



Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje¹

1

Obeti v euroobmočju: splošen pregled in glavni dejavniki

Pričakovati je, da se bo okrevanje gospodarstva v euroobmočju nadaljevalo, saj ga bodo podpirali spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, nizke cene nafte, boljše razmere na trgu dela in določeno popuščanje javnofinančne politike v letu 2016. Poleg tega naj bi napredek, dosežen pri razdolževanju vseh sektorjev, v obdobju projekcij podpiral rast domačega povpraševanja. Hkrati naj bi zaradi pričakovanega postopnega okrevanja svetovne trgovinske menjave popustili tudi zaviralni učinki šibke rasti izvoza. Po projekcijah se bo realni BDP v letu 2016 povečal za 1,6%, v letih 2017 in 2018 pa za 1,7%. Inflacija, merjena z indeksom HICP, naj bi v letu 2016 ostala zelo nizka, in sicer na ravni 0,2%, saj jo je močno oslabil pretekli padec cen energentov. V letu 2017 naj bi se skupna inflacija precej zvišala, in sicer na 1,3%, v glavnem zaradi baznih učinkov v skupini energentov. V letu 2018 naj bi vse manjši neizkoriščen gospodarski potencial inflacijo potisnil še nekoliko višje, in sicer na raven 1,6%.

Okrevanje lahko pojasnimo z domačim povpraševanjem, ki naj bi ga v prihodnje spodbujalo več ugodnih dejavnikov. Na prvem mestu velja omeniti transmisijo učinkov spodbujevalno naravnane denarne politike v gospodarstvo. Tudi rast zasebne potrošnje, ki se sicer nekoliko upočasnjuje, naj bi ostala močna, zlasti v letu 2016, ko naj bi gospodinjstva glede na boljše razmere na trgu dela in prej zadrževano povpraševanje potrošila večino nepričakovanih prihodkov, povezanih s cenami nafte. Poleg tega bo pričakovano okrevanje prispevalo tudi k nadaljnji (sicer postopni) krepitvi investicij, deloma tudi zaradi pospeševalnih učinkov. Na domače povpraševanje bo ugodno vplivalo tudi določeno popuščanje javnofinančne politike v bližnji prihodnosti.

¹ Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema se uporabljajo kot eno od izhodišč za oceno Sveta ECB o gospodarskih gibanjih in tveganjih za stabilnost cen. Informacije o uporabljenih postopkih in tehnikah so na voljo v dokumentu »A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises«, ECB, junij 2001, ki je objavljen na spletni strani ECB. Presečni datum za tehnične predpostavke, kot so cene nafte in tečajji, je 10. maj 2016 (glej okvir 1). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 18. maj 2016.

Tokratne makroekonomske projekcije zajemajo obdobje 2016–2018. Projekcije za tako dolg časovni razpon so povezane z zelo veliko negotovostjo, kar je treba upoštevati tudi pri njihovi interpretaciji. Glej članek z naslovom »An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections«, Monthly Bulletin, ECB, maj 2013.

Tabela s projekcijami nekaterih spremenljivk po državah, ki so osnova za projekcije agregatov euroobmočja v tem članku, bo objavljena na spletni strani ECB dva tedna po objavi tega članka, potem ko bodo nacionalne centralne banke objavile nacionalne projekcije.

Kratkoročne obete slabijo neugodni zunanji dejavniki, ki pa naj bi na srednji rok popustili. Tako bo zunanje povpraševanje v prvi polovici leta 2016 še naprej le skromno okrevalo, saj ga bo še vedno zaviralo šibko povpraševanje v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Ta neugoden vpliv na rast izvoza v države zunaj euroobmočja še vedno le delno blažijo zapozneli učinki pretekle močne deprecijacije eura. V obdobju projekcij naj bi se svetovna gospodarska aktivnost zunaj euroobmočja postopoma okrepila, kar naj bi spodbudilo zunanje povpraševanje in s tem izvoz v države zunaj euroobmočja.

Gibanje cen energentov ostaja ključen vzrok tako za nizko raven skupne inflacije v letu 2016 kot tudi za njeno strmo zvišanje, do katerega naj bi prišlo med letoma 2016 in 2017. V letu 2016 naj bi velik negativen prispevek cen energentov tako še kar vztrajal in zaviralno vplival na skupno inflacijo. V letu 2017 pa naj bi se cene energentov zaradi precejšnjih baznih učinkov močno zvišale in ponovno dosegle pozitivno rast. Pozneje, ko bodo bazni učinki popustili, in nato vse do konca obdobja projekcij pa naj bi ostale relativno stabilne. Kar se tiče inflacije brez energentov in hrane, naj bi se pritiski na njeno rast v obdobju projekcij postopoma krepili. Tako naj bi izboljšanje razmer na trgu dela in pričakovana nadaljnja krepitev gospodarskega okrevanja spodbudila rast plač in profitnih marž. Krepili naj bi se tudi posredni pozitivni učinki na inflacijo brez energentov in hrane, ki naj bi izhajali iz predpostavljenega zvišanja cen nafte in primarnih surovin brez energentov, tako da bi sčasoma prevagali vse manjše zaviralne učinke preteklega upada cen surovin. Poleg tega se za vse leto 2017 pričakuje tudi nadaljnja prisotnost pozitivnih učinkov pretekle deprecijacije tečaja eura.

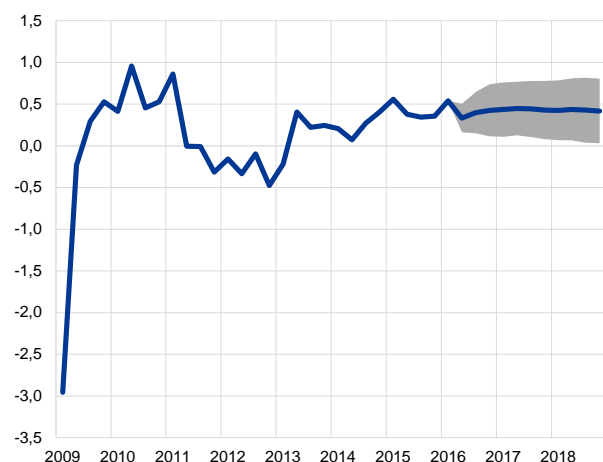
Graf 1

Makroekonomske projekcije¹⁾

(četrtni podatki)

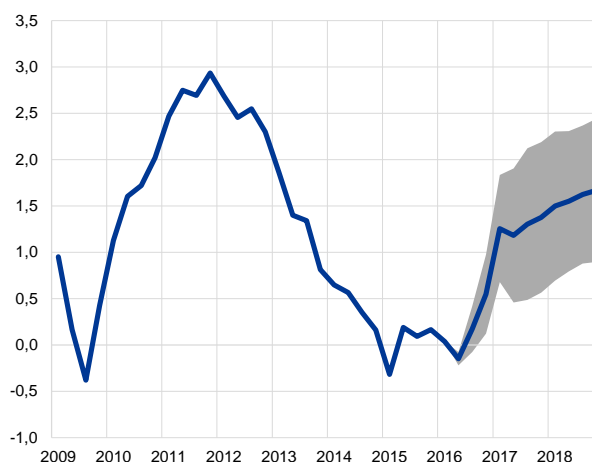
Realni BDP v euroobmočju²⁾

(četrtni spremembe v odstotkih)



HICP v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



1) Razponi okrog osrednje projekcije temeljijo na razliki med dejanskimi rezultati in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razponov je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje popravek za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu »New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges«, ECB, december 2009, ki je objavljen na spletni strani ECB.

2) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

Okrevanje gospodarske aktivnosti v euroobmočju naj bi bilo še naprej

vztrajno. Realni BDP se je v prvem četrtletju 2016 povečal za 0,5%. Tudi nedavni anketni podatki kažejo, da se je zaupanje podjetij in potrošnikov ustalilo na ravni, ki je nad dolgoročnim povprečjem, kar napoveduje vzdržno gospodarsko rast v bližnji prihodnosti.

Zasebna potrošnja naj bi se v letu 2016 močno povečala in tudi pozneje ostala

vztrajna. Rast nominalnega razpoložljivega dohodka naj bi se v obdobju projekcij postopoma pospešila zaradi rasti zaposlenosti in nominalnih sredstev za zaposlene. K temu naj bi pozitivno prispevali tudi dohodki iz premoženja in kapitala, in sicer bolj ali manj skladno z gibanjem dobičkov. Rast realnega razpoložljivega dohodka naj bi se v letu 2016 pospešila, medtem ko naj bi leta 2017 in pozneje zlasti zaradi dinamike rasti cen energentov izgubila zagon. Zasebno potrošnjo naj bi podpirali nizki stroški financiranja, rahlo okrevanje rasti posojil in zmerna rast neto premoženja gospodinjstev, tj. gibanja, ki jih bodo krepili ukrepi denarne politike ECB in le delno slabil neugoden vpliv, ki ga imajo nižje neto prejete obresti na razpoložljivi dohodek. Rast zasebne potrošnje naj bi podpiral tudi napredek, dosežen pri razdolževanju. V celoti gledano se bo medletna rast zasebne potrošnje okrepila z 1,7% v letu 2015 na 1,9% v letu 2016, nato pa se bo v letih 2017 in 2018 upočasnila na 1,7% oziroma 1,5%.

Okvir 1

Tehnične predpostavke o obrestnih merah, deviznih tečajih in cenah primarnih surovin

V primerjavi z marčnimi projekcijami se glavne spremembe tehničnih predpostavk nanašajo na precej višje dolarske cene nafte in cene primarnih surovin brez energentov, majhno deprecijacijo učinkovitega tečaja eura ter nižje dolgoročne tržne obrestne mere.

Tehnične predpostavke

	Junij 2016				Marec 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Cene nafte (v USD/sod) Cene primarnih surovin brez energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Devizni tečaj USD/EUR	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
Nominalni učinkoviti devizni tečaj eura (EDT-38) (medletne spremembe v odstotkih)	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	0,2	0,0

Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih

pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 10. maja 2016. Kratkoročne obrestne mere se merijo s 3-mesečno obrestno mero EURIBOR, tržna pričakovanja pa so izpeljana iz obrestnih mer terminskih pogodb. S to metodologijo dobimo povprečno raven kratkoročnih obrestnih mer v višini –

0,3% v letih 2016, 2017 in 2018. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju kažejo na povprečno raven 0,9% v letu 2016, 1,1% v letu 2017 in 1,4% v letu 2018.² Glede na gibanje obrestnih mer na terminskih trgih in ob postopnem prenosu sprememb tržnih obrestnih mer na posojilne obrestne mere je pričakovati, da se bodo skupne bančne obrestne mere za posojila nefinančnemu zasebnemu sektorju v euroobmočju v letu 2016 nekoliko znižale, v letu 2017 ostale večinoma nespremenjene, v letu 2018 pa nekoliko zvišale. Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi gibanj na terminskih trgih, tj. povprečja v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma 10. maja, predpostavlja, da se bo cena za sod surove nafte Brent, ki je leta 2015 znašala 52,4 USD, v letu 2016 znižala na 43,4 USD, nato pa se v letih 2017 in 2018 zvišala na 49,1 USD oziroma 51,3 USD, kar je okrog 8 USD (2016 in 2017) oziroma okrog 6 USD (2018) več kot v marčnih projekcijah. Za dolarske cene drugih primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da se bodo v letu 2016 nekoliko znižale, v letih 2017 in 2018 pa zvišale.³ Za dvostranske devizne tečaje se predpostavlja, da bodo v obdobju projekcij ostali nespremenjeni na povprečni ravni, ki je bila zabeležena v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma 10. maja. To pomeni, da bo povprečni tečaj v letu 2016 1,13 USD za euro, v letih 2017 in 2018 pa 1,14 USD za euro. Za primerjavo je bil tečaj v marčnih projekcijah 1,11 USD za euro (2016) oziroma 1,12 USD za euro (2017 in 2018). Efektivni tečaj eura (v razmerju do valut 38 trgovinskih partneric) naj bi bil v obdobju projekcij 0,6% pod marčno projekcijo.

Stopnja varčevanja naj bi do sredine leta 2017 padala, pozneje pa ostala bolj ali manj nespremenjena. Učinki povečanja realnega dohodka zaradi cen nafte, ki se postopoma prenašajo na stopnjo varčevanja, naj bi bili v letu 2016 še nekoliko prisotni, nato pa naj bi v letu 2017 izzveneli. Stopnja varčevanja naj bi nato stagnirala do konca obdobja projekcij, in sicer zaradi nasprotujočih si dejavnikov. Na splošno naj bi jo navzdol potiskali vse manjša brezposelnost, boljši kreditni pogoji in nizke obrestne mere, kar pa naj bi v nekaterih državah prevagala potreba po razdolževanju in privedla do dviga stopnje varčevanja.

Stanovanjske investicije v euroobmočju naj bi se nekoliko okrepile. Predvidena pospešitev rasti nominalnega razpoložljivega dohodka in zelo nizke obrestne mere za hipotekarna posojila naj bi prispevale k vztrajnemu okrevanju stanovanjskih investicij. Zdi se, da so se v številnih državah končali tudi procesi prilagajanja na nepremičninskih trgih, cene stanovanj pa so dosegle dno. Ne glede na povedano bodo občutnejše povečanje stanovanjskih investicij najverjetneje preprečili tako visoka raven zadolženosti gospodinjstev v nekaterih državah kot tudi neugodna demografska gibanja.

² Predpostavka o nominalni donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju temelji na povprečju donosnosti 10-letnih referenčnih obveznic posameznih držav, tehtanim z letnim BDP ter dopoljenim s prihodnjim gibanjem donosnosti, kot izhaja iz 10-letne nominalne donosnosti vseh obveznic v euroobmočju, ki jo izračunava ECB, pri čemer se začetno razhajanje med obema serijama v obdobju projekcij ohranja nespremenjeno. Predpostavlja se, da bodo razmiki med donosnostjo državnih obveznic posameznih držav in povprečjem za euroobmočje v obdobju projekcij konstantni.

³ Predpostavke o cenah nafte in prehranskih surovin temeljijo na terminskih cenah do konca obdobja projekcij. Za cene drugih primarnih surovin brez energentov se predpostavlja, da bodo sledile cenam terminskih pogodb do drugega četrtletja 2017, potem pa se bodo gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

Pri podjetniških investicijah je pričakovati nadaljnje okrevanje. Kapitalske naložbe naj bi spodbujali številni dejavniki: spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, dodatno okrepljena z nedavno sprejetimi ukrepi; pričakovana krepitev tako domačega kot tudi zunanjega povpraševanja; potrebna posodobitev osnovnega kapitala po več letih skromnih investicij; poceni in razpoložljivo zunanje financiranje; fiskalni ukrepi (v nekaterih državah); krepitev profitnih marž, pri čemer je sektor nefinančnih družb že zdaj dobro založen z denarjem. Poleg tega sta precejšen porast tečajev delnic v preteklih nekaj letih in skromna rast dolžniškega financiranja povzročila, da je količnik finančnega vzvoda (razmerje med zadolženostjo in skupnimi sredstvi) v sektorju nefinančnih družb padel skoraj na zgodovinsko najnižjo vrednost. Okrevanje podjetniških investicij bodo po drugi strani zavirale togosti na trgih proizvodov in dela, pričakovana šibkejša rast potencialnega proizvoda in povečana geopolitična negotovost.

Izvoz v države zunaj euroobmočja naj bi se povečal skladno z rastjo zunanjega povpraševanja. To naj bi skladno z močnejšo svetovno aktivnostjo v drugi polovici leta 2016 postopoma dobilo zagon, vendar naj bi vseeno ostalo precej pod predkrizno ravnjo (glej okvir 2). Deleži na izvoznih trgih zunaj euroobmočja, ki so se nedavno povečali, naj bi v obdobju projekcij ostali na splošno nespremenjeni. Uvoz iz držav zunaj euroobmočja naj bi rasel skladno s preteklo elastičnostjo glede na skupno povpraševanje. Rast uvoza naj bi bila še vedno hitrejša kot rast izvoza, kar kaže, da bo prispevek neto trgovinske menjave h gospodarski rasti v letu 2016 negativen, pozneje pa nevtralen. Primanjkljaj tekočega računa naj bi se malenkostno zmanjšal, in sicer s 3,2% BDP v letu 2015 na 2,8% BDP v letu 2018.

Okvir 2

Mednarodno okolje

Svetovna gospodarska aktivnost naj bi se postopoma krepila, poganjali pa jo bodo nadaljnji dobri obeti za rast v večini visoko razvitih gospodarstev in postopno popuščanje primeža globoke recesije v nekaterih velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Kar se tiče visoko razvitih gospodarstev, bi morali ugodni pogoji financiranja in boljše razmere na trgu dela podpirati gospodarske obete. Kar se tiče aktivnosti nastajajočih tržnih gospodarstev, zlasti azijskih, pa naj bi jo verjetno zavirala postopna upočasnitev kitajskega gospodarstva. Nedavni preobrat v gibanju cen surovin sicer nekoliko zmanjšuje nekatere najbolj akutne pritiske, vendar se bodo države izvoznice surovin morale še naprej prilagajati. Poleg tega se nastajajoča tržna gospodarstva navkljub nedavnemu preobratu na finančnih trgih soočajo z razmerami zaostrenih pogojev financiranja, ki so delno povezani z normalizacijo ameriške denarne politike. V nekaterih državah povpraševanje zavirajo tudi politične negotovosti in geopolitične napetosti.

Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) je v drugi polovici leta 2015 ponovno zabeležila pozitivno rast, potem ko je bila v prvi polovici leta 2015 izrazito šibka. Na kratki rok bo na svetovni uvoz še vedno vplivala šibka gibanja v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih, zlasti Braziliji in Rusiji. Pozneje naj bi se svetovna trgovinska menjava postopoma okrepila, skladno s krepitvijo svetovne gospodarske rasti. Projekcije še naprej temeljijo na predpostavki, da je srednjeročna elastičnost trgovinske menjave na svetovno gospodarsko rast okrog 1, kar je precej

pod predkrizno ravnjo. V celoti gledano naj bi se zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja povečalo z 0,6% v letu 2015 na 2,0% v letu 2016, 3,5% v letu 2017 in 4,0% v letu 2018.

V primerjavi z marčnimi projekcijami sta bila svetovna gospodarska aktivnost in zunanje povpraševanje popravljena navzdol.

Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Junij 2016				Marec 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,1	3,1	3,7	3,8	3,1	3,2	3,8	3,9
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) ¹⁾	0,7	1,8	3,5	4,0	0,7	2,2	3,8	4,1
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja ²⁾	0,6	2,0	3,5	4,0	0,4	2,2	3,8	4,1

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

2) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza v trgovinskih partnericah euroobmočja.

V celoti gledano naj bi se realni BDP v letu 2016 povečal za 1,6%, v letih 2017 in 2018 pa za 1,7%.

Negativna proizvodna vrzel naj bi se v obdobju projekcij predvidoma postopoma zožila, kar bo posledica zgolj zmerne rasti potencialnega proizvoda. Ta naj bi se v obdobju projekcij nekoliko zvišala, vendar bo še vedno ostala daleč pod predkrizno ravnjo, ki je znašala okrog 1,7%. Šibek zagon potencialnega proizvoda je zlasti posledica precej nizkega prispevka kapitala, ki sledi dolgotrajnemu obdobju skromne rasti investicij. Prispevek dela naj bi se v obdobju projekcij povečal, kar bo posledica vse večjega števila delovno spodobnega (in s tem aktivnega) prebivalstva, ki ga gre delno pripisati strukturnim reformam, pa tudi trenutni imigraciji.

Razmere na trgu dela v euroobmočju naj bi se v obdobju projekcij še izboljšale, in sicer nekoliko hitreje, kot je bilo sprva pričakovano. Zaposlenost naj bi se še naprej povečevala v vsem obdobju projekcij. Število aktivnega prebivalstva naj bi se močno povečalo v letih 2016 in 2017, delno tudi zaradi pritoka beguncev in ohranitve iskalcev zaposlitve. Stopnja brezposelnosti naj bi se znižala, vendar bo zgodovinsko gledano ostala na povišani ravni. Gibanje zaposlenosti kaže, da se bo rast produktivnosti dela povečala z 0,6% v letu 2015 na 0,9% v letu 2018, kar je skladno z običajnim cikličnim vzorcem.

V primerjavi z marčnimi projekcijami so bili obeti za rast realnega BDP v letu 2016 popravljene navzgor. Popravek navzgor je delno posledica bolj pozitivnega učinka prenosa, ki izhaja iz popravkov preteklih podatkov, pa tudi rezultat rasti v prvem četrtletju, ki je bila močnejša od pričakovane, in zmanjšanja negotovosti, povezane z zmanjšanjem volatilitnosti na finančnih trgih. Če pogledamo dolgoročneje, ostajajo obeti za gospodarsko rast na splošno nespremenjeni, kar prikriva zaviralne učinke višjih cen nafte in šibkejšega zunanjega povpraševanja, ki jih večinoma odtehtajo ugodni učinki ukrepov denarne politike, sprejetih marca 2016.

Nedavna gibanja inflacije so določale nizke cene energentov in skromno gibanje inflacije brez hrane in energentov. Inflacija je maja 2016 znašala $-0,1\%$, kar odraža $-8,1$ -odstotno inflacijo v skupini energentov oziroma $0,8$ -odstotno inflacijo brez hrane in energentov.

V obdobju projekcij naj bi se zunanji cenovni pritiski povečali in pomembno prispevali k zvišanju skupne inflacije. Z nafto povezani bazni učinki na cene energentov in na podlagi terminskih cen predpostavljena nadaljnja rast cen nafte naj bi pomembno prispevala k okrevanju skupne inflacije med letoma 2016 in 2017. Pritiski na rast inflacije naj bi izhajali tudi iz prenosa učinkov znatne depreciacije eura od sredine leta 2014 dalje. Inflacija brez hrane in energentov naj bi se v obdobju projekcij postopoma zvišala, skupaj z izboljšanjem razmer na trgu dela in okrepitevijo gospodarskega okrevanja ter ob podpori ukrepov denarne politike ECB.

Rast plač je umirjena, vendar naj bi se nekoliko okrepila skupaj s postopnim naraščanjem presežnega povpraševanja na trgu dela. Rast plač zavirajo povišana brezposelnost, nizka rast produktivnosti, procesi prilagajanja v državah, ki si prizadevajo, da bi ponovno postale konkurenčne, in večja fleksibilnost plač po strukturnih reformah trga dela, izvedenih med krizo. S tega vidika se pričakuje, da bodo učinki spremenjene strukture plač še naprej zavirali agregatno rast plač, saj nova delovna mesta nastajajo zlasti v sektorjih z relativno nižjo produktivnostjo dela in torej nižjo ravno plač. Na splošno naj bi se sredstva za zaposlene postopoma povečala s povprečnih $1,3\%$ v letu 2016 na $1,8\%$ v letu 2017 in $2,2\%$ v letu 2018.

Na profitne marže naj bi ugodno vplivalo sedanje gospodarsko okrevanje. Predvideno nadaljnje povečanje povpraševanja naj bi krepilo moč podjetij pri oblikovanju cen, s tem pa njihove profitne marže. Na profitne marže so nedavno ugodno vplivali nepričakovani prihodki, povezani z nižjimi cenami nafte, ki pa naj bi kmalu izzveneli, skladno z nedavno in – na podlagi terminskih cen predpostavljeno – tudi prihodnjo rastjo cen nafte. Na profitne marže naj bi zlasti v letu 2018 zaviralno vplivala tudi predvidena rast stroškov dela na enoto proizvoda v obdobju projekcij.

V primerjavi z marčnimi projekcijami je bila projekcija inflacije za leto 2016 popravljena rahlo navzgor, za leti 2017 in 2018 pa je ostala praktično nespremenjena. Popravki navzgor pri rasti cen energentov, povezani s predpostavkami glede sprememb cen nafte, so nekoliko odtehtali popravke navzdol pri drugih skupinah indeksa HICP za leto 2016. Za leti 2017 in 2018 pa so bili popravki navzgor pri skupinah energentov in hrane na splošno izničeni s popravki navzdol pri inflaciji brez hrane in energentov.

Naravnost javnofinančne politike naj bi v letu 2016 dala majhen pozitiven prispevek k povpraševanju, preden naj bi v letih 2017 in 2018 postala na

splošno nevtralna. Naravnost javnofinančne politike se meri s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Ekspanzivna javnofinančna politika v letu 2016 izhaja zlasti iz znižanja neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost v več državah ter večjih izdatkov, povezanih s pritokom beguncev.

Tako primanjkljaj proračuna širše države kot tudi stopnja javnega dolga naj bi se v obdobju projekcij zmanjševala. Zmanjšanje stopnje primanjkljaja v letu 2016 izhaja iz nižjih plačil obresti in izboljšane ciklične komponente, pri čemer so bili učinki obeh dejavnikov delno izničeni zaradi ohlapnejše javnofinančne politike. Ugodne posledice manjših plačil obresti bo v letih 2017 in 2018 verjetno spremljalo izboljšanje primarnega salda, ki bo zlasti posledica ugodnih cikličnih gibanj. V obdobju 2016–2018 naj bi k postopnemu zmanjšanju stopnje javnega dolga prispevala predvsem ugodna razlika med gospodarsko rastjo in obrestnimi merami, ki jo lahko pojasnimo z gospodarskim okrevanjem in nizkimi obrestnimi merami, kot so predpostavljeni v projekcijah. Na gibanje javnega dolga bo verjetno ugodno vplival tudi majhen primarni presežek posameznih držav.

V primerjavi z marčnimi projekcijami so javnofinančni obeti bolj ugodni.

Proračunski saldo je bil popravljen navzgor v celotnem obdobju projekcij, in sicer zaradi predpostavljene manj dinamične rasti državne potrošnje, vključno s sredstvi za zaposlene v javni upravi, pri čemer bo rast nominalnega BDP v obdobju 2017–2018 ostala praktično nespremenjena. Tudi razmerje med javnim dolgom in BDP naj bi bilo v obdobju projekcij nižje, in sicer zaradi višjih primarnih presežkov in, zlasti v letu 2016, ugodnejše razlike med gospodarsko rastjo in obrestnimi merami, ki izhaja iz navzgor popravljene rasti nominalnega BDP.

Tabela 1**Makroekonomske projekcije za euroobmočje¹⁾**

(medletne spremembe v odstotkih)

	Junij 2016				Marec 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Realni BDP ¹⁾	1,6	1,6	1,7	1,7	1,5	1,4	1,7	1,8
		[1,3–1,9] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,5–2,9] ²⁾		[1,0–1,8] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,6–3,0] ²⁾
Zasebna potrošnja	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Državna potrošnja	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
Bruto investicije v osnovna sredstva	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Izvoz ³⁾	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Uvoz ³⁾	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Zaposlenost	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
HICP	0,0	0,2	1,3	1,6	0,0	0,1	1,3	1,6
		[0,1–0,3] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾		[-0,2–0,4] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,8–2,4] ²⁾
HICP brez energentov	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
HICP brez energentov in hrane	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Stroški dela na enoto proizvoda	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Produktivnost dela	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

1) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

2) Razponi, ki so prikazani v projekcijah, temeljijo na razliki med dejanskimi rezultati in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razponov je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje popravek za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu »New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges«, ECB, december 2009, ki je objavljen na spletni strani ECB.

3) Vključuje trgovinsko menjavo znotraj euroobmočja.

4) Ta podindeks temelji na ocenah o dejanskem vplivu posrednih davkov. Lahko se razlikuje od Eurostatovih podatkov, ki predpostavljajo poln in takojšen prenos davčnih sprememb v HICP.

5) Izračunano kot proračunski saldo brez prehodnih učinkov gospodarskega cikla in začasnih ukrepov ki so jih sprejele vlade (za pristop ESCB glej *Working Paper Series*, št. 77, ECB, september 2001, in *Working Paper Series*, št. 579, ECB, januar 2007). Projekcija strukturnega salda ni izpeljana iz agregatnega merila proizvodne vrzeli. Po metodologiji ESCB se ciklične komponente izračunajo ločeno po posameznih postavkah prihodkov in odhodkov. Več podrobnosti je v okvirju z naslovom »Ciklično prilagajanje proračunskega salda«, Mesečni bilten, ECB, marec 2012, in v okvirju z naslovom »Strukturni saldo kot indikator temeljnega fiskalnega položaja«, Mesečni bilten, ECB, september 2014.**Okvir 3****Analiza občutljivosti**

Projekcije v veliki meri temeljijo na tehničnih predpostavkah, ki se nanašajo na gibanje nekaterih ključnih spremenljivk. Nekatere od teh spremenljivk lahko močno vplivajo na projekcije za euroobmočje, zato nam analiza občutljivosti projekcij na alternativna gibanja temeljnih predpostavk lahko pomaga pri analizi tveganj, ki spremljajo projekcije. V tem okvirju obravnavamo negotovost glede nekaterih ključnih temeljnih predpostavk in občutljivost projekcij na te spremenljivke.

1) Alternativna gibanja cen nafte

Alternativni modeli gibanja cen nafte kažejo na tveganje, da bodo cene nafte v obdobju projekcij rasle nekoliko hitreje, kot je bilo predpostavljeno na podlagi terminskih pogodb.

Tehnične predpostavke o gibanju cen nafte, ki so uporabljene v osnovnem scenariju projekcij in so izpeljane iz gibanj na terminskih trgih, napovedujejo naraščanje cen nafte, tako da bi cena za sod surove nafte Brent konec leta 2018 dosegla 52 USD. To gibanje se ujema z zmernim okrevanjem svetovnega povpraševanja po nafti, tj. s scenarijem, ki je verjetno povezan z zagonom, ki ga pridobiva svetovno gospodarsko okrevanje, in z majhnim zmanjšanjem ponudbe nafte. Kombinacija alternativnih modelov, ki jih za napovedovanje cen nafte v obdobju projekcij uporabljajo strokovnjaki Eurosystema,⁴ trenutno kaže na višje cene nafte v letih 2017 in 2018, kot so zajete v tehničnih predpostavkah. Do tega bi lahko prišlo zaradi močnejšega okrevanja svetovnega povpraševanja po nafti, ki bi bilo posledica močnejšega okrevanja svetovne gospodarske aktivnosti od pričakovanega, oziroma zaradi večjega zmanjšanja ponudbe nafte zaradi manjših investicij v naftnem sektorju in s tem manjših predelovalnih zmogljivosti v nekaterih državah proizvajalkah nafte. Če bi se uresničil alternativni scenarij in bi bile cene nafte do leta 2018 za 10% višje kot v osnovnih projekcijah, bi to le neznatno zaviralo rast realnega BDP, hkrati pa nekoliko bolj pospešilo rast inflacije (ki bi se povečala za okrog 0,1 odstotne točke v letu 2017 in 0,2 odstotne točke v letu 2018).

2) Alternativna tečajna gibanja

Ta analiza občutljivosti zajema vpliv šibkejšega gibanja tečaja eura v primerjavi z osnovnim scenarijem. Tveganja, da bo prišlo do depreciacije tečaja eura, izhajajo predvsem iz razhajanj med naravnostjo denarnih politik z obeh straneh Atlantika. Tako bi denarna politika v euroobmočju, ki bi bila še bolj spodbujevalna, kot je trenutno, in zvišanje medbančne obrestne mere v ZDA, do katerega bi prišlo prej, kot se pričakuje, povečala pritisk na depreciacijo eura. Alternativno gibanje tečaja eura temelji na 25. centilu porazdelitve do tveganja nevtralne gostote verjetnosti tečaja USD/EUR, kot izhaja iz opcij na dan 10. maja 2016. To gibanje kaže na postopno depreciacijo eura v razmerju do dolarja na raven 1,04 USD/EUR v letu 2018, kar je za 8,8% nižje od predpostavke za to leto v osnovnem scenariju. Odgovarjajoče predpostavke za nominalni efektivni tečaj odražajo zgodovinsko dinamiko, pri čemer se spremembe efektivnega tečaja odražajo v tečaju USD/EUR z elastičnostjo okrog 50%. Iz te hipoteze sledi postopno razhajanje efektivnega tečaja eura in osnovne projekcije: leta 2018 bi bil efektivni tečaj eura tako 4,6% pod osnovno projekcijo. Po tem scenariju povprečje rezultatov iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov kaže na višjo rast realnega BDP (za 0,1 do 0,2 odstotne točke) in višjo inflacijo (za 0,1 do 0,3 odstotne točke) v letih 2016, 2017 in 2018.

⁴ Glej kombinacijo štirih modelov, predstavljeno v članku z naslovom »Forecasting the price of oil«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2015.

Okvir 4

Napovedi drugih institucij

Napovedi za euroobmočje pripravljajo tudi druge mednarodne organizacije in zasebne

institucije. Te napovedi niso popolnoma primerljive niti med seboj niti s projekcijami strokovnjakov Eurosistema, saj so bile dokončane v različnih časovnih obdobjih. Poleg tega za izpeljavo predpostavk o javnofinančnih, finančnih in zunanjih spremenljivkah, vključno s cenami nafte in drugih primarnih surovin, uporabljajo različne metode (ki včasih niso v celoti razložene). Razlikujejo se tudi glede metode prilagoditve za število delovnih dni (glej tabelo). Kot je razvidno iz tabele, večina trenutno razpoložljivih napovedi drugih institucij kaže na podobno ali rahlo nižjo rast realnega BDP v obdobju projekcij in podobno ali rahlo višjo rast inflacije. Projekcije za rast realnega BDP in inflacije se ne razlikujejo bistveno od točkovnih napovedi v junijskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema ter so znotraj razponov okrog teh projekcij (v tabeli so prikazane v oklepajih).

Primerjava napovedi rasti realnega BDP in inflacije za euroobmočje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Datum objave	Rast BDP			Inflacija (HICP)		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projekcije strokovnjakov Eurosistema	Junij 2016	1,6 [1,3–1,9]	1,7 [0,7–2,7]	1,7 [0,5–2,9]	0,2 [0,1–0,3]	1,3 [0,6–2,0]	1,6 [0,7–2,5]
Evropska komisija	Maj 2016	1,6	1,8	-	0,2	1,4	-
OECD	Junij 2016	1,6	1,7	-	0,2	1,2	-
Euro Zone Barometer	Maj 2016	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Napovedi Consensus Economics	Maj 2016	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	April 2016	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
MDS	April 2016	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (pomlad 2016); IMF World Economic Outlook (april 2016); OECD Economic Outlook (junij 2016); napovedi Consensus Economics; MJEconomics; anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters).
Opomba: Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB in napovedi OECD navajajo medletne stopnje rasti, ki so prilagojene za število delovnih dni, medtem ko Evropska komisija in Mednarodni denarni sklad (MDS) objavljata medletne stopnje rasti, ki niso prilagojene za število delovnih dni v letu. Druge napovedi ne navajajo, ali temeljijo na podatkih, ki so prilagojeni za število delovnih dni v letu ali ne.

© Evropska centralna banka, 2016

Poštni naslov: 60640 Frankfurt na Majni, Nemčija
Telefon: +49 69 1344 0
Spletno mesto: www.ecb.europa.eu

Vse pravice so pridržane. Razmnoževanje v izobraževalne in nekomercialne namene je dovoljeno pod pogojem, da je naveden vir.