



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

## MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE STROKOVNJAKOV EUROSISTEMA ZA EUROOBMOČJE

Strokovnjaki Eurosistema so na podlagi podatkov, ki so bili na voljo do 20. novembra 2009, pripravili projekcije makroekonomskih gibanj za euroobmočje.<sup>1</sup> V skladu s predvidevanji, da bo gospodarstvo po vsem svetu okrevalo počasi, je v projekcijah napovedano, da se bo povprečna letna rast realnega BDP v letu 2009 gibala med -4,1% in -3,9%, se v letu 2010 povečala na 0,1% do 1,5%, v letu 2011 pa na 0,2% do 2,2%. Inflacija bo v obdobju projekcij predvidoma ostala zmerna, saj bo njeno rast zaviral precejšen obseg neizkoriščenih zmogljivosti v euroobmočju. Povprečna stopnja skupne inflacije po HIPC bo v letu 2009 predvidoma znašala približno 0,3%, v letu 2010 naj bi se povečala na 0,9% do 1,7%, v letu 2011 pa na 0,8% do 2,0%.

### Okvir A

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

Tehnične predpostavke o obrestnih merah za energente in primarne surovine brez energentov temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 12. novembra 2009.<sup>1</sup> 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. Metodologija kaže na skupno povprečno raven kratkoročnih obrestnih mer v višini 1,2% v letih 2009 in 2010. Zatem se bodo leta 2011 predvidoma zvišale na 2,4%. Tržna pričakovanja glede nominalnih stopenj donosa 10-letnih državnih obveznic euroobmočja kažejo na povprečno raven v višini 4,0% v letu 2009, ki se bo v letu 2010 nekoliko povečala na 4,1% in v letu 2011 na 4,6%. Osnovne projekcije upoštevajo nedavno izboljšanje pogojev financiranja in vključujejo predpostavko, da se bo razpon bančnih obrestnih mer za posojila glede na zgornje obrestne mere v obdobju projekcij nekoliko zožil. Podobno naj bi se kreditni pogoji v tem obdobju postopno znižali. V zvezi s primarnimi surovinami pa na podlagi gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju, ki se je končalo na presečni dan, predpostavljamo, da bo povprečna cena nafte v letu 2009 znašala 62,2 USD za sod, v letu 2010 81,4 USD za sod in v letu 2011 85,9 USD za sod. Cene drugih primarnih surovin razen energentov so se po ocenah občutno znižale, in sicer za 22,3% v letu 2009, po predpostavkah pa se bodo v letu 2010 povečale za 24,7%, temu pa bo v letu 2011 sledilo skromno zvišanje za 4,0%.

Dvostranski devizni tečaji bodo po predpostavkah ostali v obdobju projekcij nespremenjeni na povprečni ravni, ki je prevladovala v 2-tedenskem obdobju s koncem na presečni datum. To pomeni, da bo devizni tečaj med eurom in ameriškim dolarjem (EUR/USD) v letu 2009 na ravni 1,39 in v letih 2010 in 2011 na ravni 1,49, efektivni tečaj eura pa bo v letu 2009 v povprečju višji za 0,8% in še za 2,2% v letu 2010.

Predpostavke o fiskalnih politikah temeljijo na proračunskih načrtih posameznih držav članic euroobmočja, ki so bili objavljeni 20. novembra 2009. Vključujejo vse tiste ukrepe politik, ki so jih nacionalni parlamenti že odobrili oziroma so že bili podrobno opredeljeni s strani vlade in bodo verjetno tudi sprejeti.

<sup>1</sup> Predpostavke o cenah nafte in hrane temeljijo na terminskih cenah do konca leta 2011. Pri cenah drugih surovin predpostavljamo, da bodo sledile terminskim cenam do konca leta 2010, potem pa naj bi se gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

<sup>1</sup> Projekcije Eurosistema skupaj pripravljajo strokovnjaki ECB in nacionalnih centralnih bank euroobmočja. Dvakrat letno se uporabijo kot eno od izhodišč za oceno Sveta ECB o gospodarskih gibanjih in tveganjih za stabilnost cen. Dodatne informacije o uporabljenih postopkih in tehnikah so na voljo v dokumentu *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ECB, junij 2001, ki je dostopen na spletni strani ECB. Zaradi negotovosti, s katero so povezane projekcije, je vrednost posamezne spremenljivke izražena v razponih. Ti temeljijo na razlikah med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razpona je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Uporabljena metoda, ki vključuje korekcije za izjemne primere, je utemeljena v dokumentu „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“, ECB, December 2009, ki je dostopen tudi na spletni strani ECB.

## MEDNARODNO OKOLJE

Svetovni gospodarski obeti še naprej kažejo znake izboljšanja, do obrata v smeri okrevanja pa je prišlo v drugem četrtletju leta 2009. V bližnji prihodnosti bo okrevanje po pričakovanih potekalo neenakomerno, saj ga poganjajo predvsem učinki denarnih in javnofinančnih spodbud, oživitve trgovine in cikla zalog. Medtem ko imajo nekateri dejavniki le začasen vpliv, se pričakuje, da bo postopno izboljševanje pogojev financiranja zagotovilo trajnejšo podporo predvidenemu svetovnemu okrevanju. Na splošno je pričakovati, da bo svetovna gospodarska rast v celotnem obdobju projekcij ostala pod preteklimi trendi, saj še posebej razvita gospodarstva zaradi vztrajnega vpliva krize okrevajo počasi. Realni svetovni BDP zunaj euroobmočja se je po ocenah v letu 2009 v povprečju zmanjšal za 0,6%, vendar se bo v letu 2010 predvidoma povečal za 3,5% in v letu 2011 za 3,9%. Rast izvoznih trgov euroobmočja se je po ocenah v letu 2009 zmanjšala še bolj, in sicer na -12,2%, predvidoma pa se bo v letu 2010 okrepila na 4,2% in v letu 2011 na 4,7%.

## PROJEKCIJE RASTI REALNEGA BDP

Rast realnega BDP v euroobmočju se je v tretjem četrtletju letos vrnila v pozitivno območje, saj se je realni BDP povečal prvič od prvega četrtletja lani. Razpoložljivi podatki kažejo, da bi rast lahko spodbudilo več dejavnikov, na primer paketi javnofinančnih spodbud, cikel zalog in pospešitev trgovine. Ko se bodo ti deloma začasni dejavniki v začetku leta 2010 obrnili, se bo rast BDP predvidoma spet umirila. V celotnem obdobju projekcij do leta 2011 bosta gospodarsko dejavnost po projekcijah postopoma podprla izvoz in močnejše domače povpraševanje. Okrevanje v obdobju projekcij podpirajo zapoznjeni učinki ukrepov denarne politike in velikih prizadevanj za obnovo delovanja finančnega sistema. Po pričakovanih bo rast ostala šibkejša kot pred recesijo, ker morajo različni sektorji popraviti svoje bilance stanja in je potrošnja oslABLJENA zaradi slabih obetov na trgu dela. Potem ko se je rast realnega BDP leta 2008 na letni ravni povečala za 0,5%, se bo po projekcijah v letu 2009 gibala med -4,1% in -3,9%, v letu 2010 se bo povzpela na 0,1% do 1,5%, v letu 2011 pa na 0,2% do 2,2%.

Kot kaže podrobnejši pregled, se bodo med domačimi komponentami BDP skupne investicije do začetka leta 2011 predvidoma zmanjševale, vendar vse počasneje. Zasebne nestanovanjske naložbe bodo po predvidevanjih omejene zaradi nizke izkoriščenosti zmogljivosti, šibkega povpraševanja, velike negotovosti in umirjenih dobičkov. Stanovanjske naložbe bodo po projekcijah oslABLJENE zaradi še vedno potekajočih prilagoditev na stanovanjskem trgu v nekaterih državah. V skladu z javnofinančnimi paketi, ki so bili napovedani v več državah euroobmočja, se predpostavlja, da se bodo realne državne investicije v letih 2009 in 2010 močno povečale, naslednje leto pa naj bi se zmanjšale.

Zasebna potrošnja bo po pričakovanih prav tako naraščala počasi. Realni dohodki od dela bodo po projekcijah upadali v skoraj celotnem obdobju projekcij, čeprav je pričakovati, da bodo realne dohodke podpirali zmerna rast plač, nizka inflacija in transferji države. Poleg tega bo večje previdnostno varčevanje, zabeleženo v letu 2009 – ob gospodarski negotovosti, vse večji brezposelnosti in umirjanju cen stanovanj – v obdobju projekcij odpravljeno le do določene mere.

**Tabela 1 Makroekonomske projekcije za euroobmočje**

(povprečne medletne spremembe v odstotkih)<sup>1), 2)</sup>

|                                      | 2008 | 2009          | 2010        | 2011       |
|--------------------------------------|------|---------------|-------------|------------|
| HICP                                 | 3,3  | 0,3 – 0,3     | 0,9 – 1,7   | 0,8 – 2,0  |
| Realni BDP                           | 0,5  | -4,1 – -3,9   | 0,1 – 1,5   | 0,2 – 2,2  |
| Zasebna potrošnja                    | 0,4  | -1,2 – -1,0   | -0,2 – 0,8  | 0,2 – 1,8  |
| Državna potrošnja                    | 2,0  | 2,2 – 3,0     | 0,5 – 1,7   | 0,4 – 1,8  |
| Bruto investicije v osnovna sredstva | -0,6 | -11,3 – -10,5 | -3,1 – -0,1 | -1,7 – 2,3 |
| Izvoz (blago in storitve)            | 0,8  | -14,5 – -12,5 | 0,6 – 5,6   | 0,7 – 6,5  |
| Uvoz (blago in storitve)             | 0,9  | -12,6 – -11,0 | 0,4 – 4,6   | 0,8 – 5,4  |

1) Projekcije realnega BDP in njegovih komponent temeljijo na podatkih, ki so prilagojeni za število delovnih dni. Projekcije izvoza in uvoza vključujejo tudi trgovinsko menjavo znotraj euroobmočja.

2) Podatki vključujejo Slovaško že v letu 2008, razen v zvezi s HICP, kjer Slovaško vključujejo šele od leta 2009. Povprečne medletne spremembe v odstotkih za leto 2009 temeljijo na sestavi euroobmočja, ki Slovaško vključuje že v letu 2008.

Izvoz euroobmočja se je po močnem zmanjšanju ob prelomu leta začel sredi leta 2009 krepiti. Napovedano je njegovo postopno okrevanje, ki ga bo podpirala rast tujega povpraševanja, čeprav je pričakovati, da bo cenovna konkurenčnost na izvoz vplivala nekoliko negativno. Uvoz euroobmočja se je v letu 2009 močno zmanjšal, vendar naj bi po projekcijah v prihodnjih dveh letih okreval, ko se bo začelo povečevati končno povpraševanje. Ker se bo po projekcijah v letu 2009 izvoz zmanjšal še bolj kot uvoz, neto menjava s tujino močno prispeva k zmanjšanju BDP v letu 2009. Od leta 2010 bo prispevek neto trgovinske menjave po pričakovanjih rahlo pozitiven.

V skladu z zapoznelimi prilagoditvami strmemu upadu gospodarske rasti, zabeleženimi do sredine leta 2009, in napovedano šibko gospodarsko aktivnostjo se bo skupno število opravljenih delovnih ur v euroobmočju do leta 2011 predvidoma zmanjševalo. Medtem ko bo v začetku ta upad predvsem posledica zmanjševanja števila opravljenih ur na zaposlenega, se pričakuje, da bo kasneje k temu vse bolj prispevalo manjše število zaposlenih. Povpraševanje po delovni sili bo po projekcijah prav tako zavirala togost plač navzdol, ki je značilna za obdobja strmega upada gospodarske aktivnosti. V skladu z zmanjševanjem zaposlenosti se bo stopnja brezposelnosti v obdobju projekcij predvidoma povečala.

Pričakovati je, da bo kriza v obdobju projekcij zavirala potencialno rast. Upad potencialne rasti odraža neizogiben porast strukturne brezposelnosti, nižji delež aktivnega prebivalstva in velik upad naložb, kar bo negativno vplivalo na stanje osnovnih sredstev. Obseg teh učinkov pa je zelo negotov in projekcije potencialne rasti ter njej skladne proizvodne vrzeli so negotove še celo bolj kot navadno. Ne glede na to je pričakovati, da bo ocenjena proizvodna vrzel v obdobju projekcij ostala občutno negativna.<sup>2</sup>

## PROJEKCIJE CEN IN STROŠKOV

Medletna inflacija po HICP, ki je v tretjem četrtletju 2009 padla na -0,4%, se bo v četrtem četrtletju 2009 predvidoma vrnila v pozitivno območje. Takšno gibanje je predvsem rezultat močnih baznih učinkov, ki izvirajo iz padca cen primarnih surovin v preteklosti. Zatem bo inflacija predvidoma ostala umirjena, saj jo bo zaviral precejšen obseg neizkoriščenih zmogljivosti, ki obstajajo v euroobmočju. Povprečna medletna stopnja inflacije bo v letu 2009 po ocenah znašala približno 0,3% in naj bi se v letu 2010 po projekcijah povečala na 0,9% do 1,7%, v letu 2011 pa na 0,8% do 2,0%. Medletna stopnja rasti indeksa HICP brez energentov se bo zaradi slabitve skupnega povpraševanja do leta 2010 predvidoma zmanjševala, v letu 2011 pa bo ostala zmerna.

<sup>2</sup> Glej okvir z naslovom „Potential output estimates for the euro area“, Monthly Bulletin, julij 2009.

Kot kaže podrobnejši pregled, je pričakovati, da se bo zmanjšanje cenovnih pritiskov iz zunanega okolja, zabeleženo v letu 2009, v bližnji prihodnosti obrnilo, kar je predvsem posledica predpostavljene gibanja cen primarnih surovin, deloma pa tudi zvišanih cen konkurentov. Kar zadeva domače cenovne pritiske, so se pritiski na rast plač v letu 2009 močno zmanjšali, k čemur je prispevalo poslabševanje pogojev na trgu dela in zniževanje inflacije. V prihodnjem obdobju bo rast plač po projekcijah ostala zmerna. Kljub temu se je medletna rast stroškov dela na enoto proizvoda v letu 2009 močno povečala, k čemur sta največ prispevala padec produktivnosti in dejstvo, da so se plače le počasi odzvale na upad gospodarske aktivnosti. Ker bi v skladu s cikličnim izboljšanjem produktivnost morala doživeti odboj, se bodo stroški dela na enoto proizvoda v letu 2010 predvidoma zmanjšali, v letu 2011 pa naj bi se le zmerno povečali. Medtem ko je v letu 2009 strmo povečanje stroškov dela na enoto proizvoda večinoma absorbirala stopnja dobičkonosnosti, se pričakuje, da se bo kasneje v obdobju projekcij ta spet povečala, saj bodo podjetja skušala nadoknaditi del preteklega upada, ko se bo aktivnost postopno okrepila.

## PRIMERJAVA S PROJEKCIJAMI IZ SEPTEMBRA 2009

Napovedani razpon rasti realnega BDP za leto 2009 se je v primerjavi z napovedjo iz letošnje septembrske izdaje Mesečnega biltena nekoliko zožil, razpon za leto 2010 pa je bil popravljen navzgor. To deloma odraža prenos iz popravkov za konec leta 2009.

Na področju inflacije po HICP so podatki za leto 2009 v okviru razpona, objavljenega septembra 2009, medtem ko je razpon za leto 2010 zdaj nekoliko višji.

**Tabela 2 Primerjava s septembrskimi projekcijami**

(povprečne medletne spremembe v odstotkih)

|                             | 2009        | 2010       |
|-----------------------------|-------------|------------|
| Realni BDP – september 2009 | -4,4 – -3,8 | -0,5 – 0,9 |
| Realni BDP – december 2009  | -4,1 – -3,9 | 0,1 – 1,5  |
| HICP – september 2009       | 0,2 – 0,6   | 0,8 – 1,6  |
| HICP – december 2009        | 0,3 – 0,3   | 0,9 – 1,7  |

## Okvir B

### NAPOVEDI DRUGIH INSTITUCIJ

Številne napovedi za euroobmočje pripravljajo tudi druge mednarodne organizacije in zasebne institucije. Te napovedi niso povsem primerljive niti med seboj niti z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema, saj so bile dokončane v različnih časovnih obdobjih. Poleg tega uporabljajo različne metode (ki včasih niso v celoti razložene) za izpeljavo predpostavk o fiskalnih, finančnih in zunanjih spremenljivkah, vključno s cenami nafte in drugih surovin. Razlikujejo se tudi glede metod prilagoditve za število delovnih dni (glej spodnjo tabelo).

Trenutno dosegljive napovedi drugih institucij predvidevajo, da se bo realna rast BDP v euroobmočju v letu 2009 skrčila za 3,8% do 4,2%. Zatem bo rast BDP po pričakovanjih pozitivna in naj bi se v letu 2010 se gibala med 0,3% in 1,2%, v letu 2011 pa med 1,3% in 1,7%. Vse te napovedi so na splošno skladne z razponi projekcij strokovnjakov Eurosistema.

Kar zadeva inflacijo, dosegljive napovedi drugih institucij predvidevajo, da se bo povprečna medletna inflacija po HICP v letu 2009 gibala med 0,2% in 0,3%, v letu 2010 med 0,8% in 1,2% in v letu 2011 med 0,7% in 1,6%. Te napovedi za inflacijo so na splošno skladne z razponi projekcij strokovnjakov Eurosistema.

## Primerjava napovedi rasti realnega BDP in inflacije po HICP za euroobmočje

(povprečne medletne spremembe v odstotkih)

|   | Datum objave  | Rast BDP    |           |           | Inflacija po HICP |           |           |
|---|---------------|-------------|-----------|-----------|-------------------|-----------|-----------|
|   |               | 2009        | 2010      | 2011      | 2009              | 2010      | 2011      |
| MDS   | oktober 2009  | -4,2        | 0,3       | 1,3       | 0,3               | 0,8       | 0,8       |
| Survey of Professional Forecasters                  | oktober 2009  | -3,9        | 1,0       | 1,6       | 0,3               | 1,2       | 1,6       |
| Evropska komisija                                   | november 2009 | -4,0        | 0,7       | 1,5       | 0,3               | 1,1       | 1,5       |
| Consensus Economics Forecasts                       | november 2009 | -3,8        | 1,2       | 1,5       | 0,3               | 1,1       | 1,5       |
| OECD  | november 2009 | -4,0        | 0,9       | 1,7       | 0,2               | 0,9       | 0,7       |
| Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema | december 2009 | -4,1 – -3,9 | 0,1 – 1,5 | 0,2 – 2,2 | 0,3 – 0,3         | 0,9 – 1,7 | 0,8 – 2,0 |

Viri: European Commission Economic Forecasts (jesen 2009); MDS World Economic Outlook (oktober 2009); OECD preliminary Economic Outlook (november 2009); Consensus Economics Forecasts in ECB's Survey of Professional Forecasters.

Opomba: makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema 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, 2009

Naslov: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt na Majni, Nemčija  
 Poštni naslov: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, 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 ob navedbi vira.