

**BANKA
SLOVENIJE**

EVROSISTEM



**POVZETEK
MAKROEKONOMSKIH
GIBANJ**

JANUAR 2022

Naslov: Povzetek makroekonomskih gibanj
Številka: januar 2022

Izdajatelj: BANKA SLOVENIJE
Slovenska 35
1505 Ljubljana
tel.: 01 47 19 000
fax: 01 25 15 516
e-mail: bsl@bsi.si
<http://www.bsi.si/>

Urednika: Luka Žakelj; mag. Ana Selan

Pri pripravi Povzetka makroekonomskih gibanj so sodelovali:

Luka Žakelj; Noemi Matavulj; dr. Mojca Lindič; Mihaela Štiglic;
mag. Andreja Strojan Kastelec; mag. Mojca Roter;
dr. Miguel Angel Gavilan Rubio; mag. Aljoša Gruntar

Priprava podatkov, oblikovanje grafikonov in računalniška postavitve:

Nataša Kunc; Nika Brzin

Uporaba ter objava podatkov in delov besedila je dovoljena z navedbo vira. Upoštevani so podatki, dostopni do 24. januarja 2022.

Gradivo je bilo obravnavano na seji Sveta Banke Slovenije 25. januarja 2022.

This publication is also available in English.

Povzetek makroekonomskih gibanj, januar 2022

Kljub razsežnosti pandemije so bili kazalniki aktivnosti v evrskem območju na visoki ravni tudi ob koncu lanskega leta, tveganja pa ostajajo znatna. Razmere za poslovanje podjetij so postale zahtevnejše, kar na primer odražata sestavljeni kazalnik PMI in kazalnik gospodarske klime, vendar sta še vedno nad predkriznimi ravnmi. Po dveh četrletjih več kot dvo odstotne četrletne rasti naj bi se gospodarska aktivnost v evrskem območju v lanskem zadnjem četrletju tako umirila, kar naj bi bila predvsem posledica težav zasebnih storitev ob postopnem zaostrovanju omejitvenih ukrepov. Razmere se sicer med panogami močno razlikujejo, saj je agregatni kazalnik zaupanja v predelovalnih dejavnostih in tudi v gradbeništvu decembra dosegel najvišjo vrednost do zdaj kljub pomanjkanju surovin in polizdelkov ter naraščanju proizvodnih stroškov. Poleg teh proizvodnje ovirajo tudi pomanjkanje delavcev ob vse manjši brezposelnosti, kratkoročno pa tudi odsotnosti z dela zaradi rekordnega števila okužb z omikronom. V razmerah presežnega povpraševanja in močnih cenovnih pritiskov v mednarodnem okolju je inflacija v evrskem območju decembra dosegla 5,0 %, kar je največ do zdaj. V Evrosistemu smo decembra za leto napovedali 4,2-odstotno rast BDP evrskega območja, za leto 2023 pa 2,9-odstotno, medtem ko naj bi se inflacija v tem obdobju znižala na 1,8 %. Napovedi tudi tokrat spremljajo velika tveganja in negotovosti.

Finančne trge je v lanskem zadnjem četrletju zaznamoval predvsem hitrejši umik akomodativnosti centralnih bank, kar signalizira tudi ECB, vendar njena naravnost v očeh tržnih udeležencev ostaja med bolj podpornimi v primerjavi z drugimi centralnimi bankami razvitih držav. Evrske tržne obrestne mere so se dodatno povišale in razkrivajo, da finančni trgi vidijo možnost izhoda iz okolja negativnih obrestnih mer bistveno hitreje, kot so pričakovali pred pandemijo. Prirast stroškov zadolževanja državnega in zasebnega sektorja v evrskem območju je bil v lanskem zadnjem četrletju zmeren, dosežene ravni z začetka letošnjega leta pa še vedno primerljive s tistimi pred pandemijo. Finančni pogoji za evrske gospodarske subjekte ostajajo tako dovolj podporni in z njimi tudi pogoji za gospodarsko rast. To se odraža tudi v bančnem kreditiranju nebančnega sektorja, ki je bilo novembra medletno višje za 3,3 %. Visoka rast in volatilnost terminskih cen energentov v lanskem zadnjem četrletju kažeta na precejšnjo negotovost glede prihodnjega gibanja cen. Kljub temu tržni udeleženci na srednji rok, tj. od leta 2023 naprej, še naprej pričakujejo znižanje evrske letne inflacije nekoliko pod 2,0 %, kar je skladno z zadnjimi napovedmi Evrosistema.

Po trenutnih podatkih ostaja negativni vpliv poslabšanih epidemioloških razmer tudi na domače gospodarstvo za zdaj razmeroma majhen, tveganja pa so znatna. Konjunktura v Sloveniji se sicer umirja po zapolnitvi krizne vrzeli BDP, rast pa ob močnem državnem investiranju izrazito poganja domače trošenje, ki je precej močnejše kot v povprečju evrskega območja. Še naprej je visoka tudi rast izvoza. Kljub naraščajočim kazalnikom pomanjkanja delavcev in težavam v dobavnih verigah so ostali mesečni kazalniki aktivnosti v lanskem jesenskih mesecih večinoma spodbudni, saj je bilo zares prizadetih le manjše število panog. Gospodarska klima se je decembra izboljšala, ocene podjetij o moči povpraševanja pa so bile ponovno visoke. Rast aktivnosti se je nadaljevala tudi na prehodu v letošnje leto, saj skupna vrednost kartičnih plačil in dvigov na bankomatih ter število prevoženih kilometrov tovornih vozil po domačih avtocestah ostajata močno nad predkriznimi vrednostmi. Ocenjujemo, da makroekonomska tveganja ostajajo znatna, saj število okuženih dosega nove rekorde, s čimer postaja pereča tudi odsotnost z dela, številnim podjetjem resne težave povzročajo visoki stroški energentov, višja inflacija pa lahko zavre zasebno trošenje, saj je oktobra povprečna realna bruto plača mesečno že stagnirala.

Ob zgodovinsko najvišji zaposlenosti postajajo težave s pomanjkanjem delavcev v domačem gospodarstvu vse očitnejše. Število delovno aktivnih oseb je bilo novembra lani ponovno rekordno, rast zaposlovanja pa prisotna v skoraj vseh dejavnostih. Ob hitrem zmanjševanju domače brezposelnosti podjetja vse pogosteje posegajo po zaposlovanju tujih državljanov, ki so lansko jesen prispevali približno polovico k medletni rasti delovno aktivnih oseb brez samozaposlenih kmetov. Naraščajoče zaposlovanje tujih delavcev zavira negativne učinke strukturnih neskladij na domačem trgu dela in posledično zmanjšuje plačne pritiske. Medletna rast povprečne bruto plače se je po zmanjšanju kriznih dodatkov v javnem sektorju upočasnila. Oktobra lani je bila 3,6-odstotna, pri čemer je v zasebnem sektorju ostala nad 5 % in tako za več kot dve odstotni točki nad rastjo iz leta 2019. Ob naraščanju zaposlovanja in ohranjanju relativno visoke rasti povprečnih plač je po statistiki nacionalnih računov v lanskem tretjem četrtletju z 8,2 % ostala visoka tudi medletna rast mase bruto plač.

Visoke uvozne cene in močna domača poraba se vse očitneje zrcalijo na tekočem računu plačilne bilance. Blagovni presežek je v enem letu do novembra padel na raven z začetka leta 2013, ko je bilo gospodarstvo z varčevalnimi ukrepi v fazi javnofinančne in plačilnobilančne konsolidacije. K padcu, ki je bil najmočnejši do zdaj, je opazno prispevala visoka rast uvoznih cen, ob kateri je bila medletna nominalna rast blagovnega uvoza lani do novembra kar 27,2-odstotna. S ponovnim pospeškom v novembru je ostal robusten tudi izvoz, ki se je v lanskih prvih enajstih mesecih povečal za 18,2 %. Za predkrizno ravno ostaja le izvoz cestnih vozil, saj težave pri dobavi sestavnih delov hromijo tako domačo kot tujo avtomobilsko industrijo. Obenem se močno krepí storitvena menjava, vendar je okrevanje v menjavi potovanj zaradi omejevalnih ukrepov še naprej zgolj postopno in vsaj na kratek rok še vedno precej negotovo. Med dohodki poudarjamo povečane izdatke za dividende z naslova neposrednih tujih naložb. Enoletni presežek na tekočem računu je novembra znašal 1,8 mrd EUR, kar je medletno manj kar za 1,5 mrd EUR. Poleg salda tekočega računa lansko rast domačega povpraševanja odraža tudi neto finančni položaj zasebnega sektorja, saj se je njegova varčevalno-investicijska vrzel začela počasi prevešati v smer investicij.

Inflacija je bila decembra s 5,1 % najvišja v zadnjih trinajstih letih, povišana rast cen pa je prisotna v čedalje večjem deležu dobrin v košarici HICP. Delež proizvodov in storitev, katerih rast cen presega 2,0 %, je bil decembra 61,4-odstoten, rast cen pa je beležilo že skoraj 85 % celotne potrošniške košarice. Inflacijo sicer še naprej poganjajo predvsem visoke cene energentov, ki spremljajo hitro svetovno gospodarsko rast in geopolitične napetosti. Zaradi visoke rasti cen kmetijskih proizvodov in prehranskih surovin so poskočile cene hrane, decembra medletno za 3,6 %. Ob močnem domačem povpraševanju se poleg storitev ob vse višjih vhodnih stroških dražijo tudi industrijski proizvodi brez energentov. S tem se krepí tudi osnovna inflacija, ki je ob koncu leta dosegla 2,9 %, kar je 0,3 odstotne točke nad povprečjem evrskega območja. Uradno izmerjeno rast cen prek uteži za izračun HICP še zmeraj blaži učinek z epidemijo spremenjenih potrošniških vzorcev. Ob nespremenjenih utežeh bi namreč skupna inflacija dosegla 5,9 %, osnovna pa 3,3 %. Kljub znakom širše osnovanosti inflacije v drugi polovici leta pričakujemo določeno umiritev cen zaradi pojemanja presežnega povpraševanja, močnih učinkov osnove ter razrešitve težav v dobavnih verigah in na energetskih trgih.

Primanjkljaj in dolg države se v deležu BDP zmanjšujeta, nominalna zadolženost pa je precej višja kot leta 2019. Primanjkljaj države je lani med januarjem in septembrom znašal 5,2 % BDP, kar je medletno manj za 1,8 odstotne točke. Zaradi visoke gospodarske rasti, ki jo v veliki meri poganja močno končno trošenje, ter naglega povečevanja zaposlenosti in plač je bila rast prihodkov visoka, skoraj 11-odstotna. Rast izdatkov je bila za okoli štiri odstotne točke nižja. S približno 26-odstotno rastjo so izstopale državne investicije, katerih medletna rast je v tretjem četrtletju pospešila na okoli 40 %. V drugem polletju je bil obseg protikoronskih ukrepov zaradi junijskega izteka finančno najboljšejših ukrepov nižji kot v prvem. Po ocenah Ministrstva za finance naj bi dolg ob koncu lanskega leta dosegel 77,5 % BDP. To je zaradi hitre gospodarske rasti za

7,5 odstotne točke BDP manj v primerjavi z vrhom iz lanskega prvega četrletja, a nominalna zadolženost ostaja bistveno višja kot pred epidemijo. Ob izraziti podpori denarne politike so bile zadolžitve v času pandemije sicer opravljene pod zelo ugodnimi pogoji, kar zmanjšuje breme plačevanja obresti kljub nominalno višjemu dolgu.

Pripravili smo tudi analizo vpliva programov centralnobančnih nakupov vrednostnih papirjev na pogoje financiranja držav evrskega območja, ki potrjuje njihovo učinkovitost in ponazori kanale vplivanja.

Programu APP (Asset purchase programme), ki je že pred pandemijo obsegal 20 mrd EUR nakupov mesečno, je Svet ECB aprila 2020 dodal še program PEPP (Pandemic emergency purchase programme), ki obsega skupno ovojnico v višini 1.850 mrd EUR. Cilj obeh je zagotavljanje ustrezne naravnosti denarne politike in v primeru programa PEPP tudi homogene transmisije denarne politike v celotnem evrskem območju. Po naših ocenah sta programa uspešno podpirala spodbujevalno naravnost denarne politike. Najava in implementacija nakupov sta namreč znižali premije za tveganje in obrestna pričakovanja ter posledično realne zahtevane donosnosti na evrske obveznice. Hkrati so nakupi spodbudili rast inflacijskih pričakovanj, a je bil učinek na znižanje realnih donosnosti večji, zato so znižali tudi nominalne zahtevane donosnosti. Vsi našteti učinki prispevajo k vrnitvi srednjeročnih inflacijskih obetov proti novemu dvoodstotnemu simetričnemu inflacijskemu cilju. Po drugi strani, če se bo denarna politika morala odzvati visoki inflaciji skladno z našo prihodnjo naravnostjo (forward guidance), bo zmanjševanje neto nakupov in kasneje prenehanje ponovnega investiranja zapadlih glavnic prispevalo k povišanju zahtevanih donosnosti in tako pomembno prispevalo k upočasnitvi rasti cen.

Izbor ključnih makroekonomskih kazalnikov na mesečni ravni, Slovenija

	2019	2020	12 mes. do okt.21	3 mes. do okt.20	3 mes. do okt.21	2021 avg.	2021 sep.	2021 okt.	2021 nov.	2021 dec.
Gospodarska gibanja										
<i>ravnotežje odgovorov v odstotnih točkah</i>										
Kazalnik gospodarske klime	6,0	-11,8	-0,1	-5,2	4,5	6,5	4,7	2,3	3,1	5,0
- predelovalne dejavnosti	0,3	-8,6	6,9	1,0	7,3	11,0	8,0	3,0	6,0	10,0
<i>medletne stopnje rasti v %</i>										
Industrijska proizvodnja: - skupaj	2,8	-6,4	8,9	-2,1	7,1	7,4	8,1	5,9	10,1	...
- predelovalne dejavnosti	3,2	-6,2	10,3	-2,1	8,5	9,3	10,2	6,4	11,5	...
Gradbeništvo: - skupaj	3,4	-0,7	-2,0	2,8	-5,8	-7,5	0,8	-10,6	-17,3	...
- stavbe	0,1	-7,8	-16,5	-3,2	-26,6	-18,6	-26,9	-33,0	-38,4	...
Trgovina in druge zasebne storitve - skupaj	2,5	-9,7	6,5	-6,0	13,1	11,6	11,8	15,7	...	...
Trgovina z motornimi vozili in popravila	2,7	-14,5	0,1	-3,1	-3,2	-3,7	-1,8	-3,9	...	...
Trgovina na drobno brez vozil	3,5	-5,9	8,0	-2,7	15,9	9,6	15,0	23,1	...	...
Druge zasebne storitve	2,3	-11,6	6,7	-8,0	15,5	15,3	13,0	18,2	...	...
<i>medletne stopnje rasti v %</i>										
Trg dela										
Povprečna bruto plača	4,3	6,0	7,0	4,9	4,2	4,8	4,1	3,6	...	...
- storitve pretežno zasebnega sektorja	3,9	4,5	5,4	4,4	6,0	6,0	6,2	5,7	...	...
- storitve pretežno javnega sektorja	5,4	7,9	9,8	5,3	1,6	3,4	1,0	0,5	...	...
Povprečna realna neto plača ¹	2,0	7,1	5,0	6,3	0,8	2,1	0,7	-0,4	...	...
Stopnja registrirane brezposelnosti (v %)	7,7	8,7	8,0	8,8	6,9	7,1	6,8	6,8	6,7	...
Registrirane brezposelne osebe	-5,5	14,6	-6,5	19,6	-20,9	-21,4	-21,1	-20,3	-22,3	-24,4
Delovno aktivno prebivalstvo	2,5	-0,6	0,6	-1,2	2,3	2,3	2,2	2,4	2,7	...
- storitve pretežno zasebnega sektorja	3,0	-0,9	0,5	-1,7	2,7	2,6	2,5	2,9	3,2	...
- storitve pretežno javnega sektorja	1,0	0,1	1,0	0,3	1,2	1,3	1,1	1,2	1,3	...
<i>medletne stopnje rasti v %</i>										
Gibanje cen										
HICP	1,7	-0,3	1,0	-0,7	2,8	2,1	2,7	3,5	4,9	5,1
- storitve	3,1	1,8	0,5	1,4	1,0	0,2	1,2	1,4	1,6	1,6
- industrijsko blago brez energentov	0,3	-0,5	0,4	-0,6	1,6	1,8	1,3	1,7	3,9	4,4
- hrana	1,6	2,8	0,5	2,7	0,5	0,0	0,9	0,5	1,4	3,6
- energenti	0,8	-10,8	5,1	-12,4	16,7	13,8	15,5	20,7	25,1	20,8
Kazalnik osnovne inflacije ²	1,9	0,8	0,4	0,5	1,2	0,7	1,2	1,6	2,7	2,9
<i>v % BDP</i>										
Tekoči račun plačilne bilance										
Saldo tekočega računa	6,0	7,4	4,1	9,1	2,3	2,5	1,1	3,3	-0,9	...
1. Blago	2,7	5,0	1,7	5,1	-1,2	-1,4	-2,5	0,3	-3,1	...
2. Storitve	6,0	4,3	4,3	5,0	5,6	5,4	6,0	5,4	5,2	...
3. Primarni dohodki	-1,7	-0,9	-1,0	-0,3	-1,3	-1,0	-1,5	-1,5	-1,5	...
4. Sekundarni dohodki	-1,1	-1,0	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5	-1,0	-1,0	-1,3	...
<i>nominalne medletne stopnje rasti v %</i>										
Izvoz blaga in storitev	4,5	-10,1	14,2	-8,8	21,7	28,2	22,5	16,1	24,0	...
Uvoz blaga in storitev	4,0	-11,7	20,1	-11,2	33,4	34,4	38,1	28,3	34,2	...
Javne finance										
	2019	2020	12 mes. do nov.21		2020 jan.-nov.		2021 jan.-nov.			
Konsolidirana bilanca ³	mio EUR		% BDP	medl. rast v %	mio EUR	medl. rast v %	mio EUR	medl. rast v %		
Prihodki	19.232	18.529	41,3	11,9	16.888	-3,0	19.290	14,2		
Davki	17.179	16.460	36,4	11,3	15.044	-3,9	17.025	13,2		
Prejeta sredstva iz EU	731	730	1,7	8,1	623	15,6	774	24,1		
Ostali	1.323	1.338	3,2	21,6	1.221	0,1	1.492	22,2		
Odhodki	18.969	22.071	47,5	12,6	19.483	14,1	21.492	10,3		
Tekoči odhodki	8.228	9.128	20,1	15,6	8.061	7,9	9.123	13,2		
- plače in drugi izdatki zaposlenim	4.470	4.965	11,3	17,4	4.525	10,5	5.314	17,4		
- izdatki za blago in storitve	2.728	3.021	6,4	13,6	2.565	5,8	2.805	9,3		
- obresti	791	778	1,4	-5,9	765	-1,7	719	-6,0		
Tekoči transferji	8.704	10.868	22,4	7,6	9.828	23,6	10.346	5,3		
- transferji posameznikom in gospodinjstvom	7.324	8.251	18,0	12,2	7.551	12,4	8.451	11,9		
Investicijski odhodki, transferji	1.527	1.549	3,7	28,7	1.114	-4,3	1.466	31,6		
Saldo	263	-3.542	-6,2		-2.595		-2.202			

Opomba: Pri gospodarskih gibanjih so prikazani podatki z izločenimi vplivi koledarja (z izjemo kazalnikov klime, kjer so podatki desezonirani). Drugi podatki v tabeli so originalni. Mesečni kazalniki aktivnosti v industriji, gradbeništvu in storitvah so realni.

¹ HICP deflator. ² Inflacija brez energentov, hrane, alkohola in tobaka. ³ Konsolidirane bilance državnega proračuna, proračuna občin, pokojninsko-invalidskega in obveznega zdravstvenega zavarovanja po načelu plačane realizacije.

Vir: SURS, Banka Slovenije, Ministrstvo za finance, preračuni Banke Slovenije.