



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

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

Najnovejši kazalniki nakazujejo šibkejše gospodarske obete v kratkoročnem obdobju v okolju umirjenih trgovinskih gibanj, geopolitičnih napetosti in negotovosti glede poteka reform v nekaterih državah euroobmočja. Vseeno so v osnovni projekciji še naprej prisotne temeljne silnice v smeri nadaljnjega okrevanja. K domačemu povpraševanju bo prispevala spodbujevalno naravnana denarna politika – okrepljena s standardnimi in nestandardnimi ukrepi, sprejetimi junija 2014 – ter ugodnejši pogoji kreditiranja. V osnovnih projekcijah je po več letih znatnega fiskalnega zaostrovanja predpostavljena približno nevtralna javnofinančna politika. Poleg tega bodo zasebno potrošnjo spodbudile nizke cene primarnih surovin in vse višji dohodki ob postopnem izboljševanju trga dela, medtem ko bosta na investicije ugodno vplivala manjša potreba po prilagajanju bilanc stanja in dohitevanje po več letih oslabiljene investicijske aktivnosti, čeprav jih bodo sprva zavirale obsežne proste zmogljivosti. K izvozu bo prispevalo postopno oživiljanje svetovnega gospodarstva ob dodatni podpori šibkejšega učinkovitega tečaja eura. Realni BDP se bo po projekcijah v letu 2014 povečal za 0,9%, v letu 2015 za 1,6% in v letu 2016 za 1,9%. Ker so te stopnje nad ocenjeno potencialno gospodarsko rastjo, bodo prispevale k postopnemu zmanjšanju proizvodne vrzeli.

Inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, naj bi v bližnji prihodnosti ostala nizka in leta 2014 v povprečju znašala 0,6%. Zatem je napovedano počasno zvišanje na 1,1% v letu 2015 ter na 1,4% v letu 2016. Napovedano zvišanje skupne inflacije je odraz pričakovanega izboljšanja gospodarske aktivnosti, kar naj bi privedlo do višje rasti plač in dobička. Polega tega naj bi navzgor usmerjene pritiske na cene okreplila tudi predvidena rast cen drugih primarnih surovin ter splošneje uvozne cene v euroobmočju, kar je povezano tudi s šibkejšim tečajem eura. Inflacijske obete kljub temu zavirata preostali neizkoriščeni gospodarski potencial in predviden upad cen nafte, kot ga kaže padajoča krivulja terminkskih cen.

V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami, ki so bile objavljene v letošnjem junijskem Mesečnem biltenu, je bila napoved realne rasti BDP za leto 2014 popravljena navzdol za 0,2 odstotne točke, ker je bila rast v drugem četrtletju šibkejša od pričakovane, izvoz v drugi polovici leta pa je bil nižji. Navzdol je bila popravljena tudi projekcija za leto 2015, predvsem zaradi manj ugodnega učinka prenosa. Nasprotno je bila projekcija za leto 2016 popravljena navzgor za 0,1 odstotne točke, predvsem zaradi ugodnega vpliva, ki naj bi ga imeli izboljšani pogoji financiranja na zasebne investicije. Inflacija za leto 2014 je bila popravljena navzdol za 0,2 odstotne točke, kar je posledica nižjih inflacijskih stopenj v zadnjih nekaj mesecih od predvidenih. Projekcija za leti 2015 in 2016 ostaja nespremenjena, saj naj bi osnovno dinamiko inflacije brez cen energentov, ki je sicer šibkejša od prejšnjih projekcij, večinoma odtehtala nekoliko višja rast cen energentov v indeksu HICP ob predpostavki višjih cen nafte in nižjega deviznega tečaja.

Novejši ukrepi denarne politike ECB so v osnovno projekcijo vključeni samo prek njihovega vpliva na tehnične finančne predpostavke (tržne obrestne mere in cene lastniških vrednostnih papirjev, vključno z deviznim tečajem). Osnovna projekcija tako najverjetneje podcenjuje učinek skupnih ukrepov denarne politike, saj dodatni kanali niso vključeni (glej okvir 2).

V tem članku so predstavljene makroekonomske projekcije za euroobmočje za obdobje 2014–2016. Projekcije za tako dolg časovni razpon so izpostavljene zelo veliki negotovosti,<sup>2</sup> kar je treba upoštevati pri njihovi interpretaciji.

Projekcije prvič vključujejo tudi Litvo.

---

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 21. avgust 2014.

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

## MEDNARODNO OKOLJE

Realna rast svetovnega BDP (brez euroobmočja) se bo v obdobju projekcij predvidoma okrepila, tako da se bo s 3,7% v letu 2014 povečala na 4,2% v letu 2015 in na 4,3% v letu 2016. Kljub kratkoročni volatilnosti se zagon v visoko razvitih gospodarstvih zunaj euroobmočja utrjuje. Gospodarska aktivnost v nastajajočih tržnih gospodarstvih je ravno tako oživila na čelu z močno pospešitvijo na Kitajskem. Svetovni kazalniki potrjujejo, da se rast kratkoročno krepi. Onkraj kratkoročnega obdobja se bo svetovna gospodarska aktivnost po pričakovanih okrepila. Zelo spodbujevalne denarne politike v visoko razvitih gospodarstvih še naprej podpirajo finančne trge in svetovno okrevanje. Na visoko razvita gospodarstva naj bi vse ugodneje vplivali tudi čedalje šibkejši zaviralni dejavniki, kar je odraz manjšega razdolževanja v zasebnem sektorju, zmanjšane potrebe po javnofinančni konsolidaciji in vse boljših razmer na trgu dela. Nasprotno bodo v več nastajajočih tržnih gospodarstvih infrastrukturna ozka grla, omejen obseg prostih zmogljivosti in makroekonomska neravnovesja najverjetneje omejevali gospodarski potencial, medtem ko se druga nastajajoča tržna gospodarstva prilagajajo bolj zaostrenim finančnim pogojem in pričakovani normalizaciji denarne politike v ZDA.

Svetovna trgovinska menjava je od konca lanskega leta izgubila nekaj zagona. V prihodnje naj bi vse večje investicije v visoko razvitih gospodarstvih zunaj euroobmočja spodbudile postopno oživitve svetovne trgovinske menjave. Po ocenah pa imajo določeno vlogo tudi strukturni dejavniki, med katerimi so vse počasnejša integracija prek svetovnih dobavnih verig. Zaradi tega ter v skladu s prejšnjimi napovedmi te projekcije predpostavljajo manjšo elastičnost svetovne trgovinske menjave na gospodarsko aktivnost, kot je bilo zabeleženo pred svetovno finančno krizo. Po projekcijah se bo svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) v letu 2014 povečala za 3,9%, v letu 2015 za 5,5% in v letu 2016 za 5,9%. Ker se bo uvozno povpraševanje iz glavnih trgovinskih partneric euroobmočja po pričakovanih povečevalo počasneje kot povpraševanje iz ostalih držav, bo rast zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja po projekcijah nekoliko nižja od rasti svetovne trgovinske menjave (glej tabelo 1).

**Tabela 1 Mednarodno okolje**

(medletne spremembe v odstotkih)

	September 2014				Junij 2014			Popravek od junija 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) <sup>1)</sup>	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja <sup>2)</sup>	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

Opomba: Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil.

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami, objavljenimi v junijski številki Mesečnega biltena, je bila napovedana svetovna gospodarska rast v letu 2014 popravljena navzgor za 0,1 odstotne točke, v letih 2015 in 2016 pa za 0,2 odstotne točke. Ti popravki pa so povsem tehnične narave in so v celoti posledica spremembe uteži v BDP na podlagi paritete kupne moči, ki se uporablja za izračun agregatov svetovne gospodarske aktivnosti, pri čemer je večji pomen pripisan hitreje rastočim nastajajočim tržnim gospodarstvom, ter ne odražajo spremenjenih ocen na ravni držav.<sup>3</sup> Brez upoštevanja spremenjenih uteži pa ostaja svetovna rast BDP v bistvu nespremenjena. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja je bilo za leto 2014 in 2015 popravljeno navzdol za 0,3 odstotne točke, za leto 2016 pa za 0,1 odstotne

3) Potem ko je mednarodni primerjalni program (*International Comparison Program*) objavil anketo iz leta 2011 o novih referenčnih paritetah kupne moči, je MDS v svoji publikaciji *World Economic Outlook* spremenil ocene BDP po pariteti kupne moči (glej okvir v *World Economic Outlook*, MDS, julij 2014).

točke. Ti popravki so posledica ocene, da bo svetovna trgovinska menjava najverjetneje šibkejša od prej pričakovane, ter bolj pesimističnih obetov glede trgovinske menjave z Rusijo in Ukrajino (glej okvir 4).

#### Okvir 1

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

Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 13. avgusta 2014. 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 0,2% v letih 2014 in 2015 ter 0,3% v letu 2016. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja kažejo na povprečno raven v višini 2,3% v letu 2014, 2,2% v letu 2015 in 2,5% v letu 2016.<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 bodo skupne bančne obrestne mere za posojila nefinančnemu zasebnemu sektorju euroobmočja v letih 2014 in 2015 ostale približno nespremenjene, zatem pa se bodo med letom 2016 skromno povečale.

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 109,8 USD za sod v drugem četrtletju 2014 na 102,7 USD v letu 2016. Cene drugih primarnih surovin razen energentov v ameriških dolarjih naj bi se v letu 2014 precej znižale, v letu 2015 naj bi se nekoliko zvišale, v letu 2016 pa naj bi porasle nekoliko hitreje.<sup>2</sup>

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 13. avgusta 2014. To pomeni, da bo devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom (EUR/USD) v letu 2014 znašal 1,36, v letih 2015 in 2016 pa 1,34.

#### Tehnične predpostavke

	September 2014				Junij 2014			Popravek od junija 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Cene nafte (v USD/sod)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Cene primarnih surovin brez energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Devizni tečaj EUR/USD	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Nominalni efektivni tečaj eura (EDT-20) (medletne spremembe v odstotkih)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

Opomba: Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil.

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

Predpostavke o javnofinančnih politikah temeljijo na potrjenih proračunskih zakonih in dodatnih proračunih držav euroobmočja, njihovih srednjeročnih proračunskih načrtih in podrobno opredeljenih javnofinančnih ukrepih iz dopolnitev programov stabilnosti, ki so bili na voljo na dan 21. avgusta 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. Iz teh predpostavk na splošno izhaja, da bo glede na

proračunske načrte za leto 2014 in dokaj omejene informacije za leti 2015 in 2016 v obdobju projekcij opravljena le razmeroma majhna javnofinančna konsolidacija. Predpostavljena javnofinančna konsolidacija v obdobju projekcij je bistveno manjša od tiste, ki je bila opravljena v zadnjih letih.

Glavna sprememba v tehničnih predpostavkah glede na letošnjo junijsko izdajo Mesečnega biltena so nižje kratkoročne in dolgoročne obrestne mere v euroobmočju ter šibkejši efektivni tečaj eura. Medtem ko so cene nafte v ameriških dolarjih nekoliko višje kot v junijskih projekcijah, pa so cene drugih primarnih surovin brez energentov nižje.

- 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 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 četrtrletja 2015, potem pa 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

Gospodarsko okrevanje v euroobmočju je po štirih četrtrletjih skromne rasti v drugem četrtrletju 2014 zastalo. Šibka gospodarska aktivnost v drugem četrtrletju je bila deloma posledica neugodnih rezultatov, ki izhajajo iz več enkratnih dejavnikov. Prvič, na aktivnost v prvem četrtrletju sta neobičajno stimulatивно vplivala majhno število prostih delovnih dni (celotno obdobje velikonočnih šolskih počitnic je padlo v drugo četrtrletje) ter toplo zimsko vreme, ki je spodbudilo gradbeništvo. Noben od teh stimulativnih vplivov v prvem četrtrletju ni bil v zadostni meri zajet v desezoniranju in prilagoditvi za število delovnih dni. Ko so se ti vplivi v drugem četrtrletju iztekli, je to zavrlo rast. Drugič, negativni koledarski učinki, povezani z neobičajno velikim številom »premostitvenih dni« okrog praznikov v številnih državah euroobmočja, so najbrž povzročili zmanjšanje števila efektivnih delovnih dni v maju. Ta dejavnik v prilagoditvi za število delovnih dni ni bil zajet.

Kar zadeva drugo polovico leta 2014, so kazalniki zaupanja sicer še vedno blizu dolgoročnega povprečja, vendar njihovo nedavno poslabšanje nakazuje dokaj skromno povečanje aktivnosti v bližnji prihodnosti. Do poslabšanja anketnih podatkov je prišlo v okolju nedavne nadaljnje okrepitve geopolitičnih napetosti (glej okvir 4) ter negotovosti glede poteka reform v nekaterih državah euroobmočja. Gledano v celoti projekcije kažejo dokaj umirjen porast gospodarske aktivnosti v drugi polovici leta 2014, ki bo verjetno šibkejši od prejšnjih pričakovanj.

Gledano dolgoročneje in pod predpostavko, da ne bo nadaljnje eskalacije svetovnih napetosti, se v obdobju projekcij predvideva postopna pospešitev realne rasti BDP. V letih 2015 in 2016 se bo realna rast BDP po pričakovanjih okrepila, pri čemer se bodo razlike v rasti med državami predvidoma zmanjšale zahvaljujoč napredku pri odpravljanju fragmentacije finančnih trgov, manjšim razlikam v usmeritvi javnofinančne politike ter pozitivnemu učinku, ki ga imajo pretekle strukturne reforme v več državah na gospodarsko aktivnost. K napovedanemu porastu aktivnosti bo prispevala predvsem okrepitev domačega povpraševanja zaradi spodbujevalno naravnane denarne politike – dodatno okrepljene z novejšimi standardnimi in nestandardnimi ukrepi – zaradi približno nevtralne javnofinančne politike po več letih znatnega fiskalnega zaostrovanja ter zaradi povrnitve nevtralnih pogojev kreditiranja. Poleg tega naj bi na zasebno potrošnjo ugodno vplival porast realnega razpoložljivega dohodka, kar izhaja iz pozitivnih učinkov nižje rasti cen primarnih surovin in vse višje rasti plač. Zasebne stanovanjske in nestanovanjske investicije naj bi podpiral tudi vse manjši negativni vpliv prilagajanja bilanc stanja ter dohitevanje po več letih upočasnjene investicijske aktivnosti. Gospodarsko aktivnost bo vse bolj spodbujala tudi postopna krepitev zunanega povpraševanja ob podpori nedavne deprecije efektivnega tečaja eura in preteklega izboljšanja konkurenčnosti. Kljub temu pa številni dejavniki še naprej zavirajo napredek v smeri hitrejše rasti. Neugoden vpliv visoke stopnje brezposelnosti na prihodnjo zasebno potrošnjo v nekaterih državah naj bi v obdobju projekcij le postopoma izginjal, medtem ko naj bi obsežne proste zmogljivosti v nekaterih državah in verjetno tudi omejena ponudba dela v drugih državah še naprej zavirali investicijsko

potrošnja. Poleg tega se s sedanjimi geopolitičnimi napetostmi poslabšujejo kratkoročni obeti na področju investicij in izvoza. Na povprečni letni ravni naj bi se realni BDP v letu 2014 povečal za 0,9%, v letu 2015 za 1,6% in v letu 2016 za 1,9%. Ta dinamika rasti odraža vztrajno povečevanje prispevka domačega povpraševanja v povezavi z majhnim pozitivnim prispevkom neto izvoza.

Če komponente povpraševanja pogledamo podrobneje, naj bi izvoz v države zunaj euroobmočja proti koncu leta 2014 in tekom leta 2015 predvidoma pridobival zagon zaradi postopne krepitve zunanjšega povpraševanja in ugodnega vpliva nedavne deprecijacije eura. Novejše napetosti med EU in Rusijo imajo na splošno omejene posledice za zunanje povpraševanje in izvoz euroobmočja, vendar bi bile lahko nekatere države s tesnejšimi trgovinskimi povezavami z Rusijo precej bolj prizadete. Delež euroobmočja na izvoznih trgih se bo po projekcijah v opazovanem obdobju rahlo zmanjšal, čeprav bodo gibanja po posameznih državah v euroobmočju dokaj raznolika, odvisno od gibanja konkurenčnosti in različnih trgovinskih vzorcev. Izvoz v države znotraj euroobmočja naj bi rasel nekoliko počasneje kot izvoz v države zunaj njega, kar gre pripisati še vedno dokaj šibkemu domačemu povpraševanju v euroobmočju.

Podjetniške investicije se bodo v obdobju projekcij po pričakovanjih postopno krepile, saj jih bodo podpirali krepitev domačega in zunanjšega povpraševanja ob vse bolj nujnih nadomestitvenih investicijah, zelo nizke obrestne mere in pričakovan boljši prenos na posojilne obrestne mere v nekaterih državah, krepitev dobička ter določeno izboljšanje v ponudbi kreditov. Vseeno se ocenjuje, da bosta močnejše okrevanje podjetniških investicij zavirala nižja trendna rast in nadaljnje prestrukturiranje podjetniških bilanc v nekaterih državah euroobmočja. Ob koncu obdobja projekcij bo raven podjetniških investicij po pričakovanjih še vedno 6% pod predkrizno ravnijo ob znatnih razlikah med državami euroobmočja.

Stanovanjske investicije naj bi se v drugi polovici leta 2014 postopno krepile, nato pa naj bi leta 2015 dobile več zagona, saj bo v okolju nizkih obrestnih mer za hipotekarna posojila in izboljšanih pogojev kreditiranja investicijska aktivnost okrevala ob postopnem popuščanju nujnosti prilagoditev. V nekaterih državah pa prilagoditve na stanovanjskem trgu oziroma nadaljnja šibka rast realnega razpoložljivega dohodka še naprej zavirajo stanovanjsko gradnjo. Državne naložbe bodo v celotnem obdobju projekcij predvidoma ostale šibke, saj bo več držav v euroobmočju še naprej omejevalo odhodke, kar bo nevtraliziralo bolj ekspanzivno dinamiko državnih naložb v drugih državah.

Zaposlenost, merjena s številom zaposlenih, se je v prvi polovici leta 2014 rahlo povečala. V drugi polovici leta 2014 pa bo rast zaposlenosti predvidoma ostala šibka in se nato v letih 2015 in 2016 skromno okrepila. K pričakovanemu izboljšanju zaposlenosti bodo prispevali okrepitev gospodarske aktivnosti, stimulativen vpliv umirjanja plač ter pozitivni učinki reform na trgu dela, s katerimi se je povečala fleksibilnost in spodbudilo ustvarjanje delovnih mest v zasebnem sektorju, predvsem v nekaterih državah v težavah. Skupno rast zaposlenosti pa bo zaviralo nadaljnje zmanjševanje števila zaposlenih v javnem sektorju v nekaterih državah. Delovna sila se bo v obdobju projekcij po pričakovanjih zmerno povečala zaradi imigracije in ob tem, ko bodo postopno vse boljše razmere na trgu dela spodbudile stopnjo aktivnosti med določenimi segmenti prebivalstva. Stopnja brezposelnosti se je v zadnjih mesecih rahlo znižala, kar odraža predvsem preobrat v zaposlenosti. Po pričakovanjih bo v obdobju projekcij brezposelnost nadalje upadla, čeprav bo ostala precej višja od ravni pred krizo. Produktivnost dela (merjena kot proizvod na zaposlenega) se bo po projekcijah izboljšala zaradi pričakovane pospešitve realne rasti BDP in zakasnelega odziva zaposlenosti na gibanje gospodarske aktivnosti.



**Tabela 2 Makroekonomske projekcije za euroobmočje<sup>1)</sup>**

(medletne spremembe v odstotkih)

	September 2014				Junij 2014			Popravek od junija 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realni BDP <sup>3)</sup>	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		[0,7 – 1,1] <sup>4)</sup>	[0,6 – 2,6] <sup>4)</sup>	[0,6 – 3,2] <sup>4)</sup>	[0,6 – 1,4] <sup>4)</sup>	[0,6 – 2,8] <sup>4)</sup>	[0,5 – 3,1] <sup>4)</sup>			
Zasebna potrošnja	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Državna potrošnja	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
Bruto investicije v osnovna sredstva	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Izvoz <sup>5)</sup>	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Uvoz <sup>5)</sup>	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Zaposlenost	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
HICP	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		[0,5 – 0,7] <sup>4)</sup>	[0,5 – 1,7] <sup>4)</sup>	[0,7 – 2,1] <sup>4)</sup>	[0,6 – 0,8] <sup>4)</sup>	[0,5 – 1,7] <sup>4)</sup>	[0,6 – 2,2] <sup>4)</sup>			
HICP brez energentov	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
HICP brez energentov in hrane	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih <sup>6)</sup>	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Stroški dela na enoto proizvoda	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Produktivnost dela	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) <sup>7)</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) V projekcijah za leto 2015 je vključena tudi Litva. Povprečne medletne spremembe v odstotkih za leto 2015 temeljijo na sestavi euroobmočja, ki Litvo vključuje že v letu 2014. Projekcije spremenljivk v nacionalnih računih temeljijo na standardnih ESR 95.

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 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 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. Razprava, tudi v zvezi z metodologijo Komisije, 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.

Rast zasebne potrošnje se bo v obdobju projekcij predvidoma okrepila in tesno sledila rasti realnega razpoložljivega dohodka. K rasti realnega razpoložljivega dohodka naj bi prispevali višji dohodki od dela, ki bodo posledica vse višje zaposlenosti in večje rasti plač, manj neugoden vpliv javnofinančne konsolidacije, večji prispevek drugih osebnih dohodkov (predvsem povezanih z dobičkom) in nizke cene primarnih surovin. Stopnja varčevanja bo predvidoma ostala nespremenjena. To je posledica

nasprotujočih si vplivov, ki po eni strani izhajajo iz zaviralnega učinka vse nižjih obrestnih mer in postopnega zniževanja brezposelnosti, kar pomeni manjšo potrebo po previdnostnih prihrankih, po drugi strani pa iz spodbujevalnega učinka manj prisiljenega zmanjševanja varčevanja v nekaterih državah, saj vse višji razpoložljivi dohodek spodbuja potrošnjo. Predpostavlja se, da se bo državna potrošnja v obdobju projekcij zmerno povečala.

Uvoz iz držav zunaj euroobmočja se bo v obdobju projekcij predvidoma zmerno povečal. Uvoz še vedno zavirata umirjena rast skupnega povpraševanja v euroobmočju in deloma nedavna deprecijacija eura. Neto menjava s tujino bo v obdobju projekcij zmerno prispevala k realni rasti BDP. Presežek na tekočem računu bo po pričakovanjih ostal približno nespremenjen in leta 2016 dosegel 2,4% BDP.

V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami, objavljenimi v junijski številki Mesečnega biltena, je bila projekcija realne rasti BDP za leto 2014 popravljena navzdol za 0,2 odstotne točke predvsem zato, ker je bil rezultat v drugem četrtletju slabši od pričakovanega. Poleg tega je bila v kontekstu povečanih geopolitičnih napetosti, vpliva nižjega svetovnega povpraševanja na izvoz in v manjši meri šibkih investicij gospodarska aktivnost v drugi polovici leta 2014 popravljena navzdol. Projekcija za leto 2015 je bila popravljena navzdol za 0,1 odstotne točke, predvsem zaradi manjšega učinka prenosa. Projekcija za leto 2016 pa je bila popravljena navzgor za 0,1 odstotne točke predvsem zaradi pozitivnega vpliva, ki naj bi ga imeli ugodnejši pogoji financiranja – ob podpori ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja – na zasebne investicije.

## PROJEKCIJE CEN IN STROŠKOV

Po Eurostatovi prvi oceni je skupna inflacija, merjena z indeksom HICP, avgusta 2014 znašala 0,3%. Trenutno umirjena stopnja inflacije je posledica upada cen energentov in hrane ter umirjenega trenda na področju cen industrijskega blaga razen energentov in storitev.

Po 0,6-odstotni stopnji v drugem četrtletju 2014 se bo skupna inflacija v tretjem četrtletju po projekcijah še rahlo spustila na 0,4%, nato pa naj bi se v zadnjem četrtletju 2014 zvišala na 0,7%. Predvidoma se bo inflacija v obdobju projekcij postopno nadalje krepila in v zadnjem četrtletju 2016 dosegla 1,5%. Določen vpliv na rast inflacije naj bi imelo zmanjševanje negativne proizvodne vrzeli v kontekstu vse solidnejšega okrevanja, kar naj bi privedlo do višje rasti plač in dobička. Poleg tega bodo rast cen življenjskih potrebščin v euroobmočju po pričakovanjih spodbujale vse višje cene primarnih surovin brez energentov in uvozne cene ob podpori nižjega tečaja eura. Kljub temu naj bi bila inflacija do leta 2016 omejena zaradi preostalega neizkoriščenega gospodarskega potenciala, saj se bo negativna proizvodna vrzel do leta 2016 predvidoma le deloma zmanjšala, kar pomeni zelo skromno dinamiko plač in profitnih marž, ter zaradi predpostavljenega znižanja cen nafte, kot ga kažejo termiski trgi.

Tako bo po pričakovanjih rast cen energentov v tretjem četrtletju 2014 nedvomno ostala negativna, nato pa naj bi se v preostalem obdobju projekcij gibala okrog nič odstotkov. Vpliv, ki ga ima rahlo navzdol usmerjena krivulja termiskih cen surove nafte na potrošniške cene energentov, naj bi v obdobju projekcij odtehtali dejavniki z vplivom na zvišanje inflacije, kot so deprecijacija eura in cenovna dinamika v drugih postavkah energentov. Gledano v celoti bodo imele cene energentov v obdobju projekcij predvidoma ničelni prispevek k inflaciji, kar je precej manj od prispevka v višini 0,5 odstotne točke v povprečju v obdobju 1999–2013. Gibanja v tej skupini indeksa HICP tako v veliki meri pojasnjujejo bolj umirjene inflacijske obete v tem obdobju projekcij v primerjavi z gibanji v zadnjih 15 letih monetarne unije.

Rast cen hrane bo v tretjem četrtletju letošnjega leta predvidoma ostala blizu nič odstotkov, vendar naj bi se v naslednjih četrtletjih do sredine leta 2015 močno odbila, saj naj bi velik vremenski vpliv na znižanje cen nepredelane hrane in navzdol delujoči bazni učinki popustili. Zatem bo rast cen hrane predvidoma še naprej rasla, čeprav bolj postopoma, in ob koncu obdobja projekcij dosegla 2,0%. Nadaljnja rast cen hrane naj bi bila posledica predpostavljenega dviga cen pri kmetijskih proizvajalcih v EU v skladu s postopnim okrevanjem gospodarske aktivnosti. Gledano v celoti bodo cene hrane v obdobju projekcij predvidoma prispevale 0,2 odstotne točke k inflaciji, kar je manj od prispevka v višini 0,5 odstotne točke v povprečju v obdobju 1999–2013, tako da je to še en razlog za razmeroma skromne inflacijske obete.

Inflacija brez hrane in energentov je verjetno dosegla dno, pri čemer je med zadnjim četrtletjem 2013 in tretjim četrtletjem 2014 znašala 0,8%. Predvideno je, da se bo v obdobju projekcij postopno zvišala, ko bo okrevanje dobilo zagon in se bo proizvodna vrzel zmanjšala, rast plač in dobička pa se bo okrepila. To merilo osnovne inflacije bo v zadnjem četrtletju 2016 predvidoma doseglo 1,5%. Prispevek te komponente HICP k skupni inflaciji je ravno tako manjši od povprečja in bo v obdobju projekcij znašal 0,8 odstotne točke v primerjavi z dolgoročnim povprečjem v višini 1,1 odstotne točke.

Dvigi posrednih davkov, ki so zajeti v načrtih za javnofinančno konsolidacijo, bodo imeli v letu 2014 po pričakovanjih majhen prispevek k zvišanju inflacije v višini okrog 0,1 odstotne točke. Zaradi pomanjkanja informacij o odobrenih javnofinančnih ukrepih v preostalem obdobju projekcij je prispevek posrednih davkov po trenutnih ocenah v letih 2015 in 2016 zanemarljiv (v primerjavi z zgodovinskim povprečjem v višini 0,2%).

Zunanji cenovni dejavniki so precej vplivali na umiritev novejših inflacijskih gibanj. Medletna rast uvoznega deflatorja se je strmo znižala z 2,4% v letu 2012 na -2,0% v prvem četrtletju 2014. Znižanje je bilo posledica umirjenih cen na svetovni ravni zaradi šibke svetovne gospodarske rasti, pretekle apreciacije eura ter upada cen drugih primarnih surovin razen nafte. Precejšnji navzdol usmerjeni zunanji cenovni pritiski naj bi se v drugi polovici leta 2014 iztekli, pri čemer je predvideno, da bo medletna rast uvoznega deflatorja dosegla točko obrata. V obdobju projekcij se pričakuje povečanje medletne stopnje rasti uvoznega deflatorja do začetka leta 2015, čemur naj bi v preostalem opazovanem obdobju sledila približno nespremenjena rast v višini 1,4%, kar je blizu dolgoročnega povprečja. Povečanje stopnje rasti uvoznega deflatorja je odraz predvidenega dviga svetovnih cen ob krepitvi svetovnega gospodarstva, pričakovanega zvišanja cen primarnih surovin brez energentov in nižjega tečaja eura.

Glede domačih cenovnih pritiskov se pričakuje, da se bo zaradi postopnega izboljševanja razmer na trgih dela v euroobmočju nekoliko pospešila rast sredstev za zaposlene. Rast stroškov dela na enoto proizvoda se bo v prvih dveh letih obdobja projekcij predvidoma zmanjšala na 1,0% v letu 2014 in nadalje na 0,8% v letu 2015, nato pa naj bi se v letu 2016 rahlo povečala na 1,1%. K zmanjšanju rasti stroškov dela na enoto proizvoda v prvih dveh letih opazovanega obdobja naj bi prispevala skromna dinamika rasti sredstev za zaposlene v kombinaciji s krepitvijo rasti produktivnosti dela. Leta 2016 se bo rast stroškov dela na enoto proizvoda po pričakovanjih rahlo okrepila zaradi povečanja rasti sredstev za zaposlene ob približno nespremenjeni rasti produktivnosti dela. Takšna dinamika odraža zakasneli odziv rasti plač in zaposlenosti na gospodarsko okrevanje glede na to, da je neizkoriščen gospodarski potencial na trgih dela v euroobmočju precejšen in se zgolj počasi zmanjšuje.

Profitne marže (merjene kot razlika med deflatorjem BDP po faktorskih stroških in rastjo stroškov dela na enoto proizvoda) se bodo leta 2014 predvidoma zmanjšale. Zatem naj bi se postopoma krepile ob podpori cikličnega okrevanja gospodarstva.

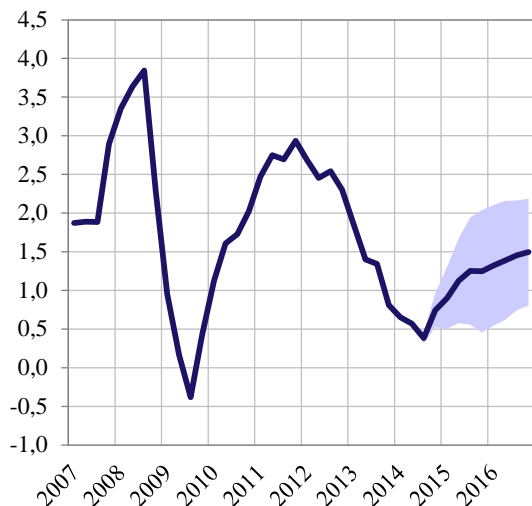


## Graf 1 Makroekonomske projekcije<sup>1)</sup>

(četrtni podatki)

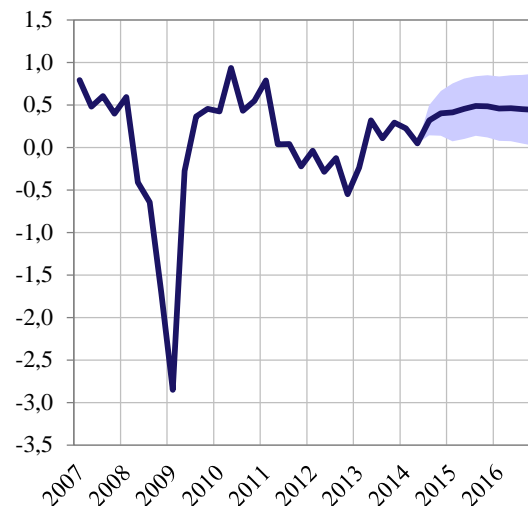
### HICP v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



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

(medčetrtnne 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 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 letošnjem junijskem Mesečnem biltenu, je bila napovedana skupna inflacija za leto 2014 popravljena navzdol za 0,2 odstotne točke, predvsem zaradi nižje inflacije v zadnjih mesecih od pričakovane. Za leti 2015 in 2016 pa ostaja projekcija inflacije nespremenjena. To je posledica popravkov navzdol v indeksu HICP brez energentov in popravkov navzgor v skupini energentov v indeksu HICP, kar se medsebojno približno izniči. Kar zadeva prvo, naj bi novejši šibkejši inflacijski rezultati od pričakovanih pomenili, da bo manj izrazita osnovna dinamika inflacije brez energentov vztrajnejša, kot je bilo sprva predvideno. Obenem predpostavke o višjih cenah nafte in nižjem deviznem tečaju pomenijo popravek navzgor v skupini energentov v indeksu HICP.

## JAVNOFINANČNI OBETI

Na podlagi predpostavk v okvirju 1 se bo javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju po projekcijah postopno zmanjšal s 3,0% BDP v letu 2013 na 1,9% v letu 2016. To zmanjšanje odraža zlasti izboljšanje cikličnega položaja. Strukturni saldo se bo v celotnem obdobju projekcij predvidoma nekoliko izboljšal zaradi prizadevanj za javnofinančno konsolidacijo v nekaterih državah euroobmočja ter pričakovanega iztekanja državne pomoči finančnemu sektorju. Nadaljnja umirjena rast javnofinančnih odhodkov bo po pričakovanjih več kot odtehtala znižanje neposrednih davkov v več državah. Po sedanjih predpostavkah o javnofinančnih politikah pa naj bi strukturno izboljšanje potekalo precej bolj počasi kot v zadnjih nekaj letih. Bruto javni dolg euroobmočja v razmerju do BDP bo po projekcijah dosegel višek leta 2014 na ravni 93,9%, nato pa naj bi leta 2016 upadel na 91,5%.

## Okvir 2

### KAKO SE SVEŽENJ UKREPOV DENARNE POLITIKE IZ JUNIJA 2014 OBRAVNAVA V PROJEKCIJAH

V svežnju ukrepov denarne politike, ki je bil napovedan 5. junija 2014, je široka paleta ukrepov, od katerih se nekateri izvajajo takoj (znižanje ključnih obrestnih mer ECB in podaljšanje avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo), drugi se bodo začeli uporabljati od septembra 2014 dalje (ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja, CUODR), nekateri pa do presečnega datuma v teh projekcijah še niso bili opredeljeni in določeni (dokončni nakupi listinjenih vrednostnih papirjev).

Glede na to je bil v teh projekcijah izbran pristop, po katerem sveženj ukrepov denarne politike vpliva na osnovne projekcije v toliko, kolikor so ti ukrepi vplivali na tržne tehnične finančne predpostavke (tj. tržne obrestne mere in cene lastniških vrednostnih papirjev, vključno z deviznim tečajem). Prenos sprememb v teh predpostavkah naj bi bil skladen s preteklimi dogajanjem, oziroma z drugimi besedami, v standardnem modelskem okviru, s katerim se izpeljujejo predpostavke o posojilnih obrestnih merah in ponudbi kreditov, ali pri drugih vidikih izpeljevanja osnovne projekcije niso bile izvedene nobene prilagoditve na podlagi lastnih sodb.

Številni dodatni potencialni kanali v osnovni projekciji niso zajeti. Mednje na primer sodijo prenos ublažitve stroškov financiranja za banke na njihove posojilne obrestne mere, ugodni pogoji kreditiranja in uporaba sredstev iz CUODR za nakup finančnega premoženja. Gledano v celoti osnovna projekcija verjetno podcenjuje vpliv svežnja ukrepov denarne politike, kar v osnovnih projekcijah nedvomno predstavlja navzgor usmerjeno tveganje za gospodarsko rast in inflacijo.

## Okvir 3

### ANALIZA OBČUTLJIVOSTI

Projekcije so močno odvisne od tehničnih predpostavk v zvezi z gibanjem nekaterih ključnih spremenljivk. Ker lahko nekatere od teh spremenljivk precej vplivajo na projekcije za euroobmočje, je 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.<sup>1</sup>

#### 1) Drugačna gibanja cen nafte

Predpostavke o cenah nafte v tokratnih projekcijah strokovnjakov ECB so vzete iz tržnih pričakovanj, merjenih s terminskimi cenami nafte, po katerih se bodo cene nafte v obdobju projekcij znižale (glej okvir 1). Toda v zvezi s to predpostavko obstaja negotovost.

Pričakovano znižanje cen nafte lahko odraža prepričanje trgov, da bo proizvodnja nafte v več državah OPEC, ki se je v zadnjem času zmanjšala zaradi politične nestabilnosti in geopolitičnih napetosti, deloma okrevala oziroma jo bo nadomestila povečana proizvodnja nafte iz skrilavcev v ZDA. Vseeno se lahko cene nafte zvišajo, če v kratkoročnem ali srednjeročnem obdobju pride do nepričakovanih geopolitičnih dogodkov v glavnih državah proizvajalkah nafte (npr. v Rusiji) ali če svetovno gospodarstvo v srednjeročnem obdobju okrevata hitreje.

Na splošno se v kontekstu svetovnega okrevanja zdi mogoče, da bodo cene nafte višje od tistih, ki so predpostavljene v osnovni projekciji. V tej analizi občutljivosti je tako predpostavljeno vse večje spreminjanje terminskih cen nafte navzgor.<sup>2</sup> Pri teh alternativnih gibanjih je predpostavljeno, da bodo cene nafte leta 2014 za 3% višje od terminskih cen, leta 2015 za 6% in leta 2016 za 10%. Po makroekonomskih modelih strokovnjakov ECB bi bila zaradi višje cene nafte inflacija v letih 2015 in 2016 za 0,1–0,2 odstotne točke višja od tiste v osnovni projekciji. Hkrati bi višje cene nafte oslabile realno rast BDP, ki bi bila v letih 2015 in 2016 za 0,1 odstotne točke nižja.

## 2) Drugačna tečajna gibanja

V osnovni projekciji je predpostavljen nespremenjen devizni tečaj do konca časovnega razpona. Kljub temu bi lahko prišlo do oslabilve eura zaradi vse šibkejše rasti in inflacijskih pričakovanj v euroobmočju v primerjavi z ameriškim gospodarstvom ter zaradi pričakovanj o razhajanju naravnosti denarne politike med tema dvema gospodarstvom, kar bi impliciralo tržna pričakovanja o daljšem obdobju nizkih obrestnih mer v euroobmočju in o hitrejši normalizaciji v ZDA. Drugačno gibanje eura, kar pomeni močnejšo depreciacijo, je izpeljano iz 25. centila porazdelitve vseh možnih napovedi tečaja EUR/USD, impliciranih z opcijami in neobčutljivih na tveganja, na dan 13. avgusta 2014. To gibanje pomeni, da bo devizni tečaj eura do ameriškega dolarja postopno depreciiral in leta 2016 dosegel raven v višini 1,24, kar je 7,4% pod osnovno predpostavko. Odgovarjajoče predpostavke o nominalnem efektivnem tečaju eura so skladne s preteklimi dogajanjem, pri čemer spremembe v tečaju EUR/USD odražajo spremembe v efektivnem tečaju z elastičnostjo okrog 52%. To privede do postopnega razhajanja efektivnega tečaja eura od osnovne projekcije, tako da v letu 2016 doseže raven, ki je 3,9% pod osnovno projekcijo.

Rezultati makroekonomskih modelov strokovnjakov ECB v takšnem primeru kažejo višjo realno rast BDP (0,1–0,3 odstotne točke v letih 2015 in 2016) in višjo inflacijo v letih 2015 in 2016 (0,2–0,3 odstotne točke).

## 3) Dodatna javnofinančna konsolidacija

Kot je navedeno v okvirju 1, predpostavke o javnofinančnih politikah vključujejo vse ukrepe, ki so jih nacionalni parlamenti že odobrili ali pa so jih vlade že dovolj natančno opredelile in bodo verjetno 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. Zaveza držav, da bodo izpolnile te zahteve, je na splošno izkazana v programih stabilnosti 2014 in v programskih dokumentih EU/MDS. Vendar pa dejanski ukrepi za uresničitev teh ciljev pogosto niso navedeni ali niso dovolj natančno opredeljeni. Zaradi tega se v osnovni projekciji ne upoštevajo, zlasti za obdobje 2015–2016, ki ga večina držav v sedanjem proračunu ne zajema. Zaradi tega ni samo nujno potrebno, ampak tudi verjetno, da bo več vlad do leta 2016 sprejelo dodatne ukrepe za javnofinančno konsolidacijo poleg tistih, 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 projekcijami proračunskih gibanj. Pri ocenjevanju verjetne dodatne javnofinančne konsolidacije se upoštevajo specifične razmere v vsaki državi in informacije glede velikosti in sestave javnofinančnih ukrepov. Tako je cilj specifičnih informacij za vsako državo ugotoviti negotovost v zvezi z javnofinančnimi cilji, verjetnost dodatnih ukrepov za javnofinančno konsolidacijo, ki bodo vplivali na agregatno povpraševanje, v primerjavi z drugimi dejavniki zniževanja primanjkljaja ter s tem povezane povratne makroekonomske učinke.

Po tem pristopu je dodatna konsolidacija v euroobmočju za leto 2014 ocenjena kot zelo omejena (manj kot 0,1% BDP), medtem ko so v letu 2015 predvidoma možni dodatni ukrepi (okrog 0,3% BDP), nekoliko manj pa v letu 2016 (okrog 0,1% BDP), s čimer bi skupni obseg dodatne konsolidacije do konca leta 2016 dosegel okrog 0,4% BDP. Kar zadeva sestavo javnofinančnih ukrepov, skuša analiza občutljivosti zajeti najbolj verjetne dodatne ukrepe za konsolidacijo v določenem času ali v posameznih državah. V tej analizi je na agregatni ravni euroobmočja ocenjeno, da bo javnofinančna konsolidacija bolj skoncentrirana na odhodkovni strani proračuna, vendar naj bi vključevala tudi dvig posrednih davkov, medtem ko so stimulatívni ukrepi prek znižanja neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost ocenjeni kot bolj verjetni v letu 2016.

### Makroekonomske posledice dodatne javnofinančne konsolidacije

Rezultati simulacije z novim modelom ECB za celotno euroobmočje (NAWM<sup>3</sup>), ki z analizo občutljivosti javnih financ kažejo vpliv na realno rast BDP in inflacijo v euroobmočju, so povzeti v spodnji tabeli.

Vpliv dodatne javnofinančne konsolidacije na realno rast BDP je v letu 2014 omejen, medtem ko v letih 2015 in 2016 znaša -0,2 odstotne točke. Vpliv na inflacijo je v letu 2015 ocenjen na približno 0,1 odstotne točke.

Po sedanji analizi je torej osnovna projekcija realne rasti BDP izpostavljena določenim navzdol usmerjenim tveganjem, zlasti v letih 2015 in 2016, saj v osnovni projekciji niso bili upoštevani vsi nameravani ukrepi za konsolidacijo javnih financ. Hkrati obstajajo majhna navzgor usmerjena tveganja za inflacijo, saj bo del dodatne konsolidacije po ocenah dosežen z zvišanjem posrednih davkov.

Treba je poudariti, da se analiza občutljivosti javnih financ osredotoča samo na potencialne kratkoročne učinke verjetne dodatne javnofinančne konsolidacije. Čeprav imajo celo dobro pripravljene ukrepi za javnofinančno konsolidacijo kratkoročno pogosto negativne učinke na realno rast BDP, pa dolgoročneje obstajajo pozitivni učinki na aktivnost, ki v časovnem razponu te analize niso jasno razvidni.<sup>4</sup> Rezultatov te analize zato ne gre razumeti kot dvom o nujnosti dodatnih prizadevanj za javnofinančno konsolidacijo v obdobju projekcij. Nadaljnja prizadevanja za konsolidacijo so namreč nujna, da bi se v euroobmočju ponovno vzpostavile zdrave javne finance. Brez takšne konsolidacije obstaja tveganje neugodnih pritiskov na vrednotenje državnih dolžniških instrumentov. Poleg tega bi bil lahko vpliv na zaupanje negativen, kar bi oviralo gospodarsko okrevanje.

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

(kot odstotek BDP)

	2014	2015	2016
Vladni proračunski cilji <sup>1)</sup>	-2,4	-1,8	-1,1
Osnovne javnofinančne projekcije	-2,6	-2,4	-1,9
Dodatna javnofinančna konsolidacija (kumulativno) <sup>2)</sup>	0,0	0,3	0,4
Vpliv dodatne javnofinančne konsolidacije (v odstotnih točkah) <sup>3)</sup>			
Realna rast BDP	0	-0,2	-0,2
Inflacija, merjena s HICP	0	0,1	0

1) Nominalni cilji so iz najnovejših programskih dokumentov EU/MDS za države v programu, za preostale države pa iz dopolnitve programov stabilnosti 2014.

2) Analiza občutljivosti na podlagi ocen strokovnjakov ECB.

3) Odstopanje od osnovne projekcije 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.

- 1 Vse simulacije so bile izvedene ob predpostavki, da ne bo sprememb v ekonomski politiki in da ne bo sprememb v katerikoli drugi spremenljivki v zvezi s tehničnimi predpostavkami in mednarodnim okoljem euroobmočja.
- 2 Podrobnejši opis modela, ki je bil uporabljen pri izpeljavi spreminjanja navzgor, je v Pagano, P. in Pisani, M. »Risk-adjusted forecasts of oil prices«, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, letnik 9, številka 1, članek 24, 2009.
- 3 Opis novega modela za celotno euroobmočje (*New Area-Wide Model*, NAWM) je 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 članku z naslovom »Fiscal multipliers and the timing of consolidation«, *Monthly Bulletin*, ECB, april 2014.

#### Okvir 4

### POSLEDICE NAPETOSTI MED EU IN RUSIJO ZA TRGOVINSKE OBETE EUROOBMOČJA

Krepitev geopolitičnih napetosti in s tem povezan upad zaupanja so v zadnjem času verjetno negativno vplivali na gospodarsko aktivnost v euroobmočju. V osnovni projekciji je vseeno predpostavljeno, da so imele nedavne napetosti med EU in Rusijo zgolj izredno majhne neugodne posledice za trgovinsko menjavo euroobmočja. Zunanje povpraševanje in izvoz euroobmočja sta bila po ocenah prizadeta predvsem prek dveh kanalov.

Prvič, obeti v ruskem gospodarstvu so se poslabšali, tako da sta rusko domače povpraševanje in uvoz v obdobju projekcij manjša v primerjavi s projekcijami iz junijske izdaje Mesečnega biltena, kar ima neugodne posledice za zunanje povpraševanje in izvoz euroobmočja. Eskalacija napetosti v Ukrajini je sprožila dodatne, predvsem finančne sankcije proti Rusiji s strani EU in ZDA. Potem ko se je ruski BDP v prvem četrtletju 2014 glede na prejšnje četrtletje zmanjšal za 0,3%, bo aktivnost v prihodnjih četrtletjih predvidoma anemična, kar je posledica šibkih investicij, in sicer deloma zaradi dviga obrestnih mer s strani ruske centralne banke, zaradi precej bolj zaostrenih domačih in zunanjih pogojev financiranja, odlivov kapitala in povišane negotovosti. Poleg tega naj bi zasebno potrošnje zavirali negotovi gospodarski obeti in nižji realni razpoložljivi dohodek zaradi višje inflacije, ki je med drugim tudi posledica depreciacije rublja. Poslabšanje ruskega domačega povpraševanja slabi ruski BDP in rast uvoza v obdobju projekcij, kar pomeni, da je bil ruski uvoz v primerjavi s prejšnjimi projekcijami popravljen navzdol. Ker Rusija predstavlja približno 4,5% zunanjega povpraševanja euroobmočja, se s šibkejšim gibanjem ruskega uvoza rahlo zmanjšuje zunanje povpraševanje, in sicer za okrog 0,1 odstotne točke do konca leta 2016 v primerjavi s prejšnjimi projekcijami.

Drugič, Rusija je uvedla embargo na uvoz določenih prehrabnih izdelkov iz držav, ki so naložile sankcije za ruske posameznike in subjekte, vključno z uvozom hrane iz euroobmočja. Ruski embargo vpliva na približno 2% skupnega ruskega uvoza blaga in storitev, kar bo v obdobju projekcij dodatno zavrlo rast uvoza v Rusiji. Da bi upoštevali vpliv uvoznih omejitev, se predpostavlja, da bo mogoče okrog eno tretjino uvoza pod embargom takoj nadomestiti z drugimi dobavitelji iz tujine. Preostali del naj bi povzročil majhen upad rasti uvoza v Rusiji proti koncu leta 2014 in na začetku leta 2015. To pomeni, da bo zunanje povpraševanje po proizvodih euroobmočja do začetka leta 2015 v primerjavi s prejšnjimi projekcijami manj kot 0,1 odstotne točke nižje.

Čeprav bodo negativne posledice za zunanje povpraševanje verjetno majhne, pa naj bi bil ta vpliv v posameznih državah euroobmočja večji, odvisno od njihovih trgovinskih povezav z Rusijo. Poleg tega kaže, da so nedavne napetosti povzročile znižanje zaupanja podjetij v euroobmočju.

Pri teh ocenah je treba upoštevati določene pridržke. Neugodne posledice ruskega embarga za izvoz euroobmočja bi bile lahko večje, kot jih kažejo popravki zunanjega povpraševanja navzdol, saj so izrecni cilj teh ukrepov euroobmočje in nekatere druge države OECD, kar pa ni zajeto v trgovinskih deležih, ki so fiksni. Tako je bolj verjetno, da se bo izvoz euroobmočja zmanjšal bolj, kot je predvideno zgoraj. Po drugi strani bi lahko državam euroobmočja uspelo najti alternativne izvozne trge, s čimer bi ublažile posledice embarga.

Kot je bilo rečeno v junijski številki Mesečnega biltena (glej okvir z naslovom »Izpostavljenost euroobmočja do krize v Ukrajini«), bi lahko nadaljnja krepitev napetosti v regiji sprožila dodatne sankcije proti Rusiji in povračilne ukrepe Rusije proti EU. V tem primeru je verjetno, da bo vpliv na gospodarsko aktivnost in inflacijo v euroobmočju precej večji.

## 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 surovin, uporabljajo različne metode (ki včasih niso v celoti razložene). Razlikujejo se tudi glede metod prilagoditve za število delovnih dni (glej spodnjo tabelo).



## 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	september 2014	0,9	1,6	1,9	0,6	1,1	1,4
		[0,7 – 1,1][0,6 – 2,6][0,6 – 3,2][0,5 – 0,7][0,5 – 1,7][0,7 – 2,1]					
Evropska komisija	maj 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OECD	maj 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Euro Zone Barometer	avgust 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Napovedi Consensus Economics	avgust 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	avgust 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
MDS	julij 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (pomlad 2014); IMF World Economic Outlook Update (julij 2014) za realno rast BDP; IMF World Economic Outlook (april 2014); OECD Economic Outlook (maj 2014); 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.

V trenutno razpoložljivih napovedih drugih institucij je napovedana realna rast BDP v euroobmočju za leto 2014 rahlo višja od ravni, ki jo predvidevajo projekcije strokovnjakov ECB. Projekcije realne rasti BDP za leti 2015 in 2016 so podobne ali rahlo nižje od projekcij strokovnjakov ECB. Kar zadeva inflacijo, večina drugih institucij za leti 2014 in 2015 napoveduje povprečno medletno inflacijo, ki je blizu tiste v projekcijah strokovnjakov ECB ali rahlo višja. Po drugih razpoložljivih napovedih bo inflacija leta 2016 v povprečju predvidoma znašala med 1,3% in 1,5%, v primerjavi z 1,4% v projekcijah strokovnjakov ECB. Trenutno so vse razpoložljive napovedi za leti 2015 in 2016 znotraj razponov v projekcijah ECB, ki so navedeni v tabeli.

© 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

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.