



Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje¹

Gospodarska konjunktura v euroobmočju bo po projekcijah ostala močna, saj bo stopnja rasti predvidoma nad potencialno rastjo. Realna rast BDP se bo zaradi postopnega popuščanja nekaterih spodbujevalnih dejavnikov upočasnila z 2,5% v letu 2017 na 1,7% v letu 2020.² Inflacija, merjena z indeksom HICP, se bo v letu 2020 po pričakovanjih okrepila na 1,7%, in sicer zaradi postopnega zviševanja osnovne inflacije, ki bo posledica vse bolj izrazitih omejitev proizvodnih zmogljivosti.

1 Realno gospodarstvo

Zelo ugodna gibanja kazalnikov napovedujejo nadaljnjo hitro realno rast BDP v kratkoročnem obdobju. Po najnovejši objavi Eurostata se je realni BDP v zadnjem četrtletju 2017 povečal za 0,6%, kar je bila posledica pozitivnega prispevka domačega povpraševanja – zlasti naložb v osnovna sredstva – in neto menjave s tujino. Razmere na trgu dela so se še naprej izboljševale, tako da je stopnja brezposelnosti v januarju 2018 upadla na 8,6%, kar je najnižja raven po koncu leta 2008. Realna rast BDP bo v prvi polovici leta 2018 po projekcijah ostala robustna, kar nakazuje zelo povišana raven zaupanja podjetij in potrošnikov.

Gospodarski temelji za nadaljnjo rast ostajajo v srednjeročnem obdobju trdni. Domače povpraševanje bodo še naprej spodbujali številni ugodni dejavniki. Prenos zelo spodbujevalno naravnane denarne politike ECB v gospodarstvo se nadaljuje. Rast posojil zasebnemu sektorju se zaradi nizkih obrestnih mer in ugodnih posojilnih pogojev bank še naprej povečuje. Živahno rast zasebne potrošnje bodo poganjale tudi zmanjšane potrebe po razdolževanju. Na rast zasebne potrošnje in stanovanjskih naložb bi morala ugodno vplivati tudi nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela in zviševanje neto premoženja gospodinjstev. Obenem bodo podjetniške naložbe še naprej okrevale, saj se zaradi naraščajočega povpraševanja povečujejo profitne marže. Izvoz euroobmočja bo predvidoma ostal močan, saj ga bosta še

¹ Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB se uporabljajo kot eno od izhodišč za oceno Sveta ECB o gospodarskih gibanjih in tveganjih za stabilnost cen. Projekcij, ki jih pripravljajo strokovnjaki ECB ali Eurosistema, ne potrjuje Svet ECB niti ne odražajo nujno pogledov Sveta ECB na gospodarske obete v euroobmočju. Informacije o uporabljenih postopkih in tehnikah so na voljo v dokumentu »A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises«, ECB, julij 2016, ki je objavljen na spletnem mestu ECB. Presečni datum za tehnične predpostavke, kot so cene nafte in devizni tečajji, je 13. februar 2018 (glej okvir 1). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 19. februar 2018.

Tokratne makroekonomske projekcije zajemajo obdobje 2018–2020. Projekcije za tako dolg časovni razpon so povezane z zelo veliko negotovostjo, kar je treba upoštevati tudi pri njihovi interpretaciji. Glej članek z naslovom »An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections«, *Monthly Bulletin*, ECB, maj 2013.

Uporabnikom dostopna različica podatkov, na katerih temeljijo izbrane tabele in grafi, je objavljena na naslovu <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

² Številke so prilagojene za število delovnih dni.

naprej poganjala sedanje okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti in posledična rast zunanjenja povpraševanja v euroobmočju.

Tabela 1
Makroekonomske projekcije za euroobmočje¹⁾

(medletne spremembe v odstotkih)

	Marec 2018				December 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Realni BDP	2,5	2,4	1,9	1,7	2,4	2,3	1,9	1,7
		[2,1–2,7] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[2,3–2,5] ²⁾	[1,7–2,9] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Zasebna potrošnja	1,9	1,7	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,5
Državna potrošnja	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Bruto investicije v osnovna sredstva	3,7	4,4	3,4	2,8	4,4	4,3	3,4	2,9
Izvoz ³⁾	5,2	5,3	4,1	3,8	5,0	5,1	4,1	3,7
Uvoz ³⁾	4,6	5,1	4,5	4,0	5,1	5,2	4,4	3,9
Zaposlenost	1,7	1,4	1,1	0,8	1,7	1,3	1,0	0,8
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	9,1	8,3	7,7	7,2	9,1	8,4	7,8	7,3
HICP	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
		[1,1–1,7] ²⁾	[0,6–2,2] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾	[1,5–1,5] ²⁾	[0,9–1,9] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾
HICP brez energentov	1,2	1,2	1,6	1,9	1,2	1,3	1,6	1,9
HICP brez energentov in hrane	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
Stroški dela na enoto proizvoda	0,8	1,1	1,2	1,8	0,9	1,2	1,1	1,8
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,6	2,2	2,0	2,7	1,7	2,1	1,9	2,7
Produktivnost dela	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) ⁵⁾	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	86,7	84,4	82,1	79,7	87,0	85,1	83,1	80,7
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	3,7	4,2	4,3	4,5	3,1	2,9	2,7	2,8

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

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

3) Vključuje trgovinsko menjavo znotraj euroobmočja.

4) Ta podindeks temelji na ocenah dejanskega vpliva posrednih davkov. Lahko se razlikuje od Eurostatovih podatkov, ki predpostavljajo popoln in takojšen prenos davčnih sprememb v HICP.

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

Vseeno se bo realna rast BDP do konca opazovanega obdobja po projekcijah nekoliko upočasnila, saj bodo številni spodbujevalni dejavniki postopno izginjali. Vpliv preteklih ukrepov denarne politike bo tekom obdobja projekcij po pričakovanjih postopno popuščal. Dinamiko zasebne potrošnje bi lahko zavirala povečan obseg previdnostnih prihrankov in upočasnjena rast zaposlenosti, ki je delno posledica vse izrazitejšega pomanjkanja delovne sile v nekaterih državah. Rast izvoza bosta verjetno zavirali močna apreciacija eura od aprila 2017 naprej in upočasnitev rasti zunanje povpraševanja v euroobmočju.

Rast realnega razpoložljivega dohodka bo ostala trdna. Pričakovati je, da bo prispevek bruto plač k nominalni rasti razpoložljivega dohodka v času projekcij ostal večinoma nespremenjen, saj močnejša nominalna rast plač izravnava upočasnjeno rast zaposlenosti. Rast drugih osebnih dohodkov se bo zaradi pozitivnega gibanja dobička in dohodkov od lastnine po pričakovanjih okrepila. Rast realnega razpoložljivega dohodka bo v letih 2018 in 2019 predvidoma pridobila zagon, nato pa bo v letu 2020 oslabela, saj se bo takrat okrepila rast cen življenjskih potrebščin.

Rast zasebne potrošnje bo še naprej ugodna. Na robustno rast potrošnje v naslednjih nekaj četrletjih kažejo zelo visoka raven zaupanja potrošnikov, pričakovano nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela in rast realnih plač na zaposlenega. A v srednjeročnem obdobju je pričakovati, da bo rast zasebne potrošnje vseeno nekoliko zaostajala za rastjo realnega razpoložljivega dohodka, saj bodo gospodinjstva svoj dohodek verjetno vse bolj usmerjala v prihranke.

Rast zasebne potrošnje naj bi spodbujali tudi ugodni posojilni pogoji bank, k čemur prispevajo ukrepi denarne politike ECB, in doseženi napredek pri razdolževanju. Čeprav nizke obrestne mere vplivajo tako na obrestne prihodke gospodinjstev kot tudi na njihova plačila obresti, se viri načeloma vseeno prerazporejajo od neto varčevalcev k neto posojilojemalcem. Ker imajo slednji navadno višjo mejno nagnjenost k trošenju, bi morale to prerazporejanje spodbujati skupno zasebno potrošnjo. Potrošnjo bosta poleg tega spodbujala tudi vse višje neto premoženje gospodinjstev in napredek, dosežen pri razdolževanju.

Stopnja varčevanja gospodinjstev se bo v obdobju projekcij po pričakovanjih postopno zviševala z zgodovinsko nizke ravni. Stopnja varčevanja se je v zadnjem času znižala, kar gre pripisati predvsem izboljššanemu ekonomskemu in finančnemu stanju gospodinjstev ter vplivu, ki ga imajo nizke obrestne mere na nagnjenost gospodinjstev k varčevanju. Stopnja varčevanja naj bi se v obdobju projekcij zviševala, in sicer tako zaradi pričakovanega ponovnega povečanega obsega previdnostnih prihrankov v razmerah upočasnjene ciklične konjunktore kot tudi zaradi povečanega prispevka rasti dohodka iz premoženja in kapitala. Pričakovati je tudi, da bodo gospodinjstva v nekaterih državah zviševala stopnjo varčevanja zaradi znižanih neposrednih davkov.

Okvir 1

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

Tehnične predpostavke glede na lanske decembrske projekcije zajemajo močnejši tečaj eura, zlasti glede na ameriški dolar, višje cene nafte in višje obrestne mere. Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 13. februarja 2018. Kratkoročne obrestne mere se merijo s 3-mesečno obrestno mero EURIBOR, tržna pričakovanja pa so izpeljana iz obrestnih mer terminskih pogodb. S to metodologijo dobimo povprečno raven kratkoročnih obrestnih mer v višini $-0,3\%$ v letu 2018, $-0,1\%$ v letu 2019 in $0,4\%$ v letu 2020. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju kažejo na povprečno raven v višini $1,3\%$ v letu 2018, $1,6\%$ v letu 2019 in $1,9\%$ v letu 2020.³ V primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami so bila tržna pričakovanja o kratkoročnih obrestnih merah za leto 2019 popravljena navzgor za 10 bazičnih točk, za leto 2020 pa za 30 bazičnih točk, medtem ko so bila pričakovanja o dolgoročnih obrestnih merah za celotno obdobje projekcij popravljena navzgor za okrog 20 bazičnih točk.

Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi povprečnih gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (13. februar 2018) predpostavlja, da se bo cena surove nafte Brent, ki je leta 2017 znašala 54,4 USD za sod, v letu 2018 zvišala na 65,0 USD, zatem pa naj bi v letu 2019 upadla na 61,2 USD in v letu 2020 na 58,3 USD za sod. Ta dinamika kaže, da bodo dolarske cene nafte v primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami v letu 2018 višje za $5,5\%$, v letu 2019 za $3,8\%$ ter v letu 2020 za $1,7\%$. Za dolarske cene primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da se bodo v nadaljevanju leta 2018 še precej zvišale, nato pa v naslednjih letih rasle nekoliko zmerneje.⁴

Predpostavka za dvostranske devizne tečaje je, da bodo v obdobju projekcij ostali nespremenjeni na povprečni ravni, ki je bila zabeležena v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (13. februar 2018). To pomeni, da bo povprečni devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom v letu 2018 na ravni 1,23 USD za euro, v letih 2019–2020 pa 1,24 USD za euro (v lanskimi decembrskimi projekcijah 1,17 USD za euro). Efektivni tečaj eura (v razmerju do valut 38 trgovinskih partneric) je $1,6\%$ nad lansko decembrsko projekcijo.

³ Predpostavka o nominalni donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju temelji na tehtanem povprečju donosnosti 10-letnih referenčnih obveznic posameznih držav, tehtanim z letnim BDP ter dopoljenim s prihodnjim gibanjem donosnosti, kot izhaja iz 10-letne nominalne donosnosti vseh obveznic v euroobmočju, ki jo izračunava ECB, pri čemer se začetno razhajanje med obema serijama v obdobju projekcij ohranja konstantno. Predpostavlja se, da bodo razmiki med donosnostjo državnih obveznic posameznih držav in povprečjem za euroobmočje v obdobju projekcij konstantni.

⁴ Predpostavke o cenah nafte in prehranskih 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 2019, potem pa naj bi se gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

Tehnične predpostavke

	Marec 2018				December 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	1,0	1,3	1,6	1,9	1,1	1,1	1,4	1,7
Cene nafte (v USD/sod)	54,4	65,0	61,2	58,3	54,3	61,6	58,9	57,3
Cene primarnih surovin razen energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	7,9	7,4	3,2	4,5	7,9	3,3	3,4	4,3
Devizni tečaj USD/EUR	1,13	1,23	1,24	1,24	1,13	1,17	1,17	1,17
Nominalni efektivni devizni tečaj eura (EDT-38) (medletne spremembe v odstotkih)	2,2	4,5	0,1	0,0	2,2	2,8	0,0	0,0

Okrevanje stanovanjskih naložb se bo predvidoma nadaljevalo. Stanovanjske naložbe so se v zadnjih četrletjih močno okrepile, kar je posledica ugodnih pogojev financiranja in okrepljene rasti dohodkov, povezane s sedanjim ustvarjanjem delovnih mest. Poleg tega se je popravek navzdol na stanovanjskih trgih v več državah euroobmočja očitno zaključil. Kot kažejo ankete, gospodinjstva za naslednji dve leti načrtujejo vse več nakupov oziroma gradenj pa tudi obnov domov. Čeprav so bistveni pogoji za nadaljnje okrevanje stanovanjskih naložb do konca obdobja projekcij izpolnjeni, je vseeno pričakovati, da bodo izgubile nekaj zagona, saj je stanovanjski cikel v zreli fazi, učinki javnofinančnih spodbud v nekaterih državah popuščajo, demografski trendi pa so neugodni.

Podjetniške naložbe naj bi v celotnem obdobju projekcij še naprej okrevale, čeprav vse počasneje. Okrevanje bo po pričakovanjih še naprej spodbujalo več dejavnikov: zaupanje podjetij ostaja zelo močno zaradi zelo ugodnih pričakovanj o proizvodnji in zaradi velikega obsega novih naročil; izkoriščenost zmogljivosti se še naprej hitro povečuje in se približuje najvišji predkrizni ravni; pogoji financiranja bodo v obdobju projekcij predvidoma ostali zelo ugodni; predvidoma se bo okrepila tudi rast profitnih marž, pri čemer je sektor nefinančnih družb že zdaj dobro založen z denarjem. Zaradi močnega okrevanja delniških tečajev v zadnjih letih (kljub zmernemu popravku) in zaradi razmeroma nizke rasti dolžniškega financiranja se je tudi količnik finančnega vzvoda (razmerje med zadolženostjo in skupnimi sredstvi) v sektorju nefinančnih družb približal zgodovinsko najnižji ravni. Konsolidirana bruto zadolženost (razmerje med zadolženostjo in dohodkom) pa se je znižala dosti manj in je zdaj na predkrizni ravni. Postopno upadanje zagona pri podjetniških naložbah v opazovanem obdobju kaže tudi na splošno zmanjševanje domačega in tujega povpraševanja.

Okvir 2

Mednarodno okolje

Rast svetovnega gospodarstva se je v drugi polovici leta 2017 okrepila, rast aktivnosti in trgovinske menjave pa se je razširila še na dodatne države in regije. Podatki in anketni kazalniki za bližnjo prihodnost kažejo vztrajno rast, svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI, brez euroobmočja) pa so blizu dolgoletnega povprečja. Svetovni pogoji financiranja ostajajo ugodni

kljub temu, da so se obrestne mere na svetovni ravni v začetku leta 2018 začele zviševati. Ko so se dolgoročne obrestne mere v ZDA februarja zvišale, so svetovni trgi lastniškega kapitala strmo upadli, povečala pa se je tudi volatilitnost. V prihodnjem obdobju bo svetovna gospodarska aktivnost po pričakovanjih ostala v glavnem stabilna, a nižja od predkrizne potencialne rasti. V razvitih gospodarstvih se obeta močna rast, pri čemer bodo aktivnost v bližnji prihodnosti spodbujale nedavne davčne reforme v ZDA. Za tem je pričakovati, da se bo gospodarska rast rahlo upočasnila, saj bo okrevanje prešlo v zrelo fazo, proizvodna vrzel pa bo postopoma postala pozitivna. V nastajajočih tržnih gospodarstvih obete podpirata okrevanje v državah izvoznicah surovin, še zlasti v Braziliji in Rusiji, ter vztrajna rast v Indiji in na Kitajskem. Svetovna gospodarska aktivnost (brez euroobmočja) se bo v letu 2018 predvidoma povečala za 4,1% in se nato v letu 2020 zmeroma upočasnila na 3,7%. V primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami je rast svetovnega BDP v letih 2017–2019 popravljena navzgor, kar je v prvi vrsti posledica ugodnega učinka ameriškega javnofinančnega svežnja.

Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Marec 2018				December 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,8	4,1	3,9	3,7	3,7	3,9	3,8	3,7
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) ¹⁾	5,6	4,9	4,5	3,9	5,6	4,5	4,2	3,7
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja ²⁾	5,5	4,7	4,1	3,6	5,5	4,4	3,8	3,5

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

Po izjemno močni rasti v prvem polletju 2017 je pričakovati, da bo svetovna trgovinska menjava v prihodnjih četrletjih ostala robustna, kar se sklada tudi z ugodnimi gibanji svetovnih trgovinskih kazalnikov. V srednjeročnem obdobju se bo trgovinska menjava predvidoma gibala skladno z obeti za svetovno aktivnost (zasidrano pri elastičnosti trgovinske menjave na svetovno rast BDP približno pri vrednosti 1). Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo po pričakovanjih v letu 2017 povečalo za 5,5%, v letu 2018 za 4,7%, v letu 2019 za 4,1% in v letu 2020 za 3,6%. V primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami je bilo zunanje povpraševanje v euroobmočju popravljeno navzgor, kar je predvsem posledica pozitivnega učinka ameriške davčne reforme, ki naj bi spodbudila uvozno povpraševanje v ZDA.

Okvir 3

Dejavniki, ki vplivajo na obete za svetovno trgovinsko menjavo

Svetovna trgovinska menjava je v zadnjih 18 mesecih po daljšem obdobju šibke rasti oživila. Svetovni uvoz se je v letu 2017 povečal za 5,5%, kar je precej nad povprečjem obdobja 2012–2016. Rast svetovnega uvoza je presegla celo rast svetovne gospodarske aktivnosti, kar kaže na povečano dohodkovno elastičnost svetovne trgovinske menjave. Medtem ko se zdi, da je nedavna krepitev svetovne trgovinske menjave deloma posledica nekaterih specifičnih enkratnih dejavnikov, zlasti skokovitega porasta trgovinske menjave v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih v Aziji, in volatilitnosti, značilne za podatke o svetovni trgovinski menjavi, pa je okrevanje svetovne trgovinske menjave v zadnjem letu bolj enakomerno zastopano po več regijah.

Tako so povečanje uvoza v letu 2017 glede na povprečje preteklih petih let zabeležili v vseh razen v petih od največjih 32 svetovnih gospodarstev.

K oživitvi trgovinske menjave je prispevalo ciklično okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti in še posebej investicij. Svetovna gospodarska aktivnost je po nezadovoljivih rezultatih v zadnjih nekaj letih pokazala znake cikličnega okrevanja. Še bolj pomembno za svetovno trgovinsko menjavo je, da so investicije, ki pomenijo razmeroma uvozno intenzivno sestavino povpraševanja, na začetku leta 2016 dosegle zelo nizko raven (ki ustreza najnižji točki v rasti svetovne trgovinske menjave), v zadnjih četrletjih pa so spet precej porasle in dosegle raven, ki je blizu predkriznega povprečja. Okrevanje aktivnosti in investicij je posledica več dejavnikov: politike v visoko razvitih gospodarstvih so vse bolj spodbujevalne, javnofinančne omejitve popuščajo, denarna politika pa je še naprej zelo spodbujevalno naravnana. Svoj delež so prispevali tudi ugodni pogoji financiranja in trdno zaupanje. Poleg tega so stabilne oziroma rastoče cene primarnih surovin pospeševale investicije v državah izvoznicah surovin, ki so v preteklosti zaradi izrazitega poslabšanja pogojev menjave po letu 2014 nenadoma upadle.

Vlogo investicij kot gonila nedavne dinamike trgovinske menjave podpirajo modeli uvoznega povpraševanja za posamezne države. Ocene na podlagi standardnih modelov uvoznega povpraševanja za 19 držav, ki predstavljajo 75% svetovnega uvoza, potrjujejo ugotovitev, da je okrevanje deloma posledica rastočega svetovnega investicijskega povpraševanja. Druga razlaga za nedavno krepko rast trgovinske menjave, ki jo ravno tako nakazujejo modeli, pravi, da je dohodkovna elastičnost svetovne trgovinske menjave zelo prociklična, zato v časih konjunktore, ko aktivnost raste hitreje od trendne ravni, raste tudi dohodkovna elastičnost svetovne trgovinske menjave. Ta razlaga se ujema tudi s preteklimi izkušnjami: ko si je svetovna gospodarska aktivnost opomogla od šibke ravni v letih 2015 in 2016, je začela svetovna trgovinska menjava rasti še hitreje, tj. dohodkovna elastičnost svetovne trgovinske menjave je oživela.

Pričakovati je, da bodo ugodni dejavniki, ki so v ozadju nedavne oživitve dohodkovne elastičnosti svetovne trgovinske menjave, v obdobju projekcij oslabei. Projekcije svetovnih investicij kažejo na zmerno nadaljnjo rast, saj okrevanje prehaja v zrelo fazo, proste zmogljivosti se zmanjšujejo, svetovna gospodarska aktivnost pa se upočasnjuje. Tudi svetovna gospodarska rast se bo po pričakovanjih umirila. Dohodkovna elastičnost svetovne trgovinske menjave se bo zato predvidoma zmanjšala, in sicer tako zaradi zmernejše dinamike rasti investicij kot zaradi svoje procikličnosti, saj se upočasnjuje tudi svetovna rast. Zato je pričakovati, da bo rast uvoza bolj usklajena z aktivnostjo šele proti koncu obdobja projekcij. To se ujema tudi s podatkom, da so dolgoročnejsi strukturni dejavniki, ki so v preteklosti poganjali rast svetovne trgovinske menjave, tako da je bila ta hitrejša od rasti svetovne gospodarske aktivnosti – med njimi zlasti nagla rast svetovnih vrednostnih verig – v času po finančni krizi že oslabei.⁵

Rast izvoza v države zunaj euroobmočja bo predvidoma zavirala nedavna apreciacija eura. Izvoz v države zunaj euroobmočja bo po obdobju trdne rasti v drugi polovici leta 2017 predvidoma rasel počasneje kot zunanje povpraševanje v euroobmočju, in sicer zaradi nedavne apreciacije eura, kar kaže na določeno izgubo

⁵ Glej tudi European System of Central Banks, International Relations Committee Task Force, »Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?«, *Occasional Paper Series*, št. 178, ECB, 2016.

deleža na izvoznih trgih. Uvoz iz držav zunaj euroobmočja bosta predvidoma spodbujala pozitivno domače povpraševanje in močnejši euro. Ker se bo rast uvoza po pričakovanih upočasnila manj kot rast izvoza, bo prispevek neto trgovinske menjave h gospodarski rasti v teku leta 2018 rahlo negativen, pozneje pa nevtralen.

Rast zaposlenosti se bo po projekcijah upočasnila. Število zaposlenih v euroobmočju se je v tretjem četrtletju 2017 povečalo za 0,4% in je po ocenah raslo tudi v zadnjem četrtletju. Nedavna krepka rast zaposlenosti je bila zabeležena v številnih državah. Ankete, ki se nanašajo na prihodnja gibanja, kažejo na nadaljevanje trenda velike rasti zaposlenosti tudi v bližnji prihodnosti. Zatem naj bi rast izgubila nekaj zagona, saj bo učinek nekaterih ugodnih začasnih dejavnikov (kot so javnofinančne spodbude v nekaterih državah) po pričakovanih postopoma popustil, zaposlenost v javnem sektorju v nekaterih državah pa se bo zmanjšala.

Rast delovne sile bo po projekcijah vse bolj zavirala omejena ponudba.

Delovna sila se bo do konca opazovanega obdobja predvidoma še naprej povečevala, in sicer zaradi neto priseljevanja delavcev, pričakovane integracije beguncev in nadaljnje krepitve deleža aktivnega prebivalstva. Omenjene pozitivne učinke pa bodo v obdobju projekcij postopoma odtehtale vse manj ugodne demografske razmere. To bo prispevalo tudi k počasnejši rasti zaposlenosti v letih 2019 in 2020.

Stopnja brezposelnosti bo leta 2020 po pričakovanih upadla na 7,2%. Stopnja brezposelnosti je v januarju 2018 upadla na 8,6%, kar je najnižja raven po koncu leta 2008. Projekcije za prihodnje obdobje kažejo, da se bo število brezposelnih še naprej znatno zniževalo in se približevalo najnižji točki pred krizo.

Rast produktivnosti dela bo v skladu s ciklično dinamiko višja kot v preteklih letih. Produktivnost dela je pridobila zagon v letu 2017, saj so zgoraj omenjeni začasni dejavniki, ki spodbujajo rast zaposlenosti, začeli popuščati. Rast produktivnosti bo v obdobju projekcij večinoma vzdržna, k čemur bodo prispevali vse večja uporaba kapitala v kontekstu zmanjševanja neizkoriščenega gospodarskega potenciala, večje število opravljenih delovnih ur na zaposlenega in določena rast skupne faktorske produktivnosti. V letih 2019 in 2020 pa bo predvidoma vseeno rahlo pod predkrizno povprečno 1,0-odstotno stopnjo rasti.

Realna rast BDP bo do leta 2020 predvidoma ostala nad potencialno. Rast potencialnega proizvoda je ob podpori večjega prispevka kapitala, dela in skupne faktorske produktivnosti v zadnjih letih po ocenah pridobila nekaj zagona. Potencialna rast, ki sicer še vedno zaostaja za dejansko realno rastjo BDP, bo ob koncu obdobja projekcij predvidoma v glavnem spet dosegla stopnjo rasti, kakršno je beležila tik pred krizo. Pri tem je vseeno treba izpostaviti, da potencialne rasti in dejavnikov, ki vplivajo nanjo, ni mogoče neposredno meriti, zato so tovrstne ocene povezane s precejšnjo mero negotovosti.

V primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami je bila realna rast BDP za leto 2018 popravljena navzgor, za leti 2019 in 2020 pa je ostala nespremenjena. Popravek navzgor za leto 2018 je predvsem posledica višje ravni zaupanja podjetij in potrošnikov od pričakovane, ki kaže na močnejši zagon rasti, in posledica popravka

navzgor pri zunanjem povpraševanju. Pozneje naj bi bil pozitiven učinek močnejšega zagona rasti v glavnem izravnano z negativnim učinkom, ki ga ima nedavna apreciacija eura na izvoz v države zunaj euroobmočja, in z višjimi dolgoročnimi obrestnimi merami.

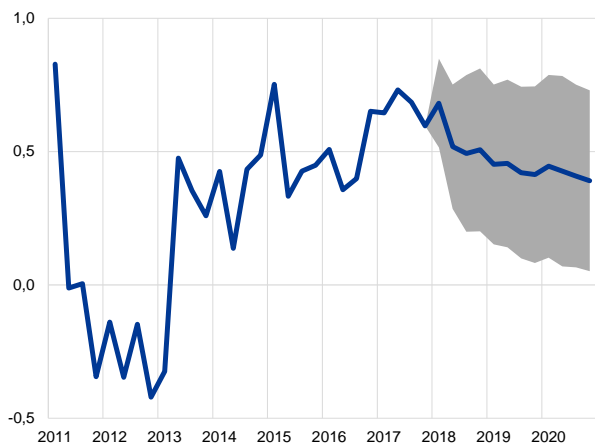
Graf 1

Makroekonomske projekcije¹⁾

(četrtletni podatki)

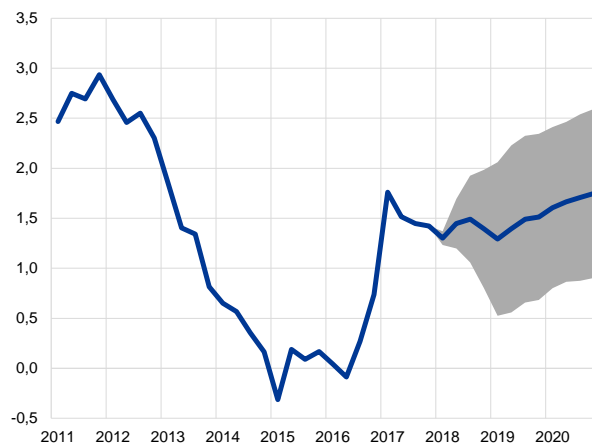
Realni BDP v euroobmočju²⁾

(četrtletne spremembe v odstotkih)



HICP v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



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

2) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

2

Cene in stroški

Inflacija, merjena s HICP, bo predvidoma zrasla šele proti koncu obdobja projekcij, saj naj bi krepitev osnovne inflacije v glavnem izravnala znižanje cen energentov v letih 2018 in 2019. Inflacija bo v letih 2018 in 2019 v povprečju predvidoma znašala 1,4%, v letu 2020 pa se bo dvignila na 1,7%. Če si ogleđamo posamezne komponente, bo rast cen energentov kljub temu, da se bo zaradi nedavnega zvišanja cen nafte in nekaterih navzgor delujočih baznih učinkov v prihodnjih mesecih okrepila, s koncem leta 2018 predvidoma začela strmo upadati in bo do sredine leta 2019 dosegla stopnjo okoli nič. Položno gibanje cen energentov od sredine leta 2019 naprej je posledica kombinacije navzdol usločene krivulje naftnih terminskih pogodb in navzgor usmerjenih učinkov davkov na energente. Cene hrane se bodo v obdobju projekcij predvidoma začele zmerno višati. Rast bodo podpirali predpostavljeno zviševanje cen prehranskih surovin na mednarodnih trgih in navzgor delujoči učinki višjih davkov na tobak. Ker je stopnja gospodarske rasti višja od stopnje potencialne rasti in ker se pozitivna proizvodna vrzel večja, bodo osnovni cenovni pritiski predvidoma večji. Tako bo vse večje presežno povpraševanje po delu – pri čemer je ponudba delovne sile v nekaterih državah zelo omejena – spodbudilo rast plač, višji stroški pa bi se v sedanjem okolju živahne rasti morali prenesti na cene. Začasni posredni pozitivni učinki na osnovno inflacijo bodo predvidoma posledica nedavnega zvišanja cen nafte in predpostavljenega zvišanja

cen primarnih surovin brez energentov. Čeprav bo nedavna okrepitev tečaja eura predvidoma negativno vplivala na inflacijo, bo omenjeni vpliv do neke mere izravnal sedanji močan zagon rasti v euroobmočju, povezan z okrepljeno močjo, ki jo imajo podjetja iz euroobmočja pri oblikovanju cen. Inflacija brez energentov in hrane bo v letu 2020 po predvidevanjih postopno zrasla na 1,8%.

Rast plač se bo v obdobju projekcij predvidoma izrazito okrepila, saj je presežnega povpraševanja na trgu dela vse več, ukrepi, ki so zadnjih nekaj let v nekaterih državah zavirali rast plač, pa se iztekajo. Rast sredstev za zaposlene se bo po projekcijah povečala z 1,6% v letu 2017 na 2,7% v letu 2020. Začasna upočasnitev, do katere naj bi prišlo v letu 2019, je posledica uveljavitve javnofinančnega ukrepa v Franciji, in sicer pretvorbe davčnega odbitka (CICE) v trajno znižanje prispevkov za socialno varnost, ki jih plačujejo delodajalci.⁶ Če bo dinamika rasti produktivnosti v obdobju projekcij v glavnem nespremenjena, se bo rast stroškov dela na enoto proizvoda predvidoma okrepila podobno kot rast sredstev za zaposlene (z 0,8% v letu 2017 na 1,8% v letu 2020). Glavno gonilo okrepljene rasti plač je pričakovano nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela, pri čemer bo v nekaterih predelih euroobmočja opaziti vse večje presežno povpraševanje po delu in izrazito omejeno ponudbo delovne sile. Poleg tega cikličnega zagona je pričakovati, da bo precejšnje zvišanje skupne inflacije v letu 2017 v primerjavi s prejšnjimi tremi leti prispevalo tudi k višji rasti plač v tistih državah euroobmočja, v katerih se plače indeksirajo glede na pretekla cenovna gibanja oziroma elemente pričakovanja. Postopoma bi morali popustiti tudi dejavniki, povezani s krizo, ki so v preteklosti zavirali rast plač, denimo potreba po umirjanju plač, da bi se v nekaterih državah po krizi ponovno vzpostavila cenovna konkurenčnost, ter pritiski, ki so zavirali rast plač in so bili povezani z zavezujočo rigidnostjo nominalnih plač navzdol v času krize, saj se gospodarsko okrevanje v državah euroobmočja pogloblja in širi. V nekaterih državah bo popustil učinek ukrepov, ki so namenjeni zniževanju prispevkov za socialno varnost in zavirajo rast plač, saj se bodo ti ukrepi v naslednjih nekaj letih postopoma iztekli, končale pa se bodo tudi zamrznitve plač v javnem sektorju.

Profitne marže naj bi v prvem delu obdobja projekcij rasle nekoliko hitreje kot v preteklem letu. Profitne marže so v zadnjem obdobju začele rasti močnejše, kar je posledica manj neugodnega gibanja pogojev menjave ter cikličnega izboljševanja v gospodarstvu. Omenjeno izboljševanje se bo v kontekstu sedanje gospodarske rasti predvidoma še nadaljevalo. Hitrost rasti profitnih marž pa se bo predvsem proti koncu obdobja projekcij vseeno zmanjšala zaradi predvidene krepitve rasti tako stroškov dela na enoto proizvoda kot tudi neto posrednih davkov na enoto proizvoda.

Rast uvoznih cen, ki je v letu 2017 oživila, bo po pričakovanjih ostala pozitivna v celotnem obdobju projekcij, čeprav bo zmernejša kot v nedavni preteklosti.

Rast uvoznih cen, ki je bila v letu 2017 dokaj močna, je zlasti posledica preobrata pri cenah nafte, pa tudi gibanja cen primarnih surovin razen energentov. Upočasnjena rast uvoznih cen po letu 2017 je povezana tudi s predpostavljenimi skromnimi obeti

⁶ Ker nižja rast sredstev za zaposlene na zaposlenega in stroškov dela na enoto proizvoda v glavnem odtehta zvišanje profitnih marž, ni pričakovati velikega vpliva na določanje cen.

glede gibanja cen nafte ter z dokaj zmerno dinamiko cen drugih primarnih surovin. Gibanje cen primarnih surovin in postopoma vse močnejše svetovne cenovne pritiske na rast uvoznih cen v euroobmočju bo omejila apreciacija eura. V splošnem se bodo osnovni svetovni inflacijski pritiski v obdobju projekcij postopoma krepili, saj bodo svetovni proizvodni stroški rasli vzporedno s pojemanjem neizkoriščenega potenciala v svetovnem gospodarstvu.

V primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami so bili inflacijski obeti za leto 2019 popravljene rahlo navzdol. Medtem ko za leto 2018 višje predpostavke glede dolarskih cen nafte izravnava zaviralne učinke na inflacijo, ki so posledica višjega tečaja eura, pa učinki apreciacije eura za leto 2019 prevladujejo in imajo za posledico rahlo nižje inflacijske obete.

3 Javnofinančni obeti

Naravnost javnofinančne politike euroobmočja naj bi v obdobju projekcij v povprečju ostala v glavnem nevtralna. Naravnost javnofinančne politike se meri s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Nižji neposredni davki in višji transferji gospodinjstvom so bili v letu 2017 v celoti izravnani z višjimi posrednimi davki in zmernejšo rastjo državne potrošnje. Naravnost javnofinančne politike za leto 2018 bodo določali predvsem nižji neposredni davki in prispevki za socialno varnost ter predpostavljena bolj dinamična rast državnih investicij, ki naj bi jo le delno izravnali višji posredni davki in zmerna rast trenutne državne potrošnje. Javnofinančna politika bo v povprečju predvidoma nevtralna tudi v letih 2019–2020, saj je pričakovati, da bo nadaljnje zniževanje neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost izravnano z nadaljnjim omejevanjem državne potrošnje.

Tako javnofinančni primanjkljaj kot tudi stopnja javnega dolga naj bi se v obdobju projekcij zmanjševala. Javnofinančne projekcije predpostavljajo postopno zmanjševanje javnofinančnega primanjkljaja v obravnavanem obdobju, kar je predvsem posledica izboljšanja ciklične komponente in znižanja plačil obresti. Ciklično prilagojeni primarni saldo bo v obdobju projekcij ostal stabilen. Razmerje med javnim dolgom in BDP se bo v obdobju projekcij predvidoma še naprej zmanjševalo, k čemur bosta prispevala ugodnejša razlika med ravnijo obrestnih mer in stopnjo rasti⁷ ter primarni presežek. Javnofinančni obeti v primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami kažejo na rahlo nižji delež primanjkljaja in javnega dolga v BDP, kar je predvsem posledica ugodnejših makroekonomskih gibanj.

⁷ Ta razlika se izračuna kot razlika med nominalno efektivno obrestno mero za dolg in nominalno stopnjo rasti BDP.

Okvir 4

Analiza občutljivosti

Projekcije v veliki meri temeljijo na tehničnih predpostavkah, ki se nanašajo na gibanje nekaterih ključnih spremenljivk. Nekateri od teh spremenljivk lahko močno vplivajo na projekcije za euroobmočje, zato nam analiza občutljivosti projekcij na alternativna gibanja temeljnih predpostavk lahko pomaga pri analizi tveganj, ki spremljajo projekcije. V tem okvirju obravnavamo negotovost glede nekaterih ključnih temeljnih predpostavk in občutljivost projekcij na te spremenljivke.

1) Alternativna gibanja cen nafte

Alternativni modeli gibanja cen nafte kažejo na tveganje, da bodo cene nafte v obdobju projekcij višje, kot je predpostavljeno na podlagi naftnih terminskih pogodb. Tehnične predpostavke o gibanju cen nafte, ki so uporabljene v osnovnem scenariju projekcij in so izpeljane iz gibanj na terminskih trgih z nafto, napovedujejo nižanje cen nafte, tako da bi cena surove nafte Brent do konca leta 2020 znašala približno 58 USD za sod. Dinamika, ki jo nakazujejo naftne terminske pogodbe, je skladna z močno rastjo svetovnega povpraševanja po nafti, tj. s scenarijem, po katerem svetovno gospodarstvo pridobiva zagon. Kar zadeva dejavnike na strani ponudbe, bo geopolitične dejavnike in dogovor o zmanjšanju proizvodnje, ki so ga sklenile članice OPEC in nekatere proizvajalke nečlanice OPEC, predvidoma deloma odtehtala okrepljena proizvodnja nafte iz skrilavcev v ZDA. Kombinacija alternativnih modelov, ki jih za napovedovanje cen nafte v obdobju projekcij uporabljajo strokovnjaki ECB,⁸ kaže, da bodo cene nafte višje, kot je predpostavljeno v tehničnih predpostavkah. Če bi se uresničila alternativna dinamika cen nafte in bi bile cene nafte do leta 2020 za 13,5% višje kot v osnovnem scenariju, bi to le neznatno zavrlo realno rast BDP, hkrati pa bolj pospešilo rast inflacije (ki bi se povečala za 0,2 odstotne točke v letu 2019 in 0,3 odstotne točke v letu 2020).

2) Alternativna tečajna gibanja

S to analizo občutljivosti preučujemo vpliv nadaljnje krepitve tečaja eura, ki bi bila posledica vse močnejšega zaupanja vlagateljev v euro. Ta scenarij temelji na 75. centilu porazdelitve do tveganja nevtralne gostote verjetnosti tečaja USD/EUR, kot izhaja iz opcij, na dan 13. februarja 2018. Gibanje kaže na postopno apreciacijo eura v razmerju do dolarja na raven 1,42 USD za euro v letu 2020, kar je 14,6% višje od predpostavke za omenjeno leto v osnovnem scenariju. Odgovarjajoča predpostavka za nominalni efektivni tečaj eura odraža zgodovinsko dinamiko, pri čemer spremembe tečaja USD/EUR ustrezajo spremembam efektivnega tečaja z elastičnostjo tik nad 50%. Povprečje rezultatov iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov po scenariju eksogenega tečajnega šoka kaže na nižjo realno rast BDP (za 0,1 odstotne točke v letu 2018, za 0,5 odstotne točke v letu 2019 in za 0,2 odstotne točke v letu 2020). Inflacija pa bi bila nižja za 0,1 odstotne točke v letu 2018, za 0,5 odstotne točke v letu 2019 in za 0,4 odstotne točke v letu 2020. Treba je omeniti, da tako ocenjeni vpliv na rast in inflacijo velja v primeru izključno eksogenega tečajnega šoka.

⁸ Glej kombinacijo štirih modelov, predstavljeno v članku z naslovom »Forecasting the price of oil«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2015.

Okvir 5

Napovedi drugih institucij

Napovedi za euroobmočje pripravljajo tudi druge mednarodne organizacije in zasebne institucije. Te napovedi pa niso povsem primerljive niti med seboj niti z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB, 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 metode prilagoditve za število delovnih dni (glej tabelo).

Kot je razvidno iz tabele, so trenutno razpoložljive projekcije drugih institucij glede realne rasti BDP in inflacije znotraj razponov okrog projekcij strokovnjakov ECB (v tabeli so prikazane v oklepajih).

Primerjava napovedi realne rasti BDP in inflacije za euroobmočje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Datum objave	Rast BDP			Inflacija (HICP)		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projekcije strokovnjakov ECB	Marec 2018	2,4 [2,1–2,7]	1,9 [0,9–2,9]	1,7 [0,7–2,7]	1,4 [1,1–1,7]	1,4 [0,6–2,2]	1,7 [0,8–2,6]
Evropska komisija	Februar 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OECD	November 2017	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
Euro Zone Barometer	Februar 2018	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,7
Napovedi Consensus Economics	Februar 2018	2,3	1,9	1,3	1,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	Januar 2018	2,3	1,9	1,7	1,5	1,7	1,8
MDS	Oktober 2017/ Januar 2018	2,2	2,0	-	1,4	1,7	1,8

Viri: Vmesne evropske gospodarske napovedi Evropske komisije (zima 2018); IMF World Economic Outlook (januar 2018) za realno rast BDP; IMF World Economic Outlook (oktober 2017) za inflacijo po HICP; OECD Economic Outlook (november 2017); Consensus Economics Forecasts (februar 2018); številka za Consensus Economics, ki se nanaša na leto 2020, je vzeta iz ankete o dolgoročnih napovedih za oktober 2017; MJEconomics za Euro Zone Barometer (februar 2018); anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters) (januar 2018).

Opombe: Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB in Eurosistema ter napovedi OECD navajajo medletne stopnje rasti, ki so prilagojene za število delovnih dni, medtem ko Evropska komisija in Mednarodni denarni sklad (MDS) objavljata medletne stopnje rasti, ki niso prilagojene za število delovnih dni v letu. Druge napovedi ne navajajo, ali temeljijo na podatkih, ki so prilagojeni za število delovnih dni v letu ali ne.

© Evropska centralna banka, 2018

Poštni naslov: 60640 Frankfurt na Majni, Nemčija

Telefon: +49 69 1344 0

Spletno mesto: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4601 (pdf)

Kataloška št. EU QB-CE-18-001-SL-N (pdf)