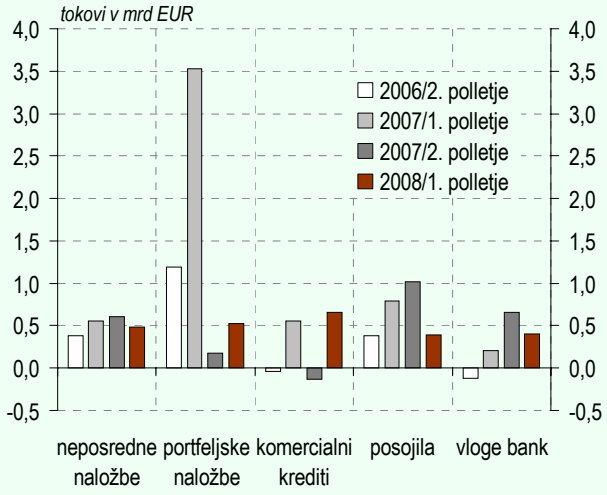
Med ostalimi finančnimi pritoki zasebnega sektorja ostajajo neposredne naložbe iz tujine na ravni lanskega leta, zadolževanje podjetij v tujini in portfeljske naložbe pa zanemarljive. Neposredne naložbe iz tujine so se v letu 2007 glede na leto poprej povečale za dvakrat in ostajajo na ravni okoli 3,5% BDP tudi v letu 2008. Zadolževanje podjetij v tujini ostaja nizko na ravni okoli 1% BDP. Delež zadolževanja podjetij v tujini v skupnem domačem in tujem zadolževanju podjetij se je tako zma-

Slika 5.2: Finančni pritoki iz tujine



Vir: Banka Slovenije

Slika 5.3: Finančni odtoki v tujino



Vir: Banka Slovenije

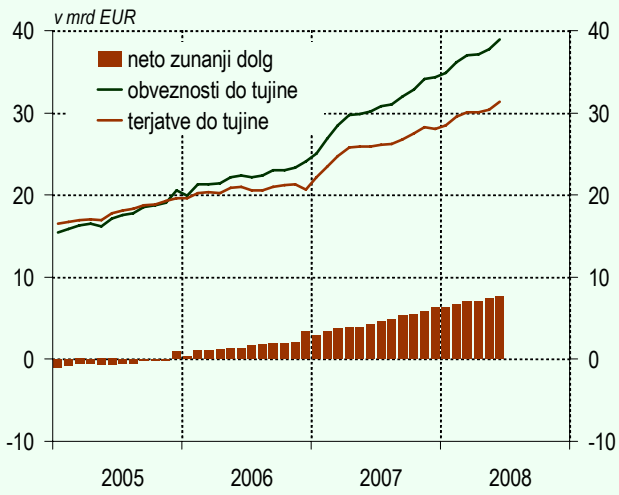
[7] Neto finančni tok predstavlja saldo finančnega računa brez upoštevanja statistične napake.
[8] V evroobmočju se od drugega polletja lani tako finančni pritoki kot finančnih odtoki z izjemo neposrednih investicij celo zmanjšujejo, kar je predvsem posledica negotovosti na finančnih trgih. Več o tem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

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

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

Letos bi finančni tokovi s tujino lahko ostali na ravni iz preteklega leta, zaradi česar bo povečevanje tako bruto zunanjega dolga kot terjatev do tujine nekoliko počasnejše kot v preteklem obdobju. Zaradi nekaj nižje ocene gospodarske rasti, nestanovitnosti na finančnih trgih in že sedaj visoke zatečene ravni naj bi se pritoki posojil iz tujine umirili. Tudi 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 tudi posojila in neposredne naložbe ostale na ravni predhodnega leta. Pritoki in odtoki portfeljskih naložb pa naj bi tudi v prihodnje ostali zanemarljivi. Bruto zunanji dolg Slovenije se je v letu 2007 povečal za 10,4 mrd EUR, v prvem polletju letos pa še za 4,6 mrd EUR, medtem ko so se terjatve do tujine v istem obdobju povečale za 7,4 mrd EUR oziroma 3,2 mrd EUR. Dinamiki naraščanja tako bruto zunanjega dolga kot terjatev do tujine se torej postopoma umirjata. Konec junija je bruto zunanji dolg znašal 39,0 mrd EUR, terjatve do tujine pa 31,3 mrd EUR.

Slika 5.4: Zunanji dolg

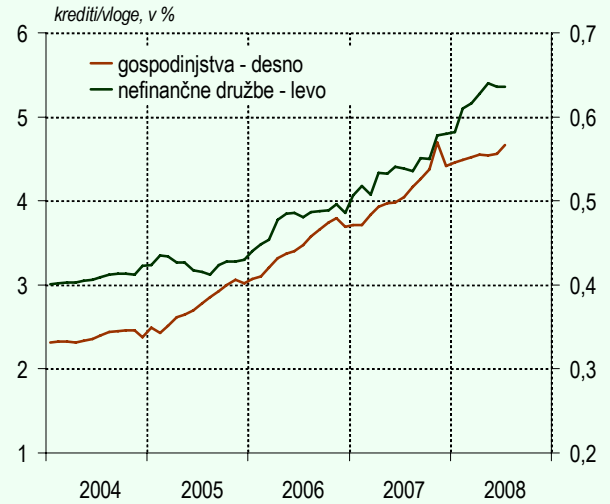


Vir: Banka Slovenije

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

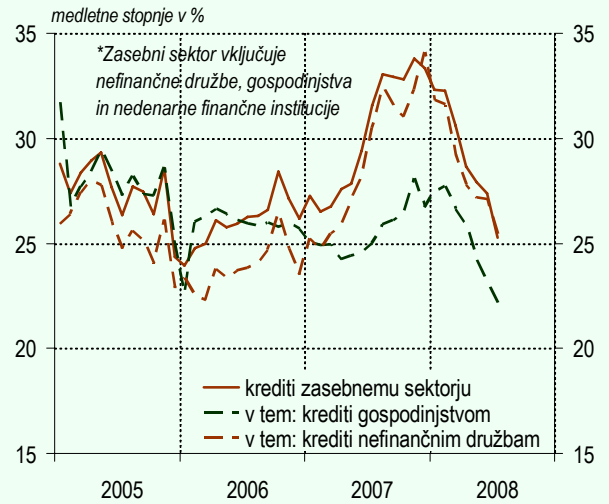
[9] Glej predhodno opombo.
[10] Povečan finančni pritok v Banko Slovenije in odtok portfeljskih naložb zasebnega sektorja v prvem polletju 2007 je predvsem posledica izplačila blagajniških zapisov Banke Slovenije in plasiranja teh sredstev domačih bank v tuje vrednostne papirje v začetku leta 2007. Za 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

Slika 5.5: Neto zadolženost pri bankah



Vir: ECB, Banka Slovenije

Slika 5.6: Kreditiranje domačega zasebnega sektorja



Vir: Banka Slovenije

ljevalo z nekaj manjšo dinamiko kot v zadnjem obdobju. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance naj bi se še naprej financiral predvsem prek dolžniških instrumentov.

Kreditna aktivnost in pogoji financiranja

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

Rast bančnih kreditov zasebnemu sektorju, ki je konec leta dosegla skoraj 35% medletno, se je v prvem polletju 2008 umirila in trenutno znaša nekaj nad 25%. Rast kreditov zasebnemu sektorju se je lani povečala za skoraj 10 odstotnih točk. Kot je razvidno iz Slike 5.6, se je tako kreditiranje nefinančnih družb kot gospodinjstev začelo opazneje povečevati v drugem četrtletju lani in doseglo vrh ob koncu lanskega leta, od takrat pa se relativno hitro umirja. V zadnjem letu in pol rast kreditiranja nefinančnih družb bistveno presega rast kreditiranja gospodinjstev.

Slika 5.7: Rast kreditov zasebnemu sektorju in uvedba evra*

Vir: IFS

Relativno visoka rast zadolževanja domačega zasebnega sektorja pri bankah je povezana tudi s procesom realne konvergence k razvitejšim državam EU. Visoke ravni zadolževanja so torej deloma pričakovani sestavni del procesa realne konvergence dohitevanja najrazvitejših članic EU. Globina finančnega posredništva, merjena z deležem kreditov zasebnemu sektorju glede na BDP, se v zadnjih letih v Sloveniji povečuje po stopnji okoli 10 odstotnih točk BDP na leto in že presega 70% BDP. Razlika med tako merjeno globino finančnega poglabljanja med evroobmočjem in Slovenijo se je s tem zmanjšala z okoli 55 odstotnih točk BDP v letu 2004 na nekaj nad 40 odstotnih točk BDP v sredini letošnjega leta. Kot je razvidno 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.

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

Realni pogoji financiranja za nefinančne družbe so kljub postopnemu višanju nominalnih obrestnih mer od konca leta 2006 naprej še vedno ugodni. Kot je razvidno 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

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

kaže na precejšnjo stopnjo integracije finančnega sistema Slovenije z evroobmočjem. Od sredine lanskega leta naprej so realne obrestne mere v Sloveniji predvsem zaradi nekaj višje inflacije nižje kot v evroobmočju. Od konca leta 2007 se realne obrestne mere v Sloveniji postopoma povečujejo, kar verjetno že vpliva na zmanjševanje dinamike kreditiranja nefinančnih družb.

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

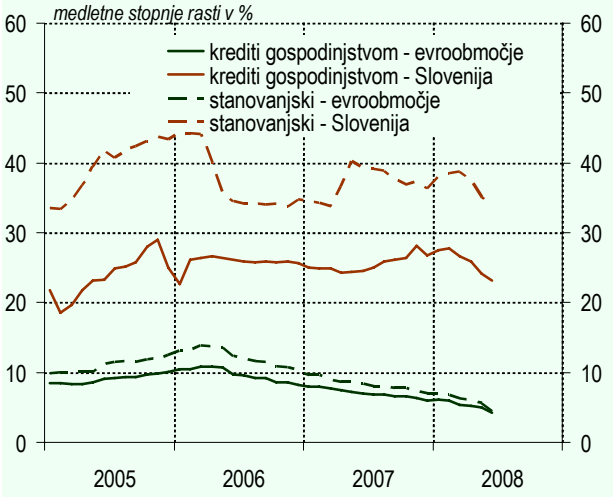
Umirjanje kreditiranja gospodinjstev v letošnjem letu je posledica tako postopnega zmanjševanja stano-

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

vanjskega kreditiranja kot tudi zmanjševanja potrošniškega kreditiranja. Iz strukture kreditiranja gospodinjstev je razvidno, da stanovanjski krediti gospodinjstvom v zadnjih letih rastejo približno 40% medletno in bistveno presegajo skupno rast kreditov gospodinjstvom. Pri tem je potrebno upoštevati, da je visoka rast stanovanjskega kreditiranja tudi posledica relativno nizkega deleža te vrste posojil. Delež stanovanjskih kreditov v vseh kreditih gospodinjstvom se je tako v zadnjih treh letih povečal s približno 25% na več kot 40% v sredini leta 2008. Medletna rast potrošniških kreditov se je lani postopoma povečevala in je ob koncu leta že znašala preko 20% medletno. Tako rast stanovanjskih kot potrošniških kreditov se letos postopoma umirja. Medletna rast stanovanjskih kreditov je julija znašala 31,7%, potrošniških kreditov pa 13,3%.[12]

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

Slika 5.9: Struktura kreditiranja gospodinjstev



Vir: ECB, Banka Slovenije

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

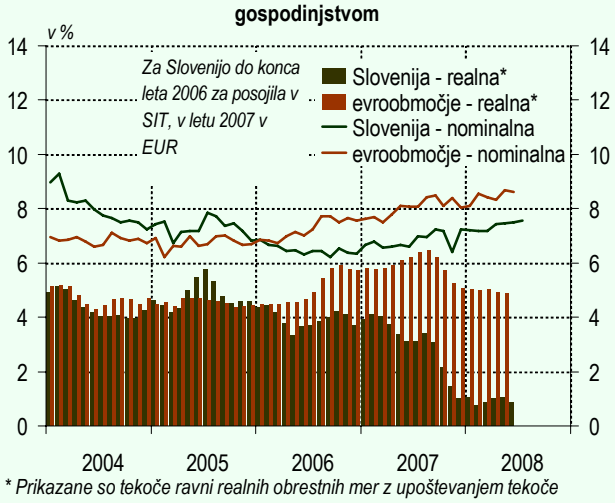
Tudi pogoji financiranja potrošnje gospodinjstev so v Sloveniji od sredine leta 2006 ugodnejši kot v evroobmočju. Iz Slike 5.10 je razvidno, da so od začetka leta 2006 nominalne, še bolj pa realne obrestne mere, za potrošniška posojila v Sloveniji nižje kot v evroobmočju. Postopno povečevanje nominalnih in realnih obrestnih mer je verjetno eden od razlogov za postopno umirjanje potrošniških kreditov v letošnjem letu, deloma pa tudi manjša kreditna sposobnost gospodinjstev.

Zmanjševanje realnih obrestnih mer za vloge gospodinjstev se je letos ustavilo, kljub temu pa so le-te še vedno negativne. Gibanje nominalnih obrestnih mer za vloge gospodinjstev od konca leta 2006 kaže na visoko stopnjo integracije z evroobmočjem, pri čemer so nominalne in še bolj realne obrestne mere za vloge gospodinjstev do enega leta v Sloveniji nižje kot v evroobmočju. Pri tem so realne obrestne mere v zadnjem letu celo negativne. Zaradi selitve iz bančnih vlog v bolj tvegane naložbe v preteklosti se je povečala občutljivost gospodinjstev na morebitna nihanja na finančnih trgih. Nizke obrestne mere lahko delujejo spodbudno na domačo potrošnjo in

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

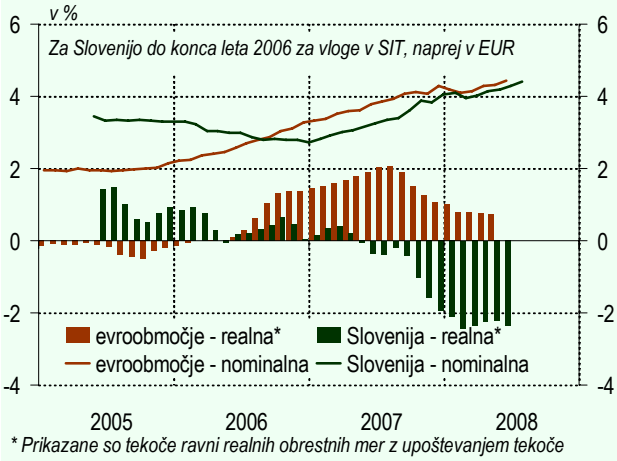
[13] Vir: SLONEP. Rast transakcijskih cen stanovanj in hiš se je v letu 2007 v ljubljanski regiji umirjala, v preostali Sloveniji pa naraščala (Vir: DURS). Gibanja na nepremičninskem trgu so celovito obravnavana v publikaciji Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2008 http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=285

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



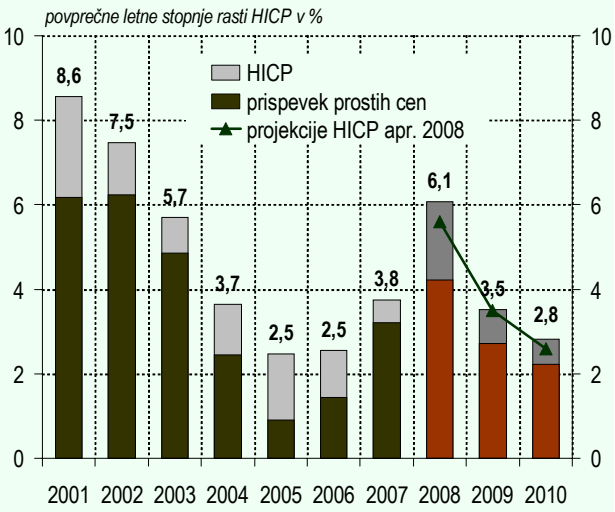
** Prikazane so tekoče ravni realnih obrestnih mer z upoštevanjem tekoče stopnje inflacije. (3 mesečne d. s.)*
Vir: ECB, Banka Slovenije

so lahko s tem vir inflacijskih pritiskov. Z nadaljevanjem postopnega povečevanja nominalnih in realnih obrestnih mer naj bi se omenjena tveganja zmanjševala. Rast vlog se v zadnjem letu zaradi nestanovitnosti na finančnih trgih in povečevanja obrestnih mer že postopoma povečuje.

6 Projekcije gibanja cen in tveganja

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

Slika 6.1: Projekcije inflacije



Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije

Tabela 6.1 Inflacija

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

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

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

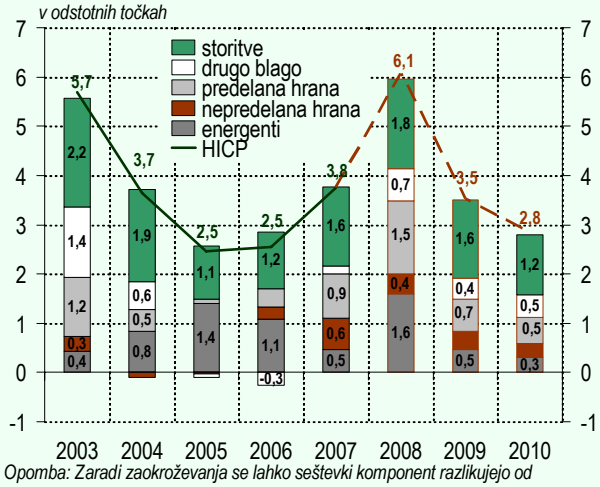
Zniževanje inflacije naj bi v prihodnje omogočila pričakovana zmernejša gospodarska aktivnost tako doma kot v tujini, zmanjševanje rasti realnega razpoložljivega dohodka ter ostrejši pogoji financiranja. Zadnji podatki kažejo, da se je domača gospodarska aktivnost začela upočasnjevati. Čeprav je bila medletna rast BDP v drugem četrtletju še razmeroma ugodna, pa tekoča rast že kaže znake umirjanja. Do podobnih gibanj prihaja tudi v drugih državah evroobmočja, kjer je bila rast BDP v drugem četrtletju celo negativna. Ob nižji rasti kupne moči prebivalstva zaradi pretekle visoke inflacije, ter ob predvidoma manjšem tujem povpraševanju bodo pritiski na rast domačih cen najverjetneje morali popustiti. Najprej je popuščanje censkih pritiskov moč pričakovati v sektorjih, kjer je konkurenca največja, nato v storitvenih dejavnostih, najkasneje pa v trgovini s prehrambenimi proizvodi, kjer je cenovna elastičnost povpraševanja po proizvodih najmanjša. Ob takšnih gibanjih bo najverjetneje razmeroma težko prenesti v cene tudi celotno doseženo visoko rast stroškov dela, ki že in bo v prihodnje še intenzivneje zmanjševala rast dobičkov. Nadaljevanje visoke rasti plač iz prve polovice leta bi tako lahko v zaostrenih makroekonomskih razmerah v večji meri vplivalo na zmanjšanje dobičkov in le v manjši meri na višjo rast cen. Posledično lahko pride do začasnega zmanjšanja zaposlenosti oziroma povečanja brezposelnosti. Makroekonomska neravnovesja, ki so trenutno prisotna, bi se tako lahko uravnovesila preko poslabšanja razmer na trgu dela. V nasprotnem primeru obstaja tveganje poglabljanja inflacijske spirale, dolgotrajnejše recesije ter dolgoročnejše izgube konkurenčnosti. Dodatno se zaostrujejo tudi pogoji financiranja, saj se zvišujejo tako obrestne mere na posojila kot tudi drugi pogoji kreditiranja (zavarovanja, bonitete,…). To se posledično že odraža na zmanjševanju kreditne rasti podjetjem in prebivalstvu. Rast kreditov prebivalstvu se zmanjšuje že od začetka leta tako na segmentu potrošniških kot stanovanjskih posojil. Na zmanjševanje povpraševanja lahko vpliva tudi slabšanje razmer na trgu vrednostnih papirjev in na nep-

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

Ukrep	pričakovana sprememba	pričakovani učinek na HICP (v o.t.)	dejanska sprememba v obdobju jan. - avg. 2008	dejanski učinek na HICP (v o.t.)
Spremembe pri nadzorovanih cenah v letu 2008:				
– sprememba cen nekaterih učbenikov	dvig cen za v povp. 2.8%	0,007	dvig cen za 2.7%	0,006
– sprememba cen vozovnic železniškega potniškega prometa	dvig cen za v povp. 3.5%	0,007	dvig cen za 3.2%	0,006
– načrtovani dvig prispevka za obvezne rezerve pri naftnih derivatih	dvig prispevka za 10%	0,000	brez povišanja	0,000
– spremembe omrežnine in dodatkov k omrežnini za prenos električne energije	dvig končne cene električne energije za 1,4%	0,032	brez povišanja	0,000
Skupni učinek na inflacijo		**0,046**		**0,012**
Spremembe pri nadzorovanih cenah v letu 2009:				
– sprememba cen nekaterih učbenikov	dvig cen za v povp. 2.6%	0,007		
– sprememba cen vozovnic železniškega potniškega prometa	dvig cen za v povp. 2.8%	0,007		
– načrtovani dvig prispevka za obvezne rezerve pri naftnih derivatih	dvig prispevka za 10%	0,000		
Skupni učinek na inflacijo		**0,014**		

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

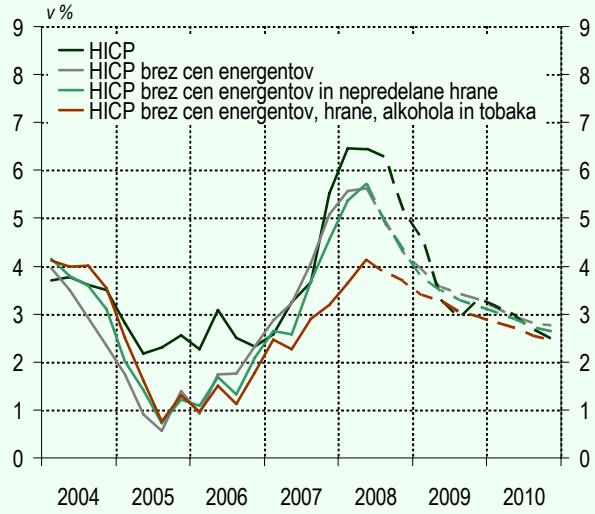
Slika 6.2: Prispevki komponent k inflaciji



Opomba: Zaradi zaokroževanja se lahko seštevki komponent razlikujejo od agregatnih vrednosti.

Vir: SURS, projekcije Banka Slovenije

Slika 6.3: HICP in osnovna inflacija



Vir: Eurostat, projekcije Banka Slovenije

remičninskem trgu, ki zmanjšujejo vrednost premoženja velike večine prebivalstva. V prihodnje bo zato ključno, kako bo potekal proces ponovne vzpostavitve cenovne stabilnosti in drugih makroekonomskih ravnovesij, da ne bo v preveliki meri okrnjena konkurenčnost slovenskega gospodarstva.

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

Gibanja v mednarodnem okolju naj ne bi povzročala dodatnih inflacijskih pritiskov v obdobju projekcij. Cene nafte naj bi se stabilizirale na ravni okrog 120 USD za sod, umirila pa naj bi se tudi rast cen ostalih primarnih surovin, predvsem cen nepredelane hrane. Inflacija v evroobmočju naj bi se letos zvišala predvsem zaradi ponudbenih šokov oziroma visokih cen surovin, v prihodnjih dveh letih pa naj bi sledila ponovna umiritev na ravni nekaj nad 2%. Le malenkost višja naj bi bila v obdobju projekcij rast cen industrijskih proizvodov v Nemčiji, potem ko je bila v zadnjih letih občutno višja. Vplivi na inflacijo iz zunanjega okolja naj bi bili omejevalni tudi zaradi upočasnjenega tujega povpraševanja glede na pretekla leta.

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

ciji rasti cen industrijskega blaga brez hrane za letos in storitev v prihodnjem letu. Popravki so predvsem posledica višje rasti agregatnega povpraševanja ter doseženi dogovori in realizacija glede rasti stroškov dela, ki predstavljata trenutno tudi največje tveganje iz domačega okolja za ponovno vzpostavitev cenovne stabilnosti. Za razliko od omenjenih podskupin je bila rast cen hrane v tem in v prihodnjem letu popravljena navzdol. Na eni strani se že od začetka leta postopoma umirja medletna rast cen nepredelane hrane na svetovnem trgu, prav tako se na drugi strani umirja domača rast cen predelane hrane, skladno z napovedmi trgovcev z živili. Predvsem slednje predstavlja dodatno tveganje, v kolikor takšna cenovna politika trgovcev ne odraža tržnih razmer. V tem primeru bi bili lahko že v zadnjem četrtletju letos ponovno priča večjim enkratnim dvigom cen prehrambenih proizvodov, ki bi posledice pričakovanega umirjanja gospodarstva še poglobili.

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

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

Med domačimi dejavniki predstavljajo največjo negotovost investicije. Rast investicij se je po postopnem upadanju v lanskem letu v prvem četrtletju 2008 spet močno pospešila, zato se postavlja vprašanje, kako dolgo še lahko traja močan investicijski cikel in kako občuten bo padec rasti investicij, ko se bo ta cikel zaključil. To vprašanje se zastavlja še posebej glede investicijske aktivnosti, ki je vezana na državne projekte, predvsem DARS-a, v prihodnje pa verjetno tudi na izgradnjo železniške infrastrukture. Struktura investicij je dokaj neugodna z vidika bodoče gospodarske rasti, saj izvira njihova rast predvsem iz gradbene dejavnosti, medtem ko se rast investicij v opremo, ki s povečevanjem ponudbenega potenciala prispeva k trajnejši rasti, umirja. Tudi izredno visoka rast zaposlenosti v gradbeništvu je večinoma ciklične narave,

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

kar pomeni, da lahko hitri rasti zaposlovanja v tem sektorju sledi prav tako hitro zmanjševanje zaposlenosti.

Zaradi negotovosti, povezanih z uresničitvijo predpostavk so pripravljeni tudi alternativni scenariji projekcij in simulacije, ki kažejo na možna odstopanja od osnovnega scenarija. Alternativni scenariji projekcij temeljijo na spremenjenih predpostavkah, ki jih kaže preglednica v Tabeli 6.3. S primerjavo scenarijev je možno oceniti vpliv odstopanja predpostavk na projekcije.

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

Napetosti na svetovnih finančnih trgih, visoke cene surovin ter posledično upočasnjevanje gospodarske aktivnosti v mednarodnem okolju predstavljajo osrednje navzdol usmerjeno tveganje za gospodarsko

Tabela 6.3 Modelske simulacije nekaterih makroekonomskih šokov

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

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

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

rast. Omejena likvidnost ter razpoložljivost kreditov in zaostreni pogoji financiranja predstavljajo tveganje, da se bo rast potrošnje in investicij tako v tujini kot doma znižala bolj od pričakovanj. Dodatno lahko na umirjanje konjunkture v tujini vplivajo tudi še naprej visoke cene surovin, ki so tudi v večini najpomembnejših trgovinskih partneric prispevale k poslabšanju kazalnikov zaupanja. Osnovni scenarij predpostavlja, da bo imelo slabšanje gospodarske aktivnosti v tujini le prehoden vpliv: po začasni upočasnitvi v 2008 osnovni scenarij predpostavlja, da se bo rast tujega povpraševanja do konca obdobja projekcij postopoma ponovno pospešila.

Zaradi velikih negotovosti glede dogajanj v mednarodnem okolju je ocenjen tudi scenarij nižje rasti tujega povpraševanja, kar bi gospodarsko aktivnost v Sloveniji dodatno upočasnilo. Alternativni scenarij, ki je predstavljen v Tabeli 6.4, predpostavlja rast tujega povpraševanja, nižjo za 5 odstotnih točk kot v osnovnem scenariju v prvem letu obdobja simulacije, kar ustreza obsegu zmanjšanja tujega povpraševanja v letu 2001. Uresničitev takšnega scenarija bi imela močan učinek na zmanjšanje gospodarske rasti in zaposlenosti v Sloveniji, to pa bi posledično vodilo tudi k nižanju inflacije. Rast gospodarske aktivnosti bi se v primeru takšnega šoka znižala za okoli 0,5 odstotne točke v 2008 ter za 1,5 odstotne točke v letih 2009 in 2010, medtem ko bi se inflacija znižala za 0,1 odstotne točke v 2009 ter za 0,5 odstotne točke v 2010. Poleg manjše rasti izvoza bi se občutno zmanjšala tudi rast domačega povpraševanja, v tem pa predvsem rast investicij, ki bi se lahko po modelski oceni v obdobju 2008-2010 znižala v povprečju za več kot 2 odstotni točki. Primanjkljaj tekočega računa bi se z odzivom izvoza v letih 2009 in 2010 kumulativno povečal za okoli eno odstotno točko BDP. Odziv domačih podjetij na ohlajanje povpraševanja v trgovinskih partnericah iz tujine bo odvisen predvsem od pripravljenosti podjetij na neugodna gibanja. Začasno lahko podjetja poslabšane gospodarske razmere premostijo na podlagi rezerv, ki so jih ustvarila z akumulacijo dobičkov v obdobju ugodne konjunkture. Vendar bodo podjetja ob dolgoročnejšemu zmanjšanju proizvodnje dodatno prisiljena k obvladovanju stroškov, kar pa bi ob visoki rasti plač, ki je bila dogovorjena za letos in naslednje leto, lahko povzročilo zmanjšanje zaposlenosti.

Tveganja za gospodarsko rast, ki izhajajo iz domačega okolja, so bolj uravnovešena. Po eni strani lahko višja rast plač od pričakovane ter (realno) nizke obrestne mere (kot posledica višje inflacije glede na evroobmočje)

Tabela 6.4 Alternativni scenarij projekcij: nižja gospodarska aktivnost v tujini

	Scenarij nižje gospodarske rasti v tujini			Odstopanja od osnovnega scenarija		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
	medletne stopnje rasti v %			v odstotnih točkah		
BDP	**4,1**	**2,1**	**2,6**	-0,4	-1,4	-1,5
Zaposlenost	**1,8**	**-0,4**	**-0,3**	-0,3	-0,7	-0,8
Neto plače	**8,5**	**6,9**	**5,7**	0,0	-0,1	-0,4
Bruto plače	**8,7**	**7,0**	**5,8**	0,0	-0,1	-0,4
Domače povpraševanje	**4,2**	**2,4**	**3,2**	-0,8	-0,9	-0,8
Gospodinjstva	**3,2**	**3,0**	**2,8**	-0,1	-0,4	-0,6
Investicije	**6,5**	**1,7**	**4,3**	-2,6	-2,3	-1,7
Izvoz	**4,9**	**4,2**	**4,1**	-2,3	-3,2	-4,2
Uvoz	**5,0**	**4,5**	**4,6**	-2,7	-2,6	-3,5
Tekoči račun (% BDP)	**-6,0**	**-6,7**	**-6,4**	0,3	-0,5	-0,6
HICP	**6,1**	**3,4**	**2,3**	0,0	-0,1	-0,5

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

spodbudijo rast zasebne potrošnje nad predvideno v osnovnem scenariju. Vendar hkrati obstaja možnost, da bo na potrošnjo – podobno kot se dogaja v nekaterih drugih državah – vplivalo zaostrovanje pogojev financiranja, umirjanje na trgu nepremičnih in vrednostnih papirjev ter visoke cene surovin, ki načeloma zmanjšujejo realni razpoložljivi dohodek in zaupanje potrošnikov. Prav tako obstaja tveganje, da bo rast investicij po dvoletnem obdobju izjemno hitrega naraščanja nižja od osnovnega scenarija projekcij, in sicer kot posledica manj ugodnega povpraševanja iz tujine, oteženega dostopa do virov financiranja, poslabšanja konkurenčnega položaja ter krčenja podjetniških dobičkov.

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

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

V primeru, da bi bila gospodarska rast v Sloveniji ali v tujini šibkejša od pričakovane, bi se zniževanje inflacije lahko pospešilo. Zaradi nižje gospodarske rasti, ki bi bila spodbujena z dodatno umiritvijo konjunkture doma ali v tujini, bi lahko prišlo do pospešenega zniževanja rasti cen. Ocene, sicer nepopolne, kazalnikov proizvodne vrzeli kažejo, da agregatno povpraševanje v Sloveniji presega ponudbeni potencial za okoli 1%-2% (glej Okvir 1.1). V osnovnem scenariju je predvideno postopno zapiranje pozitivne proizvodne vrzeli do konca obdobja projekcij, saj naj bi bila rast BDP v letih 2009 in 2010

nižja od trenutno ocenjene rasti ponudbenega potenciala. Če bi se rast povpraševanja iz tujine ali rast posameznih postavk domačega trošenja umirila za dodatno odstotno točko, bi se lahko inflacija dodatno zniževala v območju med 0,1 in 0,3 odstotne točke na leto.

Tudi gibanja postavk v bilancah javnega sektorja so trenutno izpostavljena velikim tveganjem. Predvideno poslabšanje makroekonomskih razmer in znižanje zaposlenosti pomenita po eni strani večjo obremenitev proračuna, predvsem zaradi povišanja socialnih transferov, po drugi strani pa zmanjšanje prihodkov na račun posrednih in neposrednih davkov (DDV, davek na dobiček, davki na plače). Pri vplivu na socialne transfere bo ključno, kako se bodo podjetja prilagodila poslabšanju konjunkture – ali z znižanjem plač, dobičkov ali zaposlenosti – ter v kolikšni meri se bo zaposlenost znižala na račun odpuščanja tujcev, kar bi imelo manjši vpliv na proračunske izdatke.

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

Okvir 6.1: Primerjava napovedi za leti 2008 in 2009 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 napovedi temeljijo na različnih predpostavkah, tako glede gibanja eksogenih spremenljivk iz mednarodnega okolja, kot glede delovanja ekonomskih politik.

Napovedi gospodarske aktivnosti za leto 2008 so v primerjavi s predhodnim krogom napovedi tokrat praviloma popravljene nekoliko navzgor, pri čemer so institucije še vedno enotne v mnenju, da bo dosežena rast znašala med 4% in 5%. Za leto 2009 večina institucij napoveduje relativno močno umirjanje gospodarske aktivnosti.

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

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

Tabela: Primerjava napovedi za Slovenijo in razlike s predhodnimi napovedmi

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

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