



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

*Gospodarska rast v euroobmočju se bo v obdobju projekcij predvidoma nadaljevala po stopnjah, ki so precej nad potencialno rastjo. Po rekordni pokrizni rasti v letu 2017 (2,2%) bo letna realna rast BDP v letih 2018 in 2019 po pričakovanjih v povprečju znašala okrog 1,8%. Domače povpraševanje bodo predvidoma vzdrževali zelo spodbujevalno naravnana denarna politika, v preteklosti dosežen napredek pri zmanjševanju zadolženosti v mnogih sektorjih in nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela. Obenem naj bi svetovno gospodarsko okrevanje spodbujalo izvoz euroobmočja, in to kljub nedavni apreciaciji eura.*

*Skupna inflacija se bo kratkoročno predvidoma znižala, predvsem zaradi baznih učinkov v skupini energentov, nato pa naj bi se v letu 2019 znova zvišala in dosegla 1,5%. Potem ko bo neizkoriščen gospodarski potencial predvidoma odpravljen, naj bi se osnovna inflacija sčasoma postopoma zviševala, čeprav jo zavira nedavna apreciacija tečaja eura.*

1

## Realno gospodarstvo

### **Ugodni kazalniki gospodarske klime kažejo, da bo gospodarsko okrevanje ostalo močno.**

Realni BDP se je ob podpori velikega prispevka domačega povpraševanja v drugem četrtletju 2017 povečal za 0,6%. Razmere na trgu dela so se v zadnjih mesecih še naprej izboljševale, pri čemer se je stopnja brezposelnosti zniževala hitreje, kot je bilo pričakovano. Ko se bo dinamika rasti izvoza predvidoma nekoliko normalizirala po visokih stopnjah rasti v letu 2017, naj bi se realna rast BDP v bližnji prihodnosti rahlo umirila, čeprav bo ostala precej nad potencialno rastjo, kar je v skladu s povišano ravniyo razpoložena podjetij in potrošnikov.

### **V srednjeročnem obdobju bo gospodarsko rast še naprej poganjalo domače povpraševanje, ki ga bodo spodbujali ugodni pogoji financiranja in**

<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. Projekcij, ki jih pripravljajo strokovnjaki ECB ali Eurosistema, ne potrjuje Svet ECB niti ne odražajo nujno pogledov Sveta ECB na gospodarske obete v euroobmočju. 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 14. avgust 2017 (glej okvir 1). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 21. avgust 2017, z izjemo četrtletnih nacionalnih računov za Španijo, ki so bili objavljeni 24. avgusta in so tukaj upoštevani.

Tokratne makroekonomske projekcije zajemajo obdobje 2017–2019. 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.

Uporabnikom dostopna različica podatkov, na katerih temeljijo izbrane tabele in grafi, je objavljena na naslovu <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

**izboljševanje razmer na trgu dela.** Dolgoročneje gledano bodo ugodni dejavniki v obdobju projekcij predvidoma še naprej spodbujali zasebno potrošnjo in investicijske odhodke. Zelo spodbujevalno naravnana denarna politika ECB se še naprej prenaša v gospodarstvo, pričakovanja glede prihodnjih tržnih obrestnih mer (ki so vključena v tehnične predpostavke v teh projekcijah) pa v obravnavanem obdobju ostajajo nizka. Kreditiranje zasebnega sektorja se še naprej povečuje, k čemur prispevajo nizke obrestne mere in ugodni pogoji bančnih posojil. Na zasebno potrošnjo naj bi ugodno vplivalo sedanje izboljševanje razmer na trgu dela. Podjetniške investicije bodo še naprej okrevale, kar je deloma posledica krepitve profitnih marž v okolju manj nujnega razdolževanja in vse višjih pritiskov s strani povpraševanja. Stanovanjske investicije bodo spodbujali ugodni dohodkovni obeti in pogoji financiranja ter nizka donosnost alternativnih naložb. Gospodarsko rast naj bi spodbujali tudi ugodni zunanji dejavniki, saj se svetovna gospodarska aktivnost in posledično izboljševanje zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja krepi.

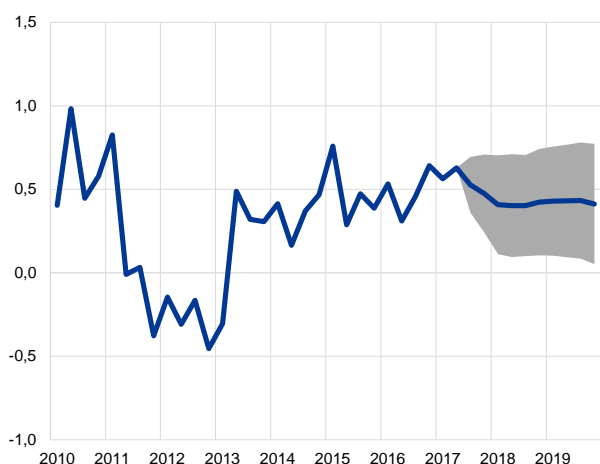
## Graf 1

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

(četrtni podatki)

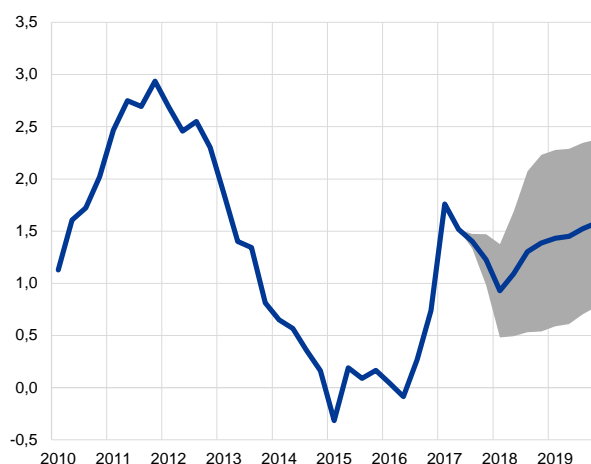
#### Realni BDP v euroobmočju<sup>2)</sup>

(četrtnetne 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 spletnem mestu ECB.

2) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

### Zasebna potrošnja bo v obdobju projekcij po pričakovanjih ostala močna.

Najnovější kazalniki zaupanja potrošnikov, ki ostajajo precej nad dolgoročnim povprečjem, kažejo na vztrajno rast potrošnje gospodinjestev v kratkoročnem obdobju, k čemur bo prispevalo tudi sedanje izboljševanje razmer na trgu dela. V srednjeročnem obdobju se bo zasebna potrošnja po pričakovanjih gibala približno v skladu z rastjo realnega razpoložljivega dohodka.

### Rast nominalnega razpoložljivega dohodka se bo v obdobju projekcij predvidoma okrepila, čeprav bo večjo realno kupno moč gospodinjestev verjetno zaviralo zvišanje inflacije.

Prispevek bruto plač k nominalni rasti razpoložljivega dohodka bo v obdobju projekcij predvidoma ostal razmeroma stabilen, saj naj bi nižjo rast zaposlenosti približno odtehtalo povečanje stopnje rasti

sredstev za zaposlene. Rast drugih osebnih dohodkov bo po pričakovanjih ugodna zaradi pozitivnih gibanj dobička in dohodkov od lastnine. Medtem ko se je rast realnega razpoložljivega dohodka nedavno umirila, naj bi se v prihodnje nekoliko okrepila in v obdobju projekcij ostala močna.

**Rast zasebne potrošnje naj bi spodbujali tudi vse boljši pogoji bančnega posojanja, k čemur prispevajo ukrepi denarne politike ECB, ter doseženi napredek pri razdolževanju.** Čeprav so nizke obrestne mere vplivale tako na obrestne prihodke gospodinjestev kot tudi na njihova plačila obresti, se viri načeloma vseeno prerazporejajo od neto varčevalcev k neto posojilojemalcem. Ker imajo slednji navadno višjo mejno nagnjenost k trošenju, bo to prerazporejanje predvidoma spodbujalo skupno zasebno potrošnjo. Potrošnjo naj bi podpiral tudi napredek, dosežen pri razdolževanju.

**Stopnja varčevanja gospodinjestev bo v obdobju projekcij po pričakovanjih ostala približno nespremenjena.** Približno stabilna stopnja varčevanja na ravni euroobmočja pa prikriva nasprotujoče si dejavnike. Pritiski na zmanjšanje varčevanja izvirajo iz vse nižje brezposelnosti (ki nakazuje manjše previdnostno varčevanje), vse boljših pogojev kreditiranja in nizkih obrestnih mer, pritiski na rast varčevanja pa izhajajo iz preostalega nujnega zmanjšanja bruto zadolženosti in izravnavanja potrošnje v kontekstu ciklične konjunktore.

## Okvir 1

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

**V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami se spremembe tehničnih predpostavk nanašajo na precejšnjo apreciacijo učinkovitega tečaja eura ter nekoliko nižje obrestne mere.**

Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 14. avgusta 2017. 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 2017,  $-0,3\%$  v letu 2018 in  $-0,1\%$  v letu 2019. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju kažejo na povprečno raven v višini  $1,1\%$  v letu 2017,  $1,3\%$  v letu 2018 in  $1,6\%$  v letu 2019.<sup>2</sup> V primerjavi z junijskimi projekcijami so bila tržna pričakovanja o kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih merah popravljena navzdol za 10–20 bazičnih točk.

Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi povprečnih gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (14. avgusta) predpostavlja, da se bo cena surove nafte Brent, ki je leta 2016 znašala 44,0 USD za sod, v letu 2017 zvišala na 51,8 USD, v letu 2018 na 52,6 USD in v letu 2019 na 53,1 USD. Ta dinamika kaže, da bodo dolarske cene nafte v primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami v letu 2017 višje za 0,5%, v letu 2018 za 2,3% ter v

<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.

letu 2019 za 3,0%. Za dolarske cene primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da se bodo v letu 2017 precej zvišale, nato pa v naslednjih letih nekoliko zmerneje porasle.<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 14. avgusta. To pomeni, da bo povprečni devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom v letu 2017 na ravni 1,13 USD za euro, v letih 2018 in 2019 pa 1,18 USD za euro, medtem ko je v letošnjih junijskih projekcijah znašal 1,09 USD. Efektivni tečaj eura (v razmerju do valut 38 trgovinskih partneric) je v letu 2017 v primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami višji za 2,1%, v letih 2018 in 2019 pa za približno 4,4%.

#### Tehnične predpostavke

	September 2017				Junij 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Cene nafte (v USD/sod)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Cene primarnih surovin razen energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
Devizni tečaj USD/EUR	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Nominalni efektivni devizni tečaj eura (EDT-38) (medletne spremembe v odstotkih)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

**Okrevanje stanovanjskih investicij se bo predvidoma nadaljevalo.** Stanovanjske investicije so se v zadnjih četrletjih v številnih državah euroobmočja zelo okrepile. K temu so prispevali ugodni pogoji financiranja, prerazporejanje portfeljev v smeri stanovanjskih naložb – zaradi nizke donosnosti alternativnih dolgoročnih naložbenih priložnosti – ter sedanje izboljševanje razmer na trgu dela. Poleg tega se zdi, da se je v večini držav euroobmočja končal proces prilagajanja na stanovanjskih trgih. V obdobju projekcij so še vedno prisotni temeljni pogoji za nadaljnje okrevanje stanovanjskih investicij. Vseeno se pričakuje določena oslabitev zagona, kar je posledica zrele faze v ciklu stanovanjskih investicij, vse manjšega vpliva spodbud v nekaterih državah, preostalega nujnega razdolževanja v drugih državah ter neugodnih demografskih trendov.

**Pri podjetniških investicijah je v obdobju projekcij pričakovati nadaljnje okrevanje.** Okrevanje naj bi spodbujalo več dejavnikov: zaupanje podjetij ostaja povišano zaradi zelo ugodnih pričakovanj o proizvodnji in spodbudnih novih naročil; izkoriščenost zmogljivosti se je še naprej povečevala nad povprečno raven pred krizo; po pričakovanjih bodo pogoji financiranja v obdobju projekcij ostali zelo ugodni; po več letih skromnih investicij je treba posodobiti osnovna sredstva; predvidoma se bo okrepila tudi rast profitnih marž, pri čemer je sektor nefinančnih družb že zdaj

<sup>3</sup> Predpostavke o cenah nafte in prehranskih surovin temeljijo na terminskih cenah do konca obdobja projekcij. Za cene drugih primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da bodo sledile cenam terminskih pogodb do tretjega četrletja 2018, potem pa se gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

dobro založen z denarjem. Poleg tega se je količnik finančnega vzvoda v sektorju nefinančnih družb znižal v okolju zviševanja cen premoženja ter zmerne rasti dolžniškega financiranja v državah euroobmočja. Obenem bodo nekateri dejavniki predvidoma še naprej slabili obete glede podjetniških investicij, med katerimi so pričakovanja o šibkejši rasti potencialnega proizvoda ter omejene zmogljivosti finančnega posredništva v bančnem sektorju nekaterih držav.

## Okvir 2

### Mednarodno okolje

**V svetovnem gospodarstvu se ohranja solidna konjunktura.** Po začasnem upadu zagona na začetku leta kvantitativni podatki in ankete kažejo oživitev svetovne realne rasti BDP v drugem četrtletju. Kazalniki zaupanja podjetij in potrošnikov nakazujejo, da klima ostaja pozitivna. Kljub zvišanju donosnosti dolgoročnih obveznic v zadnjih tednih ostajajo finančne razmere v visoko razvitih gospodarstvih spodbudne, k čemur prispevajo tudi spodbujevalno naravnane denarne politike. Finančni trgi v nastajajočih tržnih gospodarstvih so še naprej stabilni, kapitalski tokovi v ta gospodarstva pa so močni. Na daljši rok se bo svetovna gospodarska aktivnost po pričakovanjih zmerno pospešila. V obetih za visoko razvita gospodarstva je upoštevano nadaljevanje cikličnega okrevanja ob postopnem zapiranju proizvodne vrzeli. K izboljševanju aktivnosti prispevata denarna in javnofinančna politika, čeprav so bila pričakovanja o javnofinančnih spodbudah v ZDA po preobratu v političnih razpravah popravljena navzdol. V nastajajočih tržnih gospodarstvih bo rast še naprej vztrajna v uvoznih surovin, na primer v Indiji in na Kitajskem, aktivnost v izvoznih surovin pa naj bi po globoki recesiji v teh gospodarstvih dosegla dno. Po projekcijah se bo svetovna gospodarska aktivnost (brez euroobmočja) v letu 2017 povečala za 3,7%, v letih 2018–2019 pa za 3,8%. Krepitev aktivnosti od leta 2016 je večinoma posledica postopnega popuščanja primeža globoke recesije v državah izvoznih surovin. V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami ostaja svetovna realna rast BDP večinoma nespremenjena, pri čemer so popravek navzdol za ZDA (po popravku predpostavke o prihodnjih javnofinančnih spodbudah) odtehtala pričakovanja o večji odpornosti nastajajočih tržnih gospodarstev.

### Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

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

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

**Rast svetovne trgovinske menjave je na začetku leta 2017 pozitivno presenetila.** V prihodnjem obdobju se pričakuje, da se bo rast svetovne trgovinske menjave gibala v skladu s svetovno gospodarsko aktivnostjo. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo v letu 2017 predvidoma povečalo za 4,7%, v letu 2018 za 3,4% in v letu 2019 za 3,5%. V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami je bilo zunanje povpraševanje za leto 2017 popravljeno navzgor za 1,1 odstotne točke, kar je predvsem posledica boljših podatkov za prvo četrtletje.

### **Izvoz v države zunaj euroobmočja bo predvidoma zavirala izguba**

**konkurenčnosti zaradi nedavne apreciacije eura.** Ob podpori živahnega zunanjega povpraševanja ter depreciacije eura v drugi polovici leta 2016 in na začetku leta 2017 se je izvoz v države zunaj euroobmočja v prvem četrtletju 2017 močno povečal. Kar zadeva prihodnje obdobje, bo izvoz v države zunaj euroobmočja predvidoma močno rasel v celotnem obdobju projekcij, k čemu bo prispevalo solidno zunanje povpraševanje iz visoko razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev. Vseeno naj bi na izvoz v države zunaj euroobmočja v obdobju projekcij negativno vplival močnejši tečaj eura, zaradi česar so bile navzdol popravljene nove ocene o gibanju deleža na izvoznih trgih, ki se bo v obravnavanem obdobju po sedanjih projekcijah zmanjšal za 1,1 odstotne točke. V nasprotju z izvozom pa bodo na uvoz iz držav zunaj euroobmočja ugodno vplivala nekoliko bolj pozitivna gibanja domačega povpraševanja in močnejši tečaj eura, tako da bo skupni prispevek neto trgovinske menjave h gospodarski rasti nekoliko manjši.

### **V okolju umirjene potencialne rasti bo preostali neizkoriščeni gospodarski potencial v obravnavanem obdobju predvidoma odpravljen.**

V nasprotju z razmeroma živahno realno rastjo BDP se bo potencialni proizvod v obdobju projekcij po ocenah povečal za dober 1%. Šibka stopnja rasti potencialnega proizvoda je zlasti posledica precej majhnega prispevka osnovnih sredstev po dolgotrajnem obdobju zgodovinsko nizkih investicij. Delovna sila bo predvidoma še naprej pozitivno prispevala k potencialni rasti, kar je povezano predvsem z vse večjim številom aktivnega prebivalstva zaradi preteklih strukturnih reform. Vseeno bo prispevek dela zaradi čedalje manjšega prispevka delovno sposobnega prebivalstva ostal nekoliko manjši od predkriznega povprečja. Tudi prispevek skupne factorske produktivnosti bo predvidoma rahlo manjši od predkrizne ravni.

### **Sedanje izboljševanje razmer na trgu dela se bo v obravnavanem obdobju predvidoma nadaljevalo.**

Zaposlenost, merjena s številom oseb, se je v prvem četrtletju 2017 povečala za 0,4%, po ocenah pa je rast v drugem četrtletju 2017 dosegla podobno dinamiko. Nedavna močna rast zaposlenosti je bila zabeležena v vseh državah, vendar jo je mogoče deloma pripisati začasnim dejavnikom (na primer ukrepom javnofinančnih spodbud v nekaterih državah euroobmočja). Ker se bo vpliv teh dejavnikov predvidoma postopoma zmanjševal, bo rast zaposlenosti po projekcijah izgubila nekaj zagona, kar bo tudi posledica vse večjega pomanjkanja ponudbe usposobljene delovne sile.

### **V skladu s ciklično dinamiko se bo rast produktivnosti dela srednjeročno predvidoma okrečila.**

Na vztrajno krepitev rasti produktivnosti kažejo vse večja uporaba kapitala in dela v kontekstu zmanjševanja neizkoriščenega gospodarskega potenciala, večje število opravljenih delovnih ur na zaposlenega in določena rast skupne factorske produktivnosti.

### **Stopnja brezposelnosti se bo predvidoma še naprej zniževala.**

Stopnja brezposelnosti je v drugem četrtletju 2017 upadla na 9,2%, kar je najnižja raven od marca 2009 dalje. V prihodnjem obdobju se bo število brezposelnih po projekcijah še naprej znatno zmanjševalo. Stopnja brezposelnosti se bo do leta 2019 predvidoma znižala na 8,1%, vseeno pa bo ostala daleč nad predkrizno ravni (7,5% v letu 2007).

**V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami je bila realna rast BDP za leto 2017 popravljena navzgor, v kasnejšem obdobju pa je ostala večinoma nespremenjena.** Popravek navzgor za leto 2017 je povezan predvsem z nedavnimi pozitivnimi presenečenji v podatkih o BDP. Gledano splošneje naj bi obete o močnejšem domačem povpraševanju – ki so v skladu s pozitivnim razpoloženjem podjetij in potrošnikov ter z nižjimi obrestnimi merami – približno odtehtal negativen vpliv na izvoz, ki izhaja iz izgube cenovne konkurenčnosti zaradi nedavne apreciacije eura.

## 2 Cene in stroški

**Inflacija, merjena z indeksom HICP, se bo v obdobju projekcij predvidoma gibala v obliki črke V, saj bodo bazni učinki, povezani z rastjo cen energentov, kratkoročno zavirali inflacijo, nato pa bo osnovna inflacija začela postopno okrevati.** Skupna inflacija bo v letu 2017 po projekcijah v povprečju znašala 1,5%, nato naj bi se leta 2018 znižala na 1,2%, leta 2019 pa okrepila na 1,5%. Bazni učinki nakazujejo precejšnje zmanjšanje prispevka rasti cen energentov k skupni inflaciji v letih 2017 in 2018. Predpostavljeno zvišanje cen nafte – čeprav skromno – v preostanku obdobja projekcij, kot ga nakazuje krivulja naftnih terminskih pogodb, pomeni določen odboj rasti cen energentov v letu 2019. Nedavna krepitev rasti cen hrane se bo v obdobju projekcij predvidoma večinoma nadaljevala, kar je med drugim posledica nekoliko višje predpostavljene rasti cen prehrablenih surovin. Nadaljnje gospodarsko okrevanje naj bi inflacijo brez cen energentov in hrane v obdobju projekcij postopoma potiskalo navzgor. Glavni dejavnik tega povišanja bo pričakovan dvig stroškov dela, ko se bo neizkoriščen potencial na trgu dela zmanjšal.

**Prevladujoč vir vse večjih domačih cenovnih pritiskov v prihodnjih letih naj bi bilo izboljševanje razmer na trgu dela.** Rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se bo po projekcijah povečala z 1,5% v letu 2017 na 2,3% v letu 2019. Rast stroškov dela na enoto proizvoda se bo ob pričakovanem cikličnem povečanju rasti produktivnosti predvidoma okrepila manj ter se bo povečala z 0,8% v letu 2017 na 1,4% v letu 2019. Pomembna dejavnika za pospešitev rasti plač naj bi bila zmanjšan neizkoriščen potencial na trgu dela v euroobmočju in vse večje pomanjkanje ponudbe delovne sile v nekaterih delih euroobmočja. Poleg tega je mogoče pričakovati, da bo nedavno precejšnje zvišanje skupne inflacije sčasoma privedlo do večjega povečanja nominalnih plač v tistih državah euroobmočja, v katerih se plače indeksirajo glede na pretekla cenovna gibanja ali elemente pričakovanja. Poleg tega bo več dejavnikov, ki trenutno zavirajo rast plač, predvidoma začelo postopoma popuščati. Mednje sodijo potreba po umirjanju plač, da bi se v nekaterih državah ponovno vzpostavila cenovna konkurenčnost, ter pritiski, ki so doslej zavirali rast plač in so bili povezani z zavezujočo rigidnostjo nominalnih plač navzdol med krizo. Obenem naj bi se ukrepi za zmanjšanje prispevkov za socialno varnost iztekli.

**Profitne marže se bodo v obdobju projekcij predvidoma povečale.** Na začetku leta 2017 sta profitne marže zavirala rast cen nafte ter njihov vpliv na stroške

proizvodnih dejavnikov in na pogoje menjave na splošno. Ko bodo ti zaviralni učinki popustili, bo na profitne marže predvidoma ugodno vplivalo nadaljnje gospodarsko okrevanje, medtem ko jih bo v obdobju projekcij nekoliko zaviralo povečevanje rasti stroškov dela na enoto proizvoda.

**Zunanji cenovni pritiski so se v zadnjih četrletjih močno povečali in naj bi zagon rasti ohranjali tudi v obdobju projekcij.** Medletna stopnja rasti uvoznih cen bo leta 2017 po štirih letih zmanjševanja predvidoma postala pozitivna. Preobrat v letu 2017 je predvsem posledica odboja cen nafte in primarnih surovin brez energentov od leta 2016 dalje. Pričakovano umirjanje stopenj rasti v kasnejšem obdobju pa naj bi bilo odraz umirjanja cen primarnih surovin ter zaviralnega vpliva nedavne apreciacije eura. Gledano splošneje se bodo osnovni globalni inflacijski pritiski v obdobju projekcij postopoma krepili, ko bodo globalni proizvodni stroški rasli v skladu z vse manjšim neizkoriščenim potencialom v svetovnem gospodarstvu. Glede na preostale visoke proste zmogljivosti in konkurenčne pritiske v svetovnem gospodarstvu pa ni pričakovati, da bi to povzročalo znatne pritiske na rast uvoznih cen v euroobmočju.

**V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami so bili inflacijski obeti popravljeni rahlo navzdol.** Pritiske na zmanjševanje inflacije ustvarja apreciacija tečaja eura, ki je bila zabeležena od zadnjih projekcij. Kar zadeva osnovno inflacijo, takšne navzdol usmerjene pritiske deloma izravnava boljše obeti glede domačega povpraševanja v euroobmočju.

### Okvir 3

Ocenjevanje vpliva nedavne apreciacije eura na inflacijske obete v euroobmočju

---

**Nominalni efektivni tečaj eura je v zadnjih nekaj mesecih appreciiral, tako da je bilo 10-dnevno povprečje na presečni datum za te projekcije (14. avgusta 2017) za 4,4% višje od ravni, predpostavljene v junijskih projekcijah.** V tem okvirju so predstavljeni dejavniki, ki jih je treba upoštevati pri ocenjevanju vpliva nedavne apreciacije na inflacijske obete v euroobmočju.

**Čeprav so elastičnosti na podlagi standardnih modelov precej raznolike, pa na splošno kažejo, da bi imel tako velik tečajni šok, kot je bil zabeležen v zadnjih mesecih, nezanemarljiv vpliv na inflacijske obete v euroobmočju.**<sup>4</sup> Takšne modelske elastičnosti pa veljajo samo za eksogene tečajne šoke. Nasprotno pa so nedavno apreciacijo najverjetneje v veliki meri sprožili dodatno izboljšani obeti za gospodarsko rast v euroobmočju, ki so po drugi strani odraz boljših obetov glede domačega povpraševanja, kar je treba upoštevati pri ocenjevanju vpliva, ki ga ima nedavna apreciacija na inflacijske obete.

**V tokratnih septembrskih projekcijah je skupni vpliv apreciacije na inflacijo ocenjen kot precej manjši od tega, kar nakazujejo elastičnosti na podlagi standardnih modelov, ki se na splošno nanašajo na eksogene tečajne šoke.** Novejše empirične študije priznavajo endogenost

---

<sup>4</sup> Glej na primer članek z naslovom »Exchange rate pass-through into euro area inflation«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2016.



tečajnih gibanj in kažejo, da je vpliv tečajnih gibanj na inflacijo odvisen od vrste šoka<sup>5</sup>. To pomeni, da se lahko odziv cen na spremembo deviznega tečaja razlikuje glede na temeljno naravo šoka, ki je sploh sprožil zadevno tečajno gibanje, saj lahko odraža različne transmisijske kanale. Če apreciacijo v celoti sproži ugoden šok na strani povpraševanja, empirične ocene celo nakazujejo navzgor usmerjene pritiske na cene zaradi boljših obetov glede domačega povpraševanja. Ker so pričakovanja o višji gospodarski rasti – zaradi boljših obetov glede domačega povpraševanja – ključno gonilo nedavne apreciacije eura, naj bi bil vpliv apreciacije na znižanje inflacije precej manjši, kot nakazuje zgolj eksogeni tečajni šok, katerega vpliv prikazujejo elastičnosti na podlagi standardnih modelov.

---

### 3 Javnofinančni obeti

**Naravnost javnofinančne politike bo v obdobju projekcij predvidoma ostala približno nevtralna.** Naravnost javnofinančne politike se meri s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Na naravnost v letu 2017 vpliva odboj državnih investicij po šibkih rezultatih v letu 2016 ter enkratno plačilo proizvajalcem jedrske energije v Nemčiji (okrog 0,2% BDP).<sup>6</sup> Približno nevtralna naravnost je posledica medsebojne izravnave vplivov na strani odhodkov in na strani prihodkov.

**Tako javnofinančni primanjkljaj kot tudi stopnja javnega dolga naj bi se v obdobju projekcij zmanjševala.** Javnofinančne projekcije predpostavljajo postopno zmanjševanje javnofinančnega primanjkljaja v celotnem obravnavanem obdobju, kar je predvsem posledica izboljšanja ciklične komponente in zmanjšanja plačil obresti. Ciklično prilagojeni primarni saldo ostaja približno nespremenjen. Razmerje med javnim dolgom in BDP se bo v obdobju projekcij predvidoma še naprej zmanjševalo, k čemur bosta prispevala izboljšanje primarnega salda in ugodna razlika med ravnijo obrestnih mer in stopnjo rasti.<sup>7</sup>

**V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami so obeti glede proračunskega primanjkljaja večinoma nespremenjeni, medtem ko je stopnja javnega dolga nekoliko nižja,** kar je predvsem posledica ugodnejše razlike med ravnijo obrestnih mer in stopnjo rasti v letu 2017.

---

<sup>5</sup> Glej na primer Shambaugh, J., »A new look at pass-through«, *Journal of International Money and Finance*, letnik 27, številka 4, str. 560–591, junij 2008; Forbes, K., Hjortsoe, I. in Nenova, T., »The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through«, *Discussion Paper*, št. 43, Bank of England, External MPC Unit, november 2015; Ciccarelli, M. in Osbat, C., »Low inflation in the euro area: Causes and consequences«, *Occasional Paper Series*, št. 181, ECB, januar 2017.

<sup>6</sup> To je sledilo razsodbi ustavnega sodišča, ki je razglasilo, da je bil davek na reaktorsko gorivo v obdobju 2011–2016 neustaven.

<sup>7</sup> Ta razlika se izračuna kot razlika med nominalno efektivno obrestno mero za dolg in nominalno stopnjo rasti BDP.

Tabela 1

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

(medletne spremembe v odstotkih)

	September 2017				Junij 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Realni BDP	1,8	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7
		[2,1–2,3] <sup>2)</sup>	[1,0–2,6] <sup>2)</sup>	[0,6–2,8] <sup>2)</sup>		[1,6–2,2] <sup>2)</sup>	[0,8–2,8] <sup>2)</sup>	[0,6–2,8] <sup>2)</sup>
Zasebna potrošnja	2,0	1,7	1,8	1,5	1,9	1,5	1,6	1,4
Državna potrošnja	1,8	1,2	1,2	1,1	1,8	1,2	1,2	1,1
Bruto investicije v osnovna sredstva	4,1	4,0	3,9	3,1	3,6	3,7	3,4	3,0
Izvoz <sup>3)</sup>	3,2	4,7	3,7	3,8	2,8	4,8	4,3	4,1
Uvoz <sup>3)</sup>	4,5	5,2	4,6	4,2	4,0	5,2	4,6	4,3
Zaposlenost	1,4	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,0	0,9
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	10,0	9,1	8,6	8,1	10,0	9,4	8,8	8,3
HICP	0,2	1,5	1,2	1,5	0,2	1,5	1,3	1,6
		[1,4–1,6] <sup>2)</sup>	[0,6–1,8] <sup>2)</sup>	[0,7–2,3] <sup>2)</sup>		[1,4–1,6] <sup>2)</sup>	[0,6–2,0] <sup>2)</sup>	[0,7–2,5] <sup>2)</sup>
HICP brez energentov	0,9	1,2	1,3	1,5	0,9	1,2	1,4	1,6
HICP brez energentov in hrane	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,7
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,3	1,5	0,8	1,1	1,4	1,7
Stroški dela na enoto proizvoda	0,8	0,8	1,2	1,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,2	1,5	2,0	2,3	1,3	1,7	2,1	2,4
Produktivnost dela	0,4	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5	0,8	0,9
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) <sup>5)</sup>	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	89,1	87,5	86,0	84,2	89,2	87,9	86,4	84,7
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,4	2,8	2,8	2,9

1) Realni BDP in komponente temeljijo na podatkih, ki so prilagojeni za število delovnih dni.

2) 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 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 4

## Analiza občutljivosti

**Projekcije v veliki meri temeljijo na tehničnih predpostavkah, ki se nanašajo na gibanje nekaterih ključnih spremenljivk.** Nekateri 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 višje, kot je predpostavljeno na podlagi naftnih terminskih pogodb.**

Tehnične predpostavke o gibanju cen nafte, ki so uporabljene v osnovnem scenariju projekcij in so izpeljane iz gibanj na terminskih trgih, napovedujejo rahlo povišano dinamiko cen nafte, tako da bi cena surove nafte Brent do konca leta 2019 dosegla približno 53 USD za sod. Dinamika, ki jo nakazujejo naftne terminske pogodbe, je skladna z zmerno rastjo svetovnega povpraševanja po nafti, tj. s scenarijem, po katerem svetovno gospodarsko okrevanje pridobiva določen zagon. Kar zadeva dejavnike na strani ponudbe, podaljšanje dogovora med članicami OPEC in glavnimi proizvajalkami nečlanicami OPEC ni privedlo do znatnega povišanja krivulje naftnih terminskih pogodb, kar je verjetno rezultat še vedno visoke ravni naftnih zalog – čeprav se zmanjšuje – ter zaskrbljenosti, da se nekateri od največjih proizvajalcev nafte ne bodo držali dogovora. Poleg tega je močna rast proizvodnje nafte iz skrilavcev v ZDA deloma odtehtala zmanjšanje na strani konvencionalnih proizvajalcev. Kombinacija alternativnih modelov, ki jih za napovedovanje cen nafte v obdobju projekcij uporabljajo strokovnjaki Eurosystema,<sup>8</sup> trenutno kaže, da bodo cene nafte naraščale rahlo hitreje, kot je predpostavljeno v tehničnih predpostavkah. Takšna dinamika je skladna z nepričakovanimi nadaljnjimi motnjami v ponudbi v kratkoročnem in srednjeročnem obdobju. To lahko po drugi strani privede do hitrejšega zaostrovanja ravnovesja med ponudbo in povpraševanjem ter s tem do višjih cen nafte. Če bi se uresničila alternativna dinamika cen nafte in bi bile cene nafte do leta 2019 za 3,8% višje kot v osnovnih projekcijah, bi to le neznatno zavrlo realno rast BDP, hkrati pa nekoliko bolj pospešilo rast inflacije (ki bi se v letu 2019 povečala za 0,1 odstotne točke).

## 2) Alternativna tečajna gibanja

### **Ta analiza občutljivosti kot ponazoritev zajema mehanični vpliv močnejšega tečaja eura v primerjavi z osnovnim scenarijem.**

Za namene ponazoritve alternativno gibanje tečaja eura temelji na 75. centilu porazdelitve do tveganja nevtralne gostote verjetnosti tečaja USD/EUR, kot izhaja iz opcij na dan 14. avgusta 2017. To gibanje kaže na postopno apreciacijo eura v razmerju do dolarja na raven 1,31 USD za euro v letu 2019, kar je za okrog 11% višje od predpostavke za to leto v osnovnem scenariju. Odgovarjajoče predpostavke za nominalni efektivni tečaj eura odražajo zgodovinsko dinamiko, pri čemer spremembe tečaja USD/EUR ustrezajo spremembam efektivnega tečaja z elastičnostjo okrog 52%. Rezultat te predpostavke je postopno odmikanje efektivnega tečaja eura od osnovne projekcije navzgor, tako da bi bil v letu 2019 za okrog 6% nad osnovno projekcijo. Po tem scenariju povprečje rezultatov iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov kaže na nižjo realno rast BDP (za 0,3 odstotne točke v letih 2018 in 2019) in nižjo inflacijo (za 0,4 odstotne točke v letu 2018 in za 0,5 odstotne točke v letu 2019). Treba je omeniti, da tako ocenjeni vpliv na rast in inflacijo velja v primeru izključno eksogenega tečajnega šoka (glej razpravo v okvirju 3).

---

<sup>8</sup> Glej kombinacijo štirih modelov, predstavljeno v članku z naslovom »Forecasting the price of oil«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2015.

## 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 na splošno 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)		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Projekcije strokovnjakov ECB	September 2017	2,2 [2,1–2.3]	1,8 [1,0–2.6]	1,7 [0,6–2.8]	1,5 [1,4–1.6]	1,2 [0,6–1.8]	1,5 [0,7–2.3]
Evropska komisija	Maj 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
OECD	Junij 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Euro Zone Barometer	Avgust 2017	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
Napovedi Consensus Economics	Avgust 2017	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	Julij 2017	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
MDS	Julij 2017	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (pomlad 2017); poročilo misije MDS po IV. členu (25. julij 2017); OECD Economic Outlook (junij 2017); napovedi Consensus Economics (avgust 2017); MJEconomics za Euro Zone Barometer (avgust 2017); anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters) (julij 2017).

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, 2017

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.

ISSN 2529-4601 (pdf)  
Kataloška št. EU QB-CE-17-002-SL-N (pdf)