



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

MARČNE MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE STROKOVNJAKOV ECB ZA EUROOBMOČJE¹

Realna rast BDP bo leta 2014 po projekcijah ostala umirjena, leta 2015 pa naj bi dobila več zagona. K napovedanemu povečevanju gospodarske aktivnosti bo predvidoma prispevalo postopno okrevanje domačega in zunanjšega povpraševanja. Na zunanje povpraševanje bo ugodno vplivalo svetovno gospodarsko okrevanje, ki se bo postopno krepilo. Na domače povpraševanje pa bodo predvidoma pozitivno vplivali vse boljše zaupanje v okolju zmanjševanja negotovosti, zelo akomodativno naravnana denarna politika ter upad cen primarnih surovin, kar naj bi podprlo realni razpoložljivi dohodek. Domače povpraševanje naj bi spodbujala tudi manj restriktivna javnofinančna politika v prihodnjih letih ter postopno izboljševanje pogojev kreditiranja. Obenem bodo neugodni vplivi na rast, ki izhajajo iz nujnega nadaljnega prilagajanja bilanc v zasebnem sektorju in iz visoke brezposelnosti, v obdobju projekcij predvidoma postopno popustili. Po projekcijah se bo realni BDP leta 2014 povečal za 1,2%, v letu 2015 za 1,5% in v letu 2016 za 1,8%.

Postopno okrevanje povpraševanja in sedanje zmanjševanje presežnih zmogljivosti bosta ob trdno zasidranih inflacijskih pričakovanjih predvidoma povzročila zvišanje inflacije v obdobju projekcij. Inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, bo po projekcijah leta 2014 znašala 1,0%, v letu 2015 naj bi dosegla 1,3%, v letu 2016 pa 1,5%. Zmerni inflacijski obeti so predvsem posledica upadanja terminskih cen nafte in obstoječega neizkoriščenega gospodarskega potenciala. Ob vse večjih, čeprav še vedno umirjenih domačih stroškovnih pritiskih se bo inflacija brez energentov in hrane v okolju pričakovanega postopnega okrevanja gospodarske aktivnosti predvidoma zvišala z 1,1% v letu 2014 na 1,7% v letu 2016.

V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami, objavljenimi v Mesečnem biltenu ECB decembra 2013, je bila projekcija realne rasti BDP za leto 2014 rahlo popravljena navzgor. Projekcija skupne inflacije za leto 2014 je bila zaradi najnovejših podatkov popravljena navzdol za 0,1 odstotne točke, za leto 2015 pa je ostala nespremenjena.

Ta članek predstavlja makroekonomske projekcije za euroobmočje ne samo za leti 2014 in 2015, ampak prvič tudi za leto 2016. Projekcije za tako dolg časovni razpon pa so izpostavljene zelo veliki negotovosti,² kar je treba upoštevati pri interpretaciji teh makroekonomskih projekcij.

MEDNARODNO OKOLJE

Realna rast svetovnega BDP (brez euroobmočja) se bo v obdobju projekcij po pričakovanjih postopoma okrepila in zrasla s 3,4% v letu 2013 na 4,1% v letu 2016. Medtem ko je v drugi polovici leta 2013 gospodarska rast dobila nekaj zagona v visoko razvitih gospodarstvih, pa se je rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih umirila zaradi šibkega domačega povpraševanja, omejenega manevrskega prostora za nadaljnje podpirne ukrepe domačih politik ter zaradi napetosti na finančnih trgih. Svetovni kazalniki gospodarske klime kratkoročno kažejo na ugodne pogoje gospodarjenja, kar je skladno s postopno krepitvijo svetovne gospodarske aktivnosti. Medtem ko so se v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih nedavno pojavile finančne napetosti, pa so širše razmere na svetovnih finančnih trgih ostale večinoma stabilne, potem ko je Zvezni odbor za odprti trg v ZDA sprejel odločitev, da bo začel zmanjševati nakupe vrednostnih papirjev. To je bilo v nasprotju s pretresi sredi leta 2013, ko je ameriška

¹ 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 podatke v teh projekcijah je 20. februar 2014.

² Glej članek z naslovom »An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections«, Monthly Bulletin, ECB, maj 2013.

centralna banka prvič napovedala možnost zmanjšanja takšnih nakupov. Svetovno okrevanje naj bi še naprej postopoma dobivalo zagon. V visoko razvitih gospodarstvih naj bi manjše razdolževanje v zasebnem sektorju in manj obsežna javnofinančna konsolidacija spodbudila zaupanje in domače povpraševanje, čeprav bo izboljšanje na trgih dela predvidoma počasno. Višja rast v visoko razvitih gospodarstvih naj bi podprla tudi nastajajoča tržna gospodarstva.

Svetovna trgovinska menjava se je nedavno okrepila skladno z rahlim odbojem gospodarske aktivnosti. Najnovejši podatki kažejo na izboljšanje v kratkoročnem obdobju. V prihodnje naj bi se svetovna trgovinska menjava postopno okrepila, pri čemer ostaja elastičnost menjave na gospodarsko aktivnost ob koncu obdobja projekcij manjša kot pred svetovno krizo. Rast svetovne trgovinske menjave (brez euroobmočja) se bo po projekcijah okrepila s 3,8% v letu 2013 na 6,2% v letu 2016. Ker se povpraševanje iz glavnih trgovinskih partneric euroobmočja povečuje počasneje kot iz ostalih držav, bo zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja predvidoma nekoliko šibkejše.

Tabela 1 Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Marec 2014				Popravek od decembra 2013		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,4	3,9	4,0	4,1	0,1	0,0	-0,1
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) ¹⁾	3,8	5,1	6,2	6,2	-0,2	-0,5	-0,2
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja ²⁾	3,0	4,5	5,6	5,8	0,0	-0,5	-0,1

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami, objavljenimi v Mesečnem biltenu ECB decembra 2013, projekcija svetovne realne gospodarske rasti praktično ni bila spremenjena. Obeti glede zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja so bili za leto 2014 popravljeni navzdol, vendar ostajajo za leto 2015 približno nespremenjeni. Popravki za leto 2014 so odraz neugodnih učinkov prenosa, ki izhajajo iz šibkejših trgovinskih gibanj v drugi polovici leta 2013 od pričakovanih, takšna gibanja pa naj bi se kratkoročno nadaljevala.

Okvir 1

TEHNIČNE PREDPOSTAVKE O OBRESTNIH MERAH, DEVIZNIH TEČAJIH, CENAH PRIMARNIH SUROVIN IN JAVNOFINANČNIH POLITIKAH

Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah primarnih surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 12. februarja 2014. Predpostavka o kratkoročnih obrestnih merah je povsem tehnične narave. 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 2014, 0,4% v letu 2015 in 0,8% v letu 2016. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja kažejo na povprečno raven v višini 2,8% v letu 2014, 3,2% v letu 2015 in 3,6% v letu 2016.¹ Kot odraz gibanj obrestnih mer na terminskih trgih in postopnega prenosa sprememb v tržnih obrestnih merah na posojilne obrestne mere se pričakuje, da bodo skupne bančne obrestne mere za posojila nefinančnemu zasebnemu sektorju v euroobmočju okrog začetka leta 2014 dosegle dno in se nato postopoma povečevale. Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma predpostavlja, da bo cena surove nafte Brent padla s 108,8 USD za sod v letu 2013 na 96,9 USD

za sod v letu 2016. Cene drugih primarnih surovin brez energentov v ameriških dolarjih naj bi se v letu 2014 znižale, nato pa naj bi se v letih 2015 in 2016 zvišale.²

Za dvostranske devizne tečaje se predpostavlja, da bodo v obdobju projekcij ostali nespremenjeni na povprečni ravni, ki je prevladovala v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma 12. februarja 2014. To pomeni, da bo devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom (EUR/USD) v obdobju 2014–2016 znašal 1,36, kar je 2,1% več kot leta 2013. Predpostavlja se, da bo efektivni tečaj eura v povprečju 1,6% višji kot leta 2013.

Tehnične predpostavke

	Marec 2014				Popravek od decembra 2013 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	0,2	0,3	0,4	0,8	0,0	0,0	-0,1
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	2,9	2,8	3,2	3,6	0,0	-0,3	-0,3
Cene nafte (v USD/sod)	108,8	105,8	101,1	96,9	0,6	1,8	1,9
Cene primarnih surovin brez energentov, v USD (medletne spremembe v odstotkih)	-5,2	-2,5	3,1	4,8	0,2	0,1	-0,7
Devizni tečaj EUR/USD	1,33	1,36	1,36	1,36	0,2	0,9	0,8
Nominalni efektivni devizni tečaj eura (medletne spremembe v odstotkih)	3,8	1,6	0,0	0,0	0,1	0,8	0,0

1) Popravki so izraženi kot odstotek pri ravneh, kot razlika pri stopnjah rasti ter kot odstotne točke pri obrestnih merah in donosnosti obveznic. Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil.

Predpostavke o javnofinančnih politikah temeljijo na proračunskih načrtih posameznih držav članic euroobmočja, ki so bili na voljo do 20. februarja 2014. Vključujejo vse ukrepe politik, ki so jih nacionalni parlamenti že odobrili oziroma so jih vlade že dovolj podrobno opredelile in bodo verjetno tudi sprejeti.

V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami, ki so bile objavljene v Mesečnem biltenu decembra 2013, so spremembe v tehničnih predpostavkah razmeroma majhne. Med njimi so rahlo nižje dolgoročne obrestne mere v euroobmočju, rahlo višje cene nafte v ameriških dolarjih in majhna apreciacija tečaja eura.

- 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 v obdobju projekcij ohranja konstantno. Predpostavlja se, da so 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 prvega četrtrletja 2015, potem pa naj bi se gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo. Projekcije cen pri kmetijskih proizvajalcih v EU (v eurih), ki se uporabljajo za napovedovanje potrošniških cen hrane, temeljijo na ekonometričnem modelu, ki upošteva gibanja mednarodnih cen prehrabnih surovin.

PROJEKCIJE REALNE RASTI BDP

Realni BDP je v zadnjem četrtrletju 2013 še naprej zmerno okrevaj, saj se je od prejšnjega četrtrletja povečal za 0,3%, potem ko je rast v drugem in tretjem četrtrletju 2013 znašala 0,3% oziroma 0,1% (glej graf). Novejši anketni podatki so se, kot kaže, stabilizirali nad dolgoročno povprečno ravni, kar kaže na nadaljnje povečanje gospodarske aktivnosti v prvem četrtrletju 2014. Aktivnost v prvem četrtrletju je najverjetneje spodbujalo tudi zelo milo zimsko vreme v nekaterih državah. Temeljni zagon rasti bo po projekcijah tekom leta 2014 ostal umirjen, zatem pa naj bi se nekoliko okrepil. Glavni dejavniki, ki bodo spodbujali okrepitev aktivnosti v obdobju projekcij, bodo predvidoma postopno okrevanje domačega povpraševanja ob vse boljšem zaupanju v okolju upadanja negotovosti, zelo akomodativno naravnana

denarna politika ter nižje cene nafte, ki bodo podpirale realni razpoložljivi dohodek. Domače povpraševanje naj bi spodbujala tudi manj restriktivna javnofinančna politika v prihodnjih letih ter postopno izboljšanje pogojev kreditiranja. Poleg tega bo skupno aktivnost v obdobju projekcij vse bolj podpirala postopna krepitev zunanjega povpraševanja, kar bo ugodno vplivalo na izvoz, čeprav bo ta učinek sprva zaviral pretekla apreciacija efektivnega tečaja eura. Obenem bodo neugodni vplivi na rast, ki izhajajo iz nujnega nadaljnjega prilagajanja bilanc v zasebnem in javnem sektorju, iz visoke brezposelnosti in še vedno dokaj velike negotovosti, v obdobju projekcij predvidoma postopno popustili.

Gledano v celoti bo okrevanje z zgodovinske perspektive predvidoma še naprej oslABLJENO in realni BDP v euroobmočju naj bi predkrizno raven (tj. tisto iz prvega četrtnetja 2008) dosegel šele od konca leta 2015 dalje. Merjeno kot letno povprečje, se bo realni BDP leta 2014 po pričakovanjih povečal za 1,2%, v letu 2015 za 1,5% in v letu 2016 za 1,8%. Takšna dinamika rasti odraža vse večji prispevek domačega povpraševanja ter manjši pozitivni prispevek neto izvoza. Ker bo gospodarska rast predvidoma presegla potencialno rast, se bo velikost proizvodne vrzeli v času projekcij postopno zmanjšala.

Če si komponente rasti pogledamo podrobneje, naj bi izvoz v države zunaj euroobmočja tekom leta 2014 in 2015 pridobil zagon zaradi vse večjega zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja in postopnega pojemanja neugodnih posledic pretekla apreciacije eura. Delež euroobmočja na izvoznih trgih se bo v obdobju projekcij predvidoma nekoliko zmanjšal kot posledica nedavne izgube konkurenčnosti. Izvoz v države znotraj euroobmočja naj bi rasel počasneje kot izvoz v države zunaj njega, kar gre pripisati relativno šibkemu domačemu povpraševanju v euroobmočju.

Podjetniške investicije se bodo po projekcijah postopno krepile, vendar bo rast preskromna, da bi bila dosežena predkrizna raven. Rast podjetniških investicij naj bi spodbujali številni dejavniki: predvidena postopna krepitev domačega in zunanjega povpraševanja, zelo nizka raven obrestnih mer, zmanjšana negotovost, potreba po posodobitvi osnovnega kapitala po več letih upočasnjenega investiranja, izginjanje neugodnih posledic omejene ponudbe kreditov ter določena okrepitev profitnih marž, ko bo gospodarska aktivnost okrevala. Vseeno bo skupni zaviralni učinek, ki izhaja iz obsežnih prostih zmogljivosti, nadaljnega nujnega prestrukturiranja podjetniških bilanc, neugodnih pogojev financiranja v določenih regijah in dokaj velike negotovosti v nekaterih državah, po ocenah v obdobju projekcij zgoLj postopno izginjal.

Stanovanjske investicije se bodo po pričakovanjih v prvi polovici leta 2014 skromno povečale in v preostalem obdobju projekcij pridobile zgoLj nekaj zagona. Obete bodo še naprej slabile nadaljnje nujne prilagoditve na stanovanjskem trgu v nekaterih državah in šibka rast realnega razpoložljivega dohodka. Poleg tega lahko relativna privlačnost stanovanjskih investicij v drugih državah ob podpori zgodovinsko nizkih obrestnih mer za hipotekarna posojila učinkuje le postopno, saj gradbeništvo v teh državah že dosega svoje meje zmogljivosti. Državne investicije bodo v celotnem obdobju projekcij predvidoma ostale razmeroma šibke, saj bo več držav v euroobmočju izvajalo načrtovane ukrepe za konsolidacijo javnih financ.

Zaposlenost, merjena s številom zaposlenih oseb, se bo med letom 2014 po projekcijah rahlo zvišala, zatem pa naj bi pridobila več zagona. Počasno okrevanje zaposlenosti odraža umirjen porast gospodarske aktivnosti, običajno zapoznel odziv zaposlenosti na nihanje aktivnosti, zvišanje števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega, nadaljnje zmanjšanje števila zaposlenih v javnem sektorju in povišano negotovost v nekaterih državah, kar zavira načrtovano zaposlovanje v zasebnem sektorju. Ti dejavniki bodo najverjetneje odtehtali pozitivne učinke reform na trgu dela, s katerimi se je v nekaterih državah v težavah povečala fleksibilnost in znižal prag gospodarske rasti, nad katerim pride do ustvarjanja novih delovnih mest. Obseg delovne sile naj bi se v obdobju projekcij zmerno povečal, saj se določeni segmenti prebivalstva postopno vračajo na trg dela. Stopnja brezposelnosti bo v obdobju projekcij rahlo upadla, vendar bo ostala nad 11%, kolikor je bilo zabeleženo leta 2016. Produktivnost dela (merjena kot proizvod na zaposlenega) naj bi se v obdobju projekcij nekoliko zvišala zaradi pričakovane pospešitve gospodarske aktivnosti in zapoznelega odziva zaposlenosti.

Tabela 2 Makroekonomske projekcije za euroobmočje¹⁾

(medletne spremembe v odstotkih)

	Marec 2014				Popravek od decembra 2013 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Realni BDP ³⁾	-0,4	1,2	1,5	1,8	0,0	0,1	-0,1
		[0,8 – 1,6] ⁴⁾	[0,4 – 2,6] ⁴⁾	[0,7 – 2,9] ⁴⁾			
Zasebna potrošnja	-0,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,0	0,0
Državna potrošnja	0,2	0,4	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0
Bruto investicije v osnovna sredstva	-2,9	2,1	2,7	3,7	0,1	0,5	-0,1
Izvoz ⁵⁾	1,1	3,6	4,7	5,1	0,1	-0,1	-0,2
Uvoz ⁵⁾	0,0	3,5	4,7	5,2	0,1	0,0	0,0
Zaposlenost	-0,8	0,2	0,5	0,7	0,0	0,0	0,1
Stopnja brezposelnosti (v odstotkih delovne sile)	12,1	11,9	11,7	11,4	0,0	-0,1	-0,1
HICP	1,4	1,0	1,3	1,5	0,0	-0,1	0,0
		[0,7 – 1,3] ⁴⁾	[0,6 – 2,0] ⁴⁾	[0,7 – 2,3] ⁴⁾			
HICP brez energentov	1,4	1,2	1,5	1,7	0,0	-0,1	0,0
HICP brez energentov in hrane	1,1	1,1	1,4	1,7	0,0	-0,2	0,0
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih ⁶⁾	1,0	1,0	1,4	1,7	0,0	-0,1	0,0
Stroški dela na enoto proizvoda	1,2	0,8	1,0	1,2	-0,2	-0,2	0,0
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,7	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Produktivnost dela	0,4	0,9	1,0	1,1	0,1	0,1	-0,1
Javnofinančni saldo (v odstotkih BDP)	-3,2	-2,7	-2,5	-2,1	0,0	-0,1	-0,1
Strukturni proračunski saldo (v odstotkih BDP) ⁷⁾	-2,5	-2,2	-2,2	-2,0	0,0	0,0	-0,1
Bruto javni dolg (v odstotkih BDP)	92,9	93,5	93,2	92,2	-0,3	-0,1	0,2
Saldo tekočega računa (v odstotkih BDP)	2,2	2,4	2,6	2,7	0,2	0,2	0,0

1) Podatki se nanašajo na euroobmočje, ki vključuje Latvijo, z izjemo podatkov o HICP za leto 2013. Povprečna medletna odstotna sprememba HICP za leto 2014 temelji na sestavi euroobmočja, ki Latvijo vključuje že v letu 2013.

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 vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razpona je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje korekcijo 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. Izračun sledi pristopu k ciklično prilagojenemu proračunskemu saldu, kot ga uporablja ESCB (glej Bouthevillain, C. et al. »Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach«, Working Paper Series, št. 77, ECB, september 2001), ter opredelitvi začasnih ukrepov, kot jo določa ESCB (glej Kremer, J. et al. »A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances«, Working Paper Series, št. 579, ECB, januar 2006). Projekcija strukturnega salda ni izpeljana iz agregatnega merila proizvodne vrzeli. Po metodologiji ESCB se ciklične komponente izračunajo ločeno po posameznih postavkah prihodkov in odhodkov. Podrobnejša razprava je skupaj s sklicevanjem na metodologijo Evropske komisije na voljo v okvirju z naslovom »Ciklično prilagajanje proračunskega salda«, Mesečni bilten, ECB, marec 2012.

Zasebna potrošnja bo tekom leta 2014 in kasneje predvidoma pridobila nekaj zagona, saj se bo rast realnega razpoložljivega dohodka pospešila zaradi višjih dohodkov od dela, postopnega izboljševanja razmer na trgu dela, počasnejše dinamike javnofinančne konsolidacije in nizke inflacije, kar bo le deloma odtehtala rahlo višja stopnja varčevanja. Rast državne potrošnje bo v obdobju projekcij po pričakovanih zmerna.

Dinamika rasti uvoza iz držav zunaj euroobmočja se bo v obdobju projekcij predvidoma zmerno pospešila, deloma zaradi učinkov pretekle apreciacije eura. Vseeno naj bi ostala počasna zaradi oslabiljene rasti skupnega povpraševanja. Neto trgovinska menjava bo v obdobju projekcij po pričakovanih pozitivno prispevala k realni rasti BDP, čeprav zmerno, presežek na tekočem računu pa naj bi se povečal in leta 2016 dosegel 2,7% BDP.

V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami, objavljenimi v Mesečnem biltenu decembra 2013, je bila projekcija realne rasti BDP za leto 2014 rahlo popravljena navzgor.

PROJEKCIJE CEN IN STROŠKOV

Po Eurostatovi prvi oceni je skupna inflacija, merjena s HICP, februarja 2014 znašala 0,8%, kar je enako kot v zadnjem četrtletju 2013. Trenutno umirjena stopnja inflacije odseva kombinacijo upadanja cen energentov in zmerne rasti cen hrane ter umirjen trend cen storitev in industrijskega blaga razen energentov (glej poglavje 3 in okvir z naslovom »Vpliv cen storitev in industrijskih proizvodov brez energentov na nedavni padec inflacije« v tej številki Mesečnega biltena).

V prihodnje naj bi inflacija kratkoročno ostala na nizki ravni, od konca leta 2014 pa naj bi se zvišala, ko bo gospodarska aktivnost postopno okrevala. Medletna inflacija bo po projekcijah leta 2014 znašala 1,0%, v letu 2015 bo 1,3%, v letu 2016 pa naj bi dosegla 1,5%. Ob koncu leta 2016 bo po pričakovanih znašala 1,7%.

Zmerni inflacijski obeti so predvsem posledica upadanja terminskih cen nafte in obstoječega neizkoriščenega gospodarskega potenciala. Postopno okrevanje povpraševanja in sedanje zmanjševanje presežnih zmogljivosti bosta ob trdno zasidranih inflacijskih pričakovanih predvidoma omogočila določeno zvišanje profitnih marž in dvig stroškov dela na enoto proizvoda v večjem delu euroobmočja. Poleg tega naj bi k porastu inflacije v obdobju projekcij prispevalo tudi postopno zmanjševanje potreb po prilagajanju stroškov in cen v državah v težavah.

Tako se bodo cene energentov v obdobju projekcij predvidoma nekoliko znižale, kar odraža predpostavljeno gibanje cen nafte. To naj bi zaviralo inflacijo, merjeno z indeksom HICP. Prispevek cen energentov k skupni medletni inflaciji bo v obdobju projekcij predvidoma skoraj zanemarljiv, v primerjavi s prispevkom v višini 0,5 odstotne točke v povprečju po letu 1999.

Rast cen hrane naj bi se v prvih treh četrtletjih 2014 umirila zaradi preteklega znižanja (eurskih) cen prehrablenih surovin in navzdol delujočih baznih učinkov. V preostanku obdobja projekcij se bo rast predvidoma povečala skladno s predpostavljenim zvišanjem cen prehrablenih surovin v tem obdobju. Prispevek cen hrane k dvigu skupne inflacije naj bi v obdobju projekcij v povprečju znašal 0,3 odstotne točke, kar je rahlo manj od povprečnega prispevka po letu 1999 (0,5 odstotne točke).

Inflacija brez energentov in hrane se bo tekom leta 2014 po projekcijah postopno zviševala in v povprečju leta dosegla 1,1%, nato pa naj bi se leta 2015 zvišala na 1,4% in leta 2016 na 1,7%. K takšnim gibanjem bo po pričakovanih prispevala napovedana postopna krepitev gospodarske aktivnosti. Povprečni prispevek te skupine k skupni inflaciji naj bi v obdobju projekcij v povprečju znašal okrog 1,0 odstotne točke, kar je rahlo manj od povprečnega prispevka po letu 1999 (1,1 odstotne točke).

Dvigi posrednih davkov, ki so zajeti v načrtih za javnofinančno konsolidacijo, bodo v letu 2014 po pričakovanih precej prispevali k zvišanju inflacije, tj. okrog 0,2 odstotne točke. Velikost tega prispevka je primerljiva s tistim iz leta 2013. V letih 2015 in 2016 bo takšen prispevek po projekcijah zanemarljiv,

saj ni podrobnejših informacij o javnofinančnih ukrepih v teh letih. Inflacija brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih bo tako predvidoma porasla nekoliko bolj kot indeks, ki vključuje davke.

Zunanji cenovni pritiski so se med letom 2013 umirili zaradi šibkega svetovnega povpraševanja, apreciacije efektivnega tečaja eura ter znižanja cen nafte in drugih primarnih surovin. Ti dejavniki so povzročili znižanje uvoznega deflatorja tekom leta. V prihodnje pa se bo uvozni deflator leta 2014 in v preostalem obdobju projekcij predvidoma zvišal ob napovedani okrepitvi svetovnega povpraševanja v tem obdobju, pričakovani rasti cen drugih surovin razen energentov ter ob postopnem izginjanju učinkov pretekle apreciacije eura. Po projekcijah bo leta 2016 dosegel okrog 1,1-odstotno medletno stopnjo rasti, kar je blizu dolgoročnega povprečja.

Kar zadeva domače cenovne pritiske, bo v okolju trenutno šibkih, čeprav postopno vse boljših razmer na trgu dela v euroobmočju medletna stopnja rasti sredstev za zaposlene leta 2014 ostala približno nespremenjena, nato pa naj bi v letih 2015 in 2016 dobila več zagona. Rast stroškov dela na enoto proizvoda se bo po pričakovanjih leta 2014 zmanjšala, k čemur bosta prispevala ciklično povečanje rasti produktivnosti kot odraz zapoznelega odziva zaposlenosti na gospodarsko okrevanje ter približno nespremenjena stopnja rasti sredstev za zaposlene v tem letu. Ko bo okrevanje leta 2015 in 2016 dobilo zagon in se bodo razmere na trgu dela postopno izboljšale, bo nekoliko višja rast sredstev za zaposlene od rasti produktivnosti predvidoma privedla do manjšega povečanja rasti stroškov dela na enoto proizvoda.

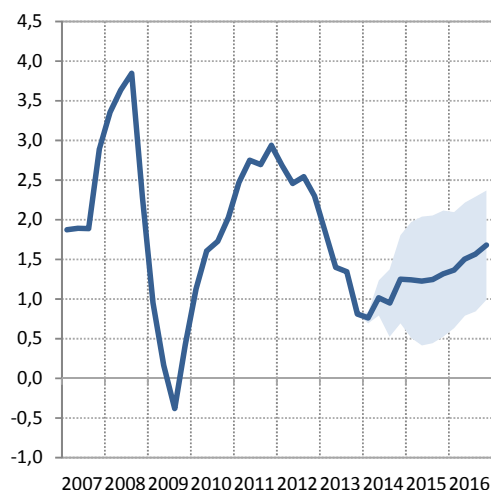
Rast kazalnika profitnih marž (merjeno kot razlika med deflatorjem BDP po faktorskih stroških in rastjo stroškov dela na enoto proizvoda) se bo v letu 2014 predvidoma okrepila in se v obdobju projekcij še rahlo povečala, k čemur bo prispevalo pričakovano izboljšanje gospodarskih razmer.

Graf 1 Makroekonomske projekcije¹⁾

(četrtni podatki)

HICP v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Realni BDP v euroobmočju²⁾

(medčetrtnne spremembe v odstotkih)



1) Razponi okrog osrednje projekcije temeljijo na razliki med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razpona je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje korekcijo 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.

V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami, ki so bile objavljene v Mesečnem biltenu decembra 2013, je bila napovedana skupna inflacija za leto 2014 popravljena navzdol za 0,1 odstotne točke, za leto 2015 pa je ostala nespremenjena.

JAVNOFINANČNI OBETI

Na podlagi predpostavk v okvirju 1 se bo delež javnofinančnega primanjkljaja v BDP v euroobmočju po projekcijah zmanjšal s 3,2% v letu 2013 na 2,7% v letu 2014 ter se nato v letu 2016 še znižal na 2,1%. Napovedani nižji primanjkljaj za leto 2014 odraža prizadevanja za javnofinančno konsolidacijo v številnih državah euroobmočja ter delno umikanje državne pomoči finančnemu sektorju. V obdobju 2015–2016 naj bi napovedano postopno zniževanje javnofinančnega primanjkljaja spodbujal predvsem pozitivni prispevek ciklične komponente, saj se presežne zmogljivosti zmanjšujejo, ter v manjši meri nadaljnje izboljšanje strukturne komponente, saj se bo ta po projekcijah izboljševala počasneje kot v zadnjih nekaj letih. Tako se bo strukturni proračunski saldo, tj. ciklično prilagojeni saldo brez vseh začasnih ukrepov, leta 2014 predvidoma opazno izboljšal, v preostalem obdobju projekcij pa manj. Bruto javni dolg euroobmočja v razmerju do BDP bo po projekcijah dosegel višek leta 2014 na ravni 93,5%, nato pa naj bi leta 2016 upadel na 92,2%.

Okvir 2

ANALIZA OBČUTLJIVOSTI

Projekcije so močno odvisne od tehničnih predpostavk glede gibanja nekaterih ključnih spremenljivk. Ker imajo lahko nekatere od teh spremenljivk velik vpliv na projekcije za euroobmočje, je mogoče z občutljivostjo slednjih na drugačna gibanja temeljnih predpostavk analizirati tveganja, ki spremljajo projekcije. Ta okvir obravnava negotovost v zvezi s tremi ključnimi temeljnimi predpostavkami ter občutljivost projekcij na te predpostavke.¹

1) DRUGAČNO GIBANJE CEN NAFTE

Predpostavke o cenah nafte v pričujočih projekcijah strokovnjakov ECB temeljijo na tržnih pričakovanjih, merjenih s cenami naftnih terminskih pogodb v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma. Trenutno nakazujejo vztrajno padanje cen nafte v obdobju projekcij, vendar ostaja takšno gibanje cen negotovo. Negotovost je prisotna tako glede gibanja povpraševanja kot tudi glede gibanja ponudbe.

Na strani povpraševanja bi lahko prišlo do negativnih učinkov, ki jih ima umirjanje gospodarske rasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih na svetovne cene primarnih surovin. Po drugi strani bi se lahko pojavile višje cene nafte v primeru močnejšega okrevanja na svetovni ravni in zlasti v ameriškem gospodarstvu. Obenem so na strani ponudbe učinki povečane proizvodnje nafte iz skrilavcev v obdobju projekcij ocenjeni kot omejeni iz dveh razlogov. Prvič, večina učinkov nafte iz skrilavcev je že vključenih v ceno in, drugič, celo precejšnje spremembe v obsegu proizvodnje v ZDA imajo lahko zgolj manjši vpliv na mednarodne cene zaradi morebitnega protiodziva naftne proizvodnje v Saudovi Arabiji. Obenem bi se lahko s ponudbene strani pojavili pritiski na rast cen nafte zaradi nepričakovanih geopolitičnih dogodkov.

Na splošno je v kontekstu svetovnega okrevanja verjetno, da bodo cene nafte višje od predpostavljenih v osnovnem scenariju. Zaradi tega je v tej analizi občutljivosti upoštevan popravek terminskih cen nafte navzgor na podlagi izkoriščenosti zmogljivosti v ameriških predelovalnih dejavnostih.² Po alternativnih predpostavkah bodo cene nafte v letih 2014, 2015 in 2016 predvidoma 2%, 8% oziroma 14% višje kot terminske cene. Na podlagi makroekonomskih modelov strokovnjakov ECB bi višje cene nafte povzročile 0,2 odstotne točke višjo inflacijo od osnovne projekcije v letih 2015 in 2016. Obenem bi višje cene nafte zavrle tudi realno rast BDP, ki bi bila leta 2016 za 0,1 odstotne točke nižja.

2) NIŽJI TEČAJ EURA

Nominalni efektivni tečaj eura, merjen do valut 20 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v zadnjih mesecih okrepil in je trenutno 3% nad dolgoročnim zgodovinskim povprečjem po letu 1999. Tržni udeleženci so okrepitev večinoma pripisali sedanjemu umiku globalnih investorjev iz finančnega premoženja, izdanega v nastajajočih tržnih gospodarstvih (pri čemer se del kapitala seli v euroobmočje), popravku valut velikih držav izvoznic primarnih surovin ter vztrajno šibkemu japonskemu jenu.

V osnovnih projekcijah se za dvostranske devizne tečaje predpostavlja, da bodo v obdobju projekcij ostali nespremenjeni na povprečni ravni, ki je prevladovala v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma 12. februarja 2014. Za ilustracijo je bilo izračunano poenostavljeno drugačno gibanje deviznega tečaja, pri čemer se predpostavlja, da bo efektivni tečaj eura od drugega četrtega 2014 dalje nominalno depreciral za 3%. Rezultati predpostavljene deprecije kažejo na okrog 0,1–0,2 odstotne točke višjo realno rast BDP in inflacijo v vsakem letu v obdobju projekcij.

3) DODATNA JAVNOFINANČNA KONSOLIDACIJA

Kot je omenjeno v okvirju 1, predpostavke o javnofinančnih politikah vključujejo vse ukrepe, ki so jih nacionalni parlamenti že odobrili ali pa so jih vlade že dovolj podrobno opredelile in bodo verjetno tudi sprejeti. Pri večini držav ukrepi v osnovni projekciji niso zadostni, da bi se uresničila zahtevana javnofinančna konsolidacija po korektivnem ali preventivnem delu Pakta za stabilnost in rast. Zaveze, da bi se te zahteve izpolnile, so večinoma izražene v javnofinančnih ciljih, ki so jih vlade navedle v svojem zakonu o proračunu ali osnutku proračunskih načrtov za leto 2014, v programskih dokumentih EU/MDS ter deloma v programih stabilnosti 2013 (ki bodo dopolnjeni aprila 2014). Temeljni ukrepi za uresničitev teh ciljev pa pogostokrat manjkajo ali niso dovolj natančno opredeljeni. Zaradi tega se v osnovni projekciji ne upoštevajo, zlasti za obdobje 2015–2016, ki pri večini držav v sedanjih proračunskih postopkih ni zajeto. Zaradi tega ni samo nujno, ampak tudi zelo verjetno, da bodo vlade do leta 2016 sprejele dodatne ukrepe za javnofinančno konsolidacijo v primerjavi s tistimi, ki so zajeti v osnovni projekciji.

Predpostavke v analizi občutljivosti javnih financ

Izhodišče analize občutljivosti javnih financ je »javnofinančna vrzel« med proračunskimi cilji držav in osnovnimi proračunskimi projekcijami. Pri ocenjevanju verjetne dodatne javnofinančne konsolidacije se uporabljajo specifične razmere in informacije v posameznih državah tako z vidika velikosti kot tudi z vidika sestave. Tako je cilj specifičnih informacij po posameznih državah zajeti negotovost v zvezi z javnofinančnimi cilji, verjetnost dodatnih ukrepov za javnofinančno konsolidacijo ter s tem povezane povratne makroekonomske učinke.

Na podlagi tega pristopa je dodatna konsolidacija v euroobmočju ocenjena na približno 0,1% BDP v letu 2014, medtem ko so nadaljnji dodatni ukrepi ocenjeni kot bolj verjetni v letu 2015 (okrog 0,6% BDP), vendar naj bi bilo teh ukrepov manj v letu 2016 (okrog 0,3% BDP), s čimer naj bi kumulativni obseg dodatne konsolidacije do konca leta 2016 dosegel okrog 1,0% BDP. Kar zadeva sestavo javnofinančnih ukrepov, skuša analiza občutljivosti zajeti prerez najbolj verjetnih dodatnih prizadevanj za konsolidacijo v določenem času ali v posameznih državah. V tej analizi je na agregatni ravni euroobmočja ocenjeno, da je javnofinančna konsolidacija bolj skoncentrirana na odhodkovni strani proračuna, vendar vključuje tudi zvišanje posrednih in neposrednih davkov ter prispevkov za socialno varnost.

Makroekonomske posledice dodatne javnofinančne konsolidacije

Rezultati simulacije, ki na podlagi analize občutljivosti javnih financ kažejo vpliv na realno rast BDP in inflacijo v euroobmočju s pomočjo novega modela ECB za celotno euroobmočje,³ so povzeti v spodnji tabeli.

Ocenjen makroekonomski vpliv dodatne javnofinančne konsolidacije na rast BDP in inflacijo v euroobmočju

(v odstotkih BDP)	2014	2015	2016
Proračunski cilji ¹⁾	-2,4	-1,6	-0,8
Osnovne javnofinančne projekcije	-2,7	-2,5	-2,1
Dodatna javnofinančna konsolidacija (kumulativno) ²⁾	0,1	0,7	1,0
Vpliv dodatne javnofinančne konsolidacije (v odstotnih točkah) ³⁾			
Realna rast BDP	-0,1	-0,4	-0,1
Inflacija, merjena s HICP	0,0	0,1	0,1

1) Nominalni cilji so iz najnovejših programskih dokumentov EU/MDS za zadevne države, iz najnovejših priporočil v okviru postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem za države v tem postopku ter iz zakonov o proračunu in osnutkov proračunskih načrtov za leto 2014 in dopolnitev programov stabilnosti 2013 za države, ki niso v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem.

2) Analiza občutljivosti na podlagi ocen strokovnjakov Eurosistema.

3) Odstopanje od osnovnega scenarija v odstotnih točkah pri realni rasti BDP in inflaciji, merjeni s HICP (oboje na medletni ravni). Simulacija makroekonomskega vpliva s pomočjo novega modela ECB za celotno euroobmočje.

Makroekonomski vpliv dodatne javnofinančne konsolidacije je v letu 2014 majhen, v letu 2015 je ocenjen na okrog -0,4 odstotne točke, v letu 2016 pa je spet majhen. Vpliv na inflacijo je ocenjen v višini okrog 0,1 odstotne točke.

Pričujoča analiza torej kaže, da je osnovna projekcija realne rasti BDP izpostavljena določenim navzdol usmerjenim tveganjem, zlasti v letu 2015, saj v osnovno projekcijo niso vključeni vsi nameravani ukrepi za javnofinančno konsolidacijo. Obenem je inflacija izpostavljena navzgor usmerjenim tveganjem, saj naj bi del dodatne konsolidacije izhajal iz zvišanja posrednih davkov.

Treba je poudariti, da se tukajšnja analiza občutljivosti javnih financ osredotoča samo na potencialen kratkoročen vpliv, ki ga ima verjetna dodatna javnofinančna konsolidacija. Medtem ko imajo celo dobro pripravljene ukrepi za javnofinančno konsolidacijo pogostokrat negativne kratkoročne posledice na realno rast BDP, pa so dolgoročni učinki na gospodarsko aktivnost pozitivni, ki pa v časovnem razponu te analize niso očitni.⁴ Rezultati te analize se ne bi smeli razlagati kot dvom o nujnosti dodatnih prizadevanj za javnofinančno konsolidacijo v obdobju projekcij. Potrebna so namreč nadaljnja prizadevanja za konsolidacijo, da bi se ponovno vzpostavile zdrave javne finance v euroobmočju. Brez takšne konsolidacije obstaja tveganje, da bo vrednotenje državnega dolga pod neugodnimi vplivi. Poleg tega bi lahko prišlo do negativnih učinkov na zaupanje, kar bi lahko zavrlo gospodarsko okrevanje.

1 Vse simulacije so bile izvedene pod predpostavko, da ekonomske politike ostanejo nespremenjene in da ni nobenih sprememb v drugih spremenljivkah, ki zadevajo tehnične predpostavke in mednarodno okolje.

2 Podrobnejši opis modela, ki je bil uporabljen pri izpeljavi popravka navzgor, je v Pagano, P. in Pisani, M. »Risk-adjusted forecasts of oil prices«, B.E. Journal of Macroeconomics, letnik 9, številka 1, članek 24, 2009.

3 Novi model za celotno euroobmočje (*New Area-Wide Model*, NAWM) je opisan v Christoffel K., Coenen G. in Warne A. »The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis«, Working Paper Series, št. 944, ECB, oktober 2008.

4 Podrobnejša analiza makroekonomskih posledic javnofinančne konsolidacije je v okvirju z naslovom »Vloga fiskalnih multiplikatorjev v sedanjih razpravah o konsolidaciji«, Mesečni bilten, ECB, december 2012.

Okvir 3

NAPOVEDI DRUGIH INSTITUCIJ

Številne napovedi za euroobmočje pripravljajo tudi druge mednarodne organizacije in zasebne institucije. Te napovedi 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 surovin, uporabljajo različne metode (ki včasih niso v celoti razložene). Razlikujejo se tudi glede metod prilagoditve za število delovnih dni (glej spodnjo tabelo).

Glede na trenutno razpoložljive napovedi drugih institucij bo realna rast BDP v euroobmočju v letih 2014 in 2015 podobna, kot predvidevajo projekcije strokovnjakov ECB. Tudi za leto 2016 so napovedi realne rasti BDP znotraj razpona projekcij strokovnjakov ECB. Kar zadeva inflacijo, napovedi večine drugih institucij kažejo, da bo povprečna medletna inflacija, merjena s HICP, v letih 2014 in 2015 blizu projekcij strokovnjakov ECB. Leta 2016 bo inflacija po razpoložljivih drugih napovedih v povprečju znašala med 1,5% in 1,8%, kar je znotraj razpona projekcij strokovnjakov ECB.

Primerjava napovedi realne rasti BDP in inflacije za euroobmočje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Datum objave	Rast BDP			Inflacija (HICP)		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Projekcije strokovnjakov ECB	marec 2014	1.2 [0.8 – 1.6]	1.5 [0.4 – 2.6]	1.8 [0.7 – 2.9]	1.0 [0.7 – 1.3]	1.3 [0.6 – 2.0]	1.5 [0.7 – 2.3]
Evropska komisija	februar 2014	1.2	1.8	-	1.0	1.3	-
OECD	november 2013	1.0	1.6	-	1.2	1.2	-
Euro Zone Barometer	februar 2014	1.1	1.5	1.5	1.0	1.3	1.8
Consensus Economics	februar 2014	1.0	1.4	1.5	1.0	1.4	1.8
Survey of Professional Forecasters	februar 2014	1.0	1.5	1.7	1.1	1.4	1.7
MDS	januar 2014	1.0	1.4	1.5	1.5	1.4	1.5

Viri: evropske gospodarske napovedi Evropske komisije (zima 2014); IMF World Economic Outlook Update (januar 2014) za realno rast BDP in IMF World Economic Outlook (oktober 2013); OECD Economic Outlook (november 2013); napovedi Consensus Economics; MJEconomics; anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (*Survey of Professional Forecasters*).

Opombe: Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB in napovedi OECD navajajo medletne stopnje rasti, ki so prilagojene za število delovnih dni, medtem ko Evropska komisija in 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, 2014

Naslov: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt na Majni, Nemčija

Poštni naslov: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt na Majni, Nemčija

Telefon: +49 69 1344 0

Faks: +49 69 1344 6000

Spletno mesto: <http://www.ecb.europa.eu>

Vse pravice so pridržane.

Razmnoževanje v izobraževalne in nekomercialne namene je dovoljeno ob navedbi vira.