



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

## 1 Obeti za euroobmočje: splošen pregled in glavni dejavniki

*Pričakovati je, da se bo okrevanje gospodarstva v euroobmočju nadaljevalo, čeprav z manjšim zagonom, kot je bilo napovedano. Počasnejša rast je posledica oslabiljene gospodarske rasti na svetovni ravni in močnejšega efektivnega tečaja eura. Po projekcijah se bo realni BDP v letu 2016 v povprečju letno povečal za 1,4%, v letu 2017 za 1,7%, v letu 2018 pa za 1,8%. Po nadaljnjem strmem padcu cen nafte je bila projekcija inflacije, merjene z indeksom HICP, popravljena navzdol, in sicer na 0,1% za leto 2016 in nekoliko manj na 1,3% za 2017. V letu 2018 naj bi se inflacija zvišala na 1,6%.*

**Srednjeročni obeti za realno rast BDP so se poslabšali, saj so se zaviralni dejavniki v zadnjem času okrepili.** Ti dejavniki se nanašajo na neugodna gibanja v svetovni gospodarski aktivnosti, še posebej v nastajajočih tržnih gospodarstvih, na krepitev efektivnega tečaja eura in na povečano negotovost, ki je posledica vse večje volatilnosti na trgih. Upošteva se tudi oslabitev zaupanja podjetij in potrošnikov v januarju in februarju so se kratkoročni obeti za realno rast BDP po decembrskih projekcijah poslabšali.

**Vseeno je pričakovati, da bo nadaljnje gospodarsko okrevanje podpiralo več ugodnih dejavnikov.** Spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, ki so jo še okrepili decembra 2015 najavljeni dodatni ukrepi denarne politike, se še naprej prenaša v gospodarstvo. Pričakovati je, da bosta zasebno potrošnjo v letu 2016 podpirala nedaven nadaljnji strm padec cen nafte in nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela. Globalno okrevanje bi moralo prispevati k postopni okrepitvi investicij, deloma zaradi pospeševalnih učinkov. Na domače povpraševanje bo ugodno vplivalo popuščanje javnofinančne politike, ki je deloma povezano s prihodom beguncev.

**Na gibanje skupne inflacije v obdobju projekcij naj bi močno vplivala dinamika rasti cen energentov v indeksu HICP.** Glede na nadaljnji strm padec cen nafte v preteklih mesecih je pričakovati, da bo rast cen energentov v letu 2016 negativna.

---

<sup>1</sup> Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB se uporabljajo kot eno od izhodišč za oceno Sveta ECB o gospodarskih gibanjih in tveganjih za stabilnost cen. Informacije o uporabljenih postopkih in tehnikah so na voljo v dokumentu »A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises«, ECB, junij 2001, ki je objavljen na spletni strani ECB. Presečni datum za tehnične predpostavke, kot so cene nafte in tečaji, je 15. februar 2016 (glej okvir 2). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 25. februar 2016.

Tokratne makroekonomske projekcije zajemajo obdobje 2016–2018. Projekcije za tako dolg časovni razpon so povezane z zelo veliko negotovostjo, kar je treba upoštevati tudi pri njihovi interpretaciji. Glej članek z naslovom »An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections«, Monthly Bulletin, ECB, maj 2013.

Pozitivna naj bi spet postala v letu 2017, in sicer zaradi močnih navzgor usmerjenih baznih učinkov in predpostavljenega zvišanja cen nafte, ki ga kaže krivulja cen naftnih terminskih pogodb. Istočasno naj bi se v prihodnjih letih zvišala tudi inflacija brez cen hrane in energentov, saj vse boljše razmere na trgu dela in postopno zmanjševanje prostih zmogljivosti pomenijo višje plače in profitne marže. Poleg tega je pričakovati, da bodo rast inflacije brez hrane in energentov podpirali tudi zakasneli učinki preteklo močne depreciacije eura in neposredni učinki predpostavljenega zvišanja cen energentov in drugih surovin skupaj z vse manjšimi navzdol usmerjenimi učinki preteklega zniževanja.

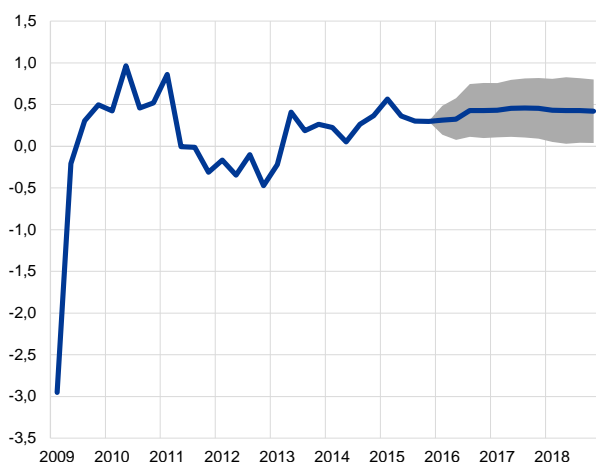
## Graf 1

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

(četrtni podatki)

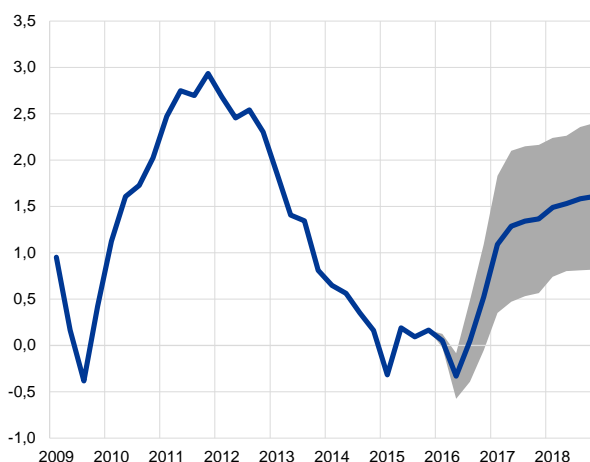
#### Realni BDP v euroobmočju<sup>2)</sup>

(četrtnetne spremembe v odstotkih)



#### HICP v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



1) Razponi okrog osrednje projekcije temeljijo na razliki med dejanskimi rezultati in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razpona je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje popravek za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu »New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges«, ECB, december 2009, ki je objavljen na spletni strani ECB.

2) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

## 2 Realno gospodarstvo

**Pričakovati je, da se bo okrevanje gospodarske aktivnosti v euroobmočju nadaljevalo, čeprav z nekoliko manjšim zagonom, kot je bilo napovedano.**

Realni BDP je v zadnjem četrtnetju 2015 ohranil zmeren zagon, pri čemer se je v primerjavi s prejšnjim četrtnetjem zvišal za 0,3%. Kazalniki razpoloženja potrošnikov in podjetij so se v zadnjem času sicer znižali, vendar še vedno kažejo na nadaljnjo zmerno rast aktivnosti v prvi polovici leta 2016.

**Pričakovati je, da bodo nizke cene nafte zelo ugodno vplivale na zasebno potrošnjo v letu 2016.** Cene nafte v USD naj bi v letu 2016 v povprečju znašale 34,9 USD za sod, tj. 33% manj, kot je bilo predpostavljeno v decembrskih projekcijah (glej okvir 1). Nominalni razpoložljivi dohodek se bo v obdobju projekcij povečeval, pri čemer ga bosta podpirali stabilna rast zaposlenosti in vse višja rast nominalnih

sredstev za zaposlene na zaposlenega, pozitiven prispevek pa naj bi dali tudi drugi osebni prihodki. Rast realnega razpoložljivega dohodka naj bi izgubila zagon leta 2017, ko bodo v skladu s projekcijami začele rasti cene energentov. Nizki stroški financiranja in zmerno naraščanje neto premoženja gospodinjstev, k čemur prispeva tudi nedavni sveženj ukrepov denarne politike ECB, naj bi zasebno potrošnjo podpirali v celotnem obdobju projekcij. V celoti gledano se bo medletna rast zasebne potrošnje okrepila z 1,6% v letu 2015 na 1,9% v letu 2016, nato pa se bo v letih 2017 in 2018 spustila na 1,8% oziroma 1,6%.

## Okvir 1

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

**V primerjavi z decembrskimi projekcijami se glavne spremembe tehničnih predpostavk nanašajo na precej nižje dolarske cene nafte, 5-odstotno apreciacijo efektivnega tečaja eura ter nižje kratko- in dolgoročne tržne obrestne mere.**

Tehnične predpostavke

	Marec 2016				December 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Cene nafte (v USD/sod)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Cene primarnih surovin brez energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
Devizni tečaj USD/EUR	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Nominalni efektivni devizni tečaj eura (EDT-38) (medletne spremembe v odstotkih)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	0,0

### Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 15. februarja 2016.

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 letih 2016 in 2017 ter –0,2% v letu 2018. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja kažejo na povprečno raven 1,2% v letu 2016, 1,4% v letu 2017 in 1,7% v letu 2018.<sup>2</sup> Glede na gibanje obrestnih mer na terminskih trgih in ob postopnem prenosu tržnih obrestnih mer na posojilne obrestne mere je pričakovati, da se bodo skupne bančne obrestne mere za posojila nefinančnemu zasebnemu sektorju v euroobmočju v letu 2016 nekoliko

<sup>2</sup> 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 povprečjem za euroobmočje v obdobju projekcij konstantni.

znižale, v letu 2017 ostale večinoma nespremenjene, v letu 2018 pa naj bi se zmerno zvišale. Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (15. februar) predpostavlja, da se bo cena za sod surove nafte Brent, ki je leta 2015 znašala 52,5 USD, v letu 2016 znižala na 34,9 USD, nato pa naj bi se v letu 2017 zvišala na 41,2 USD, v letu 2018 pa na 44,9 USD, kar je v letu 2016 17 USD manj, v letu 2017 pa 16 USD manj kot v decembrskih projekcijah. Za cene drugih primarnih surovin razen energentov v ameriških dolarjih se predpostavlja, da se bodo v letu 2016 znatno znižale, v letih 2017 in 2018 pa nekoliko zvišale.<sup>3</sup> Za dvostranske devizne tečaje se predpostavlja, da bodo v obdobju projekcij ostali nespremenjeni na povprečni ravni, ki je bila zabeležena v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma 15. februarja. To pomeni, da bo povprečni devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom v letu 2016 na ravni 1,11 USD za euro, v letih 2017 in 2018 pa 1,12 USD za euro, medtem ko je v decembrskih projekcijah znašal 1,09 USD. Efektivni tečaj eura (v razmerju do valut 38 trgovinskih partneric) naj bi se v obdobju projekcij okreplil za 5%.

---

**Na stopnjo varčevanja gospodinjestev bo večinoma vplivala izravnava potrošnje, povezana z gibanjem cen nafte.** Stopnja varčevanja naj bi se v letu 2016 zvišala, kar je posledica upočasnjenega prenosa povečanega realnega dohodka zaradi cen nafte v potrošnje gospodinjestev. Ta učinek naj bi delno izzvenel v letu 2017, potem pa naj bi stopnja stagnirala do konca obdobja projekcij. Skoraj nespremenjena dinamika stopnje varčevanja je posledica nasprotujočih si gibanj v državah euroobmočja. V nekaterih državah bodo varčevanje predvidoma še naprej nekoliko spodbujale visoka stopnja brezposelnosti, povišana raven bruto dolga in zelo nizka raven obrestnih mer za pokojninsko varčevanje. V drugih državah bodo verjetno prevladali dejavniki, ki ne spodbujajo varčevanja. Prvič, zaradi postopnega zniževanja brezposelnosti se bo verjetno zmanjšal obseg previdnostnega varčevanja, kar bo gospodinjestvom omogočilo večje nakupe, ki so jih v preteklosti morda odlagala. Drugič, zelo nizke obrestne mere navadno odvrtaajo od varčevanja zaradi medčasovnega substitucijskega učinka.

**Stanovanjske naložbe v euroobmočju bodo predvidoma pridobile zagon, vendar z zelo nizke ravni.** Pričakovati je, da bo okrevanje stanovanjskih investicij podprto z vzdržno rastjo realnega razpoložljivega dohodka in z zelo nizkimi obrestnimi merami za hipotekarna posojila. Tudi procesi prilagajanja na nepremičninskih trgih v več državah so se končali, cenovni obeti na področju nepremičnin pa so se izboljšali. Močan porast stanovanjskih investicij pa bo v več državah verjetno vseeno onemogočila visoka zadolženost gospodinjestev. V celoti vzeto in glede na pričakovano zmerno okrevanje bodo stanovanjske investicije v letu 2018 še vedno približno 20% pod najvišjo vrednostjo, ki so jo dosegle leta 2007.

---

<sup>3</sup> 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 četrtletja 2017, potem pa naj bi se gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

**Pri podjetniških investicijah je pričakovati umirjeno okrevanje.** V srednjeročnem obdobju bosta na obete za podjetniške investicije predvidoma negativno vplivali nedavna volatilitnost na finančnih trgih in oslABLJENA gospodarska rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Sčasoma pa bo nekaj dejavnikov vseeno začelo podpirati investicije. Tako bodo kapitalne naložbe po projekcijah spodbujali številni dejavniki, kot so zelo spodbujevalno naravnana denarna politika, pospeševalni učinki v kontekstu pričakovane krepitve povpraševanja, posodabljanje osnovnega kapitala po več letih skromnih naložb, ekspanzivni javnofinančni ukrepi v določenih državah ter povečevanje profitnih marž v kontekstu že zdaj z denarjem dobro založenega sektorja nefinančnih družb. Poleg tega bodo splošni pritiski, ki so posledica razdolževanja podjetij v euroobmočju, v obdobju projekcij manj omejevali podjetniške naložbe kot v preteklosti. Razmerje med dolgom in kapitalom oz. stopnja zadolženosti podjetij se je z najvišje ravni, zabeležene med finančno krizo, močno znižala in ostaja precej pod zgodovinskim povprečjem. Vseeno bodo okrevanje podjetniških naložb tudi v prihodnje zavirala še vedno prisotna ozka grla v financiranju ter v nekaterih državah visoka raven zadolženosti, pa tudi pričakovana nižja rast potencialnega proizvoda.

**Na izvoz v države zunaj euroobmočja naj bi ugodno vplivali pričakovano okrevanje zunanega povpraševanja (glej okvir 2) in zakasneli učinki pretekle depreciacija eura.** Potem ko je rast izvoza v države zunaj euroobmočja v zadnjem času oslabela, naj bi si v letu 2016 opomogla, zatem pa pridobila zagon, in sicer rahlo nad pričakovanim izboljšanjem zunanega povpraševanja. Delež na izvoznih trgih naj bi se v obdobju projekcij rahlo povečal, in sicer zaradi zakasnelih učinkov preteklega izboljšanja konkurenčnosti. Rast uvoza iz držav zunaj euroobmočja bo predvidoma poganjalo domače povpraševanje, ki ostaja rahlo močnejše kot rast izvoza v države zunaj euroobmočja. Zaradi tega naj bi se primanjkljaj tekočega računa zmanjšal s 3,0% BDP v letih 2015 in 2016 na 2,5% BDP v letu 2018.

**V celoti gledano se bo realni BDP v letu 2016 po projekcijah povečal za 1,4%, v letu 2017 za 1,7% in v letu 2018 za 1,8%.**

## Okvir 2

### Mednarodno okolje

---

**Gibanja tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih so bila na koncu leta 2015 šibkejša od pričakovanih, kar potrjuje, da je zagon svetovne gospodarske rasti še naprej šibak.** Svetovna gospodarska aktivnost se bo po izgubi zagona ob prelomu leta predvidoma širila postopoma in v zmernem ritmu, poganjala pa jo bosta še naprej vztrajna rast v večini razvitih gospodarstev in pričakovano postopno popuščanje globoke recesije v nekaterih velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Obete za visoko razvita gospodarstva bi morali podpirati ugodni pogoji financiranja in vse močnejši trgi dela. Tudi boljše razpoloženje potrošnikov v nekaterih ključnih visoko razvitih gospodarstvih utegne pomeniti dobre obete za rast. Nasprotno pa srednjeročni obeti za nastajajoča tržna gospodarstva ostajajo bolj negotovi. Poleg upočasnjene trendne rasti v kitajskem gospodarstvu in negativnih vplivov na druga nastajajoča tržna gospodarstva, zlasti v Aziji, bodo morale tudi izvoznice surovin nadaljevati z makroekonomskimi prilagoditvami, da bodo lažje

prenesle nižje cene surovin. Ta gospodarstva bodo prav tako delovala v okolju zaostrenih pogojev zunanjega financiranja, ki bodo posledica normalizacije ameriške denarne politike, povečane politične negotovosti in okrepljenih geopolitičnih napetosti.

**Svetovna trgovinska menjava, ki v zadnjem času ni izpolnila pričakovanj, naj bi v obdobju projekcij rasla počasi.** V primerjavi s svetovnim BDP bo dinamika svetovnega uvoza in zunanjega povpraševanja v obdobju projekcij razmeroma šibka. Tako se bo zunanje povpraševanje po projekcijah povečalo z 0,4% v letu 2015 na 2,2% v letu 2016, 3,8% v letu 2017 in 4,1% v letu 2018. To lahko primerjamo s povprečno letno stopnjo rasti v višini 7,7% v obdobju 1999–2007.

## Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Marec 2016				December 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,1	3,2	3,8	3,9	3,1	3,6	3,9
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) <sup>1)</sup>	0,7	2,2	3,8	4,1	0,5	2,9	3,8
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja <sup>2)</sup>	0,4	2,2	3,8	4,1	-0,1	2,7	3,8

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

**V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bila svetovna aktivnost popravljena navzdol, še zlasti za leto 2016.** Tudi zunanje povpraševanje je bilo za leto 2016 znatno popravljeno navzdol.

**Proizvodna vrzel naj bi se v obdobju projekcij vztrajno zapirala, saj naj bi bila dejanska rast BDP precej nad stopnjo potencialnega proizvoda.** Rast potencialnega proizvoda naj bi se v obdobju projekcij nekoliko okrepila, in sicer na raven rahlo nad 1%, ter tako ostala daleč pod predkrizno ravnijo.

**Razmere na trgu dela v euroobmočju se bodo predvidoma še naprej izboljševale.** Raven zaposlenosti se bo v obdobju projekcij po pričakovanih še naprej zviševala, čeprav po nekoliko nižji stopnji od pričakovane, kar je predvsem posledica počasnejšega gospodarskega okrevanja. Rast zaposlenosti v obdobju projekcij naj bi podpirali umirjanje plač in pretekle reforme na trgu dela. Pričakovati je, da se bo stopnja delovno aktivnega prebivalstva v obdobju projekcij močno povečala, kar je posledica nadaljnega pritoka beguncev in popuščanja zaviralnih dejavnikov. Stopnja brezposelnosti, ki se je januarja 2016 znižala na 10,3%, se bo po pričakovanih še naprej zniževala.

**Napovedi za rast realnega BDP so bile v primerjavi z decembrskimi projekcijami popravljene navzdol.** Ta popravek je posledica skupnega zaviralnega učinka, ki ga imata nižje zunanje povpraševanje in višji tečaj eura na rast izvoza, ter učinka, ki ga imajo večja volatilitnost na trgu in slabši kazalniki gospodarske klime na kratkoročne obete. Omenjeni zaviralni učinki skupaj več kot izničijo ugoden učinek, ki ga imajo nižje cene nafte in nedavni dodatni ukrepi denarne politike na domače povpraševanje.

**Po Eurostatovi prvi oceni (objavljeni po presečnem datumu v teh projekcijah) je inflacija, merjena z indeksom HICP, februarja 2016 znašala  $-0,2\%$ , tj.  $0,3$  odstotne točke manj kot novembra 2015, kar je posledica znižanja v vseh glavnih komponentah.** Znatno negativni prispevek rasti cen energentov v višini  $0,8$  odstotne točke, ki je v povezavi z nedavnim strmim padcem cen nafte, bo v letu 2016 po predvidevanjih še naprej precej zaviral inflacijo, ki bo v celem letu v povprečju dosegla  $0,1\%$ . Inflacija brez energentov in hrane se bo v letu 2016 po predvidevanjih nekoliko okrepila, in sicer z  $0,8\%$  v letu 2015 na  $1,1\%$ , vendar bo ostala razmeroma umirjena, in sicer zaradi neposrednih učinkov nižjih cen nafte, nedavne učinkovite apreciacije eura in preostalih prostih zmogljivosti v gospodarstvu.

**Pričakovan močan porast inflacije v letu 2017, tj. na  $1,3\%$ , gre večinoma pripisati baznim učinkom cen surovin.** Navzgor usmerjeni bazni učinki, ki se bodo pojavili takrat, ko bo strm padec cen nafte in energentov izpadel iz medletne primerjave, in predpostavljena nadaljnja rast cen surovin bodo v letu 2017 po predvidevanjih povzročili višje zunanje cenovne pritiske.

**Rast plač je bila doslej umirjena, vendar naj bi se v obdobju projekcij postopoma okrepila.** Medtem ko sta visoka brezposelnost in nižja produktivnost doslej zavirali rast plač, je pričakovati, da se bo s trajno rastjo zaposlenosti v obdobju projekcij zmanjšal neizkoriščen gospodarskega potenciala na trgu dela. Rast plač bo podpiralo tudi predvideno zvišanje inflacije, in sicer predvsem proti koncu obdobja projekcij. Dinamika rasti plač bo vseeno ostala umirjena, kar je tudi posledica nadaljnje šibke rasti produktivnosti.

**Na profitne marže naj bi ugodno vplivali sedanje gospodarsko okrevanje in nižje cene nafte.** Nadaljnje predvideno izboljšanje domačega povpraševanja in manjši neizkoriščen gospodarski potencial v prihodnjih letih naj bi dala podjetjem večjo moč pri oblikovanju cen, kar bo okrepilo njihove profitne marže. Na profitne marže bo v letu 2016 ugodno vplivalo tudi okrevanje dobičkov v povezavi z nižjimi cenami nafte.

**Zaradi vse večjih domačih cenovnih pritiskov bo inflacija v letu 2018 po pričakovanjih zrasla na  $1,6\%$ .**

**V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami je bila projekcija inflacije popravljena navzdol, še posebej za leto 2016.** Popravek inflacije navzdol gre večinoma pripisati precej šibkejšim zunanjim cenovnim pritiskom, povezanim s cenami nafte, ki so dosti nižje od pričakovanih, in učinkovitemu tečaju eura, ki je nekoliko višji od pričakovanega. K popravku navzdol je prispevala tudi rast plač, ki je zmernejša od predhodno pričakovane.

**Naravnost javnofinančne politike bo v času do leta 2017 ekspanzivna, leta 2018 pa bo postala bolj nevtralna.** Naravnost javnofinančne politike se meri s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Ekspanzivnost javnofinančne politike v času do leta 2017 gre pripisati predvsem znižanju neposrednih davkov v nekaterih državah in izdatkom, povezanim z begunci.

**Proračunski primanjkljaj širše opredeljene države se bo v obdobju projekcij po predvidevanjih ustalil na vrednosti približno 2% BDP, razmerje med javnim dolgom in BDP pa se bo rahlo zmanjšalo.** Ugoden prispevek ciklične komponente in nižjih plačil obresti k proračunskemu saldu bo še posebej v letu 2016 verjetno odtehtal popuščanje denarne politike. V obdobju do leta 2018 bo postopno zmanjšanje javnega dolga po predvidevanjih podpiral predvsem ugoden obrestni razmik, povezan z napovedanim gospodarskim okrevanjem in predvidenimi nizkimi obrestnimi merami. Na predvideno gibanje dolga bodo ugodno vplivali tudi rahli primarni presežki.

**Javnofinančni obeti so se v primerjavi z decembrskimi projekcijami rahlo poslabšali.** Proračunski saldo za leto 2015 je bil rahlo popravljen navzdol, in sicer zaradi učinka nižjega nominalnega BDP. Ta popravek navzdol se bo prenesel tudi v obdobje 2016–2017. Razmerje med javnim dolgom in BDP bo v obdobju projekcij po predvidevanjih višje, kar je posledica rahlo nižjega primarnega presežka in še posebej za obdobje 2015–2016 tudi manj ugodnega obrestnega razmika, ki izvira iz popravka inflacije in nominalne rasti BDP navzdol.



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

(medletne spremembe v odstotkih)

	Marec 2016				December 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Realni BDP <sup>1)</sup>	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0–1,8] <sup>2)</sup>	[0,7–2,7] <sup>2)</sup>	[0,6–3,0] <sup>2)</sup>	[1,4–1,6] <sup>2)</sup>	[1,1–2,3] <sup>2)</sup>	[0,9–2,9] <sup>2)</sup>
Zasebna potrošnja	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Državna potrošnja	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Bruto investicije v osnovna sredstva	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Izvoz <sup>3)</sup>	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Uvoz <sup>3)</sup>	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Zaposlenost	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
HICP	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2–0,4] <sup>2)</sup>	[0,6–2,0] <sup>2)</sup>	[0,8–2,4] <sup>2)</sup>	[0,1–0,1] <sup>2)</sup>	[0,5–1,5] <sup>2)</sup>	[0,9–2,3] <sup>2)</sup>
HICP brez energentov	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
HICP brez energentov in hrane	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Stroški dela na enoto proizvoda	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Produktivnost dela	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) <sup>5)</sup>	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

1) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

2) Razponi, ki so prikazani v projekcijah, temeljijo na razliki med dejanskimi rezultati in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razpona je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje popravek za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu »New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges«, ECB, december 2009, ki je objavljen na spletni strani ECB.

3) Vključuje trgovinsko menjavo znotraj euroobmočja.

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

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

### Okvir 3

#### Analiza občutljivosti in analiza scenarijev

---

**Projekcije v veliki meri temeljijo na tehničnih predpostavkah, ki se nanašajo na gibanje nekaterih ključnih spremenljivk.** Nekatere od teh spremenljivk lahko močno vplivajo na projekcije za euroobmočje, zato nam analiza občutljivosti projekcij na alternativna gibanja temeljnih predpostavk lahko pomaga pri analizi tveganj, ki spremljajo projekcije. V tem okvirju obravnavamo negotovost glede nekaterih ključnih temeljnih predpostavk in občutljivost projekcij na te spremenljivke. Ta okvir zajema tudi scenarij o možnem učinku, ki bi ga na gospodarsko rast in inflacijo v euroobmočju imel izrazitejši in časovno usklajen gospodarski upad v nastajajočih tržnih gospodarstvih.

#### 1) Alternativna gibanja cen nafte

**Alternativni modeli gibanja cen nafte kažejo cene nafte, ki v obdobju projekcij rastejo nekoliko hitreje, kot je bilo predvideno na podlagi terminskih pogodb.** Tehnične predpostavke o gibanju cen nafte, ki so uporabljene v osnovnem scenariju projekcij in so izpeljane iz gibanj na terminskih trgih, v obdobju od prvega četrtega 2016 do zadnjega četrtega 2018 predvidevajo 40-odstotno zvišanje cen nafte. Kombinacija alternativnih modelov, ki jih za napovedovanje cen nafte v obdobju projekcij uporabljajo strokovnjaki ECB,<sup>4</sup> trenutno kaže na višje cene nafte v obdobju projekcij, kot so zajete v tehničnih predpostavkah. To je skladno bodisi z močnejšim okrevanjem svetovnega povpraševanja po nafti na srednji rok bodisi z rahlim zmanjšanjem ponudbe nafte zaradi manjših investicij v naftnem sektorju in s tem manjših predelovalnih zmogljivosti v nekaterih državah, kar je posledica nedavnega padca cen nafte. Uresničitev tega alternativnega gibanja, po katerem bi bile cene nafte do leta 2018 za 11,6% višje od osnovne projekcije, bi zelo malo oslabila realno rast BDP, hkrati pa nekoliko okrepila rast inflacije (za 0,1 do 0,2 odstotne točke v letih 2016, 2017 in 2018).

#### 2) Alternativna tečajna gibanja

**Ta analiza občutljivosti zajema dve alternativni gibanji tečaja eura v primerjavi z osnovnim scenarijem.** Prvo temelji na 25. centilu porazdelitve do tveganja nevtralne gostote tečaja USD/EUR, kot izhaja iz opcij, na dan 15. februarja 2016. To gibanje implicira postopno depreciacijo eura v razmerju do dolarja na raven 1,00 USD/EUR v letu 2018, kar je za 10,8% nižje od predpostavke za to leto v osnovnem scenariju. Drugo gibanje temelji na 75. centilu iste porazdelitve in implicira postopno apreciacijo eura v razmerju do dolarja na raven 1,24 USD/EUR v letu 2018, kar je za 11,2% višje od predpostavke za to leto v osnovnem scenariju. Odgovarjajoči predpostavki za nominalni efektivni devizni tečaj odražata zgodovinske dinamiko, pri čemer spremembe tečaja USD/EUR ustrezajo spremembam efektivnega deviznega tečaja z elastičnostjo okrog 52%. V primeru depreciacije to povzroči postopno odmikavanje efektivnega tečaja eura od osnovne projekcije navzdol na raven, ki bi bila leta 2018 za 5,8% pod tečajem v osnovnem scenariju. Po tem scenariju povprečje rezultatov iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov kaže na višjo realno rast

---

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

BDP (za 0,1 do 0,3 odstotne točke) in višjo inflacijo (za 0,1 do 0,4 odstotne točke) v letih 2016, 2017 in 2018. V primeru apreciacije pa bi se efektivni tečaj eura postopno odmikal od osnovne projekcije navzgor in bi bil leta 2018 za 5,5% nad tečajem v osnovnem scenariju. Po tem scenariju povprečje rezultatov iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov kaže na nižjo realno rast BDP (za 0,1 do 0,3 odstotne točke) in nižjo inflacijo (za 0,1 do 0,4 odstotne točke) v letih 2016, 2017 in 2018.

### 3) Scenarij časovno usklajenega gospodarskega upada v nastajajočih tržnih gospodarstvih

#### **Obeti za rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih so se v zadnjih mesecih poslabšali, navzdol usmerjena tveganja v projekcijah svetovne gospodarske rasti pa so se okrepila.**

Osnovni scenarij v tej projekciji vseeno predpostavlja, da bo aktivnost v nastajajočih tržnih gospodarstvih v obdobju projekcij postopno in umirjeno okrevala. V tem kontekstu je bil pripravljen scenarij, s katerim bi prikazali učinek, ki bi ga imelo izrazitejše in časovno usklajeno umirjanje rasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih na realno rast BDP in na inflacijo v euroobmočju.

**Scenarij predvideva, da bo umirjanje aktivnosti posledica »trdega pristanka« na Kitajskem, kar pomeni, da se bodo tveganja za finančno stabilnost uresničila, odliv kapitala pa bo načel zaupanje kitajskih potrošnikov in podjetij.** Scenarij »trdega pristanka« na Kitajskem pomeni, da bi imela kitajska domača neravnovesja večji vpliv, upočasnjene investicije pa bi privedle do višje brezposelnosti. V tem scenariju bi se precej upočasnila tudi rast zasebne potrošnje na Kitajskem. Vse slabši finančni pogoji in šibkejši obeti na Kitajskem so modelirani tako, da se širijo tudi v druga nastajajoča tržna gospodarstva, in sicer po neposrednih trgovinskih kanalih in prek predpostavljene povečane negotovosti na svetovni ravni. Svetovno negotovost v tem scenariju konkretno predstavlja začasen porast kazalnika VIX<sup>5</sup> za 10 odstotnih točk, ki v obdobju projekcij počasi izzveni. Predpostavljeni padec tečajev delnic na Kitajskem privede tudi do padca tečajev delnic na svetovni ravni. Izrazitejše umirjanje aktivnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih je modelirano tako, da v obdobju projekcij pomeni šibkejšo rast cen surovin. Predpostavljeno je tudi, da bodo kitajske oblasti za blaženje »trdega pristanka« dovolile deprecijacijo renminbija. Zaradi učinkov okužbe bi to privedlo do deprecijacije valut nastajajočih tržnih gospodarstev. V tem scenariju bi se torej zvišal efektivni nominalni tečaj ameriškega dolarja, jena in eura. Apreciacija teh treh valut bi negativno vplivala na izvozne sektorje ZDA, Japonske in euroobmočja, to pa bi privedlo do nadaljnjih navzdol usmerjenih pritiskov na inflacijo v omenjenih regijah, predvsem zaradi nižjih uvoznih cen.

---

<sup>5</sup> Kazalnik VIX je merilo implicitne volatilnosti cen opcij na indeks S&P 500, ki ga izračunava Chicago Board Options Exchange.

## Glavne predpostavke v scenariju

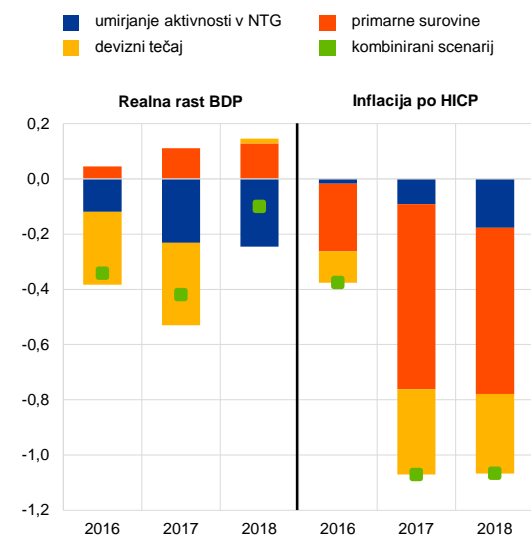
	2016	2017	2018
Kitajsko domače povpraševanje	-2,3	-4,7	-3,0
Svetovni trgi delnic	-20,0	-20,0	-20,0
Depreciacija valut Kitajske in NTG v primerjavi z valutami visoko razvitih gospodarstev	-5,0	-10,0	-10,0
Nominalni efektivni tečaj eura	1,1	2,8	2,8
Cene nafte (v USD/sod)	-8,8	-26,0	-37,8

Vir: strokovnjaki ECB.

Opombe: Izračunano kot odklon od osnovne ravni v odstotnih spremembah, razen kitajskega domačega povpraševanja, ki je izračunano kot odklon od osnovne stopnje rasti v odstotnih točkah. Kitajski delniški indeks se od osnovne ravni zmanjša za 40%. »NTG« pomeni nastajajoča tržna gospodarstva.

## Prispevki k realni rasti BDP in k inflaciji v euroobmočju

(odklon od osnovne rasti v odstotnih točkah)



Vir: strokovnjaki ECB.

Opombe: Scenariji so izvedeni z različnimi modeli. Predpostavljeno, je, da je denarna politika eksogena. »NTG« pomeni nastajajoča tržna gospodarstva.

## V tem scenariju bi bili tako realna rast BDP kot tudi inflacija po HICP v euroobmočju nižji od ravni v osnovnem scenariju.

Podatki iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov ECB kažejo, da bi se z umirjanjem aktivnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih zmanjšalo zunanje povpraševanje, kar bi upočasnilo realno rast BDP in inflacijo v euroobmočju v letih 2017 in 2018. Cene surovin (nafte in drugih primarnih surovin), ki bi bile posledica umirjanja aktivnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, bi spodbudile aktivnost v euroobmočju, saj bi gospodinjstva razpolagala z višjim realnim dohodkom, podjetja pa z višjimi dobički. Nižje cene surovin pa bi imele obenem tudi močan pritisk na zmanjšanje inflacije v euroobmočju. Apreciacija eura v razmerju do renminbija in drugih valut nastajajočih tržnih gospodarstev bi še povečala pritisk na zmanjšanje gospodarske aktivnosti in nižanje cen v euroobmočju. Če povzamemo, bi časovno usklajeno umirjanje

aktivnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, ki bi ga izzvala Kitajska, pomenilo precejšnja navzdol usmerjena tveganja za projekcije po osnovnem scenariju, in sicer tako za realno rast BDP kot za inflacijo v euroobmočju.

## Okvir 4

### Napovedi drugih institucij

**Številne napovedi za euroobmočje pripravljajo tudi druge mednarodne organizacije in zasebne institucije.** Te napovedi pa niso popolnoma primerljive med seboj ali s projekcijami strokovnjakov ECB, saj so bile dokončane v različnih časovnih obdobjih. Poleg tega za izpeljavo predpostavk o javnofinančnih, finančnih in zunanjih spremenljivkah, vključno s cenami nafte in drugih primarnih surovin, uporabljajo različne metode (ki včasih niso v celoti razložene). Razlikujejo se tudi glede metod prilagoditve za število delovnih dni (glej tabelo). Kot je razvidno iz tabele, večina trenutno razpoložljivih napovedi drugih institucij za leto 2016 kaže višjo realno rast BDP in višjo inflacijo, vendar se ne razlikujejo bistveno od točkovnih napovedi v marčnih projekcijah strokovnjakov ECB za leti 2017 in 2018 ter so povsem znotraj razponov okrog teh projekcij (v tabeli so prikazani v oklepajih).

### Primerjava napovedi realne rasti BDP in inflacije za euroobmočje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Datum objave	Rast BDP			Inflacija (HICP)		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Projekcije strokovnjakov ECB	Marec 2016	1,4 [1,0–1,8]	1,7 [0,7–2,7]	1,8 [0,6–3,0]	0,1 [-0,2–0,4]	1,3 [0,6–2,0]	1,6 [0,8–2,4]
Evropska komisija	Februar 2016	1,7	1,9	-	0,5	1,5	-
OECD	Feb. 2016/nov. 2015	1,4	1,7	-	0,9	1,3	-
Euro Zone Barometer	Februar 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Napovedi Consensus Economics	Februar 2016	1,6	1,7	-	0,5	1,5	-
Survey of Professional Forecasters	Januar 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
MDS	Jan. 2016/okt. 2015	1,7	1,7	-	1,0	1,3	-

Viri: Evropske gospodarske napovedi Evropske komisije (zima 2016); IMF World Economic Outlook Update (januar 2016) za realno rast BDP; IMF World Economic Outlook (oktober 2015) za inflacijo po HICP; OECD Economic Outlook Update (februar 2016) za BDP; OECD Economic Outlook (november 2015) za inflacijo po HICP; 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 Mednarodni denarni sklad (MDS) objavljata medletne stopnje rasti, ki niso prilagojene za število delovnih dni v letu. Druge napovedi ne navajajo, ali temeljijo na podatkih, ki so prilagojeni za število delovnih dni v letu ali ne.

#### © Evropska centralna banka, 2016

Poštni naslov: 60640 Frankfurt na Majni, Nemčija  
Telefon: +49 69 1344 0  
Spletno mesto: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Vse pravice so pridržane. Razmnoževanje v izobraževalne in nekomercialne namene je dovoljeno pod pogojem, da je naveden vir.