

Okvir 1

Globalne posledice nizkih cen nafte

V tem okvirju si bomo pogledali, kako je nižanje cen nafte v zadnjih dveh letih vplivalo na svetovno gospodarsko aktivnost. Cene nafte so od sredine leta 2014 strmo padale in v začetku leta 2016 dosegle najnižjo točko v desetih letih. Cena surove nafte Brent je od najvišje vrednosti leta 2014 do najnižje vrednosti v januarju 2016 padla za 82 USD za sod (70%). Od tedaj so se cene nafte sicer nekoliko dvignile, tj. za okoli 17 USD na sod, a srednjeročno naj bi bila rast glede na termenske cene nafte le postopna.

Dejavniki, ki so vplivali na nedavno znižanje cen nafte, so se s časom spreminjali. Medtem ko gre upad cen nafte v letu 2014 pripisati zlasti precejšnjemu povečanju ponudbe nafte, pa so nižje cene v zadnjem času bolj posledica šibkejšega svetovnega povpraševanja. Na strani ponudbe so namreč pomembne investicijske in tehnološke inovacije – še zlasti pri pridobivanju nafte iz skrilavcev – povzročile porast proizvodnje nafte ravno v času vse šibkejše rasti, posebej v energetsko intenzivnih nastajajočih tržnih gospodarstvih, s čimer so ustvarjale pritiske na znižanje cen nafte. Te pritiske je še okrepila odločitev držav članic OPEC iz novembra 2014, da bodo proizvodne kvote ohranile nespremenjene, saj so se zaloge nafte večale. V zadnjem času pa se pojavlja zaskrbljenost, da je glavni razlog za padanje cen nafte šibkejša svetovna gospodarska rast.

Naftni šok na svetovno gospodarstvo vpliva zelo različno, odvisno od tega, kaj ga povzroča. Na začetku leta 2015 smo pričakovali, da bo imel padec cen nafte, ki je prišel predvsem s strani ponudbe, precejšen neto pozitiven učinek na svetovno gospodarsko aktivnost, in sicer zlasti prek dveh kanalov: (i) prerazporeditev prihodkov od držav proizvajalk nafte k državam porabnicam nafte, za katere naj bi bila značilna večja mejna nagnjenost k potrošnji, in (ii) povečanje dobičkonosnosti zaradi nižjih stroškov energije, ki bi lahko poganjalo naložbe in s tem skupno ponudbo v neto uvoznicah nafte. Vendar pa padanje cen nafte, ki ga od druge polovice leta 2015 naprej bolj poganjajo dejavniki povpraševanja, kaže na manj pozitiven učinek na svetovno gospodarstvo. Čeprav je možno, da bodo nizke cene nafte zaradi vse večjega realnega dohodka v državah neto uvoznicah še naprej podpirale domače povpraševanje, pa ni nujno, da bodo izravnale tudi širše posledice šibkejšega svetovnega povpraševanja.

Modelske ocene lepo kažejo, da je učinek na svetovno gospodarstvo odvisen od temeljne narave šoka. Simulacije⁶ kažejo, da se z 10-odstotnim padcem cen nafte, ki je v celoti posledica dejavnikov ponudbe, svetovni BDP poveča za 0,1% do 0,2%, 10-odstotni padec, ki je le posledica dejavnikov povpraševanja, pa lahko

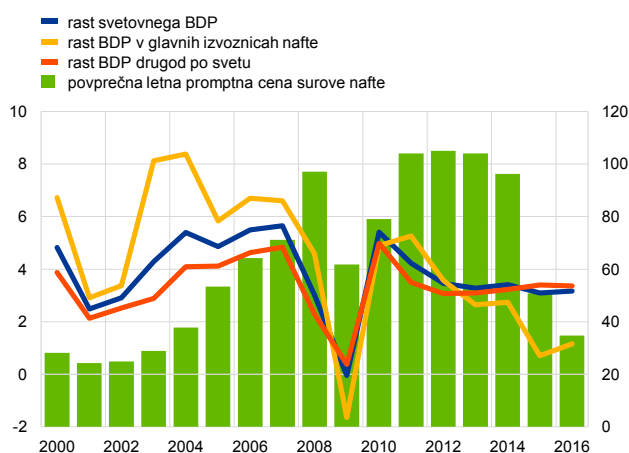
⁶ Modeli, ki se uporabljajo za simulacije, so NiGEM (National Institute Global Econometric Model), različica SIXMOD fleksibilnega sistema globalnih modelov Mednarodnega denarnega sklada (Flexible System of Global Models) in SVAR (model strukturne vektorske avtoregresije z omejitvijo predznaka), s katerimi se ugotavljajo naftni šoki, ki jih povzročajo dejavniki ponudbe ali dejavniki povpraševanja.

običajno povežemo z zmanjšanjem svetovnega BDP za več kot 0,2%. Če na primer predpostavimo, da so za 60% znižanja cen nafte od sredine leta 2014 odgovorni dejavniki ponudbe, za preostali del pa dejavniki povpraševanja, modeli kažejo, da bi bil kombinirani učinek teh dveh šokov na svetovno gospodarsko aktivnost blizu nič (oziroma celo rahlo negativen).

Izkušnje iz zadnjega leta kažejo, da so pričakovan pozitiven učinek nižjih cen nafte na svetovno gospodarsko aktivnost morda oslabile tudi spremembe transmisijskih kanalov. Če sedanje obdobje nizkih cen nafte primerjamo s tistimi iz 1980-ih in 1990-ih let, je možno, da so se zaradi več nasprotujočih si dejavnikov spremenili kanali, po katerih se je širil nedavni naftni šok.

Graf A
Upočasnitev rasti BDP v največjih izvoznicah nafte – primerjava s tujino

(lestvica na levi strani: letna realna rast BDP v odstotkih; lestvica na desni strani: povprečna letna promptna cena surove nafte v USD za sod)

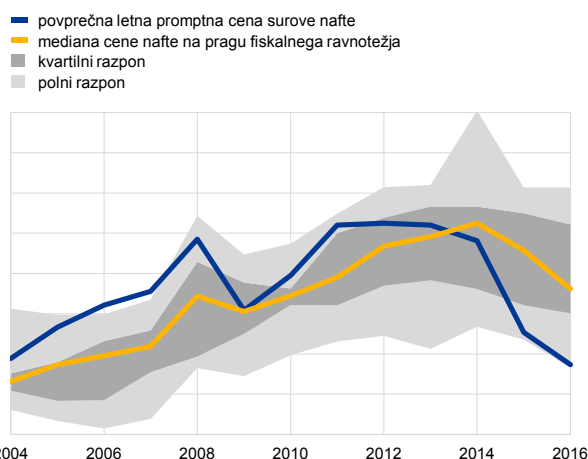


Vira: MDS in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: V skupini največjih izvoznic nafte je 20 največjih neto izvoznic nafte (Alžirija, Angola, Azerbajdžan, Kanada, Kolumbija, Ekvador, Iran, Irak, Kazahstan, Kuvajt, Malezija, Nigerija, Norveška, Oman, Katar, Rusija, Saudova Arabija, Združeni arabski emirati, Uzbekistan in Venezuela). Povprečna promptna cena surove nafte je navadno povprečje treh promptnih cen surove nafte, in sicer Dated Brent, West Texas Intermediate in Dubai Fateh. Leto 2016 je napoved MDS.

Graf B
Cene nafte v največjih izvoznicah nafte na pragu fiskalnega ravnotežja in promptna cena surove nafte

(USD za sod)



Vira: Regional Economic Outlook MDS in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Cena nafte na pragu fiskalnega ravnotežja je opredeljena kot cena nafte, s katero države uravnotežijo proračun. Na grafu sta prikazana mediana in razpon cen nafte na pragu fiskalnega ravnotežja za 10 velikih neto izvoznic nafte iz Bližnjega Vzhoda, Osrednje Azije in Afrike. Povprečna promptna cena surove nafte je navadno povprečje treh promptnih cen surove nafte, in sicer Dated Brent, West Texas Intermediate in Dubai Fateh. Leto 2016 je napoved MDS.

Po eni strani se zdi, da je neugoden učinek na neto izvoznice nafte precej močan, spremlja pa ga tudi negativno prelivanje v druga nastajajoča tržna gospodarstva. V več neto izvoznicah je padanje cen nafte skupaj z drugimi šoki (vključno z negativnimi posledicami geopolitičnih napetosti) privedlo do precejšnjih makroekonomskih prilagoditev. Največjim neto izvoznicam nafte je uspelo do določene mere ublažiti prvi negativni učinek nedavnega znižanja cen nafte na BDP tako, da so ustvarile precejšen proračunski primanjkljaj, ki še raste. Rast BDP v teh državah pa je se v primerjavi z drugimi državami kljub temu precej upočasnila (glej graf A). Ker promptne cene surove nafte precej zaostajajo za cenami nafte na pragu fiskalnega ravnotežja, tj. cenami, ki so potrebne za uravnavanje državnih proračunov (glej graf B), postaja javnofinančni položaj vse večji izziv v več najpomembnejših državah proizvajalkah nafte, še zlasti v tistih, ki imajo valute, vezane na ameriški

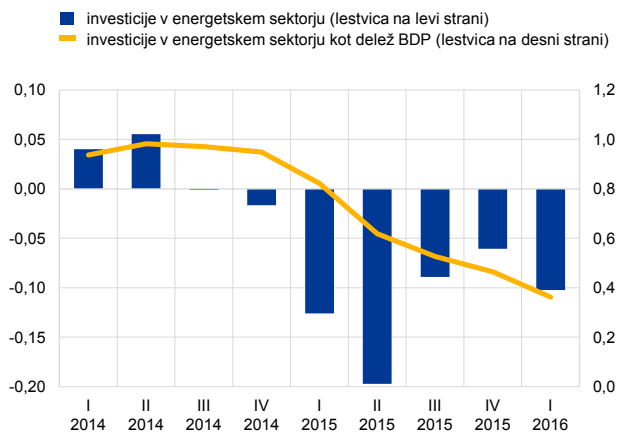
dolar, oziroma druge sisteme tesno uravnavanega deviznega tečaja (npr. Iran, Irak, Nigerija, Saudova Arabija, Združeni arabski emirati in Venezuela). Tudi v državah izvoznicah primarnih surovin s fleksibilnejšim deviznim tečajem (npr. Kanada, Mehika, Norveška in Rusija) je denarna politika zaostrena. Ker so valute teh držav (močno) deprecirale, so se okrepili inflacijski pritiski, s tem pa se je zmanjšal manevrski prostor za popuščenje denarne politike, s katerim bi se države lahko odzvale na upočasnjeno rast. Finančne napetosti so okrepile tudi zniževanje cen, še posebej v državah, izpostavljenim valutnemu tveganju. Čeprav je delež glavnih držav izvoznic nafte v svetovnem gospodarstvu razmeroma majhen (približno 15% svetovnega BDP na podlagi paritete kupne moči), sta negativno prelitje na države s tesnimi trgovinskimi ali finančnimi povezavami ter vpliv na zaupanje na svetovni ravni vplivala na svetovno gospodarsko aktivnost.

Po drugi strani je bilo okrepljeno povpraševanje v več neto uvoznicah, do katerega naj bi prišlo zaradi dodatnih prihodkov na račun nižjih cen nafte, doslej precej omejeno. Dolgoročneje gledano bi to lahko bila posledica energetske intenzivnosti, ki je nižja od tiste iz prejšnjih obdobij padanja cen nafte v 1980-ih in 1990-ih letih. Med bolj nedavnim dogajanjem pa je možno, da so odzivnost potrošnje na nižje cene nafte v nekaterih državah omejili tudi drugi dejavniki, čeprav je take učinke empirično pogosto težko prepoznati. Tako je lahko povečanje osebnih prihrankov v nekaterih državah denimo povezano z nadaljnjo potrebo po razdolževanju, zaradi česar je možno, da so gospodinjstva prihranila več dodatnih prihodkov na račun nižjih cen nafte, kot bi jih sicer. Poleg tega so določeno vlogo verjetno odigrala tudi pričakovanja: če gospodinjstva potrebujejo nekaj časa, da se prepričajo v to, da bodo nižje cene nafte vztrajale daljše obdobje, bodo le postopoma začela trošiti več. Tudi vlade v nastajajočih tržnih gospodarstvih so sredstva, ki so jih privarčevale pri nižjih energetskih subvencijah, večkrat uporabile za fiskalno konsolidacijo kot za dodatne gospodarske spodbude. Nenazadnje so pozitivni učinek nižjih cen nafte na porabo oslabili tudi drugi dejavniki, denimo tečajna gibanja in popravki navzdol pri cenah kapitala in drugega finančnega premoženja, ki so posledica vse večje svetovne gospodarske negotovosti.

Graf C

Investicije v ameriškem energetske sektorju

(lestvica na levi strani: prispevek k četrtletni realni rasti BDP v odstotnih točkah; lestvica na desni strani: odstotek BDP)



Vira: US Bureau of Economic Analysis in izračuni strokovnjakov ECB.

V primeru ZDA kot ene največjih neto uvoznic so bile ugodne posledice nižjih cen nafte za potrošnje manjše, kot je bilo sprva pričakovati, poleg tega jih je večinoma izravnal strm padec investicij, povezanih z energetiko.

Nižanje cen nafte je sicer podpiralo potrošnje, vendar je negotovost glede tega, kako dolgo naj bi se nizke cene nafte obdržale, verjetno vplivala tudi na zaupanje, kar pomeni, da je bil učinek padca cen manjši, kot je bilo sprva pričakovati. Učinek nižjih cen nafte na ameriške investicije v sektorju pridobivanja nafte iz skrilavca je bil vseeno precejšen, pri čemer sta ga še dodatno krepili tudi visoka stopnja zadolženosti proizvajalcev nafte iz skrilavcev in njihova občutljivost na omejitve financiranja. Tako so investicije, povezane z energetiko, od začetka nižanja cen nafte sredi leta 2014 kumulativno upadle za 65%, s čimer so negativno prispevale k rasti BDP (glej graf C), število naftnih vrtin pa se je zmanjšalo na skoraj eno tretjino prvotnega števila. Kljub temu naj bi bil ocenjeni neto

učinek znižanja cen nafte na ameriški BDP doslej zmerno pozitiven.

Sedanja dogajanja v primerjavi z letom poprej, ko so na nižanje cen nafte vplivali dejavniki ponudbe, kažejo, da so nizke cene nafte vse bolj posledica šibkejšega svetovnega povpraševanja. Medtem ko je bilo pričakovati, da bo imelo nižanje cen nafte, ki je predvsem posledica dejavnikov ponudbe, neto pozitiven učinek na svetovni BDP, je za upadanje cen, ki ga poganja predvsem povpraševanje, manj verjetno, da bo močnejše podprlo svetovno gospodarsko aktivnost. Poleg tega so ocene o vlogi, ki jo igrajo nižje cene nafte, precej negotove. Eden od dejavnikov, ki krepijo to negotovost, zajema finančno stabilnost in javnofinančne izzive v nekaterih državah izvoznicah primarnih surovin. Drugi dejavnik pa je povezan z zaskrbljenostjo glede splošnejše upočasnitve gospodarske aktivnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, saj jo povečujejo vse večja domača neravnovesja in zaostreni pogoji financiranja v nekaterih državah.