

# Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje<sup>1</sup>

*Okrevanje gospodarstva v euroobmočju se bo predvidoma nadaljevalo približno v skladu s projekcijami iz septembra 2016. Vzdrževala ga bosta predvsem pričakovano svetovno okrevanje in odporno domače povpraševanje, ki ga podpirajo zelo spodbujevalno naravnana denarna politika, doseženi napredek pri zmanjševanju zadolženosti v mnogih sektorjih in vztrajno izboljševanje razmer na trgu dela. Na letni ravni se bo realni BDP po projekcijah v letih 2016 in 2017 povečal za 1,7%, v letih 2018 in 2019 pa za 1,6%.*

*Inflacija, merjena z indeksom HICP, se bo predvidoma močno zvišala, saj naj bi z 0,2% v letu 2016 zrasla na 1,3% v letu 2017, 1,5% v letu 2018 in 1,7% v letu 2019, k čemur bo predvsem v kratkoročnem obdobju največ prispevalo ponovno naraščanje cen nafte. Poleg tega se bodo zaradi zmanjševanja prostih zmogljivosti na trgu dela predvidoma zvišale plače in stroški dela na enoto proizvoda, kar bo v obdobju projekcij prav tako prispevalo k rasti inflacije.*

1

## Realno gospodarstvo

**Realni BDP se je ob podpori domačega povpraševanja v tretjem četrtletju 2016 povečal za 0,3%.** Po razpoložljivih podatkih za tretje četrtletje so k aktivnosti pozitivno prispevale zasebna potrošnja in investicije v osnovna sredstva, medtem ko se je izvoz povečal manj kot uvoz, tako da je bil neto prispevek trgovinske menjave negativen. Razmere na trgu dela so se v zadnjih mesecih še naprej izboljševale, saj je rast zaposlovanja pozitivno presenetila, stopnja brezposelnosti pa je padla bolj, kot je bilo pričakovano. Zaupanje se je v vseh sektorjih in državah še naprej izboljševalo, kar napoveduje trdno rast v bližnji prihodnosti.

**V obdobju projekcij se bo realni BDP v letih 2016 in 2017 po pričakovanjih povečal za 1,7%, v letih 2018 in 2019 pa za 1,6%.** Glavno gonilo bo predvidoma ostalo odporno domače povpraševanje, ki ga podpira zelo spodbujevalno naravnana denarna politika ECB. Izvoz bo skladno s pričakovanim okrevanjem svetovnega gospodarstva po projekcijah postopno pridobival zagon, zaradi česar se bo neto prispevek trgovinske menjave v obdobju projekcij predvidoma izboljševal.

<sup>1</sup> 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 the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises«, ECB, julij 2016, ki je objavljen na spletnem mestu ECB. Presečni datum za tehnične predpostavke, kot so cene nafte in devizni tečajji, je 17. november 2016 (glej okvir 2). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 24. november 2016. Tokratne makroekonomske projekcije zajemajo obdobje 2016–2019. 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.

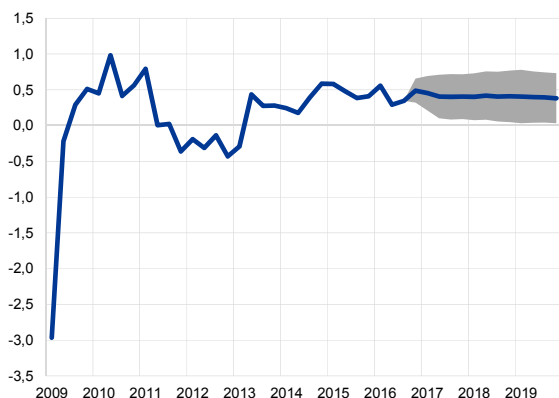
## Graf 1

### Makroekonomske projekcije<sup>1)</sup>

(četrtni podatki)

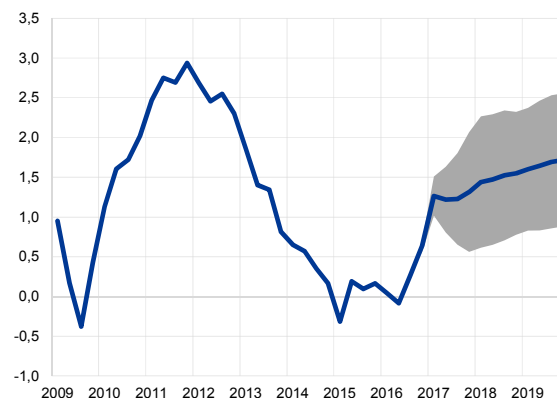
#### Realni BDP v euroobmočju<sup>2)</sup>

(četrtnete 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.

**Zasebna potrošnja bo po projekcijah v obravnavanem obdobju večinoma ohranila zagon.** Zaupanje potrošnikov se je v zadnjih mesecih ponovno izboljšalo, saj so se izboljšala tako pričakovanja o splošnih gospodarskih razmerah kot tudi individualna finančna pričakovanja.

**Srednjeročni obeti za rast nominalnega razpoložljivega dohodka ostajajo pozitivni.** Prispevek bruto plač se bo v obdobju projekcij predvidoma povečal, saj bo šibkejšo rast zaposlovanja več kot izravnava hitrejša rast sredstev za zaposlene. Rast drugih osebnih prihodkov se bo po projekcijah krepila približno v skladu z rastjo dobičkov, medtem ko bo prispevek neto javnofinančnih transferjev po pričakovanjih rahlo negativen. Vseeno se bo zaradi odboja cen življenjskih potrebščin rast realnega razpoložljivega dohodka v letu 2017 predvidoma upočasnila, zatem pa naj bi ohranjala zagon.

**Rast zasebne potrošnje bo po predvidevanjih podpiralo tudi izboljševanje posojilnih pogojev v bankah ob podpori ukrepov denarne politike ECB.** Čeprav so nizke obrestne mere vplivale tako na obrestne prihodke gospodinjstev kot tudi na njihova plačila obresti, načeloma vseeno prerazporejajo vire od neto varčevalcev k neto posojilojemalcem. Ker imajo slednji navadno višjo mejno nagnjenost k trošenju, bo to prerazporejanje predvidoma dodatno spodbujalo skupno potrošnjo. K večji potrošnji naj bi prispevala tudi napredek pri razdolževanju in v projekcijah predvideno povečanje neto vrednosti gospodinjstev zaradi nadaljnega zviševanja cen stanovanjskih nepremičnin. Gledano v celoti se bo medletna rast zasebne potrošnje po projekcijah nekoliko zmanjšala, saj naj bi z 1,7% v letu 2016 upadla na 1,5% v letih 2017 in 2018 ter na 1,4% v letu 2019.

**Stopnja varčevanja bo po pričakovanjih do sredine leta 2017 padala, pozneje pa ostala konstantna.** Po ocenah se je od sredine leta 2015 povečevala, kar je

najverjetneje posledica dejstva, da so gospodinjstva prihranila del prihodka, ki jim je ostal zaradi nižjih cen nafte. Ta učinek bo predvidoma začasen, zato se bo skladno z njegovim popuščanjem stopnja varčevanja tekom leta 2017 verjetno zmanjševala. Zatem naj bi do konca obdobja projekcij ostala nespremenjena, saj se bo v nekaterih državah zaradi zmanjševanja brezposelnosti, izboljševanja pogojev kreditiranja in nizkih obrestnih mer načeloma zmanjševala, medtem ko naj bi se zaradi nadaljnjih pritiskov za zmanjševanje zadolženosti in procikličnega izravnavanja potrošnje povečevala.

## Okvir 1

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

**V primerjavi s septembrskimi projekcijami spremembe tehničnih predpostavk obsegajo višje obrestne mere, višje dolarske cene nafte in majhno apreciacijo efektivnega deviznega tečaja eura.** Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 17. novembra 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 za leti 2016 in 2017 povprečno raven kratkoročnih obrestnih mer v višini  $-0,3\%$ , za leto 2018  $-0,2\%$ , za leto 2019 pa  $0,0\%$ . Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju kažejo na povprečno raven  $0,8\%$  v letu 2016,  $1,2\%$  v letu 2017,  $1,5\%$  v letu 2018 in  $1,7\%$  v letu 2019.<sup>2</sup> Glede na gibanje obrestnih mer na terminskih trgih in ob postopnem prenosu sprememb tržnih obrestnih mer na posojilne obrestne mere se pričakuje, da se bodo skupne bančne obrestne mere za posojila nefinančnemu zasebnemu sektorju v euroobmočju v letu 2017 nekoliko zvišale in še nadalje zrasle v letih 2018 in 2019. Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi gibanj na terminskih trgih, tj. povprečja v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma 17. novembra, predpostavlja, da se bo cena za sod surove nafte Brent, ki je leta 2015 znašala 52,4 USD, v letu 2016 znižala na 43,1 USD, nato pa v letu 2017 zvišala na 49,3 USD, v letu 2018 na 52,6 USD in na 54,6 USD v letu 2019, kar je v obdobju 2017–2018 v povprečju za okrog 2 USD več kot v septembrskih projekcijah. Za dolarske cene primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da se bodo v letu 2016 nekoliko znižale, v letu 2017 in naslednjih letih pa zvišale.<sup>3</sup> Za dvostranske devizne tečaje je predpostavljeno, da bodo v obdobju projekcij ostali nespremenjeni na povprečni ravni, ki je bila zabeležena v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma 17. novembra. Iz tega sledi, da bo povprečni devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom v letu 2016 znašal 1,11 USD za euro, v letih 2017 do 2019 pa 1,09 USD za euro, medtem ko je bil v septembrskih projekcijah predpostavljen na ravni 1,11 USD. Efektivni tečaj eura (v razmerju do valut 38 trgovinskih partneric) je v letu 2016 od septembrskih projekcij višji za  $0,2\%$ , v letih 2017 in 2018 pa za  $0,4\%$ .

<sup>2</sup> Predpostavka o nominalni donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju temelji na tehtanem 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 konstantno. Predpostavlja se, da bodo razmiki med donosnostjo državnih obveznic posameznih držav in povprečjem za euroobmočje v obdobju projekcij konstantni.

<sup>3</sup> Predpostavke o cenah nafte in prehranskih surovin temeljijo na terminskih cenah do konca obdobja projekcij. Za cene primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da bodo sledile cenam terminskih pogodb do četrtega četrtletja 2017 in se zatem gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

## Tehnične predpostavke

	December 2016				September 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Cene nafte (v USD/sod)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Cene primarnih surovin razen energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
Devizni tečaj USD/EUR	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Nominalni efektivni devizni tečaj eura (EDT-38) (medletne spremembe v odstotkih)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

**Stanovanjske naložbe v euroobmočju se bodo predvidoma še naprej povečevale.** Nadaljnje okrevanje stanovanjskih naložb bodo po pričakovanjih poganjali v projekcijah predvidena okrepitev rasti nominalnega razpoložljivega dohodka, zelo nizke obrestne mere za hipotekarna posojila in omejene priložnosti za druge naložbe. Ti ugodni obeti za stanovanjske naložbe se odražajo tudi v vse večjem številu gradbenih dovoljenj in krepitvi povpraševanja po stanovanjskih posojilih zaradi ugodnejših pogojev za bančna posojila, predvsem z nižjo maržo pri običajnih posojilih. Zdi se, da se je v nekaterih državah končal tudi proces prilagajanja na nepremičninskih trgih, cene stanovanj pa so pričele rasti. Vseeno bo v nekaterih državah zaviralni vpliv visoke brezposelnosti in visoke zadolženosti gospodinjstev na stanovanjske naložbe po pričakovanjih popuščal dokaj počasi. V drugih državah rast stanovanjskih naložb zavirajo že zdaj visoka raven stanovanjskih naložb glede na razpoložljivi dohodek in neugodna demografska gibanja.

**Pri podjetniških naložbah se pričakuje stabilna rast.** Gibanje podjetniških naložb bodo podpirali številni dejavniki: zaupanje podjetij se še naprej izboljšuje zaradi ugodnih pričakovanj o proizvodnji, naraščanja novih naročil in preobrata pri pričakovanih prodajnih cenah; izkoriščenost zmogljivosti je že zdaj na najvišji ravni od sredine leta 2008; pogoji financiranja ostajajo zelo ugodni, tudi ob podpori nestandardnih ukrepov denarne politike ECB; domače povpraševanje bo po pričakovanjih ostalo odporno, zunanje povpraševanje pa naj bi se okrepilo; pojavila se je potreba po posodobitvi osnovnega kapitala po več letih skromnih investicij; predvidoma se bo okrepila tudi rast profitnih marž, pri čemer je sektor nefinančnih družb že zdaj dobro založen z denarjem. Poleg tega sta močno okrevanje 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 na skoraj zgodovinsko najnižjo vrednost. Okrevanje podjetniških naložb bodo po drugi strani še vedno zavirale togosti na trgih proizvodov ter pričakovanja, da bo rast potencialnega proizvoda šibkejša kot v preteklosti.

**Izvoz euroobmočja se bo po projekcijah v obravnavanem obdobju povečeval, večinoma v skladu z zunanjim povpraševanjem.** Zunanje povpraševanje bo po pričakovanjih od konca leta 2016 naprej pridobivalo zagon, saj uvozno

povpraševanje narašča tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih (vključno z Rusijo in Brazilijo). Vseeno bo upočasnjena rast uvoza v Združeno kraljestvo verjetno preprečevala močnejše povečanje zunanega povpraševanja v euroobmočju. Na splošno bodo predvidene stopnje rasti zunanega povpraševanja ostale daleč pod predkrizno ravno.<sup>4</sup> Izvoz v države zunaj euroobmočja bo po pričakovanjih od četrtega četrletja 2016 pridobil zagon in se gibal približno v skladu z zunanjim povpraševanjem. Uvoz iz držav zunaj euroobmočja bo predvidoma rasel malenkost hitreje od izvoza v te države in skladno z njuno zgodovinsko elastičnostjo na skupno povpraševanje. Prispevek neto trgovinske menjave k rasti realnega BDP se bo v obdobju projekcij po pričakovanjih izboljšal. Presežek na tekočem računu bo predvidoma ostal konstanten na ravni okrog 3,1% BDP.

## Okvir 2

### Mednarodno okolje

---

#### **Svetovna gospodarska aktivnost se bo v obdobju projekcij po pričakovanjih okrepila.**

Podatki, ki so bili objavljeni od zadnjih projekcij, kot kaže potrjujejo to oceno za drugo polovico leta in nakazujejo razmeroma stabilno rast v razvitih gospodarstvih ter rahlo izboljšanje v nastajajočih tržnih gospodarstvih. V prihodnjem obdobju se bo svetovna gospodarska aktivnost predvidoma še naprej krepila, čeprav še vedno počasneje kot v obdobju pred krizo. Obeti tako za razvita kot tudi za nastajajoča tržna gospodarstva ostajajo mešani. V ZDA bodo še naprej pretežno spodbujevalne gospodarske politike in izboljševanje razmer na trgu dela po pričakovanjih podpirali gospodarsko aktivnost, medtem ko naj bi na Japonskem stopnja rasti ostala zmerna, v Združenem kraljestvu pa bo povečana negotovost v srednjeročnem obdobju verjetno zavirala rast. Poleg tega bo vztrajno upočasnjevanje kitajskega gospodarstva negativno vplivalo na gospodarske obete v nastajajočih tržnih gospodarstvih, medtem ko bo postopno popuščanje globoke recesije v nekaterih večjih izvoznih surovin v prihodnjem obdobju še naprej podpiralo svetovno gospodarsko rast.

**Svetovna trgovinska menjava je v drugi polovici leta domnevno prav tako pridobila zagon, potem ko je bila v prvi polovici leta šibka.** Svetovni uvoz brez euroobmočja v prvi polovici leta 2016 je bil popravljen rahlo navzgor in razpoložljivi kazalniki vsebujejo pozitivne signale za kratkoročna gibanja. Na srednji rok se pričakuje okrepitev svetovne trgovinske menjave, k čemur bo prispevalo okrevanje svetovne aktivnosti. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo po pričakovanjih v letu 2016 povečalo za 1,5%, v letu 2017 za 2,4%, v letu 2018 za 3,4% in v letu 2019 za 3,6%.

---

<sup>4</sup> Glej IRC Trade Task Force, »Understanding the weakness in global trade – what is the new normal?«, *Occasional Paper Series*, št. 178, ECB, september 2016.

## Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

	December 2016				September 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,0	3,5	3,7	3,8	3,0	3,5	3,7
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) <sup>1)</sup>	0,9	2,8	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja <sup>2)</sup>	1,5	2,4	3,4	3,6	1,6	2,6	3,5

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

V primerjavi s septembrskimi projekcijami so se obeti za svetovno okrevanje in zunanje povpraševanje le malo spremenili.

**Negativna proizvodna vrzel se bo do konca obdobja projekcij predvidoma zaprla, kar odraža zgolj zmerno potencialno rast.** Ta bo v obdobju projekcij po ocenah ostala šibka in daleč pod predkrizno ravno, ko je znašala okrog 1,7%. Šibek zagon potencialne proizvodnje odraža predvsem dokaj nizek prispevek kapitala po dolgem obdobju zelo majhnih naložb. Prispevek dela se bo predvidoma rahlo povečal, in sicer zaradi vse večjega števila delovno sposobnega prebivalstva in vse večjega števila aktivnega prebivalstva, ki je posledica strukturnih reform. Vseeno bo prispevek dela zaradi staranja prebivalstva ostal nekoliko manjši od predkriznega povprečja. Ker bo dejanska rast po pričakovanjih bistveno močnejša od zmerne rasti potencialne proizvodnje, se bo negativna proizvodna vrzel vztrajno zmanjševala in se do konca obdobja projekcij zaprla.

**Razmere na trgih dela v euroobmočju se bodo v obdobju projekcij predvidoma še naprej izboljševale.** Zaposlenost bo v obdobju projekcij še naprej rasla, čeprav počasneje kot v zadnjih četrletjih. Kratkoročno je to predvsem posledica normalizacije, saj nekateri začasni spodbujevalni dejavniki popuščajo, v preostanku obdobja projekcij pa to odraža zlasti predpostavko, da bo pomanjkanje kvalificirane delovne sile v nekaterih predelih euroobmočja postalo bolj pereče. Iz teh gibanj na področju zaposlovanja izhaja, da se bo rast produktivnosti dela povečala z 0,3% v letu 2016 na 0,9% v letu 2019, kar kaže na prociklični vzorec z vse večjo uporabo tako kapitala kot dela, povečanje števila opravljenih delovnih ur na osebo in določeno povečanje skupne factorske produktivnosti. Stopnja brezposelnosti se bo po pričakovanjih zniževala, čeprav počasneje kot v nedavnem obdobju, saj se rast zaposlenosti upočasnjuje močnejše kot rast aktivnega prebivalstva.

**V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila rast realnega BDP v kratkoročnem obdobju popravljena rahlo navzgor, v kasnejšem obdobju pa je ostala večinoma nespremenjena.** Izboljšani obeti za kratkoročno obdobje odražajo ugodnejša gibanja v kratkoročnih kazalnikih in nedavna pozitivna presenečenja na trgu dela in stanovanjskem trgu.

**Inflacija, merjena z indeksom HICP, se bo po projekcijah znatno okrepila z 0,2% v letu 2016 na 1,3% v letu 2017 ter nadalje na 1,5% v letu 2018 in 1,7% v letu 2019.** Cene energentov bodo v letih 2016 in 2017 po pričakovanjih prispevale približno štiri petine zvišanja. Popuščanje močnega zaviralnega učinka iz preteklega upada cen nafte, ki je v letih 2015 in 2016 zaviral skupno inflacijo, bo predvidoma močno pospešilo rast skupne inflacije v letu 2017, še posebej na začetku leta. Zatem položnejša krivulja terminkskih cen nafte nakazuje blažjo upočasnitev inflacije v tej skupini indeksa HICP v ostanku leta 2017, kasneje pa razmeroma konstantna gibanja.

**Inflacija brez energentov in hrane se bo v obdobju projekcij zaradi vse močnejših domačih stroškovnih pritiskov po pričakovanjih postopoma zviševala.** Zaradi vztrajnega izboljševanja razmer na trgu dela, ki se izraža v nadaljnji rasti stopnje zaposlenosti, se bodo proste zmogljivosti na trgu dela predvidoma zmanjševale. To bo do konca leta 2019 po pričakovanjih prispevalo k izrazitemu povečanju rasti plač in stroškov dela na enoto proizvoda. Tudi profitne marže se bodo predvidoma še naprej povečevale v skladu z zapiranjem proizvodne vrzeli, čeprav s približno nespremenjeno ali počasnejšo hitrostjo, kot smo ji bili priča nedavno. Poleg tega bosta popuščanje zaviralnega učinka preteklega upada cen nafte in predpostavljeno povečanje cen nafte verjetno prispevala k zviševanju inflacije po HICP brez energentov in hrane, ki bo potekalo preko posrednih učinkov. Po drugi strani obete za gibanje inflacije brez energentov in hrane poslabšuje popuščanje pritiskov na rast inflacije iz pretekle deprecijacije eura skupaj s pritiski na njeno zniževanje iz kasnejše apreciacije eura. Na splošno bo inflacija brez energentov in hrane po pričakovanjih v letu 2016 znašala povprečno 0,9%, nato pa naj bi se v obdobju projekcij do leta 2019 postopno povzpela na 1,7%. Po pričakovanjih bo od sredine leta 2017 dalje največ prispevala k rasti skupne inflacije, merjene z indeksom HICP.

**Pričakovani obrat pri uvoznih cenah je eden glavnih dejavnikov v predvidenem naraščanju inflacije v bližnji prihodnosti.** Po neobičajno dolgem obdobju več zaporednih padcev uvoznih cen bo njihova medletna rast v letu 2017 predvidoma postala pozitivna. Glavni element v pričakovanem obratu je predpostavljeno povečanje cen primarnih surovin, še zlasti nafte. Pomembno vlogo pri obratu medletne stopnje rasti uvoznega deflatorja med letoma 2016 in 2017 imajo tudi močni navzgor delujoči bazni učinki. K zunanjim cenovnim pritiskom v euroobmočju bo verjetno prispevala tudi postopna krepitev svetovnih nesurovinskih inflacijskih pritiskov ob podpori zmanjševanja prostih zmogljivosti na svetovni ravni. Svetovni inflacijski pritiski, za katere se sicer pričakuje, da se bodo okrepili, bodo po projekcijah ostali zmerni, saj jih bodo omejevale še vedno dokaj obsežne svetovne proste zmogljivosti tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih ter posledična močna konkurenca iz nizkocenovnih držav.

**Rast plač se bo v celotnem obdobju projekcij po pričakovanjih vidno krepila, saj se bodo proste zmogljivosti na trgu dela zmanjševale, ostali dejavniki, ki zavirajo rast plač, pa bodo postopno izginjali.** Rast sredstva za zaposlene na

zaposlenega se bo z 1,2% v letu 2016 po projekcijah povečala do leta 2019 na 2,4%. Glavni vzroki za tolikšno povečanje bodo predvidoma izboljšanje razmer na trgu dela ter pričakovano zvišanje inflacije, ki povratno vpliva na gibanje plač, saj se v nekaterih državah euroobmočja pri pogajanjih o plačah v veliki meri upoštevajo gibanja v preteklosti. Poleg tega se bo v nekaterih državah v obdobju projekcij zmanjšal pritisk v smeri bolj zmerne rasti plač, da bi te države lahko ponovno postale cenovno konkurenčne, popuščali pa bodo tudi pritiski, ki so doslej zavirali rast plač. V nekaterih državah se bo z napredkom in širitvijo cikličnega okrevanja zmanjšal tudi zaviralni učinek na rast plač, ki izhaja iz strukturnih reform, izvedenih na trgu dela. Predvidoma bodo postopno izginjali tudi učinki spremenjene strukture plač, saj bodo nova delovna mesta nastajala v več sektorjih in ne le v tistih z nizko produktivnostjo in posledično z nizkimi plačami, kot je veljalo v minulih letih.

**Profitne marže se bodo v obdobju projekcij po pričakovanjih še naprej povečevale skladno z nadaljnjim gospodarskim okrevanjem, vseeno pa bodo naraščale mnogo počasneje kot v letu 2015.** V letu 2015 sta njihovo rast spodbudila močan upad cen nafte, ki se kot kaže ni v celoti prenesel na maloprodajne cene, ter šibka dinamika stroškov dela na enoto proizvoda. Ker učinki cen nafte popuščajo, rast stroškov dela pa narašča, se v letu 2016 pričakuje počasnejša rast profitnih marž. Večinoma konstantna in zmerna rast profitnih marž v preostalem obdobju projekcij je skladna s pričakovanim cikličnim okrevanjem in zaviralnim vplivom naraščanja stroškov dela.

**V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami so obeti za rast inflacije po HICP večinoma nespremenjeni.** Dinamika osnovne inflacije je sicer nekoliko šibkejša kot v obdobju prejšnjih projekcij, vendar jo bo v letu 2017 več kot nadomestila hitrejša rast cen energentov.

### 3 Javnofinančni obeti

**Javnofinančna politika bo v letu 2016 po projekcijah ekspanzivna, v letih 2017, 2018 in 2019 pa pretežno nevtralna.** Naravnost javnofinančne politike se meri s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. V letu 2016 je ekspanzivna javnofinančna politika temeljila predvsem na diskrecijskih javnofinančnih ukrepih, medtem ko so imeli nediskrecijski dejavniki manjšo vlogo in so bili večinoma povezani z majhnim upadom nedavnih prihodkov.

**Javnofinančni primanjkljaj in stopnja javnega dolga se bosta v obravnavanem obdobju po projekcijah zmanjševala.** V letu 2016 nižja plačila obresti in izboljšana ciklična komponenta več kot izravnata poslabšanje ciklično prilagojenega primarnega salda. Od leta 2017 do 2019 se bo proračunski deficit zaradi nadaljnega zmanjševanja plačil za obresti in izboljševanja ciklične komponente predvidoma še dodatno zmanjšal, ciklično prilagojeni primarni saldo pa bo ostal nespremenjen. Postopno zmanjšanje javnega dolga v obdobju projekcij bo podpiral predvsem ugoden razmik med obrestnimi merami in stopnjo gospodarske rasti, povezan s



pričakovanim gospodarskim okrevanjem in predpostavljenimi nizkimi obrestnimi merami. Na gibanje dolga bo po projekcijah ugodno vplival tudi primarni presežek.

**V primerjavi s septembrskimi projekcijami so javnofinančni obeti glede stopnje proračunskega primanjkljaja ostali večinoma nespremenjeni, medtem ko je bila stopnja javnega dolga v letih 2017 in 2018 popravljena navzgor.** Glavni razlog za popravek razmerja med dolgom in BDP za ti dve leti je manjši prispevek razlike med obrestnimi merami in stopnjo gospodarske rasti k zmanjševanju javnega dolga, ki se je zmanjšal zato, ker je bil nominalni BDP euroobmočja popravljen navzdol.

**Tabela 1**  
Makroekonomske projekcije za euroobmočje<sup>1)</sup>

(medletne spremembe v odstotkih)

	December 2016				September 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Realni BDP <sup>1)</sup>	1,7 [1,6–1,8] <sup>2)</sup>	1,7 [1,1–2,3] <sup>2)</sup>	1,6 [0,6–2,6] <sup>2)</sup>	1,6 [0,4–2,8] <sup>2)</sup>	1,7 [1,5–1,9] <sup>2)</sup>	1,6 [0,7–2,5] <sup>2)</sup>	1,6 [0,4–2,8] <sup>2)</sup>
Zasebna potrošnja	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,6	1,5
Državna potrošnja	2,0	1,3	1,1	1,1	1,7	0,9	1,0
Bruto investicije v osnovna sredstva	3,0	3,1	3,1	2,7	3,1	3,3	3,3
Izvoz <sup>3)</sup>	2,7	3,7	3,9	4,0	2,6	3,7	4,1
Uvoz <sup>3)</sup>	3,3	4,1	4,3	4,1	3,3	4,4	4,7
Zaposlenost	1,4	1,1	0,8	0,8	1,3	0,8	0,7
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	10,0	9,5	9,1	8,7	10,1	9,9	9,6
HICP	0,2 [0,2–0,2] <sup>2)</sup>	1,3 [0,8–1,8] <sup>2)</sup>	1,5 [0,7–2,3] <sup>2)</sup>	1,7 [0,9–2,5] <sup>2)</sup>	0,2 [0,1–0,3] <sup>2)</sup>	1,2 [0,6–1,8] <sup>2)</sup>	1,6 [0,8–2,4] <sup>2)</sup>
HICP brez energentov	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
HICP brez energentov in hrane	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,3	1,5
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
Stroški dela na enoto proizvoda	0,8	1,0	1,3	1,5	0,8	1,0	1,3
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,2	1,7	2,1	2,4	1,2	1,8	2,2
Produktivnost dela	0,3	0,6	0,8	0,9	0,4	0,7	0,9
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	–1,8	–1,6	–1,5	–1,2	–1,9	–1,7	–1,5
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) <sup>5)</sup>	–1,8	–1,8	–1,6	–1,4	–1,9	–1,8	–1,6
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	89,4	88,5	87,3	85,7	89,5	88,4	87,0
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,4	3,3

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 spletnem mestu 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 popoln 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 in analiza scenarijev

---

**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. Poleg tega okvir obravnava tudi posledice nekaterih možnih politik nove vlade ZDA za obete v ZDA, na svetovni ravni in v euroobmočju.

#### 1) Alternativna gibanja cen nafte

**Alternativni modeli gibanja cen nafte kažejo na tveganje, da bodo cene nafte v obdobju projekcij rasle hitreje, kot je 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 surove nafte Brent do konca leta 2019 dosegla približno 55 USD za sod. To gibanje je skladno z zmernim okrevanjem svetovnega povpraševanja po nafti, tj. s scenarijem, po katerem svetovno gospodarsko okrevanje pridobiva zagon, in z majhnim zmanjšanjem ponudbe nafte. Kombinacija alternativnih modelov, ki jih za napovedovanje cen nafte v obdobju projekcij uporabljajo strokovnjaki Eurosistema,<sup>5</sup> trenutno kaže, da bodo cene nafte v obdobju projekcij naraščale hitreje, kot je predpostavljeno v tehničnih predpostavkah. Če bi se uresničil alternativni scenarij, po katerem bi se cene nafte do leta 2019 zvišale za 19% bolj kot v osnovnem scenariju, bi to rahlo zavrlo realno rast BDP, hkrati pa nekoliko bolj pospešilo rast inflacije (ki bi bila v letu 2017 višja za 0,1 odstotne točke, v letu 2018 za 0,2 odstotne točke in v letu 2019 za 0,3 odstotne točke).

**Po dokončanju projekcij je OPEC 30. novembra 2016 sklenil zmanjšati ponudbo nafte, zaradi česar so se terminske cene nafte na kratki rok strmo zvišale, zatem pa se rahlo zvišujejo do konca obdobja projekcij.** Če se bo takšno gibanje uresničilo, lahko v primerjavi z osnovnim scenarijem privede do višje inflacije v letu 2017, medtem ko naj bi v letih 2018 in 2019 ne imelo tolikšnega vpliva.

#### 2) Alternativna tečajna gibanja

**Ta analiza občutljivosti kot ponazoritev zajema vpliv šibkejšega tečaja eura v primerjavi z osnovnim scenarijem.** Tveganja, da bo prišlo do depreciacije tečaja eura, izhajajo predvsem iz razhajanj med naravnostjo denarnih politik na obeh straneh Atlantika. Predvsem bi zviševanje obrestne mere v ZDA za zvezna sredstva, ki bi potekalo manj postopno, kot se pričakuje, povečalo pritisk na padanje tečaja eura. Glavni razlog za to bi bila naraščajoča inflacijska pričakovanja v ZDA v razmerah ekspanzivne fiskalne politike in majhnih prostih zmogljivosti na trgu dela. Alternativno gibanje tečaja eura temelji na 25. centilu porazdelitve do tveganja nevtralne gostote verjetnosti tečaja USD/EUR, kot izhaja iz opcij na dan 17. novembra 2016. To gibanje kaže na postopno depreciacijo eura v razmerju do dolarja na raven 0,95 USD/EUR v letu 2019, kar je za 9,7% nižje od predpostavke za to leto v osnovnem scenariju. Odgovarjajoče predpostavke za nominalni efektivni tečaj odražajo zgodovinsko dinamiko, pri čemer spremembe tečaja USD/EUR odražajo

---

<sup>5</sup> Glej kombinacijo štirih modelov, predstavljeno v članku z naslovom »Forecasting the price of oil«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2015.

spremembe efektivnega tečaja z elastičnostjo okrog 50%. Iz te predpostavke sledi postopno zniževanje efektivnega tečaja eura glede na raven v osnovnem scenariju, tako da bi bil ta leta 2019 za 5,2% nižji kot v osnovnem scenariju. Po scenariju s to predpostavko povprečje rezultatov iz različnih makroekonomskih modelov, ki jih uporabljajo strokovnjaki Eurosistema, kaže na višjo rast realnega BDP (za 0,2 do 0,3 odstotne točke na leto) in višjo inflacijo (za 0,2 odstotne točke v letu 2017 in za 0,4 do 0,5 odstotne točke v letih 2018 in 2019).

### **3) Scenariji z novo vlado ZDA – posledice za obete v ZDA, svetovno gospodarstvo in euroobmočje**

**Spremembe, ki bi jih lahko uvedla nova ameriška vlada pod vodstvom novoizvoljenega predsednika Donald Trumpa, se šele nakazujejo.** Podrobnosti prihodnjih politik nove vlade še niso znane in zato niso vključene v osnovnem scenariju, med predvolilno kampanjo pa je Trump orisal naslednje načrte: (i) velik paket javnofinančnih spodbud, ki bi lahko vključeval znižanje davka za posameznike in podjetja, ter povečanje izdatkov za infrastrukturo in obrambo, (ii) strožjo politiko glede priseljevanja in (iii) večji trgovinski protekcionizem. Čeprav so spremembe na teh treh obsežnih področjih še zelo negotove, so njihove možne posledice opisane v nadaljevanju.

**Paket takšnih politik bo v ZDA verjetno povzročil zvišanje inflacije, posledice za gospodarsko aktivnost pa so odvisne od ukrepov, ki bodo dejansko sprejeti.** Javnofinančni ukrepi bodo spodbudili rast realnega BDP in inflacije, vendar bo njihov učinek verjetno manj izrazit zaradi višjih obrestnih mer in apreciacije dolarja. Strožja politika glede priseljevanja bi lahko razmeroma malo vplivala na aktivnost, če bo zmanjšanje delovne sile izravnala višja stopnja aktivnosti prebivalstva in višja zaposlenost v drugih delih domačega prebivalstva. Na protekcionistično trgovinsko politiko z višjimi uvoznimi dajatvami bi se druge države lahko odzvale s povračilnimi ukrepi, tako da bi se ameriški realni BDP v obdobju projekcij zaradi manjšega izvoza lahko znižal.

**Svetovni učinki so odvisni od relativne moči posameznih kanalov.** V nastajajočih tržnih gospodarstvih bi se v primeru, da bi jih protekcionistični ukrepi močno prizadeli, verjetno zmanjšala rast BDP, drugim regijam pa bi spodbujevalni javnofinančni ukrepi v ZDA ter trgovinski substitucijski učinki v začetku lahko koristili.

**Na euroobmočje bi ameriški ukrepi lahko delovali preko različnih kanalov.** Prvič, fiskalna ekspanzija v ZDA bi spodbudila domače povpraševanje v ZDA, oslabila euro v razmerju do dolarja in povečala povpraševanje po dobrinah in storitvah iz euroobmočja. Drugič, ker bi se domača aktivnost in uvoz v ZDA in nastajajočih tržnih gospodarstvih lahko zmanjšala zaradi višjih uvoznih dajatev in drugih trgovinskih politik, bi bil neposredni učinek ameriških trgovinskih politik na povpraševanje v euroobmočju lahko negativen. Če pa za euroobmočje ne bi veljale višje uvozne dajatve, bi se njegova cenovna konkurenčnost lahko povečala v odnosu do tistih držav, za katere bi bile uvedene višje uvozne dajatve. To bi ustvarilo svetovni substitucijski učinek v korist euroobmočja. Vseeno so posledice za euroobmočje na splošno še zelo negotove in odvisne od tega, katere konkretne politike bo izbrala nova ameriška vlada.

## 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, so trenutno razpoložljive napovedi rasti realnega BDP in inflacije, ki jih pripravljajo druge institucije, na splošno znotraj razponov okrog projekcij strokovnjakov Eurosistema (v tabeli 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	December 2016	1,7 [1,6–1.8]	1,7 [1,1–2.3]	1,6 [0,6–2.6]	0,2 [0,2–0.2]	1,3 [0,8–1.8]	1,5 [0,7–2.3]
Evropska komisija	November 2016	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
OECD	November 2016	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
Euro Zone Barometer	November 2016	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Napovedi Consensus Economics	November 2016	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	Oktober 2016	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
MDS	Oktober 2016	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (jesen 2016); IMF World Economic Outlook (oktober 2016); OECD Economic Outlook (november 2016); napovedi Consensus Economics (november 2016); MJEconomics za Euro Zone Barometer (november 2016); anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters) (oktober 2016).

Opombe: Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB in Eurosistema ter 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](http://www.ecb.europa.eu)

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