



**POVZETEK
MAKROEKONOMSKIH
GIBANJ**

APRIL 2018

Povzetek makroekonomskih gibanj, april 2018

Gospodarski podatki in pričakovanja v mednarodnem okolju so še vedno ugodni, a so se tveganja za rast globalnega gospodarstva v zadnjih tednih izrazito povečala. Zaostrovanje odnosov med Zahodom ter Rusijo in Kitajsko je že povečalo negotovost na mednarodnih finančnih trgih, lahko pa vodi tudi v zmanjšanje zaupanja v realnem sektorju in upočasnitev rasti mednarodne trgovine ter surovinsko inflacijo na globalnih trgih. Zaradi ameriških sankcij se je zmanjšala vrednost rublja in začel odliv kapitala iz Rusije. To lahko poslabša obete za rast slovenskega izvoznega sektorja, ki za zdaj vsaj na podlagi zadnjih dosegljivih srednjeročnih napovedi konjunktura v trgovinskih partnericah ostajajo zelo ugodni. Pojavljajo se sicer znaki upočasnitve rasti v evrskem območju, vendar naj bi ta letos kljub temu ostala višja od 2 %. Ob nadaljnjemu povečevanju razkoraka med denarnima politikama Fed in ECB se je vrednost evra proti dolarju za zdaj ustalila na zvišani ravni z začetka leta.

Gospodarska rast je v Sloveniji v lanskem zadnjem četrtletju dosegla 6 %, visoka konjunktura pa se je po razpoložljivih podatkih nadaljevala tudi v letošnjem prvem četrtletju. Tako visoka rast sproža vprašanja o njeni vzdržnosti. Primerjava sedanje strukture rasti in virov financiranja s tistimi iz obdobja pregrevanja pred krizo pokaže velike razlike. Gospodarstvo namreč v večji meri poganja neto izvoz, rast plač pa je za zdaj še skladna z zviševanjem produktivnosti in ne ogroža zunanje konkurenčnosti. Zadolženost podjetij je manjša, financirajo pa se v pretežni meri z lastnimi viri. Hkrati se zmanjšuje skupni zunanji dolg, v visokem presežku je tudi tekoči račun plačilne bilance. Skupna in osnovna inflacija ostajata nizki, še posebej v razmerju do visoke rasti domače porabe. Lani je ostala zadržana tudi fiskalna politika. Vendar izkušnje iz preteklega obdobja kažejo, da previdnost ni odveč, saj se makroekonomska neravnovesja kopičijo daljše obdobje, preden postanejo nevzdržna.

Investicijski cikel se krepi predvsem zaradi rasti gradbenih investicij. V lanskem zadnjem četrtletju so bile skupne investicije v osnovna sredstva medletno večje za skoraj 12 %, gradbene investicije pa za več kot 18 %. Izkušnje iz obdobja pregrevanja gospodarstva kažejo, da so gradbene investicije področje velikega tveganja in da je na njem pomembna vloga državnih politik. Leta 2013 in 2014 so državne gradbene investicije gospodarstvu pomagale pri izhodu iz recesije, saj so bile zasebne investicije šibke. Tokrat so razmere drugačne, saj investicije že povečuje zasebni sektor, s pospešenim črpanjem sredstev iz nove evropske finančne perspektive in velikimi infrastrukturnimi projekti pa naj bi se mu pridružila tudi država.

Eno od področij potencialnih neravnovesij je tudi trg dela, natančneje rast stroškov dela zaradi pomanjkanja ustrezne delovne sile. Rast povprečne plače, še izraziteje pa mase plač, se je ob koncu lanskega leta močno povišala in se januarja obdržala na precej visoki ravni, a z bistveno spremembo. Če so novembra in decembra k rasti plač izdatno prispevala izredna izplačila, so se januarja povišale osnovne plače. Z naglim padanjem brezposelnosti in ob številnih kazalnikih, ki kažejo na težave podjetij pri iskanju ustreznih delavcev, se tveganja za povišano rast stroškov dela povečujejo. Pretekle izkušnje kažejo, da v okolju pomanjkanja delavcev rasti plač ne zajezi niti obsežno zaposlovanje tuje delovne sile. Ker so plače navzdol rigidne, se lahko tako zasebni kot javni sektor ob obratu gospodarskega cikla spet soočita s stroški dela, ki bi bili z vidika konkurenčnosti in javnofinančne stabilnosti nevzdržni.

Fiskalni položaj države se je lani bistveno izboljšal zaradi zmernosti pri rasti javnofinančnih izdatkov, močne ciklične rasti prihodkov in zmanjševanja bremena plačevanja obresti na zatečeni dolg. Izboljšanje je bilo večje od vladnih načrtov, saj je bil prvič do zdaj dosežen izravnani saldo javnih financ, načrtovan pa je bil primanjkljaj v višini 0,8 % BDP. Hkrati se je

relativni dolg države opazno zmanjšal drugo leto zapored. Konec lanskega leta je znašal 73,6 % BDP, kar je devet odstotnih točk manj v primerjavi z vrhom konec leta 2015. Ostal je tudi precej pod evrskim povprečjem. Kljub temu so tveganja na fiskalnem področju velika, saj boljše izhodiščno stanje in predvidena hitra gospodarska rast v srednjeročnem obdobju lahko vodita do nezmernosti pri vodenju fiskalne politike.

* * *

Trenutno je slovenska konjunktura močna in hkrati vzdržna. Vendar bo za ohranitev stabilnih razmer potrebna previdnost pri vodenju domačih ekonomskih in podjetniških politik. Pri tem so lahko koristne izkušnje, pridobljene iz napak v obdobju pred krizo. Zaradi hitrega zmanjševanja presežne ponudbe dela pričakujemo hitrejšo rast plač v podjetjih, ki pa mora ostati v okvirih ohranjanja zunanje konkurenčnosti. Pri tem je treba upoštevati tudi inercijo ravni plač ob obratih v rasti BDP. Podjetja morajo prav tako ohraniti zdrave bilance in se izogniti tveganju prezadolženosti ob naslednjem obratu v gospodarskem ciklu, še posebej v luči zaostrovanja razmer v mednarodnem okolju. Ob pričakovani zelo postopni normalizaciji denarne politike bo breme uravnavanja gospodarskega cikla v veliki meri slonelo na fiskalni politiki. Ta mora ostati zadržana pri rasti javnofinančnih izdatkov in finančno nevtralna pri morebitnih spremembah v davčnih strukturah, da se zagotovi zahtevano izboljšanje strukturnega salda javnih financ. Omeniti je treba še tveganje prekomernega pospeška v rasti investicij, k čemur lahko prispeva tudi država z neenakomernim trošenjem evropskih sredstev, financiranjem velikih investicijskih projektov in volilno pogojenim investicijskim ciklom. To lahko povzroči velika nihanja v gospodarski rasti in generira sistemska neravnovesja v gradbenem in drugih sektorjih.

Ključni makroekonomski kazalniki

	2015	2016	2017	17Q2	17Q3	17Q4	2015	2016	2017	17Q2	17Q3	17Q4
	Slovenija						EA					
Gospodarska gibanja	medletne stopnje rasti v %											
BDP	2,3	3,1	5,0	4,5	4,5	6,0	2,1	1,8	2,4	1,8	2,5	2,5
- industrija	1,4	4,4	7,9	6,4	8,2	10,3	3,9	1,9	3,0	1,0	3,2	4,0
- gradbeništvo	-1,6	-4,4	11,4	11,4	5,6	16,2	0,4	1,7	2,7	2,1	2,5	2,7
- storitve pretežno javnega sektorja	1,4	2,9	2,0	1,9	1,2	2,5	0,9	1,3	1,3	1,1	1,4	1,3
- storitve pretežno zasebnega sektorja	2,4	3,2	6,0	5,6	5,5	7,1	2,2	1,8	2,6	1,9	2,8	2,8
Domača potrošnja	1,8	2,9	4,1	3,6	2,9	4,5	2,0	2,3	1,9	2,0	1,8	1,4
- država	2,7	2,5	2,3	1,1	1,7	5,6	1,3	1,8	1,2	1,0	1,3	1,5
- gospodinjstva in NPISG	2,1	4,2	3,2	2,8	3,0	3,2	1,8	2,0	1,7	1,8	1,9	1,2
- bruto investicije	0,2	-0,1	8,4	8,4	3,8	7,7	3,4	3,8	3,2	3,4	2,3	1,7
- bruto investicije v osnovna sredstva	-1,6	-3,6	10,3	9,0	7,4	11,9	3,3	4,6	2,9	2,3	2,1	2,2
- prispevek zalog k rasti BDP, v odstotnih točkah	0,3	0,7	-0,3	0,0	-0,6	-0,8	0,0	-0,2	0,1	0,2	0,1	-0,1
Trg dela												
Zaposlenost	1,2	1,9	2,8	2,8	2,7	2,7	1,0	1,3	1,6	1,6	1,7	1,6
- storitve pretežno zasebnega sektorja	1,4	1,9	2,9	2,9	2,8	2,9	1,0	1,4	1,7	1,7	1,8	1,7
- storitve pretežno javnega sektorja	0,8	2,2	2,5	2,5	2,2	2,2	1,0	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3
Stroški dela na zaposlenega	1,4	2,8	2,8	2,5	2,8	4,0	1,4	1,2	1,6	1,5	1,6	1,7
- storitve pretežno zasebnega sektorja	1,6	2,2	2,7	2,4	2,4	4,1	1,5	1,2	1,6	1,4	1,6	1,7
- storitve pretežno javnega sektorja	0,7	5,2	3,0	3,0	2,9	3,0	1,2	1,3	1,7	1,8	1,7	1,7
Stroški dela na enoto proizvoda	0,4	1,6	0,2	0,4	0,8	0,5	0,5	0,9	0,9	1,4	0,8	0,8
- industrija	1,3	0,7	-1,2	-0,1	-2,2	-1,1	-1,8	0,0	-0,4	1,3	-0,5	-0,9
	v %											
ILO stopnja brezposelnosti	9,0	8,0	6,6	6,4	6,3	5,8	10,9	10,0	9,1	9,0	8,7	8,7
Menjava s tujino	medletne stopnje rasti v %											
Tekoči račun plačilne bilance v % BDP	4,4	5,2	6,4	5,4	6,1	6,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Prispevek neto izvoza k rasti BDP, v odstotnih točkah	0,6	0,5	1,3	1,2	1,9	1,7	0,1	-0,4	0,6	0,0	0,7	1,2
Realni izvoz blaga in storitev	5,0	6,4	10,6	8,4	11,9	12,3	6,4	3,4	5,1	3,1	5,0	6,0
Realni uvoz blaga in storitev	4,7	6,6	10,1	7,7	10,7	11,1	6,7	4,8	4,3	3,5	3,9	3,9
Financiranje	v % BDP											
Bilančna vsota bank	107,0	99,2	93,3	96,3	94,5	93,3	281,8	276,6	261,6	272,8	268,4	261,6
Posojila podjetjem	26,3	22,5	21,7	22,5	22,2	21,7	38,8	37,9	37,1	37,6	37,1	37,1
Posojila gospodinjstvom	21,1	21,1	21,4	21,3	21,4	21,4	49,8	49,6	49,5	49,6	49,5	49,5
Inflacija	v %											
HICP	-0,8	-0,2	1,6	1,4	1,3	1,5	0,0	0,2	1,5	1,5	1,4	1,4
Osnovna (brez energentov, hrane, alkohola in tobaka)	0,3	0,7	0,7	0,8	0,8	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	0,9
Javne finance	v % BDP											
Dolg države	82,6	78,6	73,6	79,8	78,5	73,6	89,9	88,9	...	89,0	88,0	...
Saldo države	-2,9	-1,9	0,0	-1,0	-0,5	0,0	-2,1	-1,5	...	-1,2	-0,9	...
- plačilo obresti	3,2	3,0	2,5	2,7	2,6	2,5	2,4	2,2	...	2,1	2,0	...
- primami saldo	0,4	1,1	2,5	1,8	2,1	2,5	0,3	0,6	...	0,9	1,1	...

Vir: SURS, Eurostat, Banka Slovenije, ECB, Ministrstvo za finance RS, preračuni Banka Slovenije.