



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

*Po visoki rasti v letu 2017 se je gospodarska rast v euroobmočju v prvi polovici leta 2018 upočasnila, zlasti zaradi oslabitve svetovne trgovinske menjave. Čeprav so se kratkoročni obeti zaradi negotovosti na svetovni ravni poslabšali, se bo rast v euroobmočju po projekcijah nadaljevala z dinamiko, ki je rahlo nad potencialno rastjo, kar odraža ugodne učinke zelo spodbujevalno naravnane denarne politike, izboljševanja razmer na trgu dela in okrepljenih bilanc stanja. Rahlo umirjanje realne rasti BDP, in sicer z 2,0% v letu 2018 na 1,7% v letu 2020, je predvsem posledica postopnega pojemanja spodbud s strani svetovne trgovinske menjave in vse večjega pomanjkanja delovne sile. Inflacija, merjena z indeksom HICP, bo po pričakovanjih vsako leto obdobja projekcij v povprečju znašala 1,7%, vendar bo četrtletna dinamika nekoliko volatilna. Stabilno gibanje povprečne medletne stopnje inflacije prikriva zmanjšanje medletne stopnje rasti v skupini energentov ob popuščanju učinka preteklih zvišanj cen nafte, kar bo odtehtalo postopno povečevanje osnovne inflacije, ko omejitve na strani ponudbe postajajo vse večji omejevalni dejavnik.*

## 1 Realno gospodarstvo

**Po zelo visoki rasti v letu 2017 je bila gospodarska rast v prvi polovici leta 2018 občutno šibkejša.** Odmik od zelo visokih stopenj rasti je povezan predvsem z manjšim prispevkom zunanjetrgovinske menjave zaradi učinka oslabitve svetovne trgovinske menjave pa tudi učinka pretekle apreciacije evra. Medtem ko so k umirjanju gospodarske aktivnosti prispevali predvsem dejavniki na strani povpraševanja, je v prvi polovici leta 2018 aktivnost najverjetneje nekoliko zaviralo tudi več začasnih dejavnikov in dejavnikov na strani ponudbe.

**V naslednjih nekaj četrtletjih bo realna rast BDP v euroobmočju predvidoma ostala stabilna.** To je v skladu s kazalniki zaupanja podjetij in potrošnikov, ki dolgoročno gledano ostajajo na povišani ravni kljub temu, da so se nekateri izmed

<sup>1</sup> Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB ali Eurosistema se uporabljajo kot eno od izhodišč za oceno Sveta ECB o gospodarskih gibanjih in tveganjih za stabilnost cen. Projekcij 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 tečaji, je 21. avgust 2018 (glej okvir 1). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 29. avgust 2018. Tokratne makroekonomske projekcije zajemajo obdobje 2018–2020. 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>.

njih na začetku leta znižali. Obete potrjujejo tudi vodilni kazalniki, na primer EuroCOIN in Conference Board Leading Economic Index.

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

(medletne spremembe v odstotkih)

	September 2018				Junij 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Realni BDP	2,5	2,0	1,8	1,7	2,5	2,1	1,9	1,7
		[1,8–2,2] <sup>2)</sup>	[1,0–2,6] <sup>2)</sup>	[0,6–2,8] <sup>2)</sup>		[1,8–2,4] <sup>2)</sup>	[0,9–2,9] <sup>2)</sup>	[0,6–2,8] <sup>2)</sup>
Zasebna potrošnja	1,7	1,5	1,7	1,6	1,7	1,6	1,7	1,5
Državna potrošnja	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,3	1,2
Bruto investicije v osnovna sredstva	2,8	4,0	3,2	2,9	3,3	4,2	3,3	2,8
Izvoz <sup>3)</sup>	5,6	3,1	3,8	3,6	5,4	4,2	4,4	3,8
Uvoz <sup>3)</sup>	4,2	3,5	4,5	3,9	4,6	4,1	4,7	4,0
Zaposlenost	1,6	1,4	0,9	0,8	1,6	1,4	1,1	0,8
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	9,1	8,3	7,8	7,4	9,1	8,4	7,8	7,3
HICP	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,7	1,7	1,7
		[1,6–1,8] <sup>2)</sup>	[1,1–2,3] <sup>2)</sup>	[0,9–2,5] <sup>2)</sup>		[1,6–1,8] <sup>2)</sup>	[1,0–2,4] <sup>2)</sup>	[0,9–2,5] <sup>2)</sup>
HICP brez energentov	1,2	1,3	1,6	1,8	1,2	1,3	1,7	1,9
HICP brez energentov in hrane	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,6	1,9
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih <sup>4)</sup>	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,9
Stroški dela na enoto proizvoda	0,7	1,6	1,3	1,7	0,7	1,5	1,2	1,8
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,5	2,2	2,2	2,7	1,6	2,3	2,1	2,7
Produktivnost dela	0,9	0,6	0,9	1,0	0,9	0,7	0,9	0,9
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-1,0	-0,6	-0,8	-0,5	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) <sup>5)</sup>	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	86,6	84,8	82,8	80,6	86,7	84,8	82,7	80,4
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	3,5	3,2	2,8	2,8	3,5	2,9	2,5	2,5

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

2) Razponi, 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 dejanskega vpliva 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 opis pristopa 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.

### Gospodarski temelji za nadaljnjo rast ostajajo v srednjeročnem obdobju trdni.

Domače povpraševanje bodo še naprej spodbujali številni ugodni dejavniki. Zelo spodbujevalno naravnana denarna politika ECB se še naprej prenaša v gospodarstvo. Rast posojil zasebnemu sektorju se zaradi nizkih obrestnih mer in ugodnih posojilnih pogojev bank še naprej povečuje. Živahno rast zasebne potrošnje bodo poganjale tudi zmanjšane potrebe po razdolževanju. Naravnost javnofinančne politike bo v letu 2019 po projekcijah postala rahlo ekspanzivna, v letu 2020 pa bo večinoma nevtralna. Na zasebno potrošnjo in stanovanjske naložbe bi

morale ugodno vplivati tudi dobre razmere na trgu dela in zviševanje neto premoženja. V okolju zviševanja dobičkov in velike izkoriščenosti zmogljivosti bodo še naprej rasle tudi podjetniške naložbe. Izvoz euroobmočja bosta predvidoma še naprej poganjala tekoče okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti in posledična rast zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja.

**Po projekcijah se bo realna rast BDP v opazovanem obdobju vseeno rahlo upočasnila, saj bodo nekateri ugodni dejavniki postopno izginjali.** V letih 2018 in 2019 bo upočasnitev zunanjega povpraševanja v euroobmočju po pričakovanih zavirala rast izvoza. Rast zaposlenosti naj bi se v letih 2019 in 2020 znatno upočasnila, kar je povezano predvsem s pomanjkanjem ponudbe delovne sile v nekaterih državah, ki postaja vse večji omejevalni dejavnik. Poleg tega pričakujemo, da se bo rast zasebne potrošnje umirila, ko se bo stopnja varčevanja v okolju ciklične konjunktore v nekaterih državah normalizirala z nizkih ravni.

**Rast realnega razpoložljivega dohodka se bo v letih 2018 in 2019 predvidoma okrepila, nato pa bo leta 2020 oslabela.** Prispevek bruto plač k nominalni rasti razpoložljivega dohodka se bo leta 2018 po projekcijah izrazito povečal, in sicer zaradi višje rasti plač, nato pa bo v preostanku obdobja projekcij nekoliko oslabel, saj bo upočasnitev zaposlenosti več kot odtehtala nadaljnjo krepitev nominalne rasti plač. Rast drugih osebnih dohodkov se bo v obdobju projekcij postopno povečevala v skladu z naraščanjem dobička. Prispevek neto javnofinančnih transferjev bo v letu 2018 predvidoma ostal negativen. Nato bo leta 2019 postal pozitiven v kontekstu znižanja neposrednega obdavčenja in naraščajočih transferjev gospodinjstvom, zatem pa bo leta 2020 postal nevtralen. Gledano v celoti bo sestava nominalne rasti razpoložljivega dohodka po pričakovanih postala manj ugodna za trošenje gospodinjstev, ko bodo razpoložljivi dohodek bolj poganjale plače kot zaposlenost, ker se potrošnja običajno nekoliko močneje odziva na spremembe v zaposlenosti.

**Zasebna potrošnja bo v obdobju projekcij predvidoma ostala odporna in jo bodo spodbujali ugodni posojilni pogoji bank, h katerim prispevajo ukrepi denarne politike ECB, ter doseženi napredek pri razdolževanju.** Čeprav so nizke obrestne mere vplivale na obrestne prihodke in plačila obresti gospodinjstev, prednosti uživajo bolj neto posojilojemalci kot neto varčevalci. Ker imajo prvi navadno višjo mejno nagnjenost k trošenju, bi morale to spodbujati skupno zasebno potrošnjo. Potrošnja bosta poleg tega spodbujala tudi vse višje neto premoženje gospodinjstev in napredek, dosežen pri razdolževanju.

**Stopnja varčevanja gospodinjstev se bo v obdobju projekcij po pričakovanih postopoma zviševala z zgodovinsko nizkih ravni.** Stopnja varčevanja se je v letu 2017 znižala, kar gre pripisati predvsem izboljššanemu ekonomskemu in finančnemu stanju gospodinjstev, iztekanju zadržanega povpraševanja, potem ko so gospodinjstva prej odlagala velike nakupe, ter vplivu, ki ga imajo zelo nizke obrestne mere na nagnjenost gospodinjstev k varčevanju. Stopnja varčevanja se bo v obdobju projekcij predvidoma povečevala, in sicer predvsem zaradi normalizacije v kontekstu ciklične konjunktore. Pričakovati je tudi, da bodo zasebna gospodinjstva povečevala obseg varčevanja zaradi znižanih neposrednih davkov v nekaterih državah.

## Okvir 1

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

---

**Tehnične predpostavke glede na letošnje junijske projekcije zajemajo višji efektivni tečaja eura, nižje dolarske cene nafte in nižje obrestne mere.** Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 21. avgusta 2018. 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 2018,  $-0,2\%$  v letu 2019 in  $0,0\%$  v letu 2020. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju kažejo na povprečno raven v višini  $1,1\%$  v letu 2018,  $1,3\%$  v letu 2019 in  $1,6\%$  v letu 2020.<sup>2</sup> V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami so bila tržna pričakovanja o kratkoročnih obrestnih merah za leto 2019 popravljena navzdol za 6 bazičnih točk, za leto 2020 pa za 19 bazičnih točk, medtem ko so bila pričakovanja o dolgoročnih obrestnih merah za leto 2018 popravljena navzdol za 8 bazičnih točk, za leto 2019 za 15 bazičnih točk in za leto 2020 za 17 bazičnih točk.

Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi povprečnih gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (21. avgust 2018) predpostavlja, da se bo cena surove nafte Brent, ki je leta 2017 znašala 54,4 USD za sod, v letu 2018 zvišala na 71,5 USD in v letu 2019 na 71,7 USD, zatem pa naj bi v letu 2020 upadla na 69,0 USD. Ta dinamika kaže, da bodo dolarske cene nafte v primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami v letu 2018 nižje za  $4,0\%$  in v letu 2019 za  $2,5\%$ , v letu 2020 pa višje za  $0,4\%$ . Za cene drugih primarnih surovin razen energentov, izražene v ameriških dolarjih, se predpostavlja, da se bodo v letu 2018 rahlo zvišale, v letu 2019 znižale, v letu 2020 pa se bodo okrepile.<sup>3</sup>

Predpostavka za dvostranske devizne tečaje je, da bodo v obdobju projekcij ostali nespremenjeni na povprečni ravni, ki je bila zabeležena v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (21. avgust 2018). To pomeni, da bo povprečni devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom v letu 2018 na ravni 1,18 USD za euro, v letih 2019 in 2020 pa 1,14 USD za euro, medtem ko je v letošnjih junijskih projekcijah znašal 1,18 USD. Efektivni tečaj eura (v razmerju do valut 38 trgovinskih partneric) je  $1,5\%$  nad letošnjo junijsko projekcijo.

---

<sup>2</sup> Predpostavka o nominalni donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju temelji na tehtanem povprečju donosnosti 10-letnih referenčnih obveznic posameznih držav, tehtani z letnim BDP ter dopolnjeni s prihodnjim gibanjem donosnosti, kot izhaja iz 10-letne nominalne donosnosti vseh obveznic v euroobmočju, ki jo izračunava ECB, pri čemer se začetno razhajanje med obema serijama v obdobju projekcij ohranja konstantno. Predpostavlja se, da bodo razmiki med donosnostjo državnih obveznic posameznih držav in povprečjem za euroobmočje v obdobju projekcij konstantni.

<sup>3</sup> Predpostavke o cenah nafte in prehranskih surovin temeljijo na terminskih cenah do konca obdobja projekcij. Za cene drugih primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da bodo sledile cenam terminskih pogodb do tretjega četrtletja 2019, potem pa se gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

## Tehnične predpostavke

	September 2018				Junij 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	1,0	1,1	1,3	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7
Cene nafte (v USD/sod)	54,4	71,5	71,7	69,0	54,4	74,5	73,5	68,7
Cene primarnih surovin razen energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	8,0	1,9	-2,6	4,2	7,9	9,3	2,5	4,1
Devizni tečaj USD/EUR	1,13	1,18	1,14	1,14	1,13	1,20	1,18	1,18
Nominalni efektivni devizni tečaj eura (EDT-38) (medletne spremembe v odstotkih)	2,2	5,1	0,6	0,0	2,2	4,4	-0,1	0,0

**Rast stanovanjskih naložb se bo predvidoma nadaljevala, čeprav z manjšim zagonom.** Stanovanjske naložbe so se v letih 2016 in 2017 močno okrepile, kar je posledica zelo ugodnih pogojev financiranja in okrepljene rasti dohodkov, povezane s sedanjim ustvarjanjem delovnih mest. Vendar se zdi, da je okrevanje stanovanjskih naložb doseglo višek na začetku leta 2018. Glavni pogoji za nadaljnje povečevanje stanovanjskih naložb so v obdobju projekcij še vedno prisotni, pri čemer ankete nakazujejo, da vse več gospodinjstev v naslednjih dveh letih načrtuje nakup oziroma gradnjo ali obnovo doma. Vseeno bodo zagon rasti kljub živahnemu povpraševanju po stanovanjih predvidoma zavirale omejitve proizvodnih zmogljivosti v gradbenem sektorju, kar postaja vse večji omejevalni dejavnik, in neugodni demografski trendi v nekaterih državah. Poleg tega bodo pogoji financiranja po pričakovanjih postali rahlo strožji, postopno pa se bodo najverjetneje začele pojavljati alternativne dolgoročne naložbene priložnosti, ko bodo donosi naraščali.

**Podjetniške naložbe naj bi v celotnem obdobju projekcij še naprej okrevale, čeprav postopoma vse počasneje.** Okrevanje bo po pričakovanjih še naprej spodbujalo več dejavnikov: zaupanje podjetij ostaja na zelo visoki ravni zaradi ugodnih pričakovanj o proizvodnji in zaradi velikega obsega novih naročil; izkoriščenost zmogljivosti je še naprej precej nad dolgoročnim povprečjem, medtem ko se pomanjkanje opreme vse pogosteje omenja kot dejavnik, ki omejuje proizvodnjo v predelovalnih dejavnostih; pogoji financiranja bodo v obdobju projekcij predvidoma ostali zelo ugodni; po pričakovanjih se bo povečal dobiček, pri čemer je sektor nefinančnih družb že zdaj dobro založen z denarjem; podjetja lahko povečajo naložbe, da bi nadoknadile omejitve na strani ponudbe, povezane s pomanjkanjem delovne sile. Poleg tega se je zaradi močnega okrevanja delniških tečajev v zadnjih letih, nadaljnje akumulacije finančnih sredstev in zmerne rasti dolžniškega financiranja količnik finančnega vzvoda (razmerje med zadolženostjo in skupnimi sredstvi) v sektorju nefinančnih družb približal zgodovinsko nizki ravni. Konsolidirana bruto zadolženost (razmerje med zadolženostjo in dohodkom) pa se je znižala dosti manj in je še vedno nekoliko nad predkrizno ravni. Postopno upadanje zagona pri podjetniških naložbah v opazovanem obdobju kaže na splošno zmanjševanje domačega in tujega povpraševanja.

## Okvir 2

### Mednarodno okolje

**Svetovna gospodarska rast se bo v obdobju projekcij predvidoma postopno umirjala zaradi vse večjih tveganj in negotovosti.** V prvi polovici leta 2018 je svetovno gospodarstvo še naprej vztrajno raslo. Čeprav so se gibanja v svetovnih predelovalnih dejavnosti v zadnjih nekaj mesecih umirila, ankete kažejo, da svetovna gospodarska aktivnost na splošno ostaja na doseženi ravni.

Vendar se bo v bližnji prihodnosti zagon svetovnega gospodarstva predvidoma umiril. Po eni strani razvita gospodarstva še naprej izkoriščajo pozitivne učinke spodbujevalne denarne politike, v ZDA pa občutnih javnofinančnih spodbud. Preteklo okrevanje cen nafte je pripomoglo tudi k stabilizaciji naložb v mnogih izvoznih navedbah. Po drugi strani pa se je povečala negotovost glede prihodnjih trgovinskih odnosov, kar bo v bližnji prihodnosti predvidoma prizadelo zaupanje in naložbe.

Zaskrbljenost glede trgovinske menjave, postopna normalizacija denarne politike v razvitih gospodarstvih in negotovost glede politik so v zadnjih mesecih povzročili zaostrovanje finančnih pogojev, zlasti v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Na srednji rok se bo gospodarska aktivnost predvidoma upočasnila, saj bodo ciklični dejavniki izgubljali vpliv. Negativna proizvodna vrzel se je v večini razvitih gospodarstev že zaprla ali se zapira, podpora s strani ekonomskih politik pa se bo postopoma zmanjšala. Na gospodarske obete za Kitajsko bo negativno vplival njen prehod na nižje stopnje rasti, ki so manj odvisne od spodbud s strani državnih politik. Države izvoznice surovin sicer okrevajo, vendar morajo še vedno dokončati javnofinančno konsolidacijo. Gledano v celoti, bo svetovna rast (brez euroobmočja) v letu 2018 po projekcijah znašala 3,9% in se bo nato v letu 2020 zmanjšala na 3,7%. V primerjavi z letošnjimi junjskimi projekcijami so bile napovedi svetovne rasti BDP v letu 2018 popravljene navzdol za 0,1 odstotne točke in v letu 2019 za 0,2 odstotne točke. Popravki navzdol so odraz šibkejših gospodarskih obetov v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih, zlasti v Turčiji. Poleg tega se ocenjuje, da bodo vse večje napetosti glede trgovinske menjave in povečana negotovost glede svetovnih obetov zavirali svetovne naložbe v prihodnjih četrletjih.

### Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

	September 2018				Junij 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,8	3,9	3,7	3,7	3,8	4,0	3,9	3,7
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) <sup>1)</sup>	5,4	4,6	3,9	3,8	5,2	5,1	4,6	4,0
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja <sup>2)</sup>	5,3	4,1	3,6	3,6	5,2	5,2	4,3	3,7

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

**Pričakuje se, da bo svetovna trgovinska menjava po nenadni upočasnitvi v drugem četrletju letošnjega leta zmerno oživela, vendar vseeno ostala razmeroma umirjena zaradi naraščajoče negotovosti, povezane s trgovinskim protekcionizmom.** Po visoki rasti v letu 2017 se je svetovna trgovinska menjava v prvih mesecih letošnjega leta upočasnila. V prihodnjem obdobju bodo do zdaj uvedene carine vplivale na razmeroma majhen delež svetovne trgovinske menjave. Vseeno pa se je zaradi njih povečala zaskrbljenost glede obetov za trgovinske politike in svetovno gospodarstvo, kar bo predvidoma negativno vplivalo na svetovno gospodarsko aktivnost in prihodnjo trgovinsko menjavo. Po projekcijah se bo svetovna trgovinska menjava v srednjeročnem obdobju povečevala približno enako hitro kot svetovna gospodarska aktivnost.

Gledano v celoti, se bo zunanje povpraševanje euroobmočja leta 2018 predvidoma povečalo za



4,1%, nato pa se bo do leta 2020 njegova rast upočasnila na 3,6%. V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami so bile napovedi v letu 2018 popravljene navzdol za 1,1 odstotne točke, v letu 2019 za 0,7 odstotne točke in v letu 2020 za 0,1 odstotne točke. Popravki navzdol so predvsem posledica zmanjšanja zagona, ki ga kažejo podatki za kratkoročno obdobje. Dolgoročneje gledano pa odražajo vpliv višjih carin in učinke šibkejše predvidene gospodarske aktivnosti.

---

**Rast izvoza v države zunaj euroobmočja bo predvidoma slabela v skladu z upočasnjevanjem zunanjega povpraševanja.** Izvoz v države zunaj euroobmočja bo po pričakovanih še naprej rasel s podobno dinamiko kot zunanje povpraševanje v euroobmočju, kar nakazuje večinoma stabilne deleže na izvoznih trgih v obdobju projekcij. Uvoz iz držav zunaj euroobmočja bosta predvidoma spodbujala pozitivno domače povpraševanje in v naslednjih nekaj četrtletjih tudi močnejši euro. Ker bo uvoz po projekcijah naraščal nekoliko hitreje kot izvoz, bo prispevek neto menjave s tujino h gospodarski rasti v obdobju projekcij v glavnem nevtralen, potem ko je bil leta 2017 zelo pozitiven.

**Rast zaposlenosti se bo predvidoma upočasnjevala, saj bo pomanjkanje delovne sile v nekaterih državah postajalo vse večji omejevalni dejavnik.** Število zaposlenih v euroobmočju se je v prvem in drugem četrtletju 2018 povečalo za 0,4%. Nedavna krepka rast zaposlenosti je bila zabeležena v številnih državah. Ankete, ki se nanašajo na prihodnja gibanja, kažejo na nadaljevanje trenda močne rasti zaposlenosti tudi v bližnji prihodnosti. Kljub temu bo rast zaposlenosti po projekcijah izgubila nekaj zagona. Leta 2018 bo učinek nekaterih ugodnih začasnih dejavnikov (kot so javnofinančne spodbude v nekaterih državah euroobmočja) po pričakovanih postopoma popustil. Proti koncu obdobja projekcij se bo pomanjkanje ponudbe delovne sile v nekaterih državah predvidoma povečalo.

**Rast delovne sile se bo v obdobju projekcij po pričakovanih umirila.** Delovna sila se bo do konca opazovanega obdobja predvidoma še naprej povečevala, in sicer zaradi neto priseljevanja delavcev, pričakovane integracije beguncev in sedanje krepitve deleža aktivnega prebivalstva (vključno z izničenjem učinka »odvrnjenih iskalcev zaposlitve«). Te pozitivne učinke pa naj bi v obdobju projekcij postopoma izravnale neugodne posledice staranja prebivalstva, ker skupine starejših delavcev zapuščajo delovno silo v večjem številu, kot na trg dela vstopajo skupine mladih.

**Stopnja brezposelnosti bo leta 2020 po pričakovanih upadla na 7,4%.** Stopnja brezposelnosti je v drugem četrtletju 2018 upadla na 8,3%, kar je najnižja raven od konca leta 2008 dalje. Projekcije za prihodnje obdobje kažejo, da se bo število brezposelnih še naprej znatno zniževalo in se približevalo najnižji točki pred krizo.

**V skladu s ciklično dinamiko se bo v letih 2019 in 2020 produktivnosti dela ponovno povečala.** Po močnem zagonu v letu 2017 se je rast produktivnosti dela v prvi polovici leta 2018 upočasnila, kar je bila posledica nepričakovane oslabitve gospodarske aktivnosti. V drugi polovici leta 2018 se pričakuje zmerno povečanje rasti produktivnosti zaradi zakasnelega odziva zaposlenosti na šibkejšo gospodarsko aktivnost na začetku leta. Dolgoročneje gledano se bo rast produktivnosti dela pozneje v obdobju projekcij zvišala in se postopno približevala predkrizni povprečni

1,0-odstotni stopnji rasti, k čemur bodo prispevali zgoraj omenjena upočasnitev rasti zaposlenosti, vse večja uporaba kapitala v kontekstu zmanjševanja neizkoriščenega gospodarskega potenciala, povečevanje števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega in določena rast skupne factorske produktivnosti.

### **Realna rast BDP bo v obdobju projekcij predvidoma ostala nad potencialno.**

Potencialni proizvod je ob podpori večjega prispevka produktivnosti dela in skupne factorske produktivnosti v zadnjih letih po ocenah pridobil nekaj zagona. Potencialni proizvod, ki sicer še vedno zaostaja za dejansko realno rastjo BDP, bo ob koncu obdobja projekcij predvidoma dosegel stopnjo rasti, ki je rahlo nižja kot pred krizo. Pri tem je vseeno treba izpostaviti, da potencialne rasti in dejavnikov, ki vplivajo nanjo, ni mogoče neposredno meriti, zato so tovrstne ocene povezane s precejšnjo mero negotovosti.

### **V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami so bile napovedi realne rasti BDP za leti 2018 in 2019 popravljene rahlo navzdol.**

Popravki navzdol so predvsem povezani z manjšim prispevkom neto trgovinske menjave, kot je bil sprva pričakovan, kar je posledica navzdol popravljenega zunanega povpraševanja in višjega efektivnega tečaja eura. Ti učinki so več kot izravnali pozitiven učinek na domače povpraševanje, ki izhaja iz nižjih posojilnih obrestnih mer in določenih javnofinančnih spodbud.

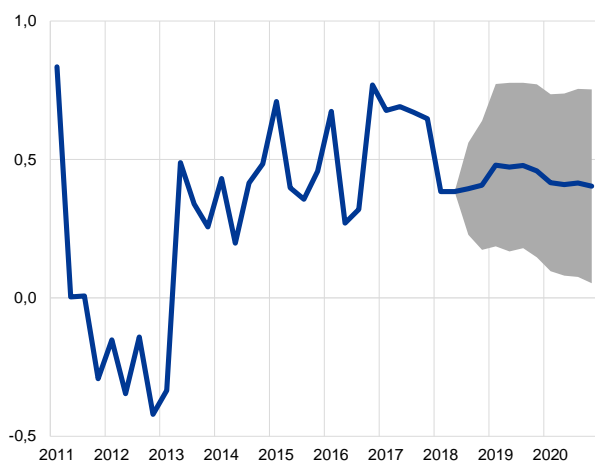
## **Graf 1**

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

(četrletni podatki)

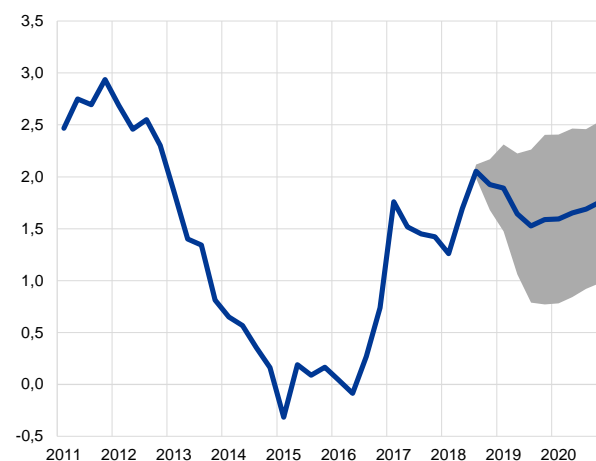
#### **Realni BDP v euroobmočju<sup>2)</sup>**

(četrletne 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.

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.



**Inflacija, merjena z indeksom HICP, bo v vseh letih obdobja projekcij predvidoma v povprečju znašala 1,7%, saj nižanje rasti cen energentov izravnava postopno krepitev inflacije brez energentov in hrane.** Rast cen energentov se bo zniževala v celotnem obdobju projekcij zaradi navzdol delujočih baznih učinkov in rahlega zmanjšanja terminskih cen surove nafte. Osnovna inflacija se bo po projekcijah zvišala zaradi vse boljšega cikličnega položaja gospodarstva in s tem povezanega povečanja rasti plač. Določeni nadaljnji navzgor usmerjeni učinki na osnovno inflacijo bodo po pričakovanjih izhajali iz zunanjih cenovnih gibanj, ker preteklo zvišanje cen nafte neposredno vpliva na inflacijo brez energentov in hrane. Inflacija brez energentov in hrane bo po predvidevanjih postopno rasla, in sicer z 1,1% v letu 2018 na 1,8% v letu 2020.

**Rast plač se bo v obdobju projekcij predvidoma opazno okrepila, saj je presežnega povpraševanja na trgu dela vse več in popušča učinek dejavnikov, ki so zadnjih nekaj let v nekaterih državah zavirali rast plač.** Rast sredstev za zaposlene se bo v obdobju projekcij izrazito povečala, in sicer na 2,7% v letu 2020. Rast stroškov dela na enoto proizvoda se bo predvidoma krepila v skladu z rastjo sredstev za zaposlene zaradi razmeroma skromnega povečanja rasti produktivnosti v obdobju projekcij. Glavno gonilo okrepljene rasti plač je pričakovano nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela v euroobmočju, pri čemer bo v nekaterih predelih euroobmočja opaziti vse večje presežno povpraševanje po delovni sili in izrazito pomanjkanje delovne sile. Ugodne razmere na trgu dela se že kažejo v zviševanju dogovorjenih plač. Precejšnje nedavno zvišanje skupne inflacije bo po pričakovanjih prispevalo tudi k okrepljeni rasti plač v tistih državah euroobmočja, v katerih se plače indeksirajo glede na elemente preteklih cenovnih gibanj. Tudi zaviralni učinki s krizo povezanih dejavnikov na rast plač, denimo potreba po umirjanju plač, da bi se v nekaterih državah ponovno vzpostavila cenovna konkurenčnost, ter pritiski, ki so zavirali rast plač in so bili povezani z rigidnostjo nominalnih plač navzdol v času krize, bi morali postopoma popustiti, saj se gospodarska rast v državah euroobmočja pogloblja in širi. Prav tako je pričakovati, da bodo nekateri vladni ukrepi, ki so v preteklosti zavirali rast plač, postali manj relevantni.

**Profitne marže v obdobju projekcij predvidoma ne bodo dodatno zviševale inflacijskih pritiskov.** Po pričakovanjih bo krepitev rasti tako stroškov dela na enoto proizvoda kot tudi neto posrednih davkov na enoto proizvoda glavni vir naraščajočih inflacijskih pritiskov, merjenih z deflatorjem BDP. Hitrost rasti profitnih marž se bo predvsem proti koncu obdobja projekcij predvidoma umirila zaradi rahlega upočasnjevanja gospodarske aktivnosti.

**Zunanji cenovni pritiski naj bi v obdobju projekcij ostali pozitivni, a naj bi se umirili.** Zmanjševanje uvoznega deflatorja, ki naj bi se začelo naslednje leto, bo posledica predpostavljenih rahlo znižanih cen nafte, ki bodo omejile vpliv naraščajočih cen primarnih surovin razen nafte in postopno vse večjih osnovnih svetovnih cenovnih pritiskov, povezanih s pojemanjem neizkoriščenih zmogljivosti v svetovnem gospodarstvu.

### **V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami je inflacija nespremenjena.**

Inflacija brez energentov in hrane je bila za leti 2019 in 2020 popravljena rahlo navzdol v skladu z nekoliko šibkejšimi gospodarskimi obeti. Te popravke odtehta popravek rasti cen energentov navzgor zaradi višjih cen električne energije in plina v nekaterih državah v letu 2018 in zaradi predpostavk glede eurskih cen nafte, ki naj se ne bi zniževale tako strmo, kot je bilo predvideno v prejšnjih projekcijah.

## 3 Javnofinančni obeti

### **Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju bo po napovedih leta 2018 večinoma nevtralna, leta 2019 rahlo ekspanzivna, leta 2020 pa spet večinoma nevtralna.**

Naravnost javnofinančne politike se meri s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Leta 2018 so diskrecijski ukrepi ekspanzivni, kar je deloma posledica znižanja prispevkov za socialno varnost in davkov od dohodkov pravnih oseb ter deloma bolj dinamične rasti državne potrošnje. Vendar pa se spodbude s strani diskrecijskih ukrepov v veliki meri izravnavajo z visokimi prihodki iz neposrednih davkov. V letu 2019 bosta k ekspanzivni javnofinančni politiki prispevala predvsem zniževanje neposrednih davkov in višja javna poraba v eni od držav euroobmočja, kar bo deloma odtehtala konsolidacija v drugi državi euroobmočja. V letu 2020 bo nadaljnje zniževanje neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost odtehtala zmernejša rast transferjev in subvencij ter tudi državne potrošnje.

### **Tako javnofinančni primanjkljaj kot tudi stopnja javnega dolga naj bi se v obdobju projekcij zmanjševala.**

Javnofinančne projekcije v obravnavanem obdobju predpostavljajo zmanjševanje javnofinančnega primanjkljaja predvsem zaradi izboljšanja ciklične komponente in znižanja plačil obresti, ker se star, drag dolg nadomešča z novim dolgom po nižjih obrestnih merah. Zmanjševanje bo deloma odtehtalo poslabšanje ciklično prilagojenega primarnega salda. K zmanjševanju razmerja med javnim dolgom in BDP prispevajo vztrajno pozitivni primarni saldi in ugodna razlika med obrestnimi merami in stopnjo rasti.<sup>4</sup> V primerjavi z junijskimi projekcijami se obeti glede primanjkljaja v glavnem niso spremenili, razmerje med javnim dolgom in BDP pa je bilo za leto 2020 popravljeno rahlo navzgor, in sicer predvsem zaradi manj ugodne razlike med obrestnimi merami in stopnjo rasti.

## Okvir 3

### 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

<sup>4</sup> Ta razlika se izračuna kot razlika med nominalno efektivno obrestno mero za dolg in nominalno stopnjo rasti BDP.

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 z nafto, napovedujejo rahlo nižanje cen nafte, tako da bi cena surove nafte Brent leta 2020 znašala 69 USD za sod. Ta dinamika je skladna z nadaljnjo rastjo svetovnega povpraševanja po nafti. Kar zadeva dejavnike na strani ponudbe, naftne terminske pogodbe verjetno kažejo tudi zaviralne učinke na cene nafte zaradi sprostitve politike članic OPEC o zmanjšanju ponudbe, kar lahko odtehta malce nižja kratkoročna pričakovanja glede proizvodnje nafte v ZDA (zaradi prometnih ozkih grl) in zaskrbljenost zaradi nižje ponudbe iz Irana po sankcijah s strani ZDA. Kombinacija alternativnih modelov, ki jih za napovedovanje cen nafte v obdobju projekcij uporabljajo strokovnjaki ECB,<sup>5</sup> kaže, da bodo cene nafte višje od cen, predpostavljenih v tehničnih predpostavkah. Če bi se uresničila alternativna dinamika cen nafte, izpeljana iz teh modelov, in bi bile cene nafte do leta 2020 za 4,7% višje kot v osnovnem scenariju, bi to le neznatno zavrlo realno rast BDP (za manj kot 0,1 odstotne točke v letih 2019 in 2020), hkrati pa malce bolj pospešilo rast inflacije (ki bi se povečala za 0,1 odstotne točke v letu 2020).

### 2) Alternativna tečajna gibanja

**Ta analiza občutljivosti je namenjena preučevanju vpliva krepitve tečaja eura.** Eden od virov tveganja apreciacije izhaja iz gospodarskega okrevanja v euroobmočju, ki bi bilo močnejše od pričakovanega in bi privedlo do navzgor usmerjenih inflacijskih pritiskov. Ta scenarij je skladen s porazdelitvijo do tveganja nevtralne gostote verjetnosti tečaja USD/EUR, kot izhaja iz opcij, na dan 21. avgusta 2018, ki se močno nagiba v smeri apreciacije eura. V 75. centilu te porazdelitve je izražena apreciacija eura v razmerju do dolarja na raven 1,33 USD za euro v letu 2020, kar je približno 16,5% višje od predpostavke za omenjeno leto v osnovnem scenariju. Odgovarajoča predpostavka za nominalni efektivni tečaj eura odraža zgodovinsko dinamiko, pri čemer spremembe tečaja USD/EUR ustrezajo spremembam efektivnega tečaja z elastičnostjo tik nad 50%. Po tem scenariju povprečje rezultatov iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov kaže na nižjo realno rast BDP (za 0,4 odstotne točke v letu 2019 in za 0,5 odstotne točke v letu 2020). Inflacija pa bi bila v letu 2019 nižja za 0,5 odstotne točke in v letu 2020 za 0,6 odstotne točke.

## Okvir 4

### Napovedi drugih institucij

---

**Napovedi za euroobmočje pripravljajo tudi druge mednarodne organizacije in zasebne institucije.** Te napovedi pa niso povsem primerljive niti med seboj niti z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB/Eurosistema, saj so bile dokončane v različnih časovnih obdobjih. Poleg tega za izpeljavo predpostavk o javnofinančnih, finančnih in zunanjih spremenljivkah,

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

vključno s cenami nafte in drugih primarnih surovin, uporabljajo različne metode (ki včasih niso v celoti razložene). Razlikujejo se tudi glede metode prilagoditve za število delovnih dni (glej tabelo).

**Kot je razvidno iz tabele, so trenutno razpoložljive projekcije drugih institucij glede realne rasti BDP in inflacije znotraj razponov okrog trenutnih 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)		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projekcije strokovnjakov ECB	September 2018	2,0 [1,8–2,2]	1,8 [1,0–2,6]	1,7 [0,6–2,8]	1,7 [1,6–1,8]	1,7 [1,1–2,3]	1,7 [0,9–2,5]
Evropska komisija	Julij 2018	2,1	2,0	-	1,7	1,7	-
OECD	Maj 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Euro Zone Barometer	Avgust 2018	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
Napovedi Consensus Economics	Avgust 2018	2,1	1,8	1,3	1,7	1,6	1,6
Survey of Professional Forecasters	Julij 2018	2,2	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
MDS	Julij/april 2018	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8

Viri: Vmesne gospodarske napovedi Evropske komisije (poletje 2018); IMF World Economic Outlook (julij 2018) za realno rast BDP; IMF World Economic Outlook (april 2018) za inflacijo po HICP; OECD Economic Outlook (maj 2018); Consensus Economics Forecasts (avgust 2018); številka za Consensus Economics, ki se nanaša na leto 2020, je vzeta iz ankete o trendih v gibanju produktivnosti in plač (Trends in Productivity and Wages), številka za inflacijo po HICP, ki se nanaša na leto 2020, pa je vzeta iz ankete o dolgoročnih napovedih za julij 2018; MJEconomics za Euro Zone Barometer (avgust 2018); anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters) (julij 2018).

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, 2018

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-18-002-SL-N (pdf)