



# Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje<sup>1</sup>

*Okrevanje gospodarstva v euroobmočju naj bi se nadaljevalo, čeprav bodo stopnje rasti rahlo nižje, kot je bilo predvideno v junijskih projekcijah. Po projekcijah bo rast izvoza euroobmočja zaviralo zunanje povpraševanje, ki je bilo znatno popravljeno navzdol predvsem zaradi precej šibkejšega uvoznega povpraševanja v Veliki Britaniji po referendumu o članstvu v EU. Vendar je izglasovani brexit do zdaj le malo vplival na kazalnike gospodarske klime in negotovosti v euroobmočju, zato obeti za gospodarsko okrevanje ostajajo v glavnem nespremenjeni. Rast domačega povpraševanja bodo v obdobju projekcij v kontekstu postopnega globalnega okrevanja predvidoma podpirali spodbujevalno naravnana denarna politika, še vedno razmeroma nizke cene nafte, boljše razmere na trgu dela in napredek, dosežen pri razdolževanju vseh sektorjev. Po projekcijah se bo BDP v letu 2016 realno povečal za 1,7%, v letih 2017 in 2018 pa za 1,6%.*

*Inflacija, merjena z indeksom HICP, naj bi leta 2016 v povprečju znašala 0,2%, saj naj bi jo močno oslabil negativen prispevek cen energentov v indeksu HICP, povezan s preteklim strmim padcem cen nafte. Ko bo v začetku leta 2017 ta učinek izzvenel, naj bi se v omenjenem letu inflacija znatno povečala, in sicer na 1,2%. Sedanje gospodarsko okrevanje in zmanjšanje neizkoriščenih gospodarskih zmogljivosti naj bi v obdobju projekcij inflacijo brez energentov in hrane predvidoma postopoma potisnila navzgor, kar naj bi spodbudilo nadaljnjo rast skupne inflacije na 1,6% v letu 2018.*

## 1 Realno gospodarstvo

**Okrevanje gospodarske aktivnosti v euroobmočju se bo predvidoma nadaljevalo.** BDP v euroobmočju je bil leta 2015 popravljeno opazno navzgor zaradi znatno navzgor popravljene BDP Irske, kar je bilo po drugi strani predvsem posledica prestrukturiranja velikih multinacionalnih podjetij, zaradi česar se je raven osnovnih sredstev na Irskem močno zvišala. Popravek pomeni spremembo ravni

<sup>1</sup> Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB 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 spletni strani ECB. Presečni datum za tehnične predpostavke, kot so cene nafte in tečajji, je 11. avgust 2016 (glej okvir 2). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 18. avgust 2016, z izjemo podatkov za Nemčijo in Španijo, za katere so uporabljene objave BDP z dne 24. oziroma 25. avgusta. 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.

BDP, vendar ne odraža močnejšega temeljnega zagona rasti v gospodarstvu euroobmočja ali Irske. Po Eurostatovi zadnji oceni se je realna rast BDP v drugem četrtletju 2016 normalizirala na 0,3%, potem ko je v prvem četrtletju znašala 0,5%, saj je popustil ugoden učinek nekaterih začasnih dejavnikov. Zaupanje podjetij in potrošnikov v euroobmočju je kljub izidu britanskega referendumu ostalo precej visoko, kazalniki volatilitnosti na finančnih trgih in splošna makroekonomska negotovost pa so ostali nizki (glej okvir 1). Ti kazalniki napovedujejo vzdržno gospodarsko rast v bližnji prihodnosti.

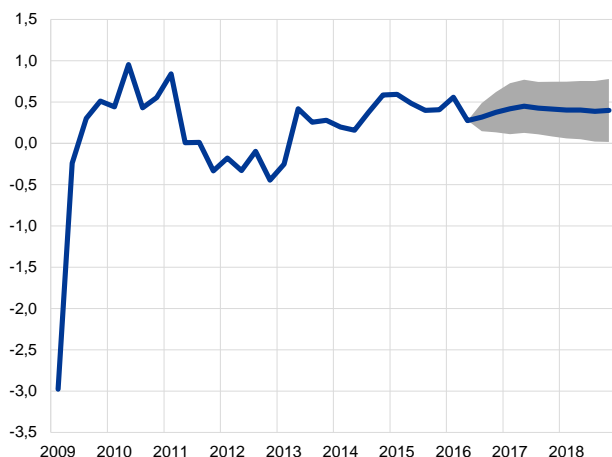
## Graf 1

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

(četrtletni podatki)

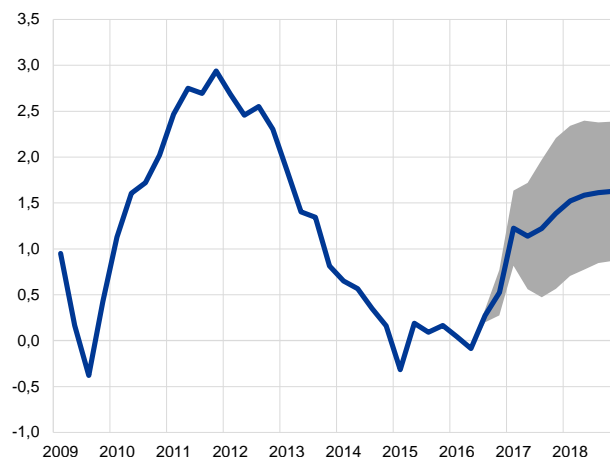
#### Realni BDP v euroobmočju<sup>2)</sup>

(četrtletne 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.

**Po projekcijah se bo BDP v letu 2016 realno povečal za 1,7%, v letih 2017 in 2018 pa za 1,6%.** Vztrajno domače povpraševanje naj bi ostalo temelj realne rasti BDP, saj jo bosta v letu 2016 opazno podpirali spodbujevalno naravnana denarna politika ECB in ugodna fiskalna politika. Rast izvoza naj bi pridobila nekaj zagona zaradi pričakovanega postopnega globalnega gospodarskega okrevanja, vendar bo nižja od rasti uvoza, tako da bo negativen prispevek neto trgovinske menjave v obdobju projekcij postopoma pojemal.

## Okvir 1

Vpliv izida britanskega referendumu o članstvu v EU na gospodarske obete v euroobmočju

**Britanska odločitev, da izstopi iz Evropske unije, bo po pričakovanjih negativno vplivala na gospodarstvo euroobmočja, predvsem preko trgovinskih povezav, saj so bili obeti za britansko gospodarstvo popravljeni precej navzdol.** Trenutna osnovna projekcija za Veliko

Britanijo temelji na daljšem obdobju povečane negotovosti, ki zavira gospodarsko aktivnost. Rast britanskega BDP se bo po pričakovanjih v drugi polovici leta 2016 in v letu 2017 opazno upočasnila. K upočasnitvi rasti BDP v Veliki Britaniji naj bi prispevala izrazito upadanje naložb in počasnejša rast zasebne potrošnje. Predpostavlja se, da bo negotovost, povezana z izidom trgovinskih pogajanj, dodatno negativno vplivala na spremenljivke v zvezi s trgovinsko menjavo, saj bi podjetja lahko oklevala glede sklenitve novih dolgoročnejših trgovinskih sporazumov, dokler ne bodo jasni prihodnji odnosi med Veliko Britanijo in Evropsko unijo. Zaradi tega in zaradi šibkejšega tečaja britanskega funta je bil v obdobju projekcij britanski uvoz v primerjavi z junijskimi projekcijami popravljen znatno navzdol. Navzdol je bila popravljena tudi rast britanskega izvoza, vendar manj, saj se pričakuje, da jo bo delno podpirala efektivna deprecijacija funta. Gospodarska aktivnost v Veliki Britaniji naj bi po zaslugi spodbujevalne denarne politike leta 2018 nekoliko okrevala.

**Po pričakovanjih bo na gospodarsko aktivnost v euroobmočju negativno vplivalo predvsem zmanjšanje izvoza.** Ob upoštevanju globalnega prelivanja posledic brexita bo ta precej zavrl zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja v obdobju projekcij, kumulativno za približno 1,3 odstotne točke. Zaviralni učinek na realno rast BDP zaradi nižjega zunanjega povpraševanja se po državah euroobmočja razlikuje, kar je posledica razlik v trgovinskih povezavah z Veliko Britanijo. Poleg zgoraj naštetih učinkov na trgovinsko menjavo so v posameznih državah prisotni tudi tečajni vplivi, povezani z brexitom, ki izhajajo iz močne deprecijacije britanskega funta v primerjavi z eustom po britanskem referendumu. Vendar je v vseh državah euroobmočja – z izjemo Irske – apreciacijo eura v primerjavi s funtom več kot odtehtala efektivna deprecijacija eura v primerjavi z drugimi glavnimi valutami. Od referenduma so bile precej navzdol popravljene tudi dolgoročne obrestne mere, kar bi lahko odražalo spremembe v pričakovanjih glede prihodnje denarne politike euroobmočja in na globalni ravni. Ta dva dejavnika zavirata negativen učinek brexita na gospodarske obete v euroobmočju.

**Projekcija gospodarske rasti v euroobmočju vključuje tudi dodatne zaviralne učinke po posameznih državah.** Ti se na primer nanašajo na neugodne posledice za zaupanje v nekaterih državah, ki so tesno povezane z Veliko Britanijo, prav tako pa na oslabilen turizem in neugodna gibanja na trgu nepremičnin v nekaterih državah. Ker je popravek gospodarskih obetov v Veliki Britaniji navzdol zlasti posledica mnogo šibkejših naložbenih gibanj, bo nesorazmerno vplival na tiste trgovinske partnerice, ki Veliko Britanijo oskrbujejo z investicijskim blagom.

**Glede projekcij za euroobmočje obstajajo precejšnja navzdol usmerjena tveganja, povezana z brexitom.** Pogajanja med Veliko Britanijo in Evropsko unijo bi se lahko izkazala za zahtevnejša, kot se pričakuje, kar bi lahko še dodatno poslabšalo trgovinske obete. Trajna negotovost bi lahko privedla do vse manjšega zaupanja in nižje gospodarske aktivnosti v obdobju projekcij. Nižje britansko povpraševanje po stanovanjih v tujini bi lahko negativno vplivalo tudi na gibanja stanovanjski naložb v določenih gospodarstvih euroobmočja. Po drugi strani je v nekaterih državah euroobmočja mogoče prepoznati navzgor usmerjena tveganja, povezana s preselitvijo finančnih storitev ali preusmeritvijo tokov neposrednih tujih naložb, namenjenih v Veliko Britanijo, v državo izvora ali druge države euroobmočja.

---

**Zasebna potrošnja naj bi se letos močno povečala in tudi pozneje vztrajno rasla.** Zaupanje potrošnikov ostaja precej nad zgodovinskim povprečjem, kar pomeni, da bo zasebna potrošnja v drugi polovici leta 2016 še naprej rasla. Obeti za

rast nominalnega razpoložljivega dohodka ostajajo pozitivni, saj nadaljnjo rast zaposlenosti spremlja rahla krepitev stopnje rasti sredstev za zaposlene. K rasti nominalnega razpoložljivega dohodka bodo predvidoma pozitivno prispevali drugi osebni prihodki, in sicer bolj ali manj skladno z gibanjem dobička. Stopnja rasti 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. Rast zasebne potrošnje bo po predvidevanjih podpiralo tudi izboljšanje posojilnih pogojev v bankah ob podpori ukrepov denarne politike ECB. Medtem ko nižje obrestne mere vplivajo na obrestne prihodke in obrestne odhodke zasebnih gospodinjstev v približno enakem obsegu – zato povprečni neto obrestni prihodki gospodinjstev v euroobmočju ostajajo večinoma nespremenjeni – pa se s tem prerazporejajo viri od neto varčevalcev k neto posojilojemalcem. Ker imajo zadnji navadno višjo mejno nagnjenost k trošenju, naj bi prerazdelitev obrestnih prihodkov in odhodkov dodatno spodbujala skupno potrošnjo. Rast zasebne potrošnje naj bi podpiral tudi napredek, dosežen pri razdolževanju. V celoti gledano bo medletna rast zasebne potrošnje po projekcijah v povprečju znašala 1,7% v letu 2016, 1,6% v letu 2017 in 1,5% v letu 2018.

**Stopnja varčevanja naj bi do sredine leta 2017 padala, pozneje pa ostala nespremenjena.** Po ocenah se je stopnja varčevanja v drugi polovici leta 2015 in nato še dodatno v prvi polovici leta 2016 nekoliko zvišala, kar je posledica delnega in postopnega prenosa povečanega realnega dohodka zaradi cen nafte v potrošnjo gospodinjstev. Ugoden učinek na stopnjo varčevanja naj bi bil le začasen, njegov iztek pa pomeni znižanje te stopnje med koncem leta 2016 in sredino leta 2017. Stopnja varčevanja naj bi nato do konca obdobja projekcij stagnirala, in sicer zaradi več nasprotujočih si dejavnikov. Medtem ko vse manjša brezposelnost, boljši kreditni pogoji in nizke obrestne mere kažejo na zmanjšanje stopnje varčevanja v nekaterih državah, pa se bo zaradi potrebe po razdolževanju verjetno zvišala v nekaterih ranljivih državah.

## Okvir 2

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

**V primerjavi z junijskimi projekcijami se spremembe tehničnih predpostavk nanašajo na malce nižje dolarske cene nafte, majhno depreciacijo učinkovitega tečaja eura ter precej nižje dolgoročne tržne obrestne mere.**

## Tehnične predpostavke

	September 2016				Junij 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	1,2	0,7	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,4
Cene nafte (v USD/sod)	52,4	42,8	47,4	50,6	52,4	43,4	49,1	51,3
Cene primarnih surovin brez energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	-19,9	-3,0	5,3	4,2	-19,9	-3,3	4,3	4,6
Devizni tečaj USD/EUR	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,13	1,14	1,14
Nominalni efektivni devizni tečaj eura (EDT-38) (medletne spremembe v odstotkih)	-7,1	3,6	-0,1	0,0	-7,1	4,2	0,2	0,0

### Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 11. avgusta 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 letu 2016 ter –0,4% v letih 2017 in 2018. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju kažejo na povprečno raven v višini 0,7% v letu 2016, 0,6% v letu 2017 in 0,8% v letu 2018.<sup>2</sup> 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 dodatno zmerno umirile, v letu 2018 pa rahlo zvišale. Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi gibanj na terminskih trgih, tj. povprečja v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma 11. avgusta, predpostavlja, da se bo cena za sod surove nafte Brent, ki je leta 2015 znašala 52,4 USD, v letu 2016 znižala na 42,8 USD, nato pa se v letih 2017 in 2018 zvišala na 47,4 USD oziroma 50,6 USD, kar je v obdobju projekcij v povprečju okrog 1 USD manj kot v junijskih 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.<sup>3</sup> 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 11. avgusta. To pomeni, da bo povprečni devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom v obdobju projekcij na ravni 1,11 USD za euro, medtem ko je v junijskih projekcijah znašal 1,14 USD. Kljub močni depreciaciji britanskega funta v primerjavi z eurom po britanskem referendumu naj bi bil v letu 2016 efektivni tečaj eura (v razmerju do valut 38 trgovinskih partneric) 0,5% šibkejši, v letih 2017 in 2018 pa 0,9% nižji, kot je bilo predpostavljeno v junijskih projekcijah.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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 tretjega četrtletja 2017, potem pa se gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

### **Stanovanjske investicije v euroobmočju naj bi se nekoliko okrepile.**

K vztrajnemu okrevanju stanovanjskih investicij naj bi prispevala predvidena pospešitev rasti nominalnega razpoložljivega dohodka in zelo nizke obrestne mere za hipotekarna posojila. To dokazuje tudi vse večje število gradbenih dovoljenj in povečanje povpraševanja po stanovanjskih posojilih ob izboljšanih posojilnih pogojih bank. Zdi se, da se je v nekaterih državah končal tudi proces prilagajanja na nepremičninskih trgih, cene stanovanj pa so pričele rasti. Ne glede na povedano bodo povečanje stanovanjskih investicij zavirali visoka brezposelnost in visoka raven zadolženosti gospodinjstev v nekaterih državah ter tudi neugodna demografska gibanja.

**Pri podjetniških investicijah je pričakovati nadaljnje okrevanje.** Okrevanje naložb naj bi spodbujali številni dejavniki: zaupanje se še naprej izboljšuje zaradi ugodnih pričakovanj o proizvodnji in zaradi preobrata pri pričakovanih prodajnih cenah; izkoriščenost zmogljivosti je presegla dolgoletno povprečje; pogoji financiranja in posojilni pogoji bank so se znatno izboljšali, podkrepjeni z nestandardnimi ukrepi denarne politike ECB; domače povpraševanje naj bi še naprej vztrajno raslo, zunanje povpraševanje pa naj bi se okrepilo; pojavila se je potreba po posodobitvi osnovnega kapitala po več letih skromnih investicij; profitne marže pa naj bi se okrepile, pri čemer je sektor nefinančnih družb že zdaj dobro založen z denarjem. Poleg tega sta precejšen porast tečajev delnic v zadnjih 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 še vedno zavirale togosti na trgih proizvodov in dela ter pričakovana šibkejša rast potencialnega proizvoda.

### **Na izvoz v države zunaj euroobmočja je precej negativno vplivalo navzdol popravljeno zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja, večinoma povezano s slabšimi obeti glede Velike Britanije.**

Zunanje povpraševanje naj bi od sredine leta 2016 dobilo le zmeren zagon, skladno s krepitvijo svetovne gospodarske rasti, k čemur bodo prispevala predvsem nastajajoča tržna gospodarstva. Predvidene stopnje rasti zunanjega povpraševanja bodo kljub temu še vedno ostale daleč pod predkrizno ravnijo. Posledično neugoden vpliv na izvoz v države zunaj euroobmočja le delno blaži ugoden učinek šibkejšega učinkovitega tečaja eura. V celoti gledano naj bi izvoz v države zunaj euroobmočja od druge polovice leta 2016 dobil le zmeren zagon. Delež na izvoznih trgih se bo po pričakovanjih zaradi šibkejšega tečaja eura kratkoročno le malo povečal, pozneje pa bo stagniral. Rast uvoza iz držav zunaj euroobmočja bo v obdobju projekcij predvidoma ostala razmeroma nizka. Uvoz naj bi rasel skladno s preteklo elastičnostjo na skupno povpraševanje, čeprav naj bi še vedno rasel nekoliko hitreje kot izvoz. Zato se bo presežek na tekočem računu v letu 2018 po pričakovanjih znižal na 3,3%.

### Okvir 3

#### Mednarodno okolje

**Pričakovati je, da se bo svetovna gospodarska aktivnost postopoma krepila.** Brexit pomeni uresničenje tveganja nižje rasti, ki vpliva na že tako ali tako umirjene globalne gospodarske obete. Čeprav je bila volatilitnost na svetovnih finančnih trgih, ki je sledila britanskemu referendumu, kratkotrajna in so jo deloma omejila pričakovanja glede še bolj spodbujevalne denarne politike, so se obeti v Veliki Britaniji poslabšali, kar je vplivalo na svetovno povpraševanje. Kljub negotovim znakom, da je aktivnost v velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih, tj. izvoznikih surovin, dosegla dno, so svetovni kazalniki že pred britanskim referendumom kazali na zmerno svetovno rast. V prihodnje naj bi okrevanje svetovnega gospodarstva ostalo zelo postopno. Medtem ko bo spodbujevalno naravnana politika v visoko razvitih gospodarstvih predvidoma podpirala gospodarske obete, bo postopno popuščanje primeža globoke recesije v velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih, zlasti v Rusiji in Braziliji, krepilo svetovno gospodarsko rast, to pa bo odtehtalo strukturno upočasnitev na Kitajskem.

**Svetovna trgovinska menjava ostaja šibka.** V zadnjih četrletjih so na svetovno trgovinsko menjavo vplivali ciklični zaviralni dejavniki v nastajajočih tržnih gospodarstvih, zlasti v izvoznikih surovin, kjer so investicije močno upadle. S popuščanjem teh šokov se bo svetovni uvoz v prihodnjih četrletjih po predvidevanjih nekoliko okrepil. Projekcije v srednjeročnem obdobju temeljijo na predpostavki, da je elastičnost trgovinske menjave na svetovno gospodarsko rast okrog 1, kar je precej pod predkrizno ravnijo. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo po projekcijah v letu 2016 povečalo za 1,6%, v letu 2017 za 2,6% in v letu 2018 za 3,5%.

#### Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

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

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

**V primerjavi z junijskimi projekcijami sta bila svetovna gospodarska aktivnost in zunanje povpraševanje popravljena navzdol.** Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja, ki je bilo navzdol popravljeno za 0,4 odstotnih točk v letu 2016, za 0,9 odstotnih točk v letu 2017 in za 0,5 odstotnih točk v letu 2018, je predvsem posledica pričakovane nižje rasti uvoza iz Velike Britanije in globalnega prelivanja teh učinkov.

**Negativna proizvodna vrzel v euroobmočju se bo v obdobju projekcij predvidoma postopoma zožila, kar bo posledica zgozlj zmerne rasti potencialnega proizvoda.** Ta naj bi se v obdobju projekcij sicer nekoliko zvišala, a bo še vedno ostala daleč pod predkrizno ravnijo, ki je znašala okrog 1,7%. Šibek zagon potencialnega proizvoda je zlasti posledica precej nizkega prispevka kapitala,



ki sledi dolgotrajnemu obdobju zelo skromnih investicij. Prispevek dela naj bi se v obdobju projekcij povečal, in sicer zaradi vse večjega števila delovno sposobnega prebivalstva v povezavi s pritokom beguncev in vse večjega števila aktivnega prebivalstva, ki ga je delno mogoče pripisati preteklim strukturnim reformam. Zaradi starajočega se prebivalstva pa bo prispevek dela vseeno ostal nekoliko nižji od predkriznega povprečja. V nasprotju s tem se pričakovan prispevek skupne faktorske produktivnosti v glavnem ujema s predkrizno ravni.

**Razmere na trgih dela v euroobmočju se bodo v obdobju projekcij predvidoma še naprej izboljševale.** Zaposlenost bo v obdobju projekcij še naprej rasla, čeprav nekoliko manj kot v nedavnih četrletjih. Kratkoročno je to predvsem posledica normalizacije, saj nekateri začasni spodbujevalni dejavniki popuščajo, v preostanku obdobja projekcij pa to odraža zlasti predpostavko, da bo imelo pomanjkanje kvalificirane delovne sile v nekaterih predelih euroobmočja večji vpliv. Stopnja brezposelnosti se bo predvidoma zniževala, čeprav počasneje kot leta 2015, saj bo močnejša rast delovne sile kot posledica pritoka beguncev in ohranitve iskalcev zaposlitve deloma izničila učinek, ki ga ima naraščanje zaposlenosti na stopnjo brezposelnosti. Gibanja zaposlenosti kažejo na pospešeno rast produktivnosti dela z 0,4% v letu 2016 na 0,9% v letu 2018, kar je posledica običajne ciklične dinamike.

**V primerjavi z junijskimi projekcijami so bili obeti za realno rast BDP za celotno obdobje projekcij popravljeni nekoliko navzdol.** To je predvsem posledica negativnega popravka navzdol pri zunanjem povpraševanju po izvozu euroobmočja, kar naj bi le delno izravnal ugoden učinek nižjih dolgoročnih obrestnih mer, šibkejšega efektivnega tečaja eura in nekaterih dodatnih javnofinančnih spodbud.

## 2 Cene in stroški

**Inflacija, merjena z indeksom HICP, naj bi v letu 2016 v povprečju znašala 0,2%, nato pa naj bi se občutno dvignila, in sicer na 1,2% v letu 2017 in na 1,7% v letu 2018.** Popuščanje močnega zaviralnega učinka, ki je posledica preteklega padca cen nafte, bo v začetku leta 2017 po predvidevanjih povzročilo precejšnje zvišanje skupne inflacije, ki se bo v prvem četrletju povzpela na 1,2%. Na podlagi krivulje naftnih terminskih pogodb naj bi se prispevek rasti cen energentov k skupni inflaciji spremenil z -0,6 odstotne točke v letu 2016 na približno 0,1 do 0,2 odstotne točke v letih 2017 in 2018, s čimer naj bi med letoma 2016 in 2017 prispeval 0,7 odstotne točke k zvišanju skupne inflacije.

**Inflacija brez energentov in hrane se bo po predvidevanjih povečala, saj neizkoriščen gospodarski potencial počasi izginja.** Izboljšane razmere na trgu dela, ki se kažejo v opaznem zmanjšanju stopnje brezposelnosti, bodo v času projekcij po pričakovanih podprle postopno pospešitev rasti plač. V okviru sedanjega gospodarskega okrevanja naj bi osnovno inflacijo trajno spodbudila tudi okrepljena moč podjetij pri določanju cen in s tem povezan porast profitnih marž. K pričakovanemu zvišanju inflacije brez energentov in hrane bi morale prispevati tudi



pojemanje zaviralnih posrednih učinkov, ki izhajajo iz gibanja cen energentov in drugih primarnih surovin. Navzgor delujoče vplive je v splošnem sicer mogoče pričakovati tudi od vse večjih svetovnih cenovnih pritiskov, a bo postopno pojemanje navzgor usmerjenih pritiskov, ki so posledica pretekle depreciacije eura, v obdobju projekcij predvidoma vseeno zaviralo rast inflacije brez energentov in hrane. Na splošno naj bi inflacija brez energentov in hrane v letu 2016 v povprečju znašala 0,9%, nato pa naj bi se okrepila, in sicer na 1,3% v letu 2017 in na 1,5% v letu 2018.

**K zvišanju inflacije bodo prispevali zunanji cenovni pritiski, pri čemer je pričakovati, da bo rast uvoznih cen po daljšem, štiriletnem obdobju negativnih medletnih stopenj v letu 2017 postala pozitivna.** Uvozni deflator bo v letu 2016 po pričakovanjih še naprej padal, nato pa bo v letih 2017 in 2018 začel rasti. Eden od ključnih elementov preobrata uvoznih cenovnih pritiskov je predvideno zvišanje cen primarnih surovin, še posebej nafte, na kar kažejo krivulje cen na terminskih trgih, ki so v preteklih letih strmo padale. Pri preobratu medletne stopnje rasti uvoznega deflatorja iz leta 2016 v leto 2017 igrajo pomembno vlogo tudi močni navzgor delujoči bazni učinki. Poleg teh dejavnikov bodo k rastočim zunanjim cenovnim pritiskom v euroobmočju verjetno na splošno prispevali tudi postopno vse večji svetovni inflacijski pritiski, ki se denimo kažejo v predvideni svetovni rasti cen življenjskih potrebščin.

**Vse manjši neizkoriščeni potencial na trgu dela in rastoča skupna inflacija bosta v letih 2017 in 2018 po predvidevanjih podpirala krepitev rasti plač.** Rast plač kljub nadaljnjemu zmanjševanju neizkoriščenega potenciala na trgu dela v zadnjih letih zaenkrat ostaja približno nespremenjena. Med dejavnike, ki bodo med trenutnim gospodarskim okrevanjem verjetno še naprej vplivali na rast plač, sodi poleg neizkoriščenega potenciala in nizke inflacije tudi sedanji proces prilagajanja, ki je v več državah ob podpori reform na trgu dela med krizo namenjen ponovni pridobitvi ali ohranitvi cenovne konkurenčnosti. Poleg tega je videti, da je bilo ustvarjenih veliko delovnih mest, predvsem v sektorjih z nizko produktivnostjo dela in posledično nizko ravni plač, kar prek učinkov spremenjene strukture plač vpliva tudi na agregatno rast plač. Pomen tovrstnih zaviralnih učinkov se bo v obdobju projekcij predvidoma nekoliko zmanjšal in tudi neizkoriščeni potencial na trgu dela se bo še naprej krčil, kar naj bi povzročilo, da se bodo sredstva za zaposlene na zaposlenega zvišala z 1,2% v letu 2016 na 1,8% v letu 2017 in na 2,2% v letu 2018.

**Pričakovati je, da bo sedanje gospodarsko okrevanje v obdobju projekcij ugodno vplivalo na kazalnik profitnih marž.** Profitne marže sta leta 2015 pospeševala umirjeno gibanje stroškov dela in strm padec cen nafte, ki se očitno ni v celoti prenesel na potrošniške cene. Ker je pričakovati, da bo omenjeni učinek v letu 2016 izzvenel, bo stopnja rasti kazalnika profitnih marž oslabela. Vseeno je pričakovati, da bo predvideno ciklično izboljšanje gospodarske aktivnosti v obdobju projekcij še naprej ugodno vplivalo na moč podjetij pri oblikovanju cen in s tem na profitne marže, in sicer kljub zaviralnemu učinku rastočih stroškov dela.

**V primerjavi z junijskimi projekcijami so obeti za inflacijo v celotnem obdobju projekcij v glavnem nespremenjeni.**

**Pričakovati je, da bo javnofinančna politika v letu 2016 ekspanzivna, v letih 2017 in 2018 pa bo postala nevtralna.** Naravnost javnofinančne politike se meri s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Medtem ko ekspanzivna javnofinančna politika v letu 2016 večinoma temelji na diskrecijskih javnofinančnih ukrepih, igrajo nediskrecijski dejavniki manj pomembno vlogo in so med drugim povezani z majhnim upadom nedavčnih prihodkov.

**Javnofinančni primanjkljaj in stopnja javnega dolga naj bi se v obdobju projekcij zmanjšala.** Nižja plačila obresti in izboljšana ciklična komponenta v letu 2016 naj bi več kot izravnala poslabšanje ciklično prilagojenega primarnega salda. Nadaljnje upadanje plačil obresti ter izboljšana tako ciklična komponenta kot primarni saldo v obdobju 2017–2018 pomenijo nadaljnje zmanjševanje proračunskega primanjkljaja. Postopno zmanjšanje javnega dolga v obdobju projekcij bo podpiral predvsem ugoden obrestni razmik, povezan z napovedanim gospodarskim okrevanjem in predvidenimi nizkimi obrestnimi merami. Na predvideno gibanje dolga bo ugodno vplival tudi rahel primaren presežek posameznih držav.

**V primerjavi z junijskimi projekcijami so javnofinančni obeti glede stopnje primanjkljaja v glavnem nespremenjeni, glede stopnje javnega dolga pa so ugodnejši.** V obdobju projekcij bo predvidoma nižje tudi razmerje med javnim dolgom in BDP, in sicer zlasti zaradi popravka navzgor pri irskem nominalnem BDP za leto 2015, tako da se je razmerje med javnim dolgom in BDP v euroobmočju zmanjšal za okoli 0,4% BDP.

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

(medletne spremembe v odstotkih)

	September 2016				Junij 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Realni BDP <sup>1)</sup>	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
		[1,5–1,9] <sup>2)</sup>	[0,7–2,5] <sup>2)</sup>	[0,4–2,8] <sup>2)</sup>		[1,3–1,9] <sup>2)</sup>	[0,7–2,7] <sup>2)</sup>	[0,5–2,9] <sup>2)</sup>
Zasebna potrošnja	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,5
Državna potrošnja	1,4	1,7	0,9	1,0	1,3	1,5	0,8	0,9
Bruto investicije v osnovna sredstva	2,9	3,1	3,3	3,3	2,7	3,2	3,4	3,3
Izvoz <sup>3)</sup>	6,1	2,6	3,7	4,1	5,2	3,2	4,2	4,4
Uvoz <sup>3)</sup>	6,1	3,3	4,4	4,7	6,0	4,7	4,7	4,8
Zaposlenost	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,9	10,2	9,9	9,5
HICP	0,0	0,2	1,2	1,6	0,0	0,2	1,3	1,6
		[0,1–0,3] <sup>2)</sup>	[0,6–1,8] <sup>2)</sup>	[0,8–2,4] <sup>2)</sup>		[0,1–0,3] <sup>2)</sup>	[0,6–2,0] <sup>2)</sup>	[0,7–2,5] <sup>2)</sup>
HICP brez energentov	0,9	0,9	1,2	1,5	0,9	0,9	1,2	1,6
HICP brez energentov in hrane	0,8	0,9	1,3	1,5	0,8	1,0	1,2	1,5
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih <sup>4)</sup>	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	0,9	1,2	1,5
Stroški dela na enoto proizvoda	0,4	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,3	1,2	1,8	2,2	1,3	1,3	1,8	2,2
Produktivnost dela	0,9	0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,9
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) <sup>5)</sup>	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8

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 začasni 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 4

### 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 do konca leta 2018 dosegla 51,6 USD. To gibanje se ujema z zmernim okrevanjem svetovnega povpraševanja po nafti, tj. s scenarijem, povezanim 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 ECB,<sup>4</sup> 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 občutnejšega zmanjšanja ponudbe nafte zaradi manjših investicij v naftnem sektorju in s tem manjših zmogljivosti v nekaterih državah proizvajalkah nafte. Če bi se uresničil alternativni scenarij in bi bile cene nafte do leta 2018 za 11% višje kot v osnovnih projekcijah, bi to le neznatno zavrlo realno rast BDP, hkrati pa nekoliko bolj pospešilo rast inflacije (ki bi se povečala za 0,1 odstotne točke v letu 2017 in 0,3 odstotne točke v letu 2018).

#### 2) Alternativna tečajna gibanja

**Ta analiza občutljivosti kot ponazoritev 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 denarne politike na obeh straneh Atlantika. Tako bi denarna politika v euroobmočju, ki bi bila še bolj spodbujevalna od trenutne, 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 11. avgusta 2016. To gibanje kaže na postopno depreciacijo eura v razmerju do dolarja na raven 1,04 USD/EUR v letu 2018, kar je za 6,3% 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

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

razhajanje efektivnega tečaja eura in osnovne projekcije: leta 2018 bi bil efektivni tečaj eura tako 3,3% pod osnovno projekcijo. Po tem scenariju povprečje rezultatov iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov kaže na višjo realno rast BDP (za 0,1 do 0,2 odstotne točke) in višjo inflacijo (za 0,1 do 0,2 odstotne točke) v letih 2017 in 2018.

## Okvir 5

### Napovedi drugih institucij

**Napovedi za euroobmočje pripravljajo tudi druge mednarodne organizacije in zasebne institucije.** Te napovedi pa niso popolnoma primerljive med seboj ali s projekcijami strokovnjakov ECB, 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 projekcije drugih institucij glede realne rasti BDP in inflacije znotraj razponov okrog projekcij strokovnjakov ECB (v tabeli so prikazane v oklepajih).

### Primerjava napovedi realne rasti BDP in inflacije za euroobmočje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Datum objave	Rast BDP			Inflacija (HICP)		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projekcije strokovnjakov ECB	September 2016	1,7	1,6	1,6	0,2	1,2	1,6
		[1,5–1,9]	[0,7–2,5]	[0,4–2,8]	[0,1–0,3]	[0,6–1,8]	[0,8–2,4]
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	Avgust 2016	1,5	1,3	1,6	0,3	1,3	1,6
Napovedi Consensus Economics	Avgust 2016	1,5	1,2	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	Julij 2016	1,5	1,4	1,6	0,3	1,2	1,5
MDS	Julij (BDP)/april (HICP) 2016	1,6	1,4	1,6	0,4	1,1	1,3

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (pomlad 2016), maj 2016 (julija 2016 je Evropska komisija objavila dva scenarija, s katerima je ponazorila posledice izida britanskega referendum na gospodarske obete za euroobmočje; po blažjem scenariju je rast BDP v euroobmočju znašala 1,6% v letu 2016 in 1,5% v letu 2017, po strožjem scenariju pa 1,5% v letu 2016 in 1,3% v letu 2017); IMF World Economic Outlook Update (julij 2016) za realno rast BDP, IMF World Economic Outlook (april 2016) za HICP; OECD Economic Outlook (junij 2016); napovedi Consensus Economics (avgust 2016); MJEconomics za Euro Zone Barometer (avgust 2016); anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters) (julij 2016).

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](http://www.ecb.europa.eu)

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