



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

# JUNIJSKE MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE STROKOVNJAKOV EUROSISTEMA ZA EUROOBMOČJE<sup>1</sup>

## 1. OBETI V EUROOBMOČJU: SPLOŠEN PREGLED IN GLAVNI DEJAVNIKI

**Junijske projekcije potrjujejo obete, da bo gospodarstvo v euroobmočju okrevalo.** Po Eurostatatovi prvi oceni se je realni BDP v prvem četrtletju 2015 povečal za 0,4%, medtem ko novejši anketni podatki kažejo na nadaljevanje cikličnega okrevanja. Onkraj kratkoročnega obdobja so dejavniki, ki podpirajo vzdržno gospodarsko okrevanje, še vedno prisotni.

**Zunanji dejavniki bodo spodbujali prihodnjo gospodarsko aktivnost.** Kljub manjšemu odboju bo še vedno razmeroma nizka raven cen nafte podpirala tako zasebno potrošnjo kot tudi podjetniške investicije. Poleg tega bo zunanje povpraševanje v obdobju projekcij predvidoma zmerno naraščalo. Zunanje povpraševanje spodbuja predvsem višja rast v visoko razvitih gospodarstvih, medtem ko so se obeti v nastajajočih tržnih gospodarstvih nekoliko poslabšali.

**Nedavni ukrepi denarne politike ECB bodo po pričakovanjih podprli agregatno povpraševanje.** Bančne posojilne obrestne mere so se še znižale zaradi razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev, ki ga izvaja ECB, tečaj delnic so precej porasli, devizni tečaj pa se je opazno znižal. Tako naj bi na agregatno povpraševanje ter zlasti investicije v osnovna sredstva in izvoz ugodno vplivala spodbujevalno naravnana denarna politika. Novejši nestandardni ukrepi denarne politike bodo predvidoma spodbudili agregatno povpraševanje tudi prek kanala uravnoteženja portfeljev in prek vpliva na zaupanje.

**Na domače povpraševanje naj bi pozitivno vplivali tudi drugi dejavniki.** Naravnost javnofinančne politike, merjena kot sprememba v ciklično prilagojenem primarnem proračunskem saldu, bo v obdobju projekcij predvidoma približno nevtralna, v nasprotju z njeno restriktivno naravnostjo v obdobju do leta 2013. Pogoji kreditiranja so se še izboljšali, kot kažejo rezultati zadnje ankete o bančnih posojilih v euroobmočju, po katerih so se neto ublažili tako kreditni standardi kot tudi posojilni pogoji. Zadolženost nefinančnih podjetij (merjeno kot odstotek BDP) se je leta 2014 še nekoliko zmanjšala, tako da se trend, ki se je začel leta 2012, nadaljuje. Kot kaže, so tudi gospodinjsva dosegla določen napredek pri zmanjševanju zadolženosti, še posebno v državah z razmeroma visokim dolžniškim bremenom. Poleg tega se je proces prilagajanja na stanovanjskih trgih v številnih državah po ocenah zaključil, kar kaže na dejstvo, da so cene stanovanj dosegle dno.

**Toda strukturne omejitve ostajajo.** Zadolženost javnega sektorja se še naprej zvišuje, čeprav počasneje, in naj bi v nekaterih državah ostala na visokih ravneh. Gibanja na trgu dela, ki se na splošno sicer izboljšujejo, bodo v nekaterih državah še naprej v senci visoke strukturne brezposelnosti. Poleg tega bodo investicijsko potrošnjo še naprej hromili zaskrbljenost glede dolgoročnega gospodarskega potenciala in počasnega napredka pri izvajanju strukturnih reform, preostale obsežne proste zmogljivosti ter še vedno visoka raven zadolženosti podjetij.

<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 Eurosystem staff macroeconomic projection exercises«, ECB, junij 2001, ki je objavljen na spletni strani ECB. Presečni datum za podatke v teh projekcijah je 20. maj 2015. Tokratne makroekonomske projekcije zajemajo obdobje 2015–2017. Projekcije za tako dolg časovni razpon so povezane z zelo veliko negotovostjo, kar je treba upoštevati pri njihovi interpretaciji. Glej članek z naslovom »An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections«, Monthly Bulletin, ECB, maj 2013.

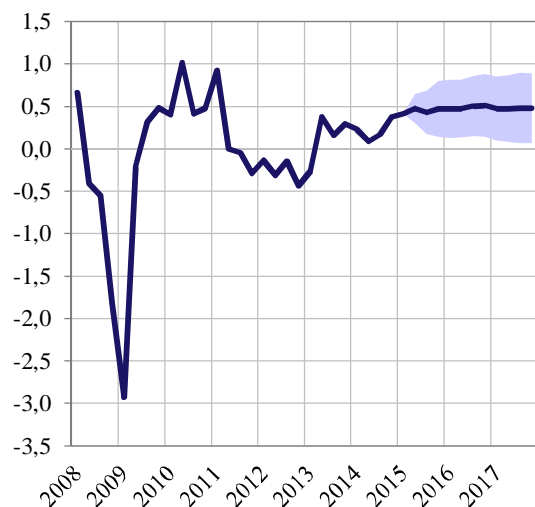
**Realna rast BDP se bo tako po projekcijah znatno okrepila z 0,9% v letu 2014 na 1,5% v letu 2015 ter nadalje na 1,9% v letu 2016 in 2,0% v letu 2017.** Nasprotno bo dinamika rasti potencialnega proizvoda v obdobju projekcij po ocenah dosegla približno 1%, saj bo prispevek dela in kapitala predvidoma ostal šibek. Tako se bo negativna proizvodna vrzel po napovedih opazneje zapirala proti koncu obdobja projekcij.

**Graf 1 Makroekonomske projekcije<sup>1)</sup>**

(četrtni podatki)

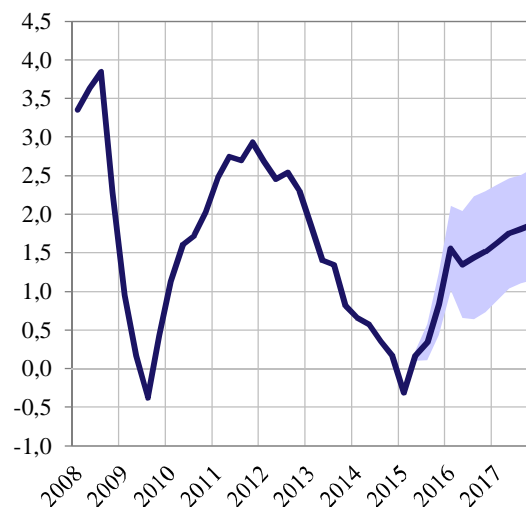
**Realni BDP v euroobmočju<sup>2)</sup>**

(medčetrtnletne 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 razpona 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 dostopen na spletni strani ECB.

2) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

**Inflacija, merjena z indeksom HICP, je po ocenah januarja 2015 dosegla dno in se je v zadnjih nekaj mesecih rahlo zvišala.** Glavno gonilo tega zvišanja je bila umiritev pritiskov na znižanje inflacije, ki so izhajali iz cen energentov v indeksu HICP, potem ko so se dolarske cene nafte zopet dvignile. Rast inflacije je spodbujala tudi višja rast cen hrane v indeksu HICP, kar je bilo posledica zvišanja cen prehrablenih surovin. Vpliv naraščanja cen primarnih surovin je okrepila tudi depreciacija eura. Nasprotno je inflacija brez energentov in hrane v zadnjih nekaj mesecih ostala umirjena in še ni kazala znakov oživitve. Naraščanje cenovnih pritiskov pri inflaciji brez energentov in hrane je bilo doslej opazno samo v zgodnejših fazah cenovne verige, zlasti pri uvoznih cenah, in to še ni vplivalo na cene proizvodov pri domačih proizvajalcih.

**Inflacija se bo tako tekom leta 2015 še naprej zviševala in v celem letu v povprečju dosegla 0,3%.** Navzgor delujoči bazni učinki bodo skupaj s predvideno rastjo cen nafte, na katero kažejo termiski trgi (glej okvir 2), po pričakovanih privedli do manj negativne dinamike rasti cen energentov tekom leta. Inflacija brez cen energentov in hrane se bo tekom leta 2015 predvidoma postopno krepila. Vse manjši obseg neizkoriščenega potenciala na trgu dela in v gospodarstvu kot celoti naj bi se pokazal v krepitvi rasti plač in profitnih marž. Poleg tega naj bi k oživitvi inflacije brez energentov in hrane prispevali tudi nižji tečaj eura in posredni učinki predvidenega zvišanja cen energentov in drugih primarnih surovin.

**Skupna inflacija se bo predvidoma nadalje zvišala na 1,5% v letu 2016 in na 1,8% v letu 2017 zaradi dodatnega zmanjšanja neizkoriščenega gospodarskega potenciala in pozitivnih zunanjih cenovnih pritiskov.** Pričakovano zvišanje bo tudi posledica zapoznelega vpliva, ki izhaja iz kanala deviznega tečaja, ter navzgor obrnjene krivulje cen naftnih terminskih pogodb. Nadalje naj bi se okrepila tudi inflacija brez energentov in hrane ter v letu 2017 dosegla 1,7%.

## 2. REALNO GOSPODARSTVO

**V obdobju projekcij se pričakuje širše ciklično okrevanje gospodarske aktivnosti v euroobmočju.** V prvem četrtletju 2015 je aktivnost ohranila zagon s konca lanskega leta. Ankete kažejo na nadaljevanje cikličnega okrevanja sredi leta 2015. Pozitivni obeti so predvsem odraz pričakovanega pozitivnega vpliva na aktivnost, ki izhaja iz depreciacije eura od sredine leta 2014 dalje, nizkih obrestnih mer, ki so deloma posledica programa nakupa vrednostnih papirjev, ter iz pozitivnih dohodkovnih učinkov zaradi nižjih cen energentov.

**Glavno gonilo gospodarskega okrevanja bodo predvidoma še naprej izdatki za zasebno potrošnjo.** Kratkoročni obeti glede rasti realnega razpoložljivega dohodka ostajajo ugodni, čeprav bo zagon rasti predvidoma nekoliko oslavljen zaradi posledic delnega obrata v upadanju cen energentov. Zatem naj bi se dohodki od dela okrepili zaradi vztrajne rasti zaposlenosti in čedalje večje rasti nominalnih sredstev za zaposlene na zaposlenega, obenem pa naj bi porasli tudi drugi osebni dohodki, ko bo gospodarstvo na splošno okrevalo. Nizki stroški financiranja in ublažitev pogojev financiranja bi morali spodbuditi zasebno potrošnjo in do določene mere zvišati neto premoženje gospodinjestev – kar bo posledica tako dviga cen finančnega premoženja kot tudi predvidenega izboljšanja razmer na stanovanjskih trgih v obdobju 2016–2017. Gledano v celoti bo medletna rast zasebne potrošnje v obdobju projekcij v povprečju predvidoma znašala 1,7%.

**Stopnja varčevanja se bo v naslednjih nekaj četrtletjih po pričakovanjih rahlo znižala, potem ko se je sprva po zvišanju realnega dohodka zaradi cen nafte povečala.** Zatem naj bi zaradi nasprotujočih se učinkov med državami ostala v preostalem opazovanem obdobju približno nespremenjena. Po eni strani zelo nizki obrestni donosi ponavadi odvrčajo od varčevanja zaradi »medčasovnih substitucijskih učinkov«. Nadalje bi lahko v nekaterih državah dodatno izboljšanje zaupanja potrošnikov ob postopnem zmanjševanju brezposelnosti privedlo do nižjih previdnostnih prihrankov. Poleg tega bi se lahko gospodinjstva lotila večjih nakupov, ki so jih prej odlagala, s čimer bi se stopnja varčevanja zmanjšala. Po drugi strani bi lahko v ostalih državah še vedno visoka negotovost, povezana z državno dolžniško krizo, ter visoka brezposelnost in raven zadolženosti ohranjali določene pritiske na rast varčevanja.

**Po osmih letih krčenja se bo upadanje stanovanjskih investicij v euroobmočju leta 2015 predvidoma ustavilo.** Vseeno se bodo obeti glede stanovanjskih investicij izboljševali zgolj postopoma, saj ostajajo v senci preostalih šibkosti v nekaterih državah. Kljub temu naj bi stanovanjske investicije sčasoma pridobile zagon ob podpori vztrajne rasti realnega razpoložljivega dohodka, zelo nizkih obrestnih mer za hipotekarna posojila ter blažjih pogojev financiranja. To naj bi povzročilo višjo rast posojil gospodinjstvom. Močnejše povečanje stanovanjskih investicij pa bodo najverjetneje preprečile visoke ravni zadolženosti gospodinjestev v nekaterih državah ter neugodne posledice demografskih gibanj.

**Podjetniške investicije bodo postopno pridobile zagon ob podpori programa nakupa vrednostnih papirjev in cikličnega okrevanja.** Na področju podjetniških investicij se bo tekom leta 2015 nadaljevalo skromno okrevanje, potem ko so jih zavirale povišana negotovost zaradi državne dolžniške krize v euroobmočju, šibka dobičkonosnost, obsežne proste zmogljivosti ter omejitve v ponudbi kreditov v nekaterih državah. Vseeno naj bi se negativne posledice teh dejavnikov v obdobju projekcij zmanjšale. Poleg tega bodo splošni pritiski, ki izhajajo iz razdolževanja podjetij v euroobmočju, v obdobju napovedi manj omejevali podjetniške investicije kot v preteklosti. Investicijske odhodke bodo predvidoma spodbudili tudi okrepitev domačega in zunanega povpraševanja, nujna posodobitev osnovnih sredstev po več letih upočasnjene investiranja, spodbujevalno naravnana denarna politika ter okrepitev profitnih marž. Vseeno bodo okrevanje podjetniških investicij v primerjavi s prejšnjimi cikli zavirali preostala negotovost, finančna ozka grla ter slabši obeti glede rasti potencialnega proizvoda.

**Zunanje povpraševanja po izvozu euroobmočja je šibkejše, kot je bilo pričakovano, kar je posledica upočasnitve v nastajajočih tržnih gospodarstvih.** Predvidoma se bo zmerno povečalo, ko bo svetovna gospodarska aktivnost okrevala (glej okvir 1). Po pričakovanjih se bo zunanje povpraševanje v obdobju projekcij sicer okrepilo, vendar bo zagon rasti precej šibkejši kot pred krizo zaradi nižje svetovne gospodarske aktivnosti ter manjše elastičnosti svetovne trgovinske menjave na gospodarsko rast. Skupna okrepitev zunanega povpraševanja bo prikrivala določeno razhajanje med državami euroobmočja, kar je posledica razlik v sektorskih in regionalnih trgovinskih vzorcih ter dejstva, da so nekatere države

euroobmočja pod večjim negativnim vplivom kot druge zaradi svoje izpostavljenosti Rusiji, Skupnosti neodvisnih držav ter državam izvoznicam nafte.

## Okvir 1

### MEDNARODNO OKOLJE

**Svetovna gospodarska rast je na začetku leta 2015 oslabila, saj je bilo svetovno gospodarstvo še naprej na poti zmernega, vendar neenakomernega okrevanja, pri čemer so se gibanja med razvitimi in nastajajočimi tržnimi gospodarstvi še naprej razhajala.** V prihodnje se bo realna rast svetovnega BDP (brez euroobmočja) v obdobju projekcij predvidoma okrepila, tako da se bo s 3,4% v letu 2015 povečala na dobrih 4% v obdobju 2016–2017. Med dejavniki, ki naj bi spodbudili svetovno rast, bo padec cen nafte v preteklem letu predvidoma ugodno vplival na države uvoznice nafte. Svetovno povpraševanje naj bi podprli tudi spodbujevalni pogoji financiranja v visoko razvitih gospodarstvih kljub predvidenemu zaostrovanju denarne politike v ZDA. Obenem slabijo zaviralni dejavniki, ki od začetka finančne krize omejujejo rast v več visoko razvitih gospodarstvih – razdolževanje zasebnega sektorja, javnofinančna konsolidacija in šibki trgi dela – s čimer se vzpostavlja podlaga za bolj vzdržno okrevanje v teh gospodarstvih. Nasprotno so se obeti za nastajajoče trge poslabšali, tako da se umirjanje aktivnosti v zadnjih letih nadaljuje. V nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih vztrajna makroekonomska neravnovesja vse bolj omejujejo gospodarski potencial. Druga nastajajoča tržna gospodarstva se prilagajajo nižjim cenam primarnih surovin in predvideni normalizaciji denarna politike v visoko razvitih gospodarstvih.

**Rast svetovne trgovinske menjave se je na začetku leta 2015 opazno upočasnila, vendar naj bi se v obdobju projekcij okrepila.** Rast svetovne trgovinske menjave (brez euroobmočja) se bo po projekcijah povečala z okrog 2% v letu 2015 na približno 5% v letih 2016 in 2017. Elastičnost trgovinske menjave na gospodarsko aktivnost pa bo v opazovanem obdobju predvidoma pod predkrizno ravnijo zaradi trgovinsko manj intenzivne sestave rasti BDP na svetovni ravni.

**V primerjavi z marčnimi projekcijami je bila svetovna gospodarska aktivnost za leto 2015 popravljena navzdol, kar je odraz šibkejših kratkoročnih obetov.** Navzdol je bilo popravljeno tudi zunanje povpraševanje, zlasti za leto 2015, in sicer zaradi nižjega napovedanega uvoza v nekaterih glavnih nastajajočih tržnih gospodarstvih, še posebno v Rusiji.

### Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Junij 2015				Marec 2015			Popravek od marca 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,7	3,4	4,1	4,1	3,8	4,2	4,1	-0,4	-0,1	0,0
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) <sup>1)</sup>	2,7	2,0	4,8	5,2	3,9	5,1	5,4	-1,8	-0,3	-0,2
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja <sup>2)</sup>	2,9	2,2	4,6	5,0	3,2	4,7	5,1	-1,0	-0,2	-0,1

Opomba: Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil.

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

**K rasti izvoza naj bi v obdobju projekcij prispevala postopno povečanje zunanjega povpraševanja in šibkejši tečaj eura, medtem ko naj bi se delež na izvoznih trgih povečal.** Rast uvoza iz držav zunaj euroobmočja se bo v obdobju projekcij predvidoma postopoma pospešila, kar bo posledica okrepitve skupnega povpraševanja v euroobmočju. Presežek na tekočem računu se bo po pričakovanjih rahlo zmanjšal in leta 2017 dosegel 2,0% BDP.

**Razmere na trgih dela v euroobmočju se bodo v obdobju projekcij predvidoma še izboljšale.** Zaposlenost je med letom 2014 še naprej okrevala in je v prvem četrtletju 2015 pridobila dodaten zagon. Sedanje okrevanje ostaja močnejše, kot bi bilo mogoče sklepati iz dolgoročne elastičnosti zaposlenosti na skupno gospodarsko aktivnost, kar verjetno odraža pozitivne učinke umirjanja plač in novejših reform na trgu dela. Število zaposlenih bo v obdobju projekcij predvidoma še naprej precej okrevalo, k čemur bo prispevalo predvsem gospodarsko okrevanje ob podpori javnofinančnih spodbud in preteklih reform na trgu dela v nekaterih državah. Število opravljenih delovnih ur na zaposlenega se bo po projekcijah nekoliko povečalo, vendar bo ostalo precej pod predkrizno ravni. Obseg delovne sile se bo predvidoma zgolj zmerno povečal zaradi odvratanja s trga dela, ki je posledica še vedno visoke brezposelnosti v nekaterih državah in neugodnih demografskih dejavnikov v drugih.

## Okvir 2

### TEHNIČNE PREDPOSTAVKE O OBRETNIH MERAH, DEVIZNIH TEČAJIH IN CENAH PRIMARNIH SUROVIN

**V primerjavi z marčnimi projekcijami vključujejo spremembe v tehničnih predpostavkah precej višje dolarske cene nafte, depreciacijo eura ter rahlo višje dolgoročne obrestne mere v euroobmočju.**

**Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah primarnih surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 12. maja 2015.** 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 0,0% v letih 2015 in 2016 ter 0,2% v letu 2017. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja kažejo na povprečno raven v višini 1,3% v letu 2015, 1,7% v letu 2016 in 1,9% v letu 2017.<sup>1</sup> Glede na gibanje terminskih tržnih obrestnih mer 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 euroobmočja v letu 2015 nekoliko znižale, zatem pa naj bi se tekom leta 2016 in 2017 rahlo povečale. Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (12. maj) predpostavlja, da bo cena surove nafte Brent, ki je leta 2014 znašala 98,9 USD za sod, v letu 2015 upadla na 63,8 USD, v letu 2016 pa naj bi se zvišala na 71,0 USD in v letu 2017 na 73,1 USD. Za cene drugih primarnih surovin razen energentov v ameriških dolarjih se predpostavlja, da se bodo v letu 2015 precej znižale, v letih 2016 in 2017 pa zvišale.<sup>2</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 12. maja. To pomeni, da bo v obdobju projekcij devizni tečaj znašal 1,12 USD za euro.

#### Tehnične predpostavke

	Junij 2015				Marec 2015			Popravek od marca 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	2,0	1,3	1,7	1,9	1,2	1,4	1,6	0,1	0,3	0,3
Cene nafte (v USD/sod)	98,9	63,8	71,0	73,1	58,5	66,8	70,7	9,0	6,3	3,4
Cene primarnih surovin brez energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	-6,2	-13,6	2,9	4,9	-11,0	2,6	4,8	-2,6	0,3	0,0
Devizni tečaj EUR/USD	1,33	1,12	1,12	1,12	1,14	1,13	1,13	-1,8	-1,5	-1,5
Nominalni efektivni tečaj eura (EDT-19) (medletne spremembe v odstotkih)	0,6	-9,5	-0,2	0,0	-7,9	-0,2	0,0	-1,6	0,0	0,0

1) Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil ter so pri ravneh izraženi v odstotkih, pri stopnjah rasti kot razlika, pri obrestnih merah in donosnosti obveznic pa v odstotnih točkah.



- 1 Predpostavka o nominalni donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju temelji na tehtanem povprečju donosnosti 10-letnih referenčnih obveznic posameznih držav, tehtano z letnim BDP ter dopolnjeno 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 tema dvema serijama ohranja konstantno v celotnem obdobju projekcij. Predpostavlja se, da bodo razmiki med donosnostjo državnih obveznic posameznih držav in primerljivim povprečjem za euroobmočje v obdobju projekcij konstantni.
- 2 Predpostavke o cenah nafte in prehrabnih 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 četrtertja 2016, potem pa se bodo gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo. Projekcije cen pri kmetijskih proizvajalcih v EU (v eurih), ki se uporabljajo za napovedovanje potrošniških cen hrane, temeljijo na ekonometričnem modelu, ki upošteva gibanja mednarodnih cen prehrabnih surovin.

**Stopnja brezposelnosti se bo pričakovanih znižala, vendar bo zgodovinsko gledano ostala na povišani ravni.** Število brezposelnih naj bi se v obdobju projekcij zmanjšalo za približno 2,8 milijona in doseglo najnižjo raven po sredini leta 2009, čeprav bo še vedno za okrog 4,5 milijona nad najnižjo predkrizno ravni. Zmanjšanje odraža naraščanje zaposlenosti, ki znižuje brezposelnost, kar naj bi deloma odtehtal vse večji obseg delovne sile, ki dviguje brezposelnost, čeprav bo ta učinek precej manjši kot v preteklosti. Stopnja brezposelnosti naj bi se tako v obdobju projekcij opazno znižala in leta 2017 znašala 10,0%.

**V primerjavi s prejšnjimi projekcijami ostajajo obeti glede gospodarske rasti v glavnem nespremenjeni.** Samo za leto 2017 je bila realna rast BDP rahlo popravljena navzdol, in sicer zaradi šibkejše rasti zasebnih naložb.

### 3. CENE IN STROŠKI

**Po projekcijah bo inflacija, merjena z indeksom HICP, v letu 2015 v povprečju znašala 0,3%, nato pa naj bi se v letu 2016 dvignila na 1,5% in v letu 2017 na 1,8%.** Tekom leta 2015 bo predvidoma naraščala, saj bodo k dvigu inflacije poleg skupine energentov – zaradi navzgor delujočih baznih učinkov in predpostavljenih višjih cen nafte, ki jih kažejo terminski trgi – prispevali tudi depreciacija eura, zabeležena od sredine leta 2014, predvideno zvišanje cen primarnih surovin brez energentov in vse večji cenovni pritiski iz domačega okolja zaradi gospodarskega okrevanja. V letih 2016 in 2017 naj bi se skupna inflacija nadalje zvišala, ko se bodo domači cenovni pritiski okrepli zaradi vztrajnega zapiranja proizvodne vrzeli in se bodo navzgor usmerjeni pritiski na cene iz zunanjskega okolja nadaljevali, predvsem prek zapoznelih učinkov depreciacije eura.

**K dvigu inflacije bodo pomembno prispevala gibanja cen primarnih surovin in deviznega tečaja eura.** Upad cen energentov in drugih primarnih surovin v večini zadnjega dveletnega obdobja ter apreciacija eura do začetka leta 2014 sta povzročala precejšnje pritiske na zmanjšanje inflacije ter v veliki meri pojasnjujeta strm upad inflacije v bližnji preteklosti na zelo nizke ravni. K dvigu inflacije do leta 2017 bo po pričakovanih prispeval preobrat zunanjih cenovnih gibanj od trenda upadanja k trendu naraščanja. Pritiski na rast cen naj bi v obdobju projekcij izhajali iz predvidenega dviga cen energentov in drugih primarnih surovin, kot kažejo krivulje cen na terminskih trgih. K trendu naraščanja inflacije naj bi prispevala tudi depreciacija eura od sredine leta 2014 dalje. Ob precejšnjem zapoznelem učinku tečajnih gibanj na inflacijo naj bi k odboju inflacije do konca obdobja projekcij prispeval tudi novejši trend naraščanja zunanjih cen. Vpliv depreciacije eura na zvišanje inflacije pa bo predvidoma manjši kot v preteklih epizodah, kot kažejo ugotovitve nekaterih študij, po katerih se prenos deviznega tečaja na inflacijo v euroobmočju sčasoma zmanjšuje.

**Vse boljše razmere na trgu dela bodo po pričakovanih privedle do hitrejše rasti plač.** Sedanja rast zaposlenosti in upadanje stopnje brezposelnosti naj bi spodbudila postopno povečanje stopnje rasti sredstev za zaposlene, in sicer z 1,5% v letu 2014 na 2,3% v letu 2017.

**Krepitev rasti plač zavirajo številni dejavniki.** Med njimi sta preostali obseg neizkoriščenega potenciala na trgu dela in trenutni proces prilagajanja stroškovne konkurenčnosti v nekaterih državah euroobmočja. Poleg tega bodo oživitve rasti plač med sedanjim okrevanjem najverjetneje zavirale tudi strukturne reforme na trgu dela, katerih cilj je spodbuditi rast zaposlenosti in so jih nekatere države v euroobmočju izvedle med krizo. Medtem ko bo dinamika povečanja plač po pričakovanih zmerna, pa

bodo sekundarni učinki na znižanje plač, ki izhajajo iz preteklega upada cen nafte, predvidoma omejeni. To je posledica dejstva, da se sistemi samodejne indeksacije plač uporabljajo predvsem v primeru prilagajanja cen navzgor, poleg tega pa so bile takšne sheme začasno odpravljene ali omejene v nekaterih državah, kjer se uporabljajo.

**Rast stroškov dela na enoto proizvoda se bo med gospodarskim okrevanjem predvidoma le rahlo povečala.** Stroškovne pritiske zaradi okrepitve rasti plač bo po pričakovanjih deloma odtehtala ciklična pospešitev produktivnosti do leta 2017. Rast stroškov dela na enoto proizvoda se bo leta 2017 predvidoma povečala na 1,3%.

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

(medletne spremembe v odstotkih)

	Junij 2015				Marec 2015			Popravek od marca 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Realni BDP <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
		[1,2 - 1,8] <sup>4) 5)</sup>	[0,8 - 3,0] <sup>4) 5)</sup>	[0,7 - 3,3] <sup>4) 5)</sup>	[1,1 - 1,9] <sup>4)</sup>	[0,8 - 3,0] <sup>4)</sup>	[0,9 - 3,3] <sup>4)</sup>			
Zasebna potrošnja	1,0	1,9	1,6	1,6	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Državna potrošnja	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,8	-0,3	0,2	0,0
Bruto investicije v osnovna sredstva	1,2	1,9	3,5	3,9	1,7	4,1	4,6	0,1	-0,6	-0,7
Izvoz <sup>6)</sup>	3,8	4,2	5,4	5,6	4,1	5,1	5,5	0,1	0,2	0,1
Uvoz <sup>6)</sup>	4,1	4,8	5,8	5,9	4,3	5,5	5,8	0,5	0,3	0,1
Zaposlenost	0,6	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	11,6	11,1	10,6	10,0	11,1	10,5	9,9	0,0	0,1	0,0
HICP	0,4	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2 - 0,4] <sup>4)</sup>	[0,9 - 2,1] <sup>4)</sup>	[1,0 - 2,6] <sup>4)</sup>	[-0,3 - 0,3] <sup>4)</sup>	[0,8 - 2,2] <sup>4)</sup>	[1,0 - 2,6] <sup>4)</sup>			
HICP brez energentov	0,7	0,9	1,4	1,7	0,8	1,4	1,8	0,0	-0,1	0,0
HICP brez energentov in hrane	0,8	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih <sup>7)</sup>	0,7	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,1	0,0
Stroški dela na enoto proizvoda	1,2	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	-0,3	-0,3	0,1
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,5	1,4	1,7	2,3	1,7	2,0	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Produktivnost dela	0,3	0,6	1,0	1,0	0,6	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	0,2	0,1	0,1
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) <sup>8)</sup>	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1	0,3
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	92,0	91,5	90,2	88,4	91,4	89,8	87,9	0,1	0,4	0,6
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,7	2,5	2,4	-0,6	-0,4	-0,4

1) Podatki se nanašajo na euroobmočje, ki vključuje Litvo, z izjemo podatkov o HICP za leto 2014. Povprečna medletna odstotna sprememba HICP za leto 2015 temelji na sestavi euroobmočja, ki Litvo vključuje že v letu 2014.

2) Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil.

3) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

4) Razponi, ki so prikazani v projekcijah, temeljijo na razliki med dejanskimi rezultati in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razpona 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 dostopen na spletni strani ECB.

5) Razponi realne rasti BDP v letih 2015, 2016 in 2017 so bili v projekcijah strokovnjakov Eurosistema naknadno popravljeni, potem ko je bil ta dokument prvič objavljen 3. junija 2015.

6) Vključuje trgovinsko menjavo znotraj euroobmočja.

7) 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.

8) 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

prilaganje proračunskega salda«, Mesečni bilten, ECB, marec 2012, in v okvirju z naslovom »Strukturni saldo kot indikator temeljnega fiskalnega položaja«, Mesečni bilten, ECB, september 2014.

**Po projekcijah se bodo profitne marže povečale, ko se bo okrevanje nadaljevalo.** Po obdobju šibkih profitnih marž naj bi se te v obdobju projekcij zopet okrepile, ko se bo produktivnost povečala in gospodarska aktivnost okrepila, kar bo podprlo moč podjetij pri oblikovanju cen. Reforme na trgu proizvodov, izvedene med krizo, pa naj bi med ponovnim gospodarskim vzponom še naprej zavirale rast profitnih marž. Ciklično povečanje profitnih marž bi se lahko v primerjavi z zgodovinsko dinamiko zamaknilo ali upočasnilo tudi zaradi povečane konkurence na svetovnih in domačih trgih proizvodov.

**V primerjavi z marčnimi projekcijami je bila projekcija inflacije za leto 2015 precej popravljena navzgor, medtem ko ostaja za leti 2016 in 2017 približno nespremenjena.** V primerjavi s prejšnjimi projekcijami je popravek navzgor za leto 2015 rezultat nedavnega odboja eurskih cen nafte, kar vpliva na dvig inflacije.

#### 4. JAVNOFINANČNI OBETI

**Naravnost javnofinančne politike, merjena s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda, bo v obdobju projekcij približno nevtralna.** To odraža zmerno rast javnofinančnih odhodkov v razmerju do trendne nominalne rasti BDP, kar bo predvidoma približno odtehtalo znižanje davkov v nekaterih državah. Pozitiven vpliv samodejnih fiskalnih stabilizatorjev na domače povpraševanje bo sčasoma oslabil, ko bo gospodarstvo okrevalo.<sup>2</sup>

**Javnofinančni primanjkljaj in stopnja dolga se bosta v obdobju projekcij predvidoma zmanjšala.** K zmanjšanju deleža javnofinančnega primanjkljaja v BDP bodo prispevali samo ciklično izboljšanje gospodarstva v euroobmočju in vse nižji odhodki za obresti. Nasprotno bo ostal strukturni primarni proračunski saldo po projekcijah v obravnavanem obdobju približno nespremenjen, kar kaže na večinoma nevtralno javnofinančno politiko. Javni dolg v razmerju do BDP je po projekcijah dosegel višek v letu 2014 in se bo v obdobju napovedi začel zmanjševati zaradi izboljševanja proračunskega salda, krepitve gospodarske rasti in nizkih obrestnih mer.

**V primerjavi z marčnimi projekcijami je gibanje javnofinančnega salda nekoliko ugodnejše, medtem ko so se obeti glede javnega dolga nekoliko poslabšali.** Rahlo izboljšanje javnofinančnega salda je predvsem posledica nadaljnega upada stroškov zadolževanja države. Predvidena stopnja javnega dolga je bila popravljena navzgor predvsem zaradi nižjega nominalnega BDP v imenovalcu.

#### Okvir 3

##### ANALIZA OBČUTLJIVOSTI

**Projekcije so močno odvisne od tehničnih predpostavk v zvezi z gibanjem nekaterih ključnih spremenljivk.** Ker lahko nekatere od teh spremenljivk precej vplivajo na projekcije za euroobmočje, je občutljivost projekcij na drugačna gibanja temeljnih predpostavk lahko v pomoč pri analizi tveganj, ki spremljajo projekcije. Ta okvir obravnava negotovost glede cen nafte in deviznega tečaja ter občutljivost projekcij na te spremenljivke.

<sup>2</sup> V javnofinančnih predpostavkah so upoštevane informacije iz proračunske zakonodaje za leto 2015 ter iz nacionalnih srednjeročnih proračunskih načrtov in dopolnitev programov stabilnosti, ki so bili na voljo 20. maja 2015. Vključujejo vse ukrepe politik, ki so jih nacionalni parlamenti že odobrili oziroma so jih vlade že dovolj podrobno opredelile in bodo verjetno tudi sprejeti.



## 1) Drugačna gibanja cen nafte

**Alternativni modeli gibanja cen nafte kažejo na nekoliko višje cene nafte v letu 2017.** Tehnične predpostavke predvidevajo zvišanje cen nafte v obdobju projekcij (glej okvir 2). To je skladno z okrevanjem svetovnega povpraševanja po nafti, ko bo svetovno gospodarstvo pridobilo zagon, medtem ko se bo ponudba nafte rahlo zmanjšala zaradi premajhnih investicij in izgub naftnih zmogljivosti v nekaterih državah proizvajalkah nafte. Strokovnjaki Eurosistema uporabljajo več alternativnih modelov za napovedovanje cen nafte v obdobju projekcij. Med temi modeli so (i) »tveganju prilagojen« terminski model, tj. statistični model, s katerim se popravijo napake v napovedi terminskih cen tako, da se časovno spremenljive premije za tveganje, povezane z gospodarsko aktivnostjo v ZDA, prilagodijo; (ii) Bayesov model vektorske avtoregresije (BVAR), tj. empirični model, ki temelji na podatkih o temeljnih naftnih dejavnikih (proizvodnji nafte in naftnih zalogah) in o svetovni gospodarski aktivnosti; (iii) dinamični stohastični model splošnega ravnotežja (DSGE), tj. teoretični model, ki zajame dolgoročno dinamiko na naftnem trgu.<sup>1</sup> Enakovredno tehtano povprečje projekcij cen nafte, izpeljanih iz teh treh modelov, skupaj s cenami nafte, izpeljanimi iz terminskih trgov, kot so vključene v osnovno projekcijo, trenutno kaže na rahlo nižje cene nafte v letih 2015 in 2016 kot osnovne projekcije. Za leto 2017 pa ta kombinacija modelov kaže na nekoliko bolj strmo rast cen nafte, kar je skladno z izgubo naftnih zmogljivosti v nekaterih državah. Vpliv drugačnega gibanja cen nafte na BDP in inflacijo je v letih 2015 in 2016 zelo omejen, medtem ko v letu 2017 kaže na rahlo nižjo rast in rahlo višjo inflacijo (+0,1 odstotne točke).

## 2) Drugačna tečajna gibanja

**Pričakovanja o razhajanju naravnosti denarne politike v euroobmočju in ZDA bi lahko povzročila dodatno depreciacijo eura.** Takšen scenarij bi nakazoval daljše obdobje nizkih obrestnih mer v euroobmočju ter hitrejšo normalizacijo denarne politike v smeri višjih obrestnih mer v ZDA. Drugačno gibanje eura, kar pomeni dodatno depreciacijo, je izpeljano iz 25. centila porazdelitve vseh možnih napovedi tečaja USD/EUR, impliciranih z opcijami in neobčutljivih na tveganja, na dan 12. maja 2015. To gibanje implicira postopno depreciacijo eura do ameriškega dolarja na raven 1,03 v letu 2017, kar je za 8,2% pod osnovno predpostavko za to leto. Pripadajoče predpostavke o nominalnem efektivnem tečaju eura so skladne z zgodovinskimi vzorci, pri čemer spremembe v tečaju USD/EUR odražajo spremembe v efektivnem tečaju z elastičnostjo okrog 52%. To bi povzročilo postopno razhajanje efektivnega tečaja eura od osnovne projekcije navzdol, tako da bi v letu 2017 tečaj dosegel raven, ki je za 4,3% pod osnovno projekcijo. Po tem scenariju rezultati iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov Eurosistema kažejo na višjo realno rast BDP (za 0,1 do 0,3 odstotne točke) in višjo inflacijo (za 0,1 do 0,4 odstotne točke) v letih 2015, 2016 in 2017.

1 Več podrobnosti je v Manescu, C. in Van Robays, I., »Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance«, *Working Paper Series*, št. 1735, ECB, 2014.

### Okvir 4

#### NAPOVEDI DRUGIH INSTITUCIJ

**Številne napovedi za euroobmočje pripravljajo tudi druge mednarodne organizacije in zasebne institucije.** Te napovedi niso povsem primerljive niti med seboj niti z makroekonomskimi 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 metod prilagoditve za število delovnih dni (glej tabelo). Kot je razvidno iz tabele, je večina trenutno razpoložljivih napovedi drugih institucij blizu točkovnih napovedi v junijskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema ter znotraj razponov okrog teh projekcij (v tabeli so prikazani v oklepajih).

## Primerjava napovedi realne rasti BDP in inflacije za euroobmočje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Datum objave	Rast BDP			Inflacija (HICP)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema	Junij 2015	1,5 [1,2-1,8] <sup>1)</sup>	1,9 [0,8-3,0] <sup>1)</sup>	2,0 [0,7-3,3] <sup>1)</sup>	0,3 [0,2-0,4]	1,5 [0,9-2,1]	1,8 [1,0-2,6]
Evropska komisija	Maj 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Euro Zone Barometer	Maj 2015	1,5	1,9	1,6	0,1	1,2	1,6
Napovedi Consensus Economics	Maj 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,2	1,5
Survey of Professional Forecasters	Maj 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,2	1,6
MDS	April 2015	1,5	1,6	-	0,1	1,0	-

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (pomlad 2015); IMF World Economic Outlook (april 2015); napovedi Consensus Economics; MJEconomics; anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters).

Opombe: Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema in ECB 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.

1) Razponi realne rasti BDP v letih 2015, 2016 in 2017 so bili v projekcijah strokovnjakov Eurosistema naknadno popravljeni, potem ko je bil ta dokument prvič objavljen 3. junija 2015.

© Evropska centralna banka, 2015

Naslov: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt na Majni, Nemčija

Poštni naslov: 60640 Frankfurt na Majni, Nemčija

Telefon: +49 69 1344 0

Faks: +49 69 1344 6000

Spletna stran: <http://www.ecb.europa.eu>

Vse pravice so pridržane.

Razmnoževanje v izobraževalne in nekomercialne namene je dovoljeno pod pogojem, da je naveden vir.