



**POVZETEK
MAKROEKONOMSKIH
GIBANJ**

JULIJ 2018

Povzetek makroekonomskih gibanj, julij 2018

Mednarodne institucije svetovne gospodarske obete povečini še ocenjujejo kot ugodne, čeprav so se tveganja za rast svetovne trgovine v zadnjih mesecih precej povečala zaradi razraščanja protekcionizma. Hkrati se je v prvem četrtletju nekoliko upočasnila gospodarska rast nekaterih večjih gospodarstev, tudi evrskega območja. Vendar razmere v evrskem območju za zdaj ostajajo stabilne in ugodne, saj se je kazalnik gospodarske klime v drugem četrtletju po predhodnem znižanju ustabil na še vedno visoki ravni in signalizira nadaljnjo solidno gospodarsko rast. Denarni politiki ECB in Fed ostajata močno divergentni. Fed je na junjski seji ponovno dvignila ključno obrestno mero, ECB pa je naznanila postopno opuščanje neto nakupov obveznic v okviru programa APP, a hkrati ohranitev obstoječe ravni obrestnih mer najmanj čez poletje 2019. To je bil eden od razlogov za dodatno znižanje tečaja evra proti dolarju, ki se je junija približal 1,15 USD za EUR, kar je najmanj letos. Hkrati so se spet okrepili inflacijski pritiski na mednarodnih surovinskih trgih, saj so cene surovin tudi junija vztrajale na precej višji ravni kot pred letom.

Gospodarska rast v Sloveniji je v prvem četrtletju postala zmernejša, v večji meri pa je izhajala iz dejavnikov domačega povpraševanja. Znižana tekoča dinamika in precej močan učinek osnove sta medletno rast BDP znižala s 6,0 % v lanskem zadnjem četrtletju na še vedno visokih 4,6 %. Rast tujega povpraševanja se je upočasnila, z njo pa rast industrijske proizvodnje in nekaterih storitev. Hkrati se je zaradi oblikovanja zaloga dodatno povišala rast domačega povpraševanja. K tej je prispevala tudi vztrajna rast zasebne potrošnje, saj so dejavniki, ki krepijo kupno moč gospodinjstev, ostali ugodni. Nadaljevalo se je povečevanje vseh vrst investicij, med katerimi je bila še posebej spodbudna rast investicij v proizvode intelektualne lastnine, kar lahko prispeva k povečevanju produktivne učinkovitosti gospodarstva. Rast izvoza se je tako upočasnila močnejše od rasti uvoza, zato je bil neto prispevek menjave s tujino po dolgem času negativen. Razpoložljivi podatki za drugo četrtletje nakazujejo nadaljevanje zmernejše gospodarske rasti s prevladujočimi pozitivnimi impulzi iz domačega okolja.

Sprememba v strukturi gospodarske rasti se še ne odraža v presežku tekočega računa plačilne bilance, pozitivna varčevalno-investicijska vrzel pa tudi še ne nakazuje sprememb v virih financiranja te rasti. Prvi v obdobju enega leta do aprila ostaja visoko pozitiven pri 7,5 % BDP, glavna razloga pa sta ohranjanje zunanje konkurenčnosti gospodarstva, ki se zrcali v nadaljnji solidni rasti izvoza, in zmanjševanje primanjkljaja v dohodkih od kapitala. V enem letu do letošnjega prvega četrtletja je bila visoko pozitivna tudi varčevalno-investicijska vrzel gospodarstva, čeprav se nadaljujeta investicijski cikel in rast trošenja gospodinjstev. Razlog je v tekočem presežku financiranja države, upočasnjeni rasti kreditiranja gospodinjstev in spremenjenem vzorcu financiranja podjetij. Podjetja se namreč vse bolj zanašajo na lastne vire in finančne vire znotraj lastnega sektorja, medtem ko delež bančnega financiranja v finančni strukturi vztrajno pada.

V okolju hitre gospodarske rasti, višje inflacije in čedalje večjih težav podjetij s pomanjkanjem delavcev se rast plač krepi, pojavljajo pa se prvi znaki upočasnjevanja rasti zaposlenosti. Medletna nominalna rast povprečne bruto plače se je aprila povišala na 4,6 %, kar je za skoraj dve odstotni točki več kot pred letom. Plače so rastle hitreje v večini dejavnosti, ki se soočajo z največjim pomanjkanjem delavcev. Čeprav je medletna rast zaposlenosti v prvem četrtletju dosegla 3,0 %, mesečni podatki o številu delovno aktivnih in znižana zaposlitvena pričakovanja delodajalcev morda že nakazujejo njeno umirjanje. V takih razmerah se kupna moč prebivalstva hitro povečuje, saj je realna rast mase plač v povprečju prvih štirih mesecev dosegla 6,1 %.

Saldo sektorja država je v enem letu do marca 2018 prešel v presežek. Ta naj bi letos po načrtih Ministrstva za finance iz aprilske dopolnitve Programa stabilnosti, ki je bil pripravljen ob predpostavki nespremenjenih politik, dosegel 0,4 % BDP. Po teh ocenah naj bi saldo sektorja država tudi v prihodnjih dveh letih nihal okoli te vrednosti. Kljub temu pa Slovenija s tem dosežkom ne bi sledila zahtevam iz Pakta stabilnosti in rasti, saj se strukturni primanjkljaj ne bi dovolj hitro približeval zastavljenemu cilju. Ustvarjanje ustrezno visokih proračunskih presežkov je v trenutno ugodnih gospodarskih razmerah nujno. Ključno je, da se ne sprejemajo ukrepi, ki bi poslabševali strukturni javnofinančni položaj, saj ostaja dolg države visok.

Inflacija se krepi in zajema čedalje več cenovnih skupin. Junija je dosegla že 2,3 % in je bila še naprej višja kot v evrskem območju, kjer se je dvignila na 2,0 %. Poskok v slovenski inflaciji je bil predvsem posledica višjih cen energentov zaradi podražitve nafte na svetovnem trgu, rast pa je bila visoka tudi zaradi konsistentno visokih prispevkov cen storitev. Posledično se krepi tudi osnovna inflacija, saj nadaljevanje robustne rasti zasebne potrošnje kot posledice visokega zaupanja potrošnikov in naraščanja njihove kupne moči trgovcem očitno že omogoča opaznejše višanje cen. K dvigu osnovne inflacije so morda začeli prispevati tudi domači stroškovni pritiski, predvsem višja rast plač, vendar bo natančnejša ocena možna šele z objavo nacionalnih računov za letošnje drugo četrletje. Delež cen, ki rastejo počasneje od enega odstotka ali se celo znižujejo, se je letos še znižal, kar nakazuje razširjanje inflacije po košarici cen v HICP.

* * *

Pojavljajo se znaki potencialnega neravnovesja na trgu stanovanjskih nepremičnin. Skupne cene stanovanjskih nepremičnin so bile po podatkih SURS v prvem četrletju medletno višje za več kot 13 %, cene novih pa kar za dobro četrtno. S tem so se dodatno približale neravnovesno visokim ravnam iz obdobja pred krizo. Modelska ocena, ki ima nekoliko okrnjeno sporočilno vrednost zaradi kratkih časovnih vrst, sicer kaže, da je trenutna raven cen stanovanjskih nepremičnin še skladna z dejavniki ponudbe in povpraševanja. Vendar dinamika nekaterih kazalnikov morda že nakazuje nastajanje neravnovesij, pri čemer izstopa predvsem kazalnik realne vrednosti opravljenih gradbenih del, ki kaže podobno dinamiko kot v obdobju nastajanja nepremičninskega balona pred krizo. Kljub temu je sama raven kazalnika še vedno občutno nižja kot v letu 2005, kar bi lahko kazalo, da korekcije cen zaradi nove ponudbe v krajšem obdobju še ni mogoče pričakovati.

Ključni makroekonomski kazalniki

	2015	2016	2017	17Q3	17Q4	18Q1	2015	2016	2017	17Q3	17Q4	18Q1
	Slovenija						EA					
Gospodarska gibanja	medletne stopnje rasti v %											
BDP	2,3	3,1	5,0	4,5	6,0	4,6	2,1	1,8	2,4	2,5	2,6	2,2
- industrija	1,4	4,4	7,9	8,2	10,3	6,4	3,8	1,9	3,0	3,2	4,1	2,5
- gradbeništvo	-1,6	-4,4	11,4	5,6	16,2	12,0	0,7	1,3	3,0	2,9	3,3	3,1
- storitve pretežno javnega sektorja	1,4	2,9	2,0	1,2	2,5	1,8	0,9	1,4	1,3	1,4	1,2	1,4
- storitve pretežno zasebnega sektorja	2,4	3,2	6,0	5,5	7,1	5,0	2,2	1,8	2,7	2,9	2,9	2,4
Domača potrošnja	1,8	2,9	4,1	2,9	4,5	5,3	2,0	2,3	1,9	1,8	1,4	1,9
- država	2,7	2,5	2,3	1,7	5,6	0,6	1,3	1,8	1,2	1,3	1,3	1,4
- gospodinjstva in NPISG	2,1	4,2	3,2	3,0	3,2	3,4	1,8	2,0	1,6	1,8	1,3	1,7
- bruto investicije	0,2	-0,1	8,4	3,8	7,7	14,7	3,4	3,5	3,4	2,2	1,8	2,6
- bruto investicije v osnovna sredstva	-1,6	-3,6	10,3	7,4	11,9	9,1	3,3	4,6	3,2	2,3	2,4	3,7
- prispevek zalog k rasti BDP, v odstotnih točkah	0,3	0,7	-0,3	-0,6	-0,8	1,3	0,0	-0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Trg dela												
Zaposlenost	1,2	1,9	2,8	2,7	2,7	3,0	1,0	1,4	1,6	1,7	1,6	1,4
- storitve pretežno zasebnega sektorja	1,4	1,9	2,9	2,8	2,9	3,2	1,0	1,3	1,7	1,8	1,7	1,5
- storitve pretežno javnega sektorja	0,8	2,2	2,5	2,2	2,2	2,2	1,1	1,4	1,3	1,2	1,3	1,1
Stroški dela na zaposlenega	1,4	2,8	2,8	2,8	4,0	3,6	1,5	1,2	1,6	1,6	1,7	2,0
- storitve pretežno zasebnega sektorja	1,6	2,2	2,7	2,4	4,1	3,8	1,6	1,2	1,6	1,7	1,8	2,1
- storitve pretežno javnega sektorja	0,7	5,2	3,0	2,9	3,0	3,4	1,2	1,2	1,6	1,6	1,6	1,7
Stroški dela na enoto proizvoda, nominalno*	0,4	1,6	0,6	1,0	0,8	2,1	0,4	0,8	0,8	0,8	0,7	1,2
Stroški dela na enoto proizvoda, realno**	-0,6	0,7	-1,4	-1,3	-1,4	-0,1	-1,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,1
	v %											
ILO stopnja brezposelnosti	9,0	8,0	6,6	6,3	5,8	5,9	10,9	10,0	9,1	8,7	8,7	8,9
Menjava s tujino	medletne stopnje rasti v %											
Tekoči račun plačilne bilance v % BDP	4,5	5,5	7,1	9,0	5,9	8,1	3,2	3,6	3,5	4,6	4,5	2,9
Prispevek neto izvoza k rasti BDP, v odstotnih točkah	0,6	0,5	1,3	1,9	1,7	-0,2	0,1	-0,4	0,6	0,9	1,3	0,5
Realni izvoz blaga in storitev	5,0	6,4	10,6	11,9	12,3	7,4	6,4	3,3	5,3	5,3	6,2	3,7
Realni uvoz blaga in storitev	4,7	6,6	10,1	10,7	11,1	8,7	6,7	4,6	4,3	3,8	3,8	3,0
Financiranje	v % BDP											
Bilančna vsota bank	107,0	99,2	93,3	94,5	93,3	91,2	281,7	276,7	261,4	268,4	261,4	261,4
Posojila podjetjem	26,3	22,5	21,7	22,2	21,7	21,3	38,8	37,9	37,0	37,1	37,0	37,0
Posojila gospodinjstvom	21,1	21,1	21,4	21,4	21,4	21,3	49,8	49,6	49,5	49,5	49,5	49,3
Inflacija	v %											
HICP	-0,8	-0,2	1,6	1,3	1,5	1,5	0,0	0,2	1,5	1,4	1,4	1,3
Osnovna (brez energentov, hrane, alkohola in tobaka)	0,3	0,7	0,7	0,8	0,6	0,8	0,8	0,9	1,0	1,2	0,9	1,0
Javne finance	v % BDP											
Dolg države	82,6	78,6	73,6	78,5	73,6	75,1	89,9	89,0	86,7	88,1	86,7	...
Saldo države	-2,9	-1,9	0,0	-0,5	0,0	0,4	-2,0	-1,5	-0,9	-1,0	-0,9	...
- plačilo obresti	3,2	3,0	2,5	2,6	2,5	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0	...
- primarni saldo	0,4	1,1	2,5	2,1	2,5	2,8	0,3	0,6	1,1	1,0	1,1	...

Opomba: Podatki v tabeli so neprilagojeni sezoni in delovnim dnevom.

* Nominalni stroški dela na enoto proizvoda so količnik med nominalnimi sredstvi za zaposlene na zaposlenega in realno produktivnostjo dela.

** Realni stroški dela na enoto proizvoda so količnik med nominalnimi sredstvi za zaposlene na zaposlenega in nominalno produktivnostjo dela.

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