



# Junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje<sup>1</sup>

*Okrevanje gospodarstva v euroobmočju se bo predvidoma nadaljevalo, in sicer hitreje, kot je bilo sprva pričakovano. V obdobju projekcij naj bi se BDP realno povečal za okrog 1,8% na leto. K izvozu euroobmočja bo prispevalo pričakovano svetovno okrevanje, medtem ko bodo domače povpraševanje v obdobju projekcij predvidoma vzdrževali zelo spodbujevalno naravnana denarna politika, doseženi napredek pri zmanjševanju zadolženosti v mnogih sektorjih in vztrajno izboljševanje razmer na trgu dela.*

*Dinamika inflacije, merjene z indeksom HICP, naj bi bila v obliki črke V in bo leta 2019 znašala 1,6%. Precejšen navzgor usmerjen vpliv rasti cen energentov v letu 2017 se bo v letih 2018 in 2019 zmanjšal, inflacija brez energentov in hrane pa se bo sčasoma postopoma zviševala ob zmanjševanju neizkoriščenega gospodarskega potenciala.*

## 1

### Realno gospodarstvo

#### **Ugodni kratkoročni kazalniki po okrepljeni rasti v prvem četrtletju 2017**

**nakazujejo nadaljevanje močnega zagona v bližnji prihodnosti.** Razmere na trgu dela so se v zadnjih mesecih še naprej izboljševale, pri čemer je vse večje število aktivnega prebivalstva prispevalo k sproščanju ozkih grl pri rasti zaposlenosti v nekaterih državah euroobmočja, medtem ko se je brezposelnost v večini držav euroobmočja zmanjševala. Zaupanje podjetij in potrošnikov, ki je bilo že prej visoko, se je v zadnjih mesecih še naprej izboljševalo v vseh sektorjih in državah, kar kaže na nadaljnjo močno rast v bližnji prihodnosti.

**V obdobju projekcij naj bi se BDP v letu 2017 realno povečal za 1,9%, v letu 2018 za 1,8% in v letu 2019 za 1,7%.** Številni ugodni dejavniki bodo v obdobju projekcij predvidoma še naprej spodbujali domače povpraševanje. Spodbujevalno naravnana denarna politika ECB se še naprej prenaša v gospodarstvo, tržna

<sup>1</sup> Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema 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 tečaji, je 16. maj 2017 (glej okvir 1). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 23. maj 2017.

Tokratne makroekonomske projekcije zajemajo obdobje 2017–2019. 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>.

pričakovanja glede prihodnjih obrestnih mer, na katerih temeljijo tehnične predpostavke v teh projekcijah, pa v obdobju projekcij ostajajo nizka. Bančno posojanje nefinančnim družbam se še naprej povečuje, saj ga poganjajo nizke obrestne mere, vse večje povpraševanje po kreditih in ugodni pogoji kreditiranja. Domače povpraševanje spodbujata tudi nadaljnje zboljšanje razmer na trgu dela in manjša potreba po razdolževanju. V obdobju projekcij naj bi se okrepilo tudi okrevanje svetovnega gospodarstva, kar bo podpiralo izvoz euroobmočja.

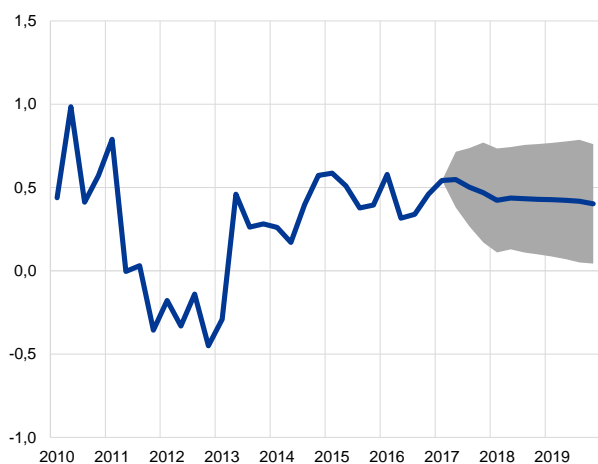
## Graf 1

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

(četrtletni podatki)

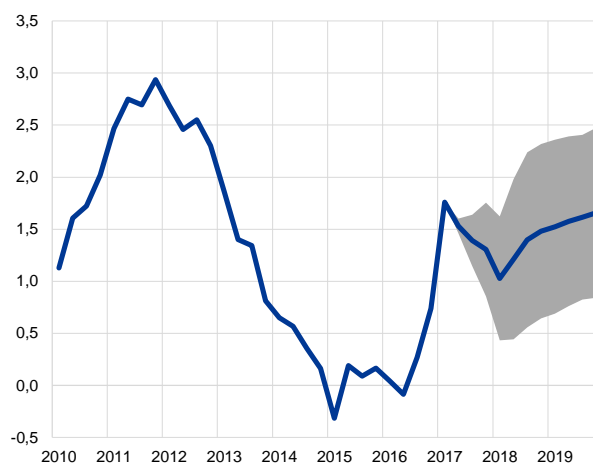
#### Realni BDP v euroobmočju<sup>2)</sup>

(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.

**Zasebna potrošnja bo po projekcijah še naprej okrevala, čeprav z nekoliko manjšim zagonom kot leta 2016.** V zadnjih mesecih se je zaupanje potrošnikov v vseh državah še dodatno izboljšalo in doseglo ravni nad dolgoročnim povprečjem zaradi boljših pričakovanj o splošnih gospodarskih razmerah in zaradi ugodnejših individualnih finančnih pričakovanj. Obete za zasebno potrošnjo v kratkoročnem obdobju podpira tudi nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela v zadnjem času.

**Rast nominalnega razpoložljivega dohodka se bo v obdobju projekcij predvidoma postopoma pospešila, čeprav bo višja inflacija oslabilo realno kupno moč gospodinjev.** Prispevek bruto plač k rasti nominalnega razpoložljivega dohodka se bo v obdobju projekcij predvidoma povečal zaradi nadaljnje rasti zaposlenosti kot tudi zaradi vse višje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega. Rast realnega razpoložljivega dohodka naj bi se v letu 2017 znatno znižala predvsem zaradi predvidene višje rasti cen energentov, nato pa naj bi postopoma okrevala.

**Rast zasebne potrošnje bo po predvidevanjih podpiralo tudi izboljševanje posojilnih pogojev v bankah ob podpori ukrepov denarne politike ECB.** Čeprav so nizke obrestne mere vplivale tako na obrestne prihodke zasebnih gospodinjev

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, bo to prerazporejanje predvidoma dodatno spodbujalo skupno potrošnjo. Potrošnjo naj bi podpiral tudi napredek, dosežen pri razdolževanju.

**Stopnja varčevanja bo v obdobju projekcij po pričakovanjih ostala približno nespremenjena, potem ko je zvišanje zaradi nizkih cen nafte izzvenelo.** Splošna stabilnost prikriva nasprotujoče si dejavnike med državami v euroobmočju. Pritiski na zmanjšanje varčevanja izvirajo iz vse nižje brezposelnosti, vse boljših pogojev kreditiranja in nizkih obrestnih mer, pritiski na rast varčevanja pa izhajajo iz preostalega nujnega zmanjšanja bruto zadolženosti in izravnavanja potrošnje v kontekstu cikličnega okrevanja. Gledano v celoti bo medletna rast zasebne potrošnje po projekcijah upadla z 1,9% v letu 2016 na okrog 1,5% med letoma 2017 in 2019.

## Okvir 1

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

---

**V primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami se spremembe tehničnih predpostavk nanašajo na precej nižje dolarske cene nafte, apreciacijo efektivnega tečaja eura ter nižje dolgoročne obrestne mere.** Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 16. maja 2017. 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 2017, -0,2% v letu 2018 in 0,0% v letu 2019. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju kažejo na povprečno raven v višini 1,2% v letu 2017, 1,5% v letu 2018 in 1,8% v letu 2019.<sup>2</sup> V primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami so ostala tržna pričakovanja o kratkoročnih obrestnih merah približno nespremenjena, medtem ko so bila pričakovanja o dolgoročnih obrestnih merah popravljena navzgor za 10–20 bazičnih točk.

Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi povprečnih gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (16. maj) predpostavlja, da se bo cena surove nafte Brent, ki je leta 2016 znašala 44,0 USD za sod, v letu 2017 zvišala na 51,6 USD, v letih 2018 in 2019 pa naj bi ostala približno na tej ravni. Ta dinamika kaže, da bodo dolarske cene nafte v primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami v letu 2017 nižje za 8,6%, v letu 2018 za 9,1% ter v letu 2019 za 7,9%. Za dolarske cene primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da se bodo v letu 2017 precej zvišale, nato pa v naslednjih letih nekoliko zmerneje porasle.<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 16. maja.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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 do drugega četrtletja 2018 sledile cenam terminskih pogodb, potem pa se bodo gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

To pomeni, da bo povprečni devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom v letu 2017 na ravni 1,08 USD za euro, v letih 2018 in 2019 pa 1,09 USD za euro, medtem ko je v letošnjih marčnih projekcijah znašal 1,07 USD. Efektivni tečaj eura (v razmerju do valut 38 trgovinskih partneric) je v letu 2017 od letošnjih marčnih projekcij višji za 0,6%, v letih 2018 in 2019 pa za približno 1,0%.

#### Tehnične predpostavke

	Junij 2017				Marec 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	0,8	1,2	1,5	1,8	0,8	1,3	1,6	1,9
Cene nafte (v USD/sod)	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Cene primarnih surovin razen energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	-3,9	6,4	2,0	4,5	-3,9	13,2	3,5	4,6
Devizni tečaj USD/EUR	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07
Nominalni efektivni devizni tečaj eura (EDT-38) (medletne spremembe v odstotkih)	3,7	-0,4	0,3	0,0	3,7	-1,0	0,0	0,0

**Okrevanje stanovanjskih investicij se bo predvidoma nadaljevalo.** Stanovanjske investicije so se leta 2016 močno povečale ob podpori visoke rasti razpoložljivega dohodka in ugodnih pogojev financiranja. Še vedno so prisotni temeljni pogoji za nadaljnje okrevanje stanovanjskih investicij. Ugodni obeti za stanovanjske investicije se kažejo v vse večjem številu gradbenih dovoljenj in krepitvi povpraševanja po stanovanjskih posojilih zaradi izboljšanih pogojev za bančna posojila. Sedanji trend rasti na stanovanjskih trgih še naprej podpirajo ugodni dohodkovni obeti in pogoji financiranja. Kljub temu naj bi v obdobju projekcij rast stanovanjskih naložb izgubila nekaj zagona zaradi pojemajočega učinka javnofinančnih spodbud v nekaterih državah in neugodnih demografskih trendov, katerih vpliv bo po pričakovanjih sčasoma postal opazen.

**Pričakovati je, da se bodo podjetniške investicije gibale v skladu s cikličnim okrevaljem.** Pri podjetniških investicijah je pričakovati nadaljnje okrevanje, saj se bo zunanje povpraševanje krepilo, v nekaterih državah pa bodo začeli učinkovati uvedeni javnofinančni ukrepi. Okrevanje spodbuja več dejavnikov: zaupanje podjetij se še naprej izboljšuje zaradi zelo ugodnih pričakovanj o proizvodnji, naraščanja novih naročil in preobrata pri pričakovanih prodajnih cenah; izkoriščenost zmogljivosti se je v začetku leta 2017 še naprej povečevala nad povprečno raven pred krizo; po pričakovanjih se bodo pogoji financiranja v obdobju projekcij le rahlo zaostri in bodo ostali zelo ugodni; treba je posodobiti osnovni kapital po več letih skromnih investicij; predvidoma se bo okrepila tudi rast profitnih marž, pri čemer je sektor nefinančnih družb že zdaj dobro založen z denarjem. Poleg tega sta močno okrevanje tečajev delnic v zadnjih letih in skromna rast dolžniškega financiranja povzročila, da je količnik finančnega vzvoda (razmerje med zadolženostjo in skupnimi sredstvi) v sektorju nefinančnih družb padel na zgodovinsko najnižjo vrednost. Vendar bodo na obete za podjetniške investicije predvidoma še naprej negativno vplivali nekateri dejavniki, med katerimi so pričakovanja, da bo rast

potencialnega proizvoda šibkejša kot v preteklosti, in omejene zmogljivosti finančnega posredništva v bančnem sektorju nekaterih držav.

## Okvir 2

### Mednarodno okolje

**Svetovna gospodarska aktivnost bo predvidoma še naprej okrevala.** Rast svetovnega BDP je v prvem četrtletju 2017 upadla, vendar kazalniki zaupanja in ankete kažejo na odboj v prihodnjih mesecih. Pogoji financiranja v visoko razvitih gospodarstvih ostajajo ugodni ob podpori spodbujevalne denarne politike v visoko razvitih gospodarstvih in ob pričakovanju javnofinančnih spodbud v ZDA. Po izidu volitev v ZDA konec leta 2016 so se okrepili tudi finančni trgi v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Na daljši rok se bo svetovna gospodarska aktivnost po pričakovanjih zmerno pospešila. V obetih za visoko razvita gospodarstva je upoštevano nadaljevanje cikličnega okrevanja ob postopnem zapiranju proizvodne vrzeli v teh gospodarstvih. V nastajajočih tržnih gospodarstvih bo rast še naprej vztrajna v uvoznih surovin, na primer v Indiji in na Kitajskem, aktivnost v izvoznih surovin pa naj bi po globoki recesiji dosegla dno. Svetovna gospodarska aktivnost (brez euroobmočja) se bo predvidoma povečala za 3,5% v letu 2017 ter za 3,8% v letih 2018 in 2019, torej nespremenjeno v primerjavi s prejšnjimi projekcijami.

### Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Junij 2017				Marec 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,2	3,5	3,8	3,8	3,1	3,5	3,8	3,8
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) <sup>1)</sup>	0,9	4,4	3,8	3,9	1,2	3,4	3,7	3,8
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja <sup>2)</sup>	1,3	3,7	3,4	3,5	1,6	2,8	3,4	3,5

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

**Pri svetovni trgovinski menjavi je v obdobju projekcij pričakovati postopno rast, potem ko se je v zadnjih mesecih precej okrepila.** V srednjeročnem obdobju se pričakuje rast svetovne trgovinske menjave v skladu z okrevanjem svetovne gospodarske aktivnosti. V primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami je bilo zunanje povpraševanje v euroobmočju za leto 2017 popravljeno navzgor predvsem zaradi najnovejših podatkov, ki so boljši od pričakovanih.

**K izvozu euroobmočja bo po projekcijah prispevalo okrevanje svetovnega povpraševanja.** Zunanje povpraševanje v euroobmočju je po ocenah pridobilo zagon v drugi polovici leta 2016 in v začetku leta 2017, in sicer zaradi večjega uvoznega povpraševanja tako v visoko razvitih (predvsem v ZDA in na Japonskem) kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih (zlasti na Kitajskem, v Rusiji in v Braziliji). V prihodnje naj bi uvozno povpraševanje naraščalo tako v visoko razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih, medtem ko bo v Združenem kraljestvu ostalo umirjeno. Na izvoz euroobmočja bo po pričakovanjih ugodno vplivalo vse večje zunanje povpraševanje v obdobju projekcij. Uvoz iz držav zunaj euroobmočja bo predvidoma rasel hitreje od izvoza v te države in skladno z zgodovinsko elastičnostjo na skupno povpraševanje. Presežek tekočega računa euroobmočja naj bi se v

obdobju projekcij nekoliko zmanjšal, kar je deloma mogoče pripisati popuščanju učinkov prejšnjih pogojev menjave, povezanih s ceno nafte.

**Pričakovati je, da se bo negativna proizvodna vrzel v obdobju projekcij zaprla.**

Rast potencialnega proizvoda bo v obdobju projekcij po ocenah znašala rahlo nad 1%, tako da bo ostala daleč pod dejansko realno rastjo BDP (približno 1,8%). Šibek zagon potencialnega proizvoda je zlasti posledica precej nizkega prispevka kapitala po dolgotrajnem obdobju zgodovinsko nizkih investicij. Prispevek dela se bo predvidoma povečal, in sicer zaradi vse večjega števila aktivnega prebivalstva, kar je posledica preteklih strukturnih reform. Vseeno bo prispevek dela zaradi staranja prebivalstva ostal nekoliko manjši od predkriznega povprečja. Prispevek skupne faktorske produktivnosti bo predvidoma le rahlo manjši od predkrizne ravni.

**Razmere na trgih dela v euroobmočju se bodo v obdobju projekcij predvidoma še naprej izboljševale.**

Zaposlenost naj bi se v obdobju projekcij še naprej povečevala, vendar bo postopoma izgubljala nekaj zagona. Kratkoročno bo to predvsem posledica popuščanja nekaterih ugodnih začasnih dejavnikov, ki vplivajo na rast zaposlenosti. Predpostavlja se, da bo v nekaterih državah pomanjkanje usposobljene delovne sile v preostalem obdobju projekcij postalo čedalje večja omejitev, kar bo zaviralo rast zaposlenosti in privedlo do povečanja števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega. Takšna gibanja zaposlenosti implicirajo pospešitev rasti produktivnosti dela, kar odraža vse večjo uporabo tako kapitala kot tudi dela ob vse manjšem neizkoriščenem gospodarskem potencialu. Stopnja brezposelnosti se bo do leta 2019 predvidoma znižala na 8,3%, vseeno pa bo ostala daleč nad predkrizno ravno (7,5% v letu 2007).

**V primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami so bile napovedi realne rasti BDP popravljene navzgor.**

Zelo veliko zaupanje podjetij in potrošnikov skupaj z močnim zunanjim povpraševanjem nakazuje nekoliko močnejšo kratkoročno rast, kot je bilo sprva pričakovano. Onkraj kratkoročnega obdobja zaviralni učinki apreciacije tečaja eura le delno slabijo navzgor usmerjene spodbude, ki izhajajo iz nižjih cen nafte, nižjih dolgoročnih obrestnih mer in višjih tečajev delnic ter tudi iz močnejše javne potrošnje in javnih naložb.

## 2

### Cene in stroški

**Inflacija, merjena z indeksom HICP, naj bi leta 2017 v povprečju znašala 1,5%.**

**Nato naj bi leta 2018 upadla na 1,3% ter se leta 2019 povzpela na 1,6%.** K dinamiki skupne inflacije v obliki črke V v obdobju projekcij prispevajo različna gibanja v skupini cen energentov in skupini cen brez hrane in energentov. Rast cen energentov se bo v letu 2017 predvidoma močno povečala v primerjavi z letom 2016, nato pa se bo gibala bolj umirjeno, kar odraža nedavno rast cen nafte in razmeroma stabilno raven naftnih terminskih pogodb v prihodnje. Pozitiven prispevek rasti cen energentov k skupni inflaciji, ki naj bi v letu 2017 znašal 0,4 odstotne točke, se bo v naslednjih dveh letih znatno zmanjšal.

**Po pričakovanjih se bo inflacija brez energentov in hrane v obdobju projekcij postopno zviševala.**

Glavni dejavnik pri pričakovani krepitvi inflacije brez

energentov in hrane je naraščanje stroškov dela na enoto proizvoda, ko se bo gospodarsko okrevanje nadaljevalo in utrdilo. K temu bo prispevalo pričakovano zmanjšanje neizkoriščenega potenciala na trgu dela, s čimer se bo povečala rast plač. Dejavniki, ki so v zadnjih letih zavirali rast plač, denimo nujnost ponovne vzpostavitve cenovne konkurenčnosti v nekaterih državah, naj bi postopno zbledeli, kar bo dodatno spodbujalo predvideno okrepitev stopnje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega. Pričakovati je, da se bo v obdobju projekcij rast stroškov dela na enoto proizvoda povečala nekoliko manj kot rast plač. K navzgor usmerjenim stroškovnim pritiskom naj bi posredno nekoliko prispeval tudi odboj cen nafte od začetka leta 2016 preko višjih proizvodnih stroškov in njihovega vpliva na nominalne plače ob običajnem časovnem odlogu v transmisiji.

**Zunanji cenovni pritiski v obdobju projekcij predvidoma ne bodo več zavirali rasti cen življenjskih potrebščin v euroobmočju.** Po štirih letih padanja uvoznih cen bo medletna rast v letu 2017 predvidoma postala pozitivna. Ta preobrat je predvsem posledica odboja cen nafte in primarnih surovin brez energentov od leta 2016. Poznejše umirjanje stopnje rasti uvoznih cen ravno tako odraža gibanje cen primarnih surovin, ki se bo umirilo. Na splošno se bodo svetovni inflacijski pritiski z izjemo cen primarnih surovin predvidoma postopno povečevali. Svetovni proizvodni stroški naj bi postopno naraščali, ko se bo svetovni neizkoriščen gospodarski potencial zmanjševal. Vendar bosta svetovne cenovne pritiske slabila še vedno velik obseg svetovnih prostih zmogljivosti in močna konkurenca iz nizkocenovnih držav.

**Izboljševanje razmer na trgu dela naj bi bil prevladujoč vir vse večjih domačih cenovnih pritiskov v prihodnjih letih.** Rast sredstev za zaposlene se bo po projekcijah povečala z 1,7% v letu 2017 na 2,4% v letu 2019. Pomembna dejavnika za pospešitev rasti plač naj bi bila zmanjšani neizkoriščen potencial na trgu dela v euroobmočju in vse večje pomanjkanje ponudbe dela v nekaterih delih euroobmočja. Poleg tega je mogoče pričakovati, da bo nedavno precejšnje zvišanje skupne inflacije privedlo do večjega povečanja nominalnih plač v tistih državah euroobmočja, v katerih se pri oblikovanju plač upoštevajo gibanja cen v preteklosti. Vendar naj bi ta učinek postal relevantnejši od leta 2018, ker so v več državah pogajanja o plačah za leto 2017 večinoma že zaključena. Kljub temu bi bil ta učinek lahko vseeno šibek, saj je omejen na države, v katerih je (implicitna) indeksacija plač povezana s skupno inflacijo. Poleg tega naj bi bil učinek majhen v številnih državah, ki so v zadnjih letih zmanjšale velikost indeksacije plač na inflacijo. Rast plač se bo dodatno nekoliko povečala zaradi pričakovane okrepitve rasti produktivnosti v obdobju projekcij. V obdobju projekcij bodo predvidoma oslabili tudi številni dejavniki, ki zavirajo rast plač, vključno s pritiski, ki so doslej denimo zavirali rast plač zaradi zavezujočih dogovorov o togosti nominalnih plač navzdol v času krize. Poleg tega je pričakovati, da se bodo ukrepi za zmanjšanje prispevkov za socialno varnost in umirjanje plač v javnem sektorju v nekaterih državah prenehali izvajati.

**Profitne marže bodo v obdobju projekcij predvidoma rasle z rahlo hitrejšo dinamiko kot v zadnjih letih.** Ker zaviralni učinek nedavne rasti cen nafte na profitne marže izzveneva, se bodo slednje ob ugodnem vplivu nadaljnjega gospodarskega okrevanja predvidoma povečevale rahlo hitreje kot v zadnjih četrletjih. Vendar bodo rast profitnih marž v obdobju projekcij verjetno nekoliko

zavirali pričakovano povečanje rasti stroškov dela na enoto proizvoda in pritiski v zvezi s svetovno konkurenčnostjo.

**V primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami so bili obeti za inflacijo popravljeni rahlo navzdol.** Cene nafte, ki so nižje od predpostavljenih v letošnjih marčnih projekcijah, nakazujejo popravek rasti cen energentov navzdol za leti 2017 in 2018. Navzdol so bile popravljene tudi projekcije cen hrane za celotno obdobje projekcij. Prav tako je bila za leti 2018 in 2019 navzdol popravljena inflacija brez energentov in hrane. Ta popravek navzdol je deloma posledica posrednih učinkov nižjih cen nafte in nekoliko višjega tečaja eura, hkrati pa tudi obetov glede šibkejših osnovnih stroškovnih in cenovnih pritiskov v različnih gospodarstvih euroobmočja.

### 3 Javnofinančni obeti

**Naravnost javnofinančne politike bo v obdobju 2017–2019 po projekcijah pretežno nevtralna.** Naravnost javnofinančne politike se meri s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Vpliv nediskrecijskih dejavnikov in diskrecijskih ukrepov bo po ocenah v celotnem obdobju projekcij nevtralen.

**Javnofinančni primanjkljaj in stopnja javnega dolga se bosta v obravnavanem obdobju po projekcijah zmanjševala.** K izboljšanju proračunskega salda bosta prispevala nadaljnje zmanjševanje plačil obresti v tem obdobju ter izboljšanje ciklične komponente, kar bo več kot odtehtalo rahlo poslabšanje ciklično prilagojenega primarnega salda. Postopno zmanjševanje javnega dolga v obdobju projekcij izhaja iz ugodne razlike med obrestnimi merami in stopnjo rasti<sup>4</sup> ter iz predvidenega primarnega presežka držav.

**V primerjavi z letošnjimi marčnimi makroekonomskimi projekcijami ostajajo obeti glede proračunskega primanjkljaja in stopnje javnega dolga pretežno nespremenjeni.**

---

<sup>4</sup> Ta razlika se izračuna kot razlika med nominalno efektivno obrestno mero za dolg in nominalno stopnjo rasti BDP.



Tabela 1

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

(medletne spremembe v odstotkih)

	Junij 2017				Marec 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Realni BDP	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6
		[1,6–2,2] <sup>2)</sup>	[0,8–2,8] <sup>2)</sup>	[0,6–2,8] <sup>2)</sup>		[1,5–2,1] <sup>2)</sup>	[0,7–2,7] <sup>2)</sup>	[0,5–2,7] <sup>2)</sup>
Zasebna potrošnja	1,9	1,5	1,6	1,4	1,9	1,4	1,4	1,4
Državna potrošnja	1,8	1,2	1,2	1,1	2,0	1,1	1,0	1,1
Bruto investicije v osnovna sredstva	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,8	3,2	2,8
Izvoz <sup>3)</sup>	2,8	4,8	4,3	4,1	2,9	4,3	4,1	4,0
Uvoz <sup>3)</sup>	4,0	5,2	4,6	4,3	3,5	4,6	4,4	4,2
Zaposlenost	1,4	1,4	1,0	0,9	1,3	1,0	1,0	0,8
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	10,0	9,4	8,8	8,3	10,0	9,4	8,9	8,4
HICP	0,2	1,5	1,3	1,6	0,2	1,7	1,6	1,7
		[1,4–1,6] <sup>2)</sup>	[0,6–2,0] <sup>2)</sup>	[0,7–2,5] <sup>2)</sup>		[1,4–2,0] <sup>2)</sup>	[0,9–2,3] <sup>2)</sup>	[0,8–2,6] <sup>2)</sup>
HICP brez energentov	0,9	1,2	1,4	1,6	0,9	1,2	1,6	1,8
HICP brez energentov in hrane	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,1	1,5	1,8
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,4	1,7	0,8	1,1	1,5	1,8
Stroški dela na enoto proizvoda	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,6
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,3	1,7	2,1	2,4	1,3	1,8	2,1	2,4
Produktivnost dela	0,3	0,5	0,8	0,9	0,4	0,7	0,7	0,8
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) <sup>5)</sup>	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	89,2	87,9	86,4	84,7	89,3	88,0	86,4	84,5
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	3,4	2,8	2,8	2,9	3,4	3,1	3,2	3,3

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

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 dostopen na spletnem mestu 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 popoln in takojšen prenos davčnih sprememb v 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

---

**Projekcije v veliki meri temeljijo na tehničnih predpostavkah, ki se nanašajo na gibanje nekaterih ključnih spremenljivk.** Nekatero 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, napovedujejo dokaj položno krivuljo cen nafte, tako da bi se cena surove nafte Brent do konca leta 2019 gibala na ravni okrog 51,5 USD za sod. To je skladno z zmernim okrevanjem svetovnega povpraševanja po nafti, tj. s scenarijem, po katerem svetovno gospodarsko okrevanje pridobiva zagon. Nedavno podaljšanje dogovora OPEC doslej še ni privedlo do povišanja krivulje naftnih terminskih pogodb, in sicer verjetno zaradi naftnih zalog, ki so blizu rekordno visoke ravni, zaradi morebitnega povečanja proizvodnje nafte iz skrilavcev ter zaradi zaskrbljenosti, da se nekateri od največjih proizvajalcev nafte ne bodo držali dogovora. Kombinacija alternativnih modelov, ki jih za napovedovanje cen nafte v obdobju projekcij uporabljajo strokovnjaki Eurosistema,<sup>5</sup> trenutno kaže, da bodo cene nafte naraščale hitreje, kot je predpostavljeno v tehničnih predpostavkah. Če bi se uresničil alternativni scenarij in bi bile cene nafte do leta 2019 za 7,2% višje kot v osnovnih projekcijah, bi to le neznatno zavrlo realno rast BDP, hkrati pa bolj pospešilo rast inflacije (ki bi se povečala za 0,1 odstotne točke v letu 2018 in 0,2 odstotne točke v letu 2019).

#### 2) Alternativna tečajna gibanja

**Ta analiza občutljivosti kot ponazoritev zajema vpliv šibkejšega tečaja eura v primerjavi z osnovnim scenarijem.** Tveganje, da bo prišlo do deprecijacije tečaja eura, izhaja predvsem iz

večjega razhajanja med naravnostjo denarne politike na obeh straneh Atlantika, kot je bilo prvotno pričakovano. Pritiski na padanje tečaja eura bi se povečali predvsem z zviševanjem obrestne mere v ZDA za zvezna sredstva, ki bi bilo hitrejše, kot se pričakuje. Glavni razlog za to bi bila naraščajoča inflacijska pričakovanja v ZDA v razmerah ekspanzivne fiskalne politike in majhnih prostih zmogljivosti na trgu dela, potem ko bi se negotovost glede politik ameriške vlade zmanjšala. Alternativno gibanje tečaja eura temelji na 25. centilu porazdelitve do tveganja nevtralne gostote verjetnosti tečaja USD/EUR, kot izhaja iz opcij na dan 16. maja 2017. To gibanje kaže na postopno deprecijacijo eura v razmerju do dolarja na raven 1,06 USD/EUR v letu 2019, kar je za okrog 3% nižje od predpostavke za to leto v osnovnem scenariju. Odgovarjajoče predpostavke za nominalni učinkoviti tečaj eura odražajo zgodovinsko dinamiko, pri čemer spremembe tečaja USD/EUR ustrezajo spremembam učinkovitega tečaja z elastičnostjo okrog 52%. Iz te predpostavke sledi postopno zniževanje učinkovitega tečaja eura glede na raven v osnovnem scenariju, tako da bi bil ta leta 2019 za 1,8% nižji kot v osnovnem scenariju. Po tem scenariju povprečje rezultatov iz različnih

<sup>5</sup> Glej kombinacijo štirih modelov, predstavljeno v članku z naslovom »Forecasting the price of oil«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2015.

makroekonomskih modelov strokovnjakov kaže na višjo inflacijo in višjo realno rast BDP, in sicer za 0,1 odstotne točke v letu 2018 in 0,2 odstotne točke v letu 2019.

## Okvir 4

### Napovedi drugih institucij

**Napovedi za euroobmočje pripravljajo tudi druge mednarodne organizacije in zasebne institucije.** Te napovedi niso popolnoma primerljive niti med seboj niti s projekcijami strokovnjakov Eurosistema, 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 na splošno znotraj razponov okrog projekcij strokovnjakov Eurosistema (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)		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Projekcije strokovnjakov Eurosistema	Junij 2017	1,9 [1,6–2,2]	1,8 [0,8–2,8]	1,7 [0,6–2,8]	1,5 [1,4–1,6]	1,3 [0,6–2,0]	1,6 [0,7–2,5]
Evropska komisija	Maj 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
OECD	Junij 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Euro Zone Barometer	Maj 2017	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5	1,7
Napovedi Consensus Economics	Maj 2017	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,7
Survey of Professional Forecasters	April 2017	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
MDS	April 2017	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (pomlad 2017); IMF World Economic Outlook (april 2017); OECD Economic Outlook (junij 2017); napovedi Consensus Economics (maj 2017); MJEconomics za Euro Zone Barometer (maj 2017); anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters) (april 2017).

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, 2017

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.

ISSN 2529-4822 (pdf)  
Kataloška št. EU QB-CF-17-001-SL-N (pdf)