

**BANKA  
SLOVENIJE**

**EVROSISTEM**

**POVZETEK**

**MAKROEKONOMSKIH**

**GIBANJ**

**S PROJEKCIJAMI**

**OKTOBER 2015**



## Povzetek makroekonomskih gibanj s projekcijami, oktober 2015

Zaradi revizije nacionalnih računov in močnejše realizacije v letošnjem prvem polletju je Banka Slovenije projekcije gospodarskih gibanj popravila navzgor. BDP se bo tako letos po oceni povečal za več kot 2,5 %, v naslednjih dveh letih pa bo rast v povprečju presegala 2 %. Upočasnitev rasti v primerjavi z letošnjim letom bo predvsem posledica dinamike investicij države. Struktura gospodarske rasti postaja z okrevanjem zasebne potrošnje bolj uravnotežena. To ustvarja pogoje za solidno rast aktivnosti kljub manjšemu obsegu investicij države, hkrati pa zaradi rasti javnofinančnih prihodkov lajša fiskalno konsolidacijo. Ta bo sicer še naprej zavirala rast skupne končne potrošnje. S pričakovano solidno rastjo izvoza, ki jo podpira izboljšana stroškovna konkurenčnost izvoznega sektorja, ter z močnejšo oporo na domačem trgu, se bodo postopno povečevale investicije v opremo in stroje, kar bo prispevalo k obnovi tehnoloških zmogljivosti gospodarstva. Financiranje teh investicij bodo omogočali predvsem finančni presežki podjetij, medtem ko domače bančno financiranje še ne bo odločilni dejavnik. V obdobju projekcij se bo inflacija povečevala zgolj postopno in ne bo presegla 1,5 %.

\* \* \*

Med komponentami domačega povpraševanja v tokratnih projekcijah izstopa dvig ocene rasti zasebne potrošnje. K temu sta prispevala revizija nacionalnih računov za leto 2014 ter hitrejsa rast zaposlenosti in potrošnje v letošnjem prvem polletju od predvidene. Gibanja so zdaj skladnejša z anketno izkazanim naraščanjem zaupanja gospodinjstev. Rast zasebne potrošnje bo proti koncu obdobja projekcij znašala že okoli 2 %, vendar bo še naprej omejena s strukturo novih zaposlitev, kjer prevladujejo negotove in slabše plačane oblike dela. Močnejša zasebna potrošnja bo spodbudila zaposlovanje v storitvenih dejavnostih. Ker je rast produktivnosti dela v zasebnih storitvah praviloma dokaj nizka, je v primerjavi s predhodnimi projekcijami predvideno tudi precejšnje znižanje agregatne rasti produktivnosti. Realna kupna moč prebivalstva bo okrevala nekoliko hitreje, a v večji meri zaradi rasti zaposlenosti. Rast plač bo odvisna predvsem od pogajanj v javnem sektorju in prilagajanja z inflacijo.

Gibanje investicij bo letos in v letu 2016 pod močnim vplivom zaključevanja črpanja evropskih sredstev iz "stare" in začetka črpanja iz "nove" finančne perspektive. Izrazito manjši obseg infrastrukturnih investicij države v letih 2016 in 2017 bodo postopno nadomeščale zasebne investicije v opremo in stroje, kar bo izboljševalo strukturo investicij. Z delnim upoštevanjem vladnih načrtov naj bi se aggregat investicij v osnovna sredstva letos povečal za slabe 3 %, v letu 2016 pa je pričakovan manjši padec, saj rast zasebnih investicij še ne bo dovolj visoka. Zasebne investicije se bodo postopoma povečevale v celotnem obdobju projekcij, saj se pričakuje nadaljnje izboljševanje poslovnih rezultatov podjetij ob že visoki izkorisčenosti proizvodnih kapacetet. S tem se bodo obnavljale tehnološke zmogljivosti gospodarstva, z njimi pa povisovala potencialna rast.

Čeprav se bo domače povpraševanje krepilo nekoliko hitreje, bo izvozni sektor ostal ključen element gospodarske rasti. Rast izvoza je bila v prvem polletju višja od pričakovane, zaradi česar je višja tudi ocena letne rasti, ter kaže na nadaljnje povečevanje tržnih deležev slovenskih izvoznikov, saj presega rast tujega povpraševanja. Rast industrijske proizvodnje se bo skladno z rastjo izvoza ohranjala na ravni okoli 5 %, zaradi močnejšega povpraševanja na domačem trgu pa bo izpostavljenost nihanjem tujega povpraševanja nekoliko manjša kot v preteklih letih. Hkrati rast izvoznega sektorja pozitivno vpliva na številne domače dobavitelje blaga in storitev, kar dodatno spodbuja gospodarsko rast. Zaradi hitrejšega okrevanja domače potrošnje se pričakuje postopno zmanjševanje prispevka neto

izvoza k rasti BDP, vendar pričakovana uvozna dinamika še ne bo povzročila zapiranja presežka na tekočem računu plačilne bilance.

Gospodarska rast bo potekala v okolju nizke inflacije. Projekcija gibanja cen v letu 2015 se je v primerjavi s predhodno oceno znižala za 0,5 odstotne točke, kar je posledica nižje osnovne inflacije in nižjih cen energentov. V prihodnjih dveh letih se ob postopni rasti cen surovin ter krepitvi zasebne potrošnje pričakuje postopno povečanje inflacije, ki pa bo do konca obdobja projekcij ostala pod ciljno vrednostjo denarne politike.

Tveganja za realizacijo tokratnih projekcij so precej uravnovežena. V domačem okolju največjo negotovost predstavlja obseg investicij države, vendar večje tveganje izhaja iz mednarodnega okolja. Slednje je povezano z razmerami v Rusiji, na Kitajskem, Braziliji in Turčiji. Na rast izvoza lahko negativno vpliva tudi afera Volkswagen ter morebitno zapiranje mej zaradi begunske krize. Na drugi strani so možni močnejši pozitivni učinki programa kvantitativnega sproščanja ECB. Slednje lahko močneje vpliva tudi na inflacijo, pri kateri so negotovosti povezane še z gibanjem cen nafte, v domačem okolju pa z rastjo plač.

\* \* \*

Opazno prehitevanje gospodarske rasti evrskega območja se je nadaljevalo tudi v letošnjem prvem polletju. Rast BDP je dosegl 2,7 %, k njej pa je največ prispeval izvozni sektor. Ta letos ponovno izkazuje fleksibilnost ob nihanjih tujega povpraševanja, saj je padec izvoza v Rusijo nadomestil izvoz na netradicionalne trge. Na teh se je letos cenovna konkurenčnost izvoznikov povečala zaradi denarne politike ECB. Rast izvoza izdatno podpira tudi turizem, saj se je število tujih gostov močno povečalo. Presežek na tekočem računu plačilne bilance se tako ohranja blizu 7 % BDP. Ob rasti zaposlovanja in večjem zaupanju gospodinjstev se postopoma krepi njihova končna potrošnja, kar spodbuja rast v številnih zasebnih storitvah. Med pomembnejšimi dejavnostmi izstopa le gradbeništvo, kjer se aktivnost letos močno zmanjšuje skladno s padcem investicij v zgradbe in objekte. Vendar v agregatu investicij že prihaja do izboljševanja strukture, saj so se v prvem polletju nekoliko okrepile podjetniške investicije v opremo in stroje. Hkrati razpoložljivi podatki nakazujejo, da se je solidna gospodarska rast nadaljevala tudi v letošnjem tretjem četrtletju.

Rast zaposlenosti je bila v prvem polletju močnejša od pričakovanj, vendar se na trgu dela ohranjajo strukturne šibkosti. Zaposlenost je bila večja za 1,6 %, kar je najvišja rast po letu 2008. Še naprej prevladujejo negotove oblike zaposlovanja oziroma se njihov delež celo povečuje. Hkrati še narašča število samozaposlenih, katerih delež v skupni zaposlenosti je bistveno večji kot v najrazvitejših evropskih državah. Brezposelnost še naprej pada, a se je struktura njenega zmanjševanja poslabšala. Upada namreč število odjavljenih zaradi zaposlitev, k čemur prispeva manjši obseg sredstev za subvencioniranje zaposlitev. Hkrati se povečuje delež prilivov v brezposelnost zaradi poteka zaposlitve za določen čas. Rast plač se je letos močno upočasnila zaradi njene prilagoditve deflacji, a tudi spremenjene sestave zaposlenih. Obnavljanje kupne moči letos tako poteka predvsem prek povečevanja zaposlenosti.

Da podjetja še ne zaupajo v zadostni meri v trajnost trenutne gospodarske rasti, kaže enoletni finančni presežek Slovenije do tujine. Presežek narodnogospodarskega varčevanja nad investicijam v prvem četrtletju 2015 je znašal 6,5 % BDP. Pri tem je značilno to, da je pri podjetjih varčevanje že na predkrizni ravni, investicije pa le na dobrini polovici, kar kaže na prisotnost avtonomnega investicijskega potenciala podjetij. V zadnjih dveh letih vsi domači sektorji z izjemo države ustvarjajo finančne presežke. Podjetja so usmerjala svoj presežek predvsem v zmanjševanje dolga, gospodinjstva pa v bančne vloge, kljub izrazitemu padcu pasivnih obrestnih mer. Vračanje zaupanja v

banke je izboljšalo strukturo virov njihovega financiranja, s čimer se zmanjšujejo tudi sistemski tveganji. Obrestne mere za posojila podjetjem so se znižale, a so banke pri naložbah še naprej previdne, kreditni pogoji pa ostajajo močan omejitveni dejavnik na strani ponudbe.

Ugodnejše gospodarske razmere lajšajo proces fiskalne konsolidacije, tveganja za doseganje fiskalnih načrtov pa ostajajo še naprej precejšnja. Letos je ključni cilj na fiskalnem področju trajna odprava presežnega primanjkljaja države, torej znižanje pod 3 % BDP. Ob pozitivnih gibanjih na trgu dela in rasti zasebne potrošnje se krepijo javnofinančni prihodki. Hkrati rast izdatkov ostaja nizka, a je tudi letos pod močnim vplivom plačevanja obresti na javni dolg. Te naj bi letos znašale kar 3,1 % BDP, breme pa naj bi se v prihodnjih letih zmanjšalo zaradi ugodnejših pogojev financiranja države na mednarodnih trgih. Tveganja na fiskalnem področju so med drugim vezana na potencialno manj ugodna makroekonomska gibanja od predvidenih ob pripravi fiskalnih načrtov, na pritiske na rast izdatkov s strani različnih interesnih skupin in potencialni vpliv izdatkov enkratne narave.

\* \* \*

Banka Slovenije ocenjuje, da se bo rast slovenskega gospodarstva ob odsotnosti večjih šokov iz mednarodnega okolja ohranila na solidni ravni in bo zaradi manjše vloge dolžniškega kapitala bolj vzdržna kot pred krizo. Kljub opaznemu napredku pa številne ovire še naprej onemogočajo, da bi rast postala robustnejša.

Proces prestrukturiranja podjetij še ni končan. Banka Slovenije v tem procesu proaktivno sodeluje že od samega začetka, v zadnjem času pa skuša fokus delovanja prenesti še na mala in srednje velika podjetja, ki imajo prevladujočo vlogo v slovenskem gospodarstvu. Z uspešno končanim prestrukturiranjem prezadolženih podjetij bi se sprostili dodatni potenciali za investicije in zaposlovanje, kar bi izboljšalo pogoje za hitrejšo gospodarsko rast.

Da bi podjetja zares začela izdatneje investirati, se mora prej v družbi zasidrati zaupanje v trajnejošo gospodarsko rast. To je sicer v veliki meri odvisno od razmer v zunanjem okolju, vendar nanj močno vpliva tudi domače poslovno okolje. Tu je vloga države ključna, saj lahko z ničelno toleranco do plačilne nediscipline in korupcije, fleksibilno, profesionalno in hitro odzivno javno upravo ter učinkovitim pravnim redom zagotovi, da je domače poslovno okolje stabilno in predvidljivo. Obenem mora sicer nujno fiskalno prilagajanje ostati postopno in brez nenadnih ukrepov, ki bi prekinili predvideno rast zasebne potrošnje.

	Projekcije												
									2015	2016	2017		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	okt.	Δ	okt.	Δ	okt.	Δ
<b>Aktivnost, zaposlenost, plače</b>	<i>stopnje rasti v %</i>												
BDP (realni)	3,3	-7,8	1,2	0,6	-2,7	-1,1	3,0	<b>2,6</b>	0,4	<b>1,9</b>	0,1	<b>2,2</b>	0,2
Zaposlenost	2,6	-1,8	-2,1	-1,7	-0,9	-1,4	0,6	<b>1,4</b>	0,8	<b>1,1</b>	0,7	<b>1,3</b>	0,9
Povprečna sredstva na zaposlenega	7,2	1,8	4,0	1,5	-1,0	0,6	1,1	<b>0,7</b>	-0,4	<b>1,9</b>	0,6	<b>2,2</b>	0,8
Produktivnost	0,7	-6,1	3,4	2,4	-1,8	0,3	2,5	<b>1,1</b>	-0,5	<b>0,8</b>	-0,5	<b>0,9</b>	-0,7
ULC (nominalni)	6,4	8,5	0,6	-0,8	0,8	0,2	-1,3	<b>-0,4</b>	0,1	<b>1,1</b>	1,1	<b>1,3</b>	1,5
<i>Prispevki k realni rasti BDP</i>	<i>odstotne točke</i>												
Domača potrošnja (brez zalog)	4,0	-5,7	-2,7	-1,2	-3,7	-2,3	1,0	<b>1,2</b>	0,5	<b>0,7</b>	0,0	<b>1,7</b>	0,5
Neto izvoz	0,2	1,9	2,0	1,3	3,0	1,1	1,6	<b>1,1</b>	0,0	<b>1,0</b>	0,0	<b>0,6</b>	-0,1
Spremembe zalog	-0,9	-4,0	1,9	0,6	-2,0	0,2	0,5	<b>0,2</b>	-0,2	<b>0,1</b>	0,1	<b>0,0</b>	0,0
<b>Domače povpraševanje</b>	<i>realne stopnje rasti v %</i>												
Domača potrošnja	3,1	-9,5	-0,8	-0,7	-5,8	-2,2	1,6	<b>1,6</b>	0,4	<b>0,9</b>	0,1	<b>1,8</b>	0,4
Zasebna potrošnja	2,4	0,9	1,3	0,0	-2,5	-4,1	0,7	<b>1,1</b>	0,6	<b>1,8</b>	0,6	<b>2,0</b>	0,7
Potrošnja države	4,9	2,4	-0,5	-0,7	-2,3	-1,5	-0,1	<b>0,3</b>	-0,1	<b>0,4</b>	-0,1	<b>0,5</b>	0,0
Bruto investicije v osnovna sredstva	7,0	-22,0	-13,3	-4,9	-8,8	1,7	3,2	<b>2,9</b>	1,0	<b>-1,7</b>	-1,6	<b>3,2</b>	0,9
<b>Plačilna bilanca</b>	<i>stopnje rasti v % (kjer ni navedeno drugače)</i>												
Izvoz blaga in storitev (realno)	4,2	-16,6	10,2	6,9	0,6	3,1	5,8	<b>5,0</b>	0,3	<b>4,7</b>	-0,2	<b>5,0</b>	-0,1
Uvoz blaga in storitev (realno)	3,8	-18,8	6,8	5,0	-3,7	1,7	4,0	<b>4,0</b>	0,4	<b>3,9</b>	-0,2	<b>4,8</b>	0,1
Tekoči račun: v mrd EUR	-2,0	-0,2	0,0	0,1	0,9	2,0	2,6	<b>2,6</b>	0,4	<b>2,8</b>	0,5	<b>2,7</b>	0,2
v % BDP	-5,3	-0,6	-0,1	0,2	2,6	5,6	7,0	<b>6,7</b>	0,9	<b>7,0</b>	1,1	<b>6,6</b>	0,4
Pogoji menjave*	-1,3	3,5	-4,0	-1,4	-1,1	0,8	1,0	<b>1,3</b>	0,9	<b>-0,1</b>	0,6	<b>-0,8</b>	-0,1
<b>Cene</b>	<i>povprečne letne stopnje rasti v %</i>												
Cene živiljenjskih potreščin (HICP)	5,5	0,9	2,1	2,1	2,8	1,9	0,4	<b>-0,6</b>	-0,5	<b>1,0</b>	-0,1	<b>1,5</b>	0,1
HICP brez energentov	4,9	1,7	0,3	1,0	1,8	1,9	0,7	<b>0,5</b>	-0,4	<b>1,2</b>	0,0	<b>1,6</b>	0,1
HICP energenti	9,4	-4,5	13,9	8,8	9,0	1,8	-1,4	<b>-7,3</b>	-1,3	<b>-0,2</b>	-1,2	<b>0,9</b>	0,1
<b>Mednarodno okolje</b>	<i>stopnje rasti v % (kjer ni navedeno drugače)</i>												
Tuje povpraševanje**	3,0	-13,7	10,0	6,8	0,7	1,8	2,2	<b>2,1</b>	-0,3	<b>2,7</b>	-0,5	<b>3,4</b>	0,0
Nafta (USD/sod)	98	62	80	111	112	109	99	<b>53</b>	-9	<b>54</b>	-14	<b>60</b>	-12
Primarne surovine	10,3	-23,2	36,9	22,2	-14,3	-6,1	-8,6	<b>-19,7</b>	-8,7	<b>-4,6</b>	-7,2	<b>4,4</b>	-0,4
Inflacija v EMU	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,4	0,4	<b>0,1</b>	-0,2	<b>1,1</b>	0,0	<b>1,7</b>	0,0
PPI Nemčija	5,3	-3,9	1,5	5,1	1,7	0,0	-1,0	<b>-0,8</b>	-0,3	<b>1,3</b>	-0,2	<b>1,5</b>	-0,3

\* Na podlagi deflatorjev nacionalnih računov.

\*\* Količinski uvoz košarice tujih partnerjev.

Δ : razlika med tokratnimi projekcijami in projekcijami v gradivu Gospodarska in finančna gibanja s projekcijami, april 2015.

Vir: Banka Slovenije, Consensus Economics, Eurostat, JP Morgan, OECD Economic Outlook, SURS, ECB.