



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

# SEPTEMBRSKE MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE STROKOVNJAKOV ECB ZA EUROOBMOČJE<sup>1</sup>

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

*Gospodarsko okrevanje v euroobmočju naj bi se nadaljevalo, čeprav nekoliko počasneje, kot je bilo pričakovano, zaradi česar so bili gospodarski obeti nekoliko popravljeni navzdol. Okrevanje bodo spodbujala ugodna domača gibanja, zunanje okolje pa je sedaj nekoliko manj ugodno. Inflacija naj bi v letu 2015 ostala zelo nizka, v obdobju projekcij pa naj bi se zvišala in leta 2017 dosegla 1,7%. Medletna stopnja inflacija naj bi se torej zvišala nekoliko pozneje, kot se je pričakovalo junija. Projekcijo inflacije, merjene z indeksom HICP, je bilo tako treba popraviti navzdol, zlasti zaradi nižjih cen nafte.*

*Projekcije temeljijo na predpostavkah glede cen nafte in tečajev s presečnim datumom 12. avgust 2015. Po tem datumu so se cene nafte in tečaji gibali v smeri, ki kaže na navzdol usmerjena tveganja za projekcije realne rasti BDP in inflacije.*

**Gospodarsko okrevanje naj bi se nadaljevalo, čeprav nekoliko počasneje, kot je bilo pričakovano.** Domača dinamika naj bi se postopoma okrepila tudi zaradi denarne politike ECB, vključno z nestandardnimi ukrepi. Obeti na svetovni ravni pa so postali manj ugodni zaradi neugodnih gibanj v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Svetovna gospodarska rast naj bi se v obdobju projekcij kljub temu okrepila, zlasti zaradi ugodne dinamike v visoko razvitih gospodarstvih.

**Prispevek zunanjih dejavnikov h gospodarski aktivnosti v euroobmočju naj bi bil šibkejši, kot je kazalo v junijskih projekcijah.** Medtem ko pričakovana rast v visoko razvitih gospodarstvih ostaja v grobem nespremenjena v primerjavi z junijskimi projekcijami, pa so bili obeti za rast in uvoz v najpomembnejših nastajajočih tržnih gospodarstvih precej popravljeni navzdol. To pomeni, da bo tudi zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja okrevalo precej pozneje, kot so kazale junijske projekcije. Še vedno pa naj bi na rast izvoza euroobmočja ugodno vplivala pretekla depreciacija eura.

**Prenos ugodnih učinkov nestandardnih ukrepov ECB v gospodarstvo se nadaljuje.** Bančne obrestne mere za posojila so se v drugem četrtletju tega leta še znižale in naj bi v vsem obdobju projekcij ostale na rekordno nizki ravni. Zelo spodbujevalno naravnana denarna politika naj bi ugodno vplivala na agregatno povpraševanje ter zlasti na investicije v osnovna sredstva in izvoz.

**Proces prilagajanja gospodarstva po krizi se nadaljuje in spodbuja rast.** Po več letih javnofinančne konsolidacije, ki je trajala do leta 2013, naj bi bila naravnost javnofinančne politike, merjena kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez učinka državne pomoči finančnemu sektorju, v obdobju projekcij nekoliko ekspanzivna. Pogoji kreditiranja so se še izboljšali, saj zadnja anketa o bančnih posojilih za euroobmočje kaže neto ublažitev tako kreditnih standardov kot tudi posojilnih pogojev. Stopnja zadolženosti nefinančnih družb (merjena kot razmerje med dolgom in kapitalom) se je do začetka leta 2015 še znižala in se je vrnila na predkrizno raven. Tudi gospodinjstva so dodatno zmanjšala svojo zadolženost, tako da se je njihovo neto premoženje v zadnjih četrtletjih še povečalo.

<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 Eurosystem staff macroeconomic projection exercises«, ECB, junij 2001, ki je objavljen na spletni strani ECB. Presečni datum za tehnične predpostavke, kot so cene nafte in tečaji, je 12. avgust 2015 (glej okvir 2). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 21. avgust 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.

Hkrati se zdi, da so cene stanovanj dosegle dno in pričele rasti, tako v povprečju kot v večini držav euroobmočja. Preobrat je doživel tudi trg dela, kar vse bolj podpira rast zasebne potrošnje.

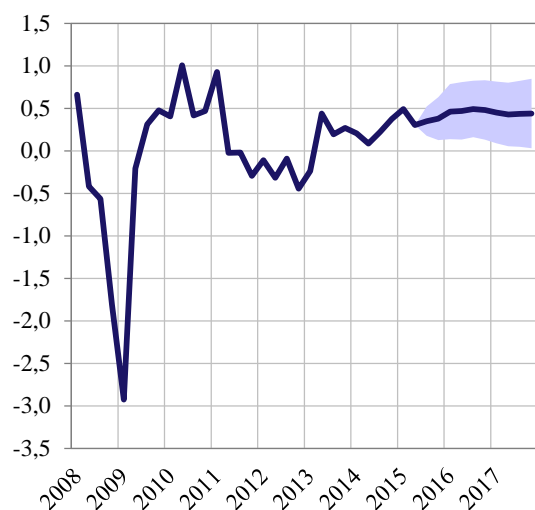
**Na gospodarske obete še vedno neugodno vpliva več dejavnikov.** Zadolženost tako javnega kot tudi zasebnega sektorja je v nekaterih državah še vedno na zelo visoki ravni. Visoka ostaja tudi strukturna brezposelnost, zlasti v nekaterih državah euroobmočja, ki so v težavah. Investicijsko potrošnjo bo še naprej zavirala zaskrbljenost glede dolgoročne sposobnosti za rast ter počasno izvajanje strukturnih reform. Poleg tega nedavni dogodki v Grčiji pomenijo, da bo treba obete za to državo znatno popraviti navzdol.

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

(četrtni podatki)

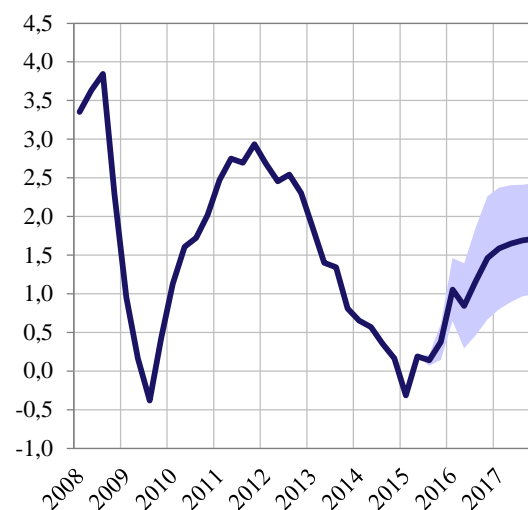
#### Realni BDP v euroobmočju<sup>2)</sup>

(medčetrtnetne 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, se je v zadnjih mesecih na splošno ustalila na nizki pozitivni ravni.** Skupna inflacija se je v mesecih do avgusta gibala na ravni okrog 0,2%, potem ko se je dvignila z januarske najnižje točke (-0,6%). Približno nespremenjena skupna inflacija v zadnjih nekaj mesecih prikriva gibanja komponent, ki so se medsebojno izravnala. Padec cen energentov in hrane odraža padec cen nafte in prehrabnih surovin, pri čemer je padec cen nafte delno ublažilo povečanje rafinerijske marže za bencin. Nasprotno pa se je inflacija brez energentov in hrane v zadnjih nekaj mesecih nekoliko zvišala zaradi cen industrijskega blaga razen energentov, cene storitev pa so bile dokaj stabilne.

**Inflacija v euroobmočju naj bi še najprej ostala nizka, nato pa naj bi se proti koncu leta 2015 zvišala.** Medtem ko naj bi v letu 2015 v povprečju dosegla 0,1%, naj bi se pozneje zvišala ter v letih 2016 in 2017 dosegla 1,1% oziroma 1,7%. Navzgor usmerjeni bazni učinki naj bi skupaj s predpostavljenim zvišanjem cen nafte v eurih od zadnjega četrletja 2015 dalje omilili negativni prispevek skupine energentov. Pozitiven prispevek te skupine k skupni inflaciji pa lahko pričakujemo šele v zadnjem četrletju 2016. Inflacija brez energentov naj bi se v obdobju projekcij postopoma okrepila, kar bo posledica krepitve rasti plač in profitnih marž. Osnovno inflacijo naj bi v naslednjih nekaj letih navzgor potiskali manjši neizkoriščeni potencial v gospodarstvu in na trgu dela ter izboljšane razmere na trgu dela, zaradi katerih bo stopnja brezposelnosti v letu 2017 padla na 10,1%. K rasti osnovne inflacije bodo prispevali tudi večji zunanji cenovni pritiski, saj je prenos sprememb tečaja na cene življenjskih

potrebščin dolgotrajen, ter pozitivni učinki predpostavljenega zvišanja cen energentov in drugih primarnih surovin.

## 2. REALNO GOSPODARSTVO

**Gospodarsko okrevanje v euroobmočju naj bi se nadaljevalo, čeprav nekoliko počasneje, kot je bilo pričakovano.** Gospodarska aktivnost, ki so jo ob prelomu leta močno spodbudile nižje cene nafte, v drugem četrtletju ni več obdržala zagona. Realna rast BDP je takrat upadla na 0,3% in naj bi v drugi polovici leta ostala bolj ali manj podobna. Gospodarski zagon v euroobmočju slabijo šibki trgovinski obeti, vendar naj bi pretekla deprecijacija efektivnega tečaja eura in nizke obrestne mere spodbudili podjetniške investicije, poleg tega pa naj bi ugodna gibanja na trgu dela in nižje cene energentov spodbudili potrošnjo. Ker pa so obeti za rast nastajajočih tržnih gospodarstev šibkejši in tuje povpraševanje manjše, bo ciklično okrevanje šibkejše od pričakovanega, negativna proizvodna vrzel pa se bo obdržala nekoliko dlje. Če pogledamo povprečne letne vrednosti, naj bi se realna rast BDP znatno okrepila z 0,9% v letu 2014 na 1,4% v letu 2015 ter nato na 1,7% v letu 2016 in 1,8% v letu 2017.

**Glavno gonilo gospodarskega okrevanja naj bi ostali izdatki za zasebno potrošnjo.** Zelo kratkoročni obeti za rast realnega razpoložljivega dohodka ostajajo ugodni, saj ponovni padec cen energentov ugodno vpliva na realni dohodek. Pozneje naj bi se okrepili dohodki od dela, saj zaposlenost vztrajno raste, povečujejo pa se tudi nominalna sredstva za zaposlene. Hkrati naj bi se s splošnim gospodarskim okrevanjem povečali tudi drugi osebni dohodki. Nizki stroški in blažji pogoji financiranja, h katerim prispevajo tudi nestandardni ukrepi ECB, naj bi spodbudili zasebno potrošnjo ter do določene mere povečali neto premoženje gospodinjstev – in sicer zaradi dviga cen finančnega premoženja in nadaljnjega izboljšanja razmer na stanovanjskem trgu v obdobju 2016–2017. Gledano v celoti bo medletna rast zasebne potrošnje v obdobju projekcij v povprečju predvidoma znašala 1,7% (v primerjavi z 1,0% v letu 2014).

**Stopnja varčevanja naj bi se v naslednjih nekaj četrtletjih gibala neenakomerno, saj bodo ljudje nekoliko prilagajali potrošnjo in prihranke glede na najnovejša šibka gibanja cen nafte.** Potem ko se je stopnja varčevanja v letu 2015 nekoliko zvišala, saj se del dodatnih dohodkov zaradi nižjih cen nafte seli v prihranke, naj bi se v letu 2016, ko bo ta učinek pojenjal, nekoliko znižala. Brez tega začasnega učinka bo stopnja varčevanja v preostalem obdobju projekcij na splošno ostala nespremenjena zaradi kompenzacijskih učinkov. Na eni strani imamo namreč zelo nizke obrestne donose, ki ponavadi odvrtaajo od varčevanja zaradi »medčasovnih substitucijskih učinkov«. V nekaterih državah bi se lahko zmanjšali tudi previdnostni prihranki zaradi še bolj okrepljenega zaupanja potrošnikov in hkratnega postopnega padanja brezposelnosti. Gospodinjstva bi se lahko odločila tudi za večje nakupe, s katerimi so prej odlašala, kar vse bi zmanjšalo stopnjo varčevanja. Na drugi strani imamo visoko brezposelnost in zadolženost, ki naj bi nekoliko spodbujali varčevanje. Poleg tega bi zelo nizke obrestne mere v nekaterih državah lahko narekovale dodatno pokojninsko varčevanje.

**Stanovanjske investicije v euroobmočju naj bi se okrepile, vendar z nizke ravni.** Po hudi osemletni recesiji in več kot 25-odstotnem kumulativnem padcu naj bi se stanovanjske investicije v letu 2015 ustalile. V obdobju projekcij naj bi pridobile zagon zaradi vztrajne rasti realnega razpoložljivega dohodka, zelo nizkih obrestnih mer za hipotekarna posojila in blažjih pogojev financiranja, h katerim prispevajo tudi nestandardni ukrepi ECB. To naj bi okrepilo rast posojil gospodinjstvom. Občutnejše povečanje stanovanjskih investicij pa bodo najverjetneje preprečili visoka raven zadolženosti gospodinjstev v nekaterih državah in neugodne posledice demografskih gibanj v drugih.

**Podjetniške investicije naj bi postopoma pridobile zagon, saj jih bodo spodbujali nestandardni ukrepi ECB in ciklično okrevanje.** Razmere so ugodne za postopno okrevanje. Kapitalske investicije naj bi spodbujali trendi povpraševanja, potreba po posodobitvi osnovnih sredstev po letih šibkih investicij, zelo spodbujevalno naravnana denarna politika in krepitev profitnih marž. Poleg tega bodo splošni pritiski, ki so posledica razdolževanja podjetij v euroobmočju, v obdobju napovedi manj omejevali podjetniške investicije kot v preteklosti. Okrevanje podjetniških investicij pa bodo zavirala preostala finančna ozka grla in visoka raven zadolženosti v nekaterih državah, kot tudi pričakovanja glede šibkejše rasti potencialnega proizvoda, kot je bila v preteklosti.

**Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja naj bi se v obdobju projekcij postopoma okrepilo, vendar ne tako hitro, kot je bilo pričakovano, saj bo rast uvoza v nastajajočih tržnih gospodarstvih znatno šibkejša.** Zagon zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja naj bi bil daleč pod predkrizno ravno, kar je posledica tako manjše svetovne aktivnosti kot tudi manjše elastičnosti svetovne trgovinske menjave na gospodarsko rast. Ta manjša elastičnost je zlasti posledica navzdol popravljene uvozne komponente v rasti nastajajočih tržnih gospodarstev (glej okvir 1).

**Rast izvoza v države zunaj euroobmočja naj bi se v obdobju projekcij kljub temu nekoliko okrepila, tudi zaradi pretekle deprecije eura.** Deleži izvoznih trgov zunaj euroobmočja naj bi se povečali. Rast uvoza iz držav zunaj euroobmočja naj bi se v obdobju projekcij postopoma okrepila zaradi okrepitve skupnega povpraševanja v euroobmočju. Presežek tekočega računa naj bi se povečal z 2,1% BDP v letu 2014 na 3,0% v letu 2015 zaradi gibanja pogojev menjave, nakar naj bi se v letu 2017 zmanjšal na 2,7%.

**Proizvodna vrzel naj bi se zapirala, predvsem na račun šibke rasti potencialnega proizvoda.** Ta naj bi v obdobju projekcij po ocenah znašala 1% in tako ostala daleč pod predkrizno ravno. Ker bo realna rast BDP bo projekcijah nad potencialno, naj bi se tudi negativna proizvodna vrzel v obdobju projekcij postopoma zapirala.

#### Okvir 1

#### MEDNARODNO OKOLJE

**Svetovna gospodarska rast ostaja postopna in neenakomerna.** V prvem četrtletju tega leta je bila umirjena in, kot kažejo zadnji kazalniki in podatki, bo v bližnji prihodnosti taka tudi ostala, pozneje pa naj bi se okrepila. Nizke cene nafte, še naprej spodbujevalni pogoji financiranja na svetovni ravni, iztekajoča se javnofinančna konsolidacija, boljše razmere na trgu dela in okrepljeno zaupanje naj bi podprli gospodarsko okrevanje v visoko razvitih gospodarstvih. Nasprotno pa so se gospodarski obeti za nastajajoča tržna gospodarstva občutno poslabšali, saj so se uresničila nekatera navzdol usmerjena tveganja, ugotovljena v prejšnjih projekcijah. Strukturne ovire in makroekonomska neravnovesja ovirajo rast v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih, na druga pa negativno vplivajo nižje cene surovin, politična negotovost in zaostreni pogoji zunanjega financiranja. Po neobetavnem začetku leta naj bi se rast svetovnega BDP (brez euroobmočja) okrepila s 3,2% v letu 2015 na 4% do leta 2017.

**Svetovna trgovinska menjava je v prvi polovici leta 2015 opazno izgubila zagon in naj bi se v obdobju projekcij le postopoma okrepila.** Z znatnim upadom uvoza v nekaterih velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih je oslabil svetovni uvoz, čeprav je bila trgovinska menjava v visoko razvitih gospodarstvih bolj vztrajna. Glede na dosledno negativna presenečenja v preteklih štirih letih in glede na skromne uvozne obete v nastajajočih tržnih gospodarstvih, ki naj bi takšni tudi ostali, projekcije ne kažejo več na močan obrat svetovne trgovinske menjave. Ankete in kratkoročni modeli namreč kažejo na zelo skromno okrevanje v preostanku tega leta. Pozneje naj bi se svetovni uvoz gibal skladno s svetovnim BDP. Rast zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja naj bi se z 1,5% v letu 2015 povečala na 4,1% v letu 2017.

**V primerjavi z junijskimi projekcijami je bila svetovna gospodarska aktivnost za celotno obdobje projekcij popravljena navzdol zaradi slabših obetov, ki se kažejo v zvezi z nastajajočimi tržnimi gospodarstvi.** Precej navzdol je bilo popravljeno tudi zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja, saj naj bi šibka aktivnost v nastajajočih tržnih gospodarstvih zavirala uvoz bolj, kot je bilo predvideno.

## Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

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

Opomba: Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil.

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

**Izboljševanje razmer na trgu dela v euroobmočju se bo v obdobju projekcij predvidoma nadaljevalo.** Zaposlenost se je v prvi polovici leta 2015 povečala za 1,9 milijona v primerjavi z dnem, doseženim sredi leta 2013, vendar je še vedno 3,9 milijona pod predkrizno ravno. Število zaposlenih naj bi se v obdobju projekcij precej povečalo, k čemur bo prispevalo predvsem gospodarsko okrevanje ter v nekaterih državah tudi javnofinančne spodbude, umirjanje plač in pretekle reforme trga dela. Število opravljenih delovnih ur na zaposlenega naj bi se v obdobju projekcij nekoliko povečalo, vendar bo ostalo daleč pod predkrizno ravno. Obseg delovne sile naj bi se le zmerno povečal, saj bo rast zaviralo odvrčanje s trga dela, ki je posledica še vedno visoke brezposelnosti v nekaterih državah in neugodnih demografskih gibanj v drugih. Stopnja brezposelnosti, ki je v drugem četrtletju nekoliko upadla na 11,1%, naj bi se v letu 2017 zmanjšala na 10,1%.

## Okvir 2

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

**V primerjavi z junijskimi projekcijami vključujejo spremembe v tehničnih predpostavkah precej nižje dolarske cene nafte in primarnih surovin brez energentov ter rahlo nižje obrestne mere v euroobmočju.**

**Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah primarnih surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 12. avgusta 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 0,1% v letu 2017. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja kažejo na povprečno raven 1,3% v letu 2015, 1,6% v letu 2016 in 1,8% 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 zvišale. Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma 12. avgusta predpostavlja, da bo cena surove nafte Brent, ki je leta 2014 znašala 98,9 USD za sod, v letu 2015 upadla na 55,3 USD, v letu 2016 pa naj bi se zvišala na 56,1 USD in v letu 2017 na 60,9 USD. Za cene drugih primarnih surovin razen energentov, izražene v ameriških dolarjih, se predpostavlja, da se bodo v letih 2015 in 2016 precej znižale, v letu 2017 pa nekoliko 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. avgusta. To pomeni, da bo v obdobju projekcij devizni tečaj znašal 1,10 USD za euro.

## Tehnične predpostavke

	September 2015				Junij 2015			Popravek od junija 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	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Cene nafte (v USD/sod)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
Cene primarnih surovin brez energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	-8,6	-19,7	-4,6	4,4	-13,6	2,9	4,9	-6,1	-7,5	-0,5
Devizni tečaj EUR/USD	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
Nominalni efektivni tečaj eura (EDT-19) (medletne spremembe v odstotkih)	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	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 tretjega četrtletja 2016, potem pa se gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

**Gospodarski obeti so bili v primerjavi s prejšnjimi projekcijami popravljene navzdol.** Popravek je bil potreben zlasti zaradi manj ugodnega gibanja zunanega povpraševanja – to je v glavnem odraz šibkejši rasti na nastajajočih trgih – kar je že oslabilo izvoz, v letih 2016 in 2017 pa bo privedlo tudi do šibkejši rasti investicij. Dodaten razlog je nedavna kriza v Grčiji, zaradi česar je bilo treba v obdobju projekcij znatno navzdol popraviti tudi gospodarske obete za to državo.

### 3. CENE IN STROŠKI

**Inflacija, merjena z indeksom HICP, naj bi v letu 2015 v povprečju znašala 0,1%, nato pa naj bi se v letu 2016 dvignila na 1,1% in v letu 2017 na 1,7%.** V prihodnjih mesecih naj bi inflacija ostala nizka, nato pa naj bi se ob prelomu leta povečala zlasti zaradi navzgor usmerjenih baznih učinkov v skupini energentov, pa tudi zaradi predpostavljene rasti cen nafte. Tako naj bi se občutno povečal prispevek skupine energentov, postopoma pa naj bi se pojavili tudi manjši navzgor usmerjeni cenovni pritiski v drugih skupinah. Pričakovano zvišanje inflacije v obdobju projekcij je na splošno odraz rasti domačih cen – zaradi zmanjševanja neizkoriščenega potenciala v gospodarstvu in na trgu dela ter postopnega zapiranja proizvodne vrzeli – pa tudi krepitve zunanjih cenovnih pritiskov. Ti so posledica zapoznelega prenosa pretekle deprecijacije eura na cene življenjskih potrebščin ter predpostavljene zvišanja cen energentov in drugih primarnih surovin.

**Navzgor usmerjeni bazni učinki, ki izvirajo iz cen energentov, in pretekla deprecijacija eura naj bi prispevali k zvišanju letne stopnje inflacije konec leta 2015.** Preobrat od navzdol usmerjenih na navzgor usmerjene zunanje cenovne pritiske je ključni razlog za pričakovano okrevanje inflacije. Trenutno zelo nizko raven inflacije lahko v veliki meri pojasnimo s preteklim padcem cen energentov in drugih primarnih surovin ter z zapoznelim učinkom pretekle apreciacije eura. Nedavni ponovni občutni padec cen nafte bo zlasti v bližnji prihodnosti še okreplil pritiske na znižanje inflacije. Pozneje v obdobju projekcij bodo navzgor usmerjeni bazni učinki ter predpostavljeno zvišanje cen energentov in drugih

primarnih surovin prispevali k rasti cen življenjskih potrebščin, enako kot učinki pretekle deprecije eura.

**Domači cenovni pritiski naj bi se v obdobju projekcij okrepili, saj se bodo razmere na trgu dela izboljšale, neizkoriščenost gospodarskega potenciala pa se bo zmanjšala.** Vse nižja stopnja brezposelnosti in večja moč podjetij pri oblikovanju cen naj bi se z okrevanjem gospodarstva in krepitvijo povpraševanja odrazila v zvišanju tako rasti plač kot tudi profitnih marž.

**V sedanjem gospodarskem okrevanju naj bi številni dejavniki zavirali rast plač.** Ti dejavniki vključujejo nizko raven inflacije, preostali neizkoriščeni potencial na trgu dela v naslednjih dveh letih in verjetno zaviralni učinek strukturne reforme trga dela, ki je bila opravljena med krizo s ciljem povečanja prilagodljivosti trga dela. Rast plač v euroobmočju naj bi še naprej zaviral tudi zdajšnji proces prilagajanja stroškovne konkurenčnosti v nekaterih državah euroobmočja.

**Umirjena rast plač in ciklična krepitev produktivnosti bosta v obdobju projekcij vplivala na dinamiko rasti stroškov dela na enoto proizvoda.** Stroški dela na enoto proizvoda naj bi v letu 2017 (1,1%) ostali na podobni ravni kot v letu 2014 (1,2%). Napovedana ciklična pospešitev produktivnosti, do katere pride prej kot do rasti plač, kaže na začasen upad stroškov dela na enoto proizvoda v letih 2015 in 2016.

**Napovedano gospodarsko okrevanje omogoča krepitev profitnih marž do leta 2017.** Profitne marže, ki so bile v zadnjih nekaj letih vztrajno nizke, naj bi se v obdobju projekcij zvišale. K temu naj bi prispevala večja moč podjetij pri oblikovanju cen, ki je posledica krepitve povpraševanja in nepričakovanih dobičkov, povezanih s preteklim občutnim padcem cen nafte. Na te obete naj bi zaviralno vplivala večja konkurenca zaradi strukturne reforme trga proizvodov, ki je bila opravljena med krizo in po njej.

**V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami je bila projekcija inflacije popravljena navzdol, kar je predvsem posledica nižjih cen nafte.** Skupna inflacija je bila za leti 2015 in 2016 popravljena navzdol zlasti zaradi šibkejšega gibanja cen energentov, ki ga bo zavirala predpostavljena nižja rast cen nafte v dolarjih, kar bo le delno omilil nekoliko šibkejši tečaj USD/EUR. Skupna inflacija za leto 2017 je bila popravljena navzdol zaradi nekoliko slabših obetov za rast BDP in šibkejšega zapoznelega posrednega vpliva nižjih cen nafte na osnovno inflacijo.

#### 4. JAVNOFINANČNI OBETI

**Naravnost javnofinančne politike, merjena s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda, naj bi v obdobju projekcij imela majhen pozitiven prispevek k povpraševanju.** Medtem ko naj bi bili diskrecijski ukrepi fiskalne politike pretežno nevtralni, pa naj bi nediskrecijski dejavniki, in sicer majhen upad deleža glavnih makroekonomskih davčnih virov v BDP v letu 2015 (učinek sestave BDP), nekoliko prispevali k fiskalnemu popuščanju.<sup>2</sup>

**Javnofinančni primanjkljaj in stopnja javnega dolga naj bi se zmanjšala.** Zmanjšanje deleža javnofinančnega primanjkljaja v BDP lahko v celoti pojasnimo s cikličnim izboljšanjem gospodarstva v euroobmočju in z vse nižjimi odhodki za obresti, strukturni primarni proračunski saldo v obravnavanem obdobju pa naj bi se v obdobju projekcij nekoliko poslabšal. Javni dolg v razmerju do BDP naj bi se od leta 2015 dalje zmanjševal.

**V primerjavi z junijskimi projekcijami so se javnofinančni obeti nekoliko poslabšali.** Majhen popravek javnofinančnega salda navzdol je delno posledica zmanjšanja konsolidacijskih ukrepov, delno

<sup>2</sup> V javnofinančnih predpostavkah so upoštewane informacije iz proračunske zakonodaje in dodatnih proračunov za leto 2015 ter iz nacionalnih srednjeročnih proračunskih načrtov in dopolnitev programov stabilnosti, ki so bili na voljo 21. avgusta 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.

pa nekoliko manj ugodnega gibanja nekaterih makroekonomskih davčnih virov. K bolj izrazitemu popravku stopnje javnega dolga navzgor je prispeval popravek nominalne rasti BDP navzdol.

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

(medletne spremembe v odstotkih)

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

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) Vključuje trgovinsko menjavo znotraj euroobmočja.

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

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

### Okvir 3

#### ANALIZA OBČUTLJIVOSTI

**Projekcije v veliki meri slonijo na tehničnih predpostavkah, ki se nanašajo na gibanje nekaterih ključnih spremenljivk.** Nekateri od teh spremenljivk lahko močno vplivajo na projekcije za



euroobmočje, zato nam lahko analiza občutljivosti projekcij na alternativna gibanja temeljnih predpostavk pomaga pri analizi tveganj, ki spremljajo projekcije. Ta okvir obravnava negotovosti glede gibanja cen nafte in deviznega tečaja ter občutljivost projekcij na ti dve spremenljivki.

## 1) Alternativna gibanja cen nafte

**Alternativni modeli gibanja cen nafte kažejo na nekoliko višje cene nafte v letu 2017 kot terminske pogodbe.** Tehnične predpostavke o gibanju cen nafte, na katerih temeljijo osnovne projekcije, ob upoštevanju gibanj na terminskih trgih predvidevajo zvišanje cen nafte v obdobju projekcij (glej okvir 2). Alternativni modeli, ki jih za napovedovanje cen nafte v obdobju projekcij uporabljajo strokovnjaki ECB,<sup>1</sup> trenutno kažejo na višje cene nafte v obdobju projekcij, kot so zajete v tehničnih predpostavkah. To je skladno z močnejšim okrevanjem svetovnega povpraševanja po nafti na srednji rok na eni strani ter rahlega zmanjšanja ponudbe nafte na drugi strani zaradi manjših investicij v naftnem sektorju in s tem manjših predelovalnih zmogljivosti v nekaterih državah, kar je posledica nedavnega padca cen nafte. Učinek alternativnega gibanja, po katerem bi bile cene nafte do leta 2017 za 8,1% višje od osnovne projekcije, bi nekoliko oslabil realno rast BDP (za 0,1 odstotne točke v letu 2017), hkrati pa nekoliko okrepi rast inflacije v letih 2016 in 2017 (za 0,1 odstotne točke do 0,2 odstotne točke v letih 2016 in 2017).

V nasprotju z omenjenim tehničnim scenarijem, ki predvideva višje cene nafte od osnovne projekcije, so se cene nafte od presečnega datuma tehničnih predpostavk znižale, delno zaradi najnovejših finančnih pretresov v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Če predpostavljene cene nafte dopolnimo s podatki, ki so bili na voljo do 1. septembra 2015,<sup>2</sup> je predpostavljeno gibanje cen nafte v obdobju projekcij v povprečju 6% nižje od tistega, ki je bilo vključeno v projekcije. To kaže na majhno navzgor usmerjeno tveganje za projekcijo gospodarske rasti in navzdol usmerjeno tveganje za projekcijo inflacije.

## 2) Alternativna tečajna gibanja

**Najnovejše napetosti na finančnih trgih kažejo na ponovno krepitev efektivnega deviznega tečaja eura.** Da bi ponazorili s tem povezana tveganja za osnovno projekcijo, smo v analizo občutljivosti vključili alternativno gibanje eura, ki kaže na nadaljnjo apreciacijo. To je izpeljano iz 75. centila do tveganja nevtralne porazdelitve gostote verjetnosti tečaja USD/EUR na dan 12. avgusta 2015, kot izhaja iz opcij. To kaže na postopno apreciacijo eura do ameriškega dolarja na raven 1,21 v letu 2017, kar je za 10,6% nad osnovno predpostavko za to leto. Odgovarjajoče predpostavke o nominalnem efektivnem tečaju eura so skladne z zgodovinsko dinamiko, pri čemer spremembe v tečaju USD/EUR odražajo spremembe v efektivnem tečaju z elastičnostjo okrog 52%. Rezultat je postopno odmikanje efektivnega tečaja eura od osnovne projekcije navzgor, tako da bi bil v letu 2017 za 5,3% nad osnovno projekcijo. V tem scenariju rezultati iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov ECB kažejo na nižjo realno rast BDP (za 0,2 do 0,4 odstotne točke) in nižjo inflacijo (za 0,1 do 0,5 odstotne točke) v letih 2016 in 2017.

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

2 Dopolnitev temelji na gibanju, ki izhaja iz terminskih trgov z nafto v obdobju dveh tednov, ki se je končalo 1. septembra.

### Okvir 4

#### VPLIV VEČJE SVETOVNE NEGOTOVOSTI NA GOSPODARSKO AKTIVNOST V EUROOBMOČJU

**Najnovejše napetosti na finančnih trgih so jasno pokazale, da svetovni obeti ostajajo krhki zaradi številnih negotovosti.** Kot so pokazali zadnji dogodki, lahko zlasti vse večja zaskrbljenost glede gospodarskih obetov za Kitajsko in druga nastajajoča tržna gospodarstva zelo hitro privede do nenadnih gibanj na finančnih trgih, kar lahko neugodno vpliva na obete za euroobmočje. Okvir s pomočjo alternativnega scenarija ponazarja možen vpliv izbranih globalnih šokov na gospodarske obete za euroobmočje.

**Prvi vir svetovnih negotovosti se nanaša na vprašanje, v kolikšni meri se bo kitajska rast upočasnila.** Osnovna projekcija sicer že upošteva upočasnitev kitajske rasti, vendar bi nadaljnje odpravljanje neravnovesij, povezano s kopičenjem kitajskega dolga, lahko privedlo do poglobitve finančne stiske in strmejšega upada gospodarske konjunktore. V takšnem scenariju bi bila lahko sposobnost in voljnost kitajskih bank, da kreditirajo gospodarstvo, huje okrnjena, saj bi se kakovost njihovih bilančnih sredstev naglo slabšala. Upad ponudbe bančnih kreditov bi bil lahko močnejši od pričakovanega tudi zaradi neugodnih gibanj na stanovanjskem trgu (zaradi precejšnje izpostavljenosti bank zelo zadolženim gradbenim investitorjem). Poleg tega bi se lahko cene delnic na Kitajskem še znižale, ko bodo domači investitorji presojali premije za tveganje. Vse slabša kakovost bilančnih sredstev in višje premije za tveganje bi povzročili navzgor usmerjene pritiske na donosnost državnih obveznic, saj bi bila država prisiljena zagotoviti obsežno podporo bančnemu sektorju. Posledično bi naložbe in v manjši meri potrošnja rasli veliko počasneje, kot kažejo zdajšnje osnovne projekcije. Upočasnitev rasti bi privedla do precejšnjega povečanja brezposelnosti, zato se domneva, da bi kitajske oblasti odločno intervenirale in skušale preprečiti še veliko večji padec rasti, in sicer tako z denarnimi ukrepi kot z javnofinančnimi spodbudami, pa tudi z možno dodatno depreciacijo renminbija. V tem scenariju predvidena kitajska rast je v letih 2016 in 2017 na splošno 1 odstotno točko pod osnovno projekcijo.

**Drugi vir svetovnih negotovosti se nanaša na potek normalizacije denarne politike ZDA.** Tržna pričakovanja glede ameriških kratkoročnih obrestnih mer, ki se uporabljajo kot tehnična predpostavka v projekcijah, trenutno kažejo na zelo postopno zvišanje, tako da bi kratkoročne obrestne mere konec leta 2017 dosegle le 1,6%. Če pa bodo ameriške obrestne mere sledile srednji vrednosti projekcij obrestnih mer, ki jih je pripravil Zvezni odbor za odprti trg (FOMC), bodo rasle hitreje od tržnih pričakovanj. Poleg tega ostaja ameriška časovna premija navkljub pričakovani normalizaciji ameriške denarne politike blizu rekordno nizke ravni. Če bi se svetovne negotovosti okrepile in s tem negotovost glede prihodnje ameriške denarne politike, obstaja tveganje nenadnega navzgor usmerjenega popravka ameriške časovne premije. Zato ta scenarij predvideva zvišanje ameriške časovne premije za 130 bazičnih točk, kar bi se preneslo na višje ameriške dolgoročne obrestne mere. Višje ameriške dolgoročne obrestne mere bi se nato prelile na višje dolgoročne obrestne mere v drugih ključnih visoko razvitih gospodarstvih.

**Ti šoki bodo verjetno negativno vplivali na rast v drugih nastajajočih tržnih gospodarstvih.** Rusija je sredi globoke recesije in zaradi nižjih naftnih prihodkov se pričakuje občuten padec javne porabe. V Braziliji, kjer je inflacija vse višja, so se obeti znatno poslabšali. Kar se tiče obetov za države izvoznice primarnih surovin, pa bi večja upočasnitev na Kitajskem lahko predstavljala pomembno navzdol usmerjeno tveganje. V nastajajočih tržnih gospodarstvih se kapitalski tokovi po zadnjih podatkih ponovno upočasnjujejo, kar spominja na silovite reakcije na denarno privijanje, ki smo jim bili priča sredi leta 2013. Takšna sprememba v kapitalskih tokovih za nastajajoča tržna gospodarstva pomeni znak večje svetovne negotovosti in izgube zaupanja vlagateljev v njihove gospodarske obete. V takšnih razmerah bi se v teh državah, če bi prišlo do dodatnega nepričakovanega poslabšanja gospodarskih obetov za Kitajsko oziroma do nepričakovanega zvišanja ameriških dolgoročnih obrestnih mer, okrepili odlivi, zaostriale finančne razmere in posledično znižala rast. V tem scenariju se učinek, ki ga ima večja svetovna makroekonomska negotovost na gospodarsko aktivnost v nastajajočih tržnih gospodarstvih, meri s šokom v intervalu dveh standardnih odklonov implicitne volatilnosti cen opcij na indeks S&P 500 (VIX), kar negativno vpliva na domače povpraševanje v teh gospodarstvih.

**Večja svetovna negotovost bi lahko vplivala na gospodarstvo euroobmočja prek trgovinskih in finančnih povezav.** Z večjo svetovno negotovostjo bi upadlo povpraševanje v ZDA (zaradi višjih dolgoročnih obrestnih mer) ter v drugih najpomembnejših visoko razvitih in nastajajočih gospodarstvih. To bi prek trgovinskega kanala vplivalo na svetovno rast in rast euroobmočja, saj bi se zmanjšalo zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja. Poleg tega bi prišlo do neugodnih finančnih prelivanj na dolgoročne obrestne mere v svetu in euroobmočju, s tem pa do zvišanja stroškov financiranja za podjetja, gospodinjstva in države. Kar zadeva efektivni tečaj eura, bi višje ameriške obrestne mere lahko privedle do apreciacije dolarja v primerjavi z eurom. Hkrati bi volatilnost finančnih trgov v nastajajočih tržnih gospodarstvih lahko sprožila apreciacijo eura v primerjavi z valutami teh držav.

**Z večjo svetovno negotovostjo, ki vključuje vse tri opisane vire negotovosti, bi se po ocenah zmanjšala rast euroobmočja v letu 2016 za 0,1 do 0,2 odstotne točke glede na osnovno projekcijo rasti.** Šibkejša realna rast BDP v euroobmočju delno izhaja iz manjšega tujega povpraševanja po izvozu

euroobmočja, ki je posledica šibkejše gospodarske aktivnosti v ZDA ter na Kitajskem in v drugih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Poleg tega na gospodarske obete za euroobmočje vplivajo tudi neugodna zunanja finančna gibanja (kar se odraža v višjih dolgoročnih obrestnih merah v euroobmočju).

**Čeprav bi bil vpliv na euroobmočje po opisanem scenariju skromen, pa veljajo številni pridržki.** Tako na primer ni bil upoštevan vpliv na zaupanje podjetij ali gospodinjstev. Poleg tega bi lahko prišlo do občutnejšega prelivanja tudi na cene drugega finančnega premoženja, vključno z delnicami, in s tem do večjih popravkov navzdol od tistih, ki so že v modelih. Dodajmo še, da so uporabljeni modeli linearni, medtem ko se močni neugodni popravki na finančnih trgih lahko nanašajo na nelinearna hkratna medsebojna gibanja spremenljivk, ki lahko privedejo do večjih posledic. Simulacije ne upoštevajo v celoti posledic tečajev ali neugodnih vplivov na cene primarnih surovin. Hkrati pa bi neugodne šoke v gospodarstvu euroobmočja lahko omilili morebitni ukrepi v nastajajočih tržnih gospodarstvih z nasprotnim učinkom ali odložitvev zaostrovanja ameriške denarne politike zaradi neugodnega prelivanja šibke gospodarske aktivnosti iz nastajajočih tržnih gospodarstev.

## Okvir 5

### NAPOVEDI DRUGIH INSTITUCIJ

**Številne 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 metod prilagoditve za število delovnih dni (glej tabelo). Kot je razvidno iz tabele, se večina trenutno razpoložljivih napovedi drugih institucij ne razlikuje bistveno od točkovnih napovedi v septembrskih projekcijah strokovnjakov ECB ter so 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
Projekcije strokovnjakov ECB	September 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,1	1,7
		[1,3 – 1,5]	[0,8 – 2,6]	[0,6 – 3,0]	[0,0 – 0,2]	[0,5 – 1,7]	[0,9 – 2,5]
Evropska komisija	Maj 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Euro Zone Barometer	Avgust 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
Napovedi Consensus Economics	Avgust 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	Avgust 2015	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
MDS	Julij 2015	1,5	1,7	-	0,1	1,0	-

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (pomlad 2015); IMF World Economic Outlook Update (julij 2015) za realno rast BDP; 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.

© 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.