

Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje¹

Gospodarska rast v euroobmočju bo po slabšem začetku leta od pričakovanega predvidoma vseeno ostala močna in se nadaljevala z dinamiko, ki je nad potencialno rastjo. Tako kot v prejšnjih projekcijah predpostavljamo, da se bo realna rast BDP zaradi postopnega popuščanja nekaterih spodbujevalnih dejavnikov v obdobju projekcij postopoma upočasnila z 2,1% v letu 2018 na 1,7% v letu 2020.² Inflacija, merjena z indeksom HICP, bo vsako leto v obdobju projekcij predvidoma znašala 1,7%, vendar bo četrtletna dinamika nekoliko volatilna. Stabilno gibanje povprečne medletne stopnje inflacije prikriva zmanjšanje medletne stopnje rasti v skupini energentov, kar pa bo odtehtalo postopno povečevanje inflacije brez energentov in hrane, ko bodo omejitve proizvodnih zmogljivosti postajale vse večji omejevalni dejavnik.

1

Realno gospodarstvo

Upočasnitev realne rasti BDP v prvem četrtnem letu 2018 je deloma odraz začasnih dejavnikov, vendar obenem pomeni, da je upočasnitev nastopila prej, kot je bilo sprva pričakovano. Realna rast BDP se je po štirih zaporednih četrtnem letih visoke rasti v letu 2017 (0,7%) umirila na 0,4% v prvem četrtnem letu 2018. Umiritev je mogoče deloma pojasniti s številnimi začasnimi dejavniki, med katerimi so slabe vremenske razmere, stavke v nekaterih državah euroobmočja ter neobičajno visoka raven bolniških odsotnosti zaradi sezonskega izbruha gripe v Nemčiji. Poleg tega je možno, da je bil neugoden vpliv pretekle apreciacije eura večji od pričakovanega ter da je zmanjšana ponudba delovne sile postala omejevalni dejavnik prej, kot je bilo predvideno. Upočasnitev je verjetno tudi posledica odmika od zelo močne dinamike rasti tekom leta 2017.

Po projekcijah bo realna rast BDP v naslednjih nekaj četrtnem letih vseeno ostala močna, kot nakazuje še vedno povišana raven zaupanja podjetij in

¹ 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 22. maj 2018 (glej okvir 1). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 31. maj 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.

potrošnikov. Zaupanje podjetij in potrošnikov se je po izrazitem upadu v prvem četrtletju 2018 nato aprila in maja stabiliziralo ter zgodovinsko gledano ostaja na visoki ravni. Nekateri kazalniki, objavljeni po presečnem datumu, so sicer rahlo šibkejši od pričakovanih, vendar so še vedno večinoma skladni z napovedano dinamiko rasti.

Tabela 1
Makroekonomske projekcije za euroobmočje¹⁾

(medletne spremembe v odstotkih)

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

1) Realni BDP in komponente temeljijo na podatkih, ki so prilagojeni za število delovnih dni. Objava podatkov Eurostata 7. junija 2018 o BDP in glavnih komponentah (tj. po presečnem datumu) kaže realno rast BDP, prilagojeno za število delovnih dni, v višini 2,6% v letu 2017.

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 začasnih 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.

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 zasebno potrošnjo in stanovanjske naložbe bi morale ugodno vplivati tudi zdrave razmere na trgu dela in zviševanje neto premoženja. Še naprej bodo rasle tudi podjetniške investicije, med drugim kot odraz zviševanja dobička v okolju vse večjih pritiskov s strani povpraševanja in velike izkoriščenosti zmogljivosti. Izvoz euroobmočja bo predvidoma ostal močan, saj ga bosta še naprej poganjala tekoče okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti in posledična rast zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja.

Po projekcijah se bo realna rast BDP v opazovanem obdobju vseeno postopno upočasnila, saj bodo nekateri spodbujevalni dejavniki postopno izginjali. Vpliv preteklih ukrepov denarne politike bo v obdobju projekcij po pričakovanjih postopno popuščal. Rast izvoza bo predvidoma zaviralo umirjanje rasti zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja. Rast zaposlenosti naj bi se ravno tako upočasnila, kar je deloma posledica pomanjkanja ponudbe delovne sile v nekaterih državah euroobmočja, ki postaja vse večji omejevalni dejavnik. Poleg tega pričakujemo, da se bo rast zasebne potrošnje umirila, ko se bo stopnja varčevanja v okolju ciklične konjunktore v nekaterih državah euroobmočja normalizirala z nizkih ravni.

Rast realnega razpoložljivega dohodka naj bi se v letih 2018 in 2019 okrepila v kontekstu višjih plač in znižanja neposrednih davkov, nato pa bo leta 2020 oslabela. Prispevek bruto plač k rasti razpoložljivega dohodka se bo leta 2018 predvidoma izrazito povečal, in sicer zaradi višje rasti plač, nato pa bo v preostanku obdobja nekoliko oslabil, saj nadaljnja krepitev nominalne rasti plač ne more v celoti odtehtati upočasnitve zaposlenosti. Rast drugih osebnih dohodkov se bo po projekcijah rahlo povečala, in sicer v skladu z naraščanjem dobička. Prispevek neto fiskalnih transferjev bo v letih 2018 in 2019 predvidoma manj negativen v kontekstu znižanja prispevkov za socialno varnost in neposrednega obdavčenja, nato pa se bo leta 2020 spet poslabšal. Gledano v celoti naj bi sestava rasti realnega razpoložljivega dohodka postala manj ugodna za trošenje gospodinjstev, saj se potrošnja običajno nekoliko močneje odziva na dodaten dohodek, povezan z rastjo zaposlenosti, kot na spremembe v realnih plačah.

Zasebna potrošnja bo v obdobju projekcij po pričakovanjih glavno gonilo rasti. Na okrepjeno rast potrošnje v naslednjih nekaj četrtletjih kažejo ugodna raven zaupanja potrošnikov, pričakovano nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela in rast realnih plač na zaposlenega. Kljub temu je pričakovati, da bo rast zasebne potrošnje v obdobju projekcij nekoliko zaostajala za rastjo realnega razpoložljivega dohodka, saj bodo gospodinjstva svoj dohodek verjetno vse bolj usmerjala v prihranke.

Rast zasebne potrošnje naj bi spodbujali ugodni posojilni pogoji bank, h katerim prispevajo ukrepi denarne politike ECB, in doseženi napredek pri razdolževanju. Čeprav so nizke obrestne mere vplivale tako na obrestne prihodke gospodinjstev kot tudi na njihova plačila obresti, prednosti uživajo bolj neto posojilojemalci kot neto varčevalci. Ker imajo prvi navadno višjo mejno nagnjenost k trošenju, bi moralo to 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 postopoma zvišala z zgodovinsko nizkih ravni. Stopnja varčevanja se je v zadnjem času znižala, kar gre pripisati predvsem izboljšanemu ekonomskemu in finančnemu stanju gospodinjstev, iztekanju zadržanega povpraševanja, potem ko so gospodinjstva prej odlagala velike nakupe, ter vplivu, ki ga imajo zelo nizke obrestne mere na nagnjenost gospodinjstev k varčevanju. Stopnja varčevanja se bo v obdobju projekcij predvidoma povečala, in sicer predvsem zaradi normalizacije v kontekstu ciklične konjunkturo. 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 letošnje marčne projekcije zajemajo šibkejši tečaj eura, zlasti glede na ameriški dolar, višje dolarske cene nafte in nižje obrestne mere. Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 22. maja 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, $-0,2\%$ v letu 2019 in $0,2\%$ v letu 2020. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju kažejo na povprečno raven v višini $1,2\%$ v letu 2018, $1,5\%$ v letu 2019 in $1,7\%$ v letu 2020.³ V primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami so bila tržna pričakovanja o kratkoročnih obrestnih merah za leto 2019 popravljena navzdol za 10 bazičnih točk, za leto 2020 pa za 20 bazičnih točk, medtem ko so bila pričakovanja o dolgoročnih obrestnih merah za celotno obdobje projekcij popravljena navzdol za okrog 15 bazičnih točk.

Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi povprečnih gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (22. maj 2018) predpostavlja, da se bo cena surove nafte Brent, ki je leta 2017 znašala 54,4 USD za sod, v letu 2018 zvišala na 74,5 USD, zatem pa naj bi v letu 2019 upadla na 73,5 USD in v letu 2020 na 68,7 USD za sod. Ta dinamika kaže, da bodo dolarske cene nafte v primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami v letu 2018 višje za $14,6\%$, v letu 2019 za $20,2\%$ ter v letu 2020 za $17,7\%$. Za dolarske cene primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da se bodo v letu 2018 precej zvišale, nato pa v naslednjih letih rastle 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 (22. maj 2018). To pomeni, da bo povprečni devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom v letu 2018 na ravni 1,20 USD za euro, v letih 2019 in 2020 pa 1,18 USD za euro, medtem ko je v letošnjih

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 do drugega četrtletja 2019 sledile cenam terminskih pogodb, potem pa se bodo gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

marčnih projekcijah znašal 1,24 USD. Efektivni tečaj eura (v razmerju do valut 38 trgovinskih partneric) je 0,3% pod letošnjo marčno projekcijo.

Tehnične predpostavke

	Junij 2018				Marec 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6	1,9
Cene nafte (v USD/sod)	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Cene primarnih surovin razen energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	7,9	9,3	2,5	4,1	7,9	7,4	3,2	4,5
Devizni tečaj USD/EUR	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24
Nominalni efektivni devizni tečaj eura (EDT-38) (medletne spremembe v odstotkih)	2,2	4,4	-0,1	0,0	2,2	4,5	0,1	0,0

Rast stanovanjskih investicij se bo predvidoma nadaljevala, čeprav počasneje kot v zadnjih dveh letih. Rast stanovanjskih investicij se je v drugi polovici leta 2017 upočasnila, saj se je začel gradbeni sektor v nekaterih državah euroobmočja soočati z vse večjimi omejitvami na strani ponudbe, zlasti zaradi pomanjkanja delovne sile. Glavni pogoji za nadaljnje okrevanje stanovanjskih investicij so v obdobju projekcij še vedno prisotni, pri čemer ankete nakazujejo, da vse več gospodinjstev v naslednjih dveh letih načrtuje nakup oziroma gradnjo ali obnovo doma. Vseeno bodo rast kljub živahnemu povpraševanju po stanovanjih predvidoma zavirale omejitve proizvodnih zmogljivosti v gradbenem sektorju, kar postaja vse večji omejevalni dejavnik, rahlo strožji pogoji financiranja in neugodni demografski trendi.

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 ugodnih pričakovanj o proizvodnji in zaradi velikega obsega novih naročil; izkoriščenost zmogljivosti je še naprej precej nad dolgoročnim povprečjem, medtem ko se pomanjkanje opreme vse pogosteje omenja kot dejavnik, ki omejuje proizvodnjo v predelovalnih dejavnostih; pogoji financiranja bodo v obdobju projekcij predvidoma ostali zelo ugodni; predvidoma se bo povečal dobiček, pri čemer je sektor nefinančnih družb že zdaj dobro založen z denarjem. Poleg tega se je zaradi močnega okrevanja delniških tečajev v zadnjih letih in zmerne rasti dolžniškega financiranja količnik finančnega vzvoda (razmerje med zadolženostjo in skupnimi sredstvi) v sektorju nefinančnih družb približal zgodovinsko nizki 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

Svetovna gospodarska rast se nadaljuje, vendar najnovejši podatki kažejo na rahlo umirjanje zagona. K nekoliko strožjim finančnim pogojem so prispevali vse višja donosnost, volatilitnost delniških trgov in apreciacija ameriškega dolarja – pri čemer v zadnjih tednih nekatera nastajajoča tržna gospodarstva beležijo izrazite napetosti na finančnih trgih. Z zvišanjem cen nafte so gospodarski obeti v državah uvoznicah nafte oslabele. Kljub temu ostajajo svetovni obeti v bližnji prihodnosti v bistvu dobri. Visoko razvita gospodarstva izkoriščajo prednosti spodbujevalne denarne politike, medtem ko zlasti na ZDA ugodno vplivajo občutne javnofinančne spodbude. Na izvozno usmerjena gospodarstva pozitivno vpliva oživitve svetovne trgovinske menjave, medtem ko izvoznice surovin pomagajo vse višje cene primarnih surovin. Zaskrbljenost zaradi protekcionizma se je sicer povečala, vendar bo imelo dosedanje zvišanje tarif (na ameriški uvoz jekla in aluminija) najverjetneje samo manjše neposredne makroekonomske posledice, čeprav lahko splošen trend v smeri večjega protekcionizma negativno vpliva na zaupanje vlagateljev. Dlje v prihodnosti se bo gospodarska aktivnost srednjeročno predvidoma upočasnila, ko bo gospodarski cikel v visoko razvitih gospodarstvih postal zrelejši, podpora s strani ekonomskih politik pa se bo postopoma zmanjšala. Na gospodarske obete bo najverjetneje negativno vplival prehod Kitajske na nižje stopnje rasti, ki so manj odvisne od spodbud s strani ekonomskih politik. Poleg tega države izvoznice surovin sicer okrevajo, vendar se še vedno soočajo z nujnostjo javnofinančne konsolidacije. Gledano v celoti se bo svetovna gospodarska aktivnost (brez euroobmočja) po projekcijah postopoma povečala s 3,8% v letu 2017 na 4,0% v letu 2018, nato pa se bo do leta 2020 zmanjšala na 3,7%. V primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami so bile napovedi svetovne rasti BDP v letih 2018 in 2019 popravljene navzdol za 0,1 odstotne točke. V letu 2018 je to posledica manj ugodnih podatkov na začetku leta za visoko razvita gospodarstva, v letu 2019 pa je odraz šibkejših gospodarskih obetov v nastajajočih tržnih gospodarstvih.

Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Junij 2018				Marec 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,8	4,0	3,9	3,7	3,8	4,1	3,9	3,7
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) ¹⁾	5,2	5,1	4,6	4,0	5,6	4,9	4,5	3,9
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja ²⁾	5,2	5,2	4,3	3,7	5,5	4,7	4,1	3,6

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

Kazalniki svetovne trgovinske menjave po visoki rasti v letu 2017 nakazujejo rahlo

upočasnitev v prvih mesecih letošnjega leta. Vseeno naj bi svetovno trgovinsko menjavo v bližnji prihodnosti spodbujalo nadaljevanje cikličnega zagona, kar bo odtehtalo neugodne posledice višjih tarif v ZDA in na Kitajskem. Ko bodo ciklične sile oslabele, pa naj bi se svetovna trgovinska menjava zmanjšala ter v srednjeročnem obdobju rasla približno v skladu z gospodarsko aktivnostjo. Rast zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja naj bi v letu 2018 znašala 5,2%, do leta 2020 pa naj bi se upočasnila na 3,7%. Medletna rast zunanjega povpraševanja je bila za leto 2018 v primerjavi z marčnimi projekcijami popravljena navzgor za 0,5 odstotne točke, in sicer zaradi učinka prenosa, ki izhaja iz popravka podatkov za zadnje četrtletje 2017 navzgor. S tem naj bi se izravnala rahlo šibkejša rast uvoza na začetku leta 2018. Rast zunanjega povpraševanja je bila

rahlo popravljena navzgor tudi za leti 2019 in 2020, in sicer predvsem zaradi pričakovanj o bolj trgovinsko intenzivni rasti v nekaterih srednje- in vzhodnoevropskih gospodarstvih.

Rast izvoza v države zunaj euroobmočja bo predvidoma zavirala pretekla apreciacija eura skupaj z upočasnjevanjem zunanjega povpraševanja.

Izvoz v države zunaj euroobmočja bo v prihodnjih četrletjih predvidoma rasel počasneje kot zunanje povpraševanje v euroobmočju, in sicer zaradi pretekle apreciacije eura, kar kaže na majhno nadaljnjo izgubo deleža na izvoznih trgih. Uvoz iz držav zunaj euroobmočja bosta predvidoma spodbujala pozitivno domače povpraševanje in v naslednjih nekaj četrletjih tudi močnejši euro. Ker se bo rast uvoza po projekcijah zmanjšala manj kot rast izvoza, bo prispevek neto menjave s tujino h gospodarski rasti v obdobju projekcij le rahlo pozitiven, potem ko je bil leta 2017 zelo pozitiven.

Rast zaposlenosti se bo predvidoma zmanjšala, saj bo pomanjkanje delovne sile v nekaterih državah postalo vse večji omejevalni dejavnik.

Število zaposlenih v euroobmočju se je v zadnjem četrletju 2017 povečalo za 0,3%, po ocenah pa je dodatno poraslo tudi v prvem četrletju letošnjega leta. Nedavna krepka rast zaposlenosti je bila zabeležena v številnih državah. Ankete, ki se nanašajo na prihodnja gibanja, kažejo na nadaljevanje trenda solidne rasti zaposlenosti tudi v bližnji prihodnosti. Kljub temu bo rast zaposlenosti po projekcijah izgubila nekaj zagona. Leta 2018 bo učinek nekaterih ugodnih začasnih dejavnikov (kot so javnofinančne spodbude v nekaterih državah euroobmočja) po pričakovanjih postopoma popustil, zaposlovanje v javnem sektorju v nekaterih državah pa se bo zmanjšalo. Zatem se bo pomanjkanje ponudbe delovne sile v nekaterih državah predvidoma povečalo.

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. Te pozitivne učinke pa naj bi v obdobju projekcij postopoma odtehtale neugodne posledice staranja prebivalstva, ker starejši delavci zapuščajo delovno silo v večjem številu, kot na trg dela vstopajo mladi, in ker starejši delavci beležijo nižjo stopnjo delovne aktivnosti (ta se bo po pričakovanjih vseeno nekoliko povečala).

Stopnja brezposelnosti bo leta 2020 po pričakovanjih upadla na 7,3%. Stopnja brezposelnosti je v prvem četrletju 2018 upadla na 8,6%, kar je najnižja raven od konca leta 2008 dalje. Projekcije za prihodnje obdobje kažejo, da se bo število brezposelnih še naprej znatno zniževalo in se približevalo najnižji točki pred krizo.

Rast produktivnosti dela se bo v skladu s ciklično dinamiko nadaljevala.

Produktivnost dela se je leta 2017 povečala za 0,9%. Rast produktivnosti dela na zaposleno osebo bo v obdobju projekcij večinoma vzdržna, k čemur bodo prispevali zgoraj omenjena upočasnitev rasti zaposlenosti, vse večja uporaba kapitala v kontekstu zmanjševanja neizkoriščenega gospodarskega potenciala, večje število opravljenih delovnih ur na zaposlenega in določena rast skupne factorske

produktivnosti. Predvidoma pa bo vseeno ostala rahlo pod predkrizno povprečno 1,0-odstotno stopnjo rasti.

Realna rast BDP bo v obdobju projekcij predvidoma ostala nad potencialno.

Potencialni proizvod je ob podpori večjega prispevka kapitala in skupne factorske produktivnosti v zadnjih letih po ocenah pridobil nekaj zagona. Potencialna rast, ki sicer še vedno zaostaja za dejansko realno rastjo BDP, bo ob koncu obdobja projekcij predvidoma dosegla stopnjo rasti, ki je rahlo nižja kot 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 letošnjimi marčnimi projekcijami je bila napoved realne rasti BDP za leto 2018 popravljena navzdol, za obdobje 2019–2020 pa ostaja v glavnem nespremenjena. Popravek navzdol za leto 2018 se nanaša predvsem na šibkejšo realno rast BDP v prvem četrtletju, kot je bila sprva pričakovana.

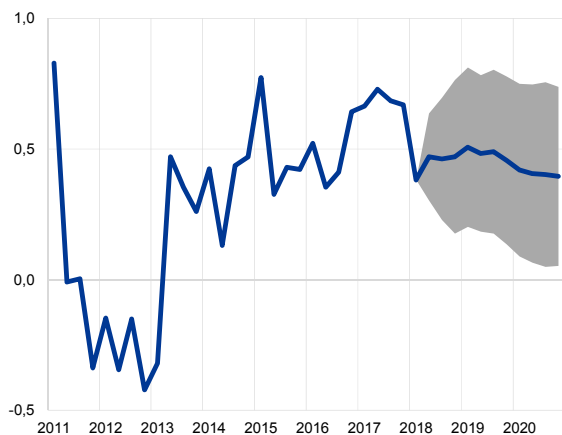
Graf 1

Makroekonomske projekcije¹⁾

(četrtletni podatki)

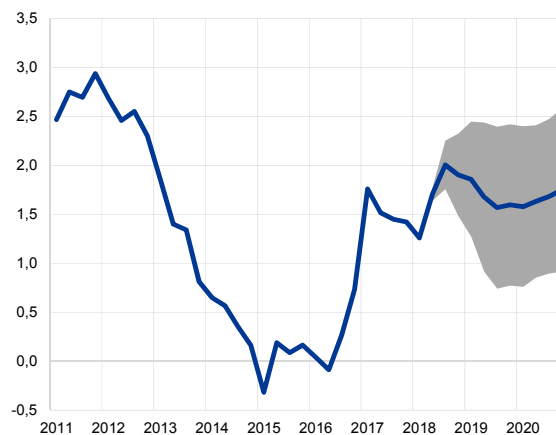
Realni BDP v euroobmočju²⁾

(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.

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

2

Cene in stroški

Inflacija, merjena z indeksom HICP, bo v vsakem letu obdobja projekcij predvidoma ostala nespremenjena na ravni 1,7%, saj nižanje rasti cen energentov izravnava postopno krepitev inflacije brez energentov in hrane.

Rast cen energentov bo zaradi močnih navzdol delujočih baznih učinkov od konca leta 2018 do sredine leta 2019 predvidoma začela strmo upadati, čeprav se bo zaradi nedavnega zvišanja cen nafte in nekaterih navzgor delujočih baznih učinkov v

prihodnjih mesecih okrepila. Zatem naj bi kljub določenim navzgor usmerjenim učinkom zaradi davkov na energente negativno prispevala k skupni inflaciji, kar bo posledica navzdol usločene krivulje naftnih terminskih pogodb. Za rast cen hrane je pričakovati, da bo v obdobju projekcij ostala pretežno nespremenjena na ravni približno 2,0%. Inflacija brez energentov in hrane se bo po projekcijah zvišala, ker omejitve na strani ponudbe postajajo vse večji omejevalni dejavnik. Tako naj bi vse večje presežno povpraševanje po delovni sili – pri čemer je ponudba delovne sile v nekaterih državah vse bolj omejena – spodbudilo rast plač, posledično večje zvišanje stroškov dela na enoto proizvoda pa bi se zaradi predvidoma nespremenjene rasti produktivnosti dela vsaj deloma moralo prenesti na cene. Določeni dodatni navzgor usmerjeni učinki na inflacijo brez energentov in hrane bodo po pričakovanjih izhajali iz zunanjih cenovnih gibanj, ker preteklo zvišanje cen nafte in predpostavljeno zvišanje cen primarnih surovin brez energentov neposredno vplivata na inflacijo v tej skupini. Inflacija brez energentov in hrane bo v letu 2020 po predvidevanjih postopno zrasla na 1,9%.

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 2020.⁵ 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. Glavno gonilo okrepljene rasti plač je pričakovano nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela v euroobmočju, pri čemer bo v nekaterih predelih euroobmočja opaziti vse večje presežno povpraševanje po delovni sili in izrazito omejeno ponudbo delovne sile. Izid nedavnih pogajanj o plačah v več državah euroobmočja nakazuje ugoden zagon rasti plač vzporedno s pojemanjem neizkoriščenega gospodarskega potenciala. 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 elemente preteklih cenovnih gibanj. Tudi dejavniki, povezani s krizo, ki so v preteklosti zaviralno vplivali na rast plač, denimo potreba po umirjanju plač, da bi se v nekaterih državah ponovno vzpostavila cenovna konkurenčnost, ter pritiski, ki so zavirali rast plač in so bili povezani z rigidnostjo nominalnih plač navzdol v času krize, bi morali postopoma popustiti, saj se gospodarska rast v državah euroobmočja pogloblja in širi. Prav tako je pričakovati, da bodo nekateri vladni ukrepi, ki so v preteklosti zavirali rast plač, postali manj relevantni.

Profitne marže v obdobju projekcij predvidoma ne bodo zviševale inflacijskih pritiskov. S krepitvijo rasti tako stroškov dela na enoto proizvoda kot tudi neto posrednih davkov na enoto proizvoda se bo po pričakovanjih predvsem proti koncu

⁵ 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. 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.

obdobja projekcij zmanjšala rast profitnih marž zaradi omejene moči podjetij pri oblikovanju cen.

Zunanji cenovni pritiski naj bi v obdobju projekcij ostali pozitivni, a naj bi se umirili. Uvozni deflator je v letu 2017 močno zrasel, kar je bila posledica preobrata pri cenah nafte in drugih primarnih surovin. V obdobju projekcij naj bi se gibanje uvoznih cen umirilo. To je posledica upadanja cen nafte in pretekle apreciacije eura, kar bo omejilo vpliv vse višjih cen primarnih surovin razen nafte in postopno vse večjih osnovnih svetovnih cenovnih pritiskov, povezanih s pojemanjem neizkoriščenega potenciala v svetovnem gospodarstvu.

V primerjavi z marčnimi projekcijami so bili inflacijski obeti za leti 2018 in 2019 občutno popravljeni navzgor. Precejšen popravek navzgor pri predpostavkah glede dolarskih cen nafte skupaj z depreciacijo eura v razmerju do dolarja nakazuje velik popravek navzgor pri kratkoročnih obetih za rast maloprodajnih cen energentov. Inflacija brez energentov in hrane je bila za leti 2019 in 2020 rahlo popravljena navzgor zaradi navzgor usmerjenih zakasnelih posrednih učinkov zvišanja cen nafte in majhnih popravkov navzgor pri rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega.

3 Javnofinančni obeti

Naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila leta 2018 po napovedih rahlo ekspanzivna, v obdobju 2019–2020 pa v povprečju večinoma nevtralna.

Naravnost javnofinančne politike se meri s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. K ekspanzivni naravnosti v letu 2018 prispeva predvsem zniževanje neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost ter predpostavljena bolj dinamična rast 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 zmernejšo rastjo državne potrošnje.

Tako javnofinančni primanjkljaj kot tudi stopnja javnega dolga naj bi se v obdobju projekcij zmanjševala. Javnofinančne projekcije v obravnavanem obdobju predpostavljajo postopno zmanjševanje javnofinančnega primanjkljaja predvsem zaradi izboljšanja ciklične komponente in znižanja plačil obresti, kar bo deloma odtehtalo blago poslabšanje ciklično prilagojenega primarnega salda. Razmerje med javnim dolgom in BDP se bo v obdobju projekcij predvidoma še naprej zmanjševalo, k čemur bosta prispevala ugodna razlika med ravnijo obrestnih mer in stopnjo rasti⁶ ter izboljšanje primarnega salda. V primerjavi z marčnimi projekcijami so se obeti glede primanjkljaja le malo spremenili, razmerje med javnim dolgom in BDP pa je bilo popravljenih rahlo navzgor, in sicer predvsem zaradi manj ugodne razlike med obrestnimi merami in stopnjo rasti.

⁶ Ta razlika se izračuna kot razlika med nominalno efektivno obrestno mero za dolg in nominalno stopnjo rasti BDP.

Okvir 3

Analiza občutljivosti

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

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 konec leta 2020 znašala približno 67 USD za sod. Dinamika, ki jo nakazujejo naftne terminske pogodbe, je skladna z močno rastjo svetovnega povpraševanja po nafti, tj. s scenarijem, po katerem svetovna gospodarska rast pridobiva zagon. Kar zadeva dejavnike na strani ponudbe, naftne terminske pogodbe verjetno kažejo tudi, da zaviralne učinke na cene nafte zaradi okrepljene proizvodnje nafte iz skrilavcev v ZDA deloma odtehtajo geopolitične napetosti in dogovor o zmanjšanju proizvodnje, ki so ga sklenile članice OPEC in nekatere proizvajalke nečlanice OPEC. Kombinacija alternativnih modelov, ki jih za napovedovanje cen nafte v obdobju projekcij uporabljajo strokovnjaki ECB,⁷ kaže, da bodo cene nafte višje, kot je predpostavljeno v tehničnih predpostavkah. Če bi se uresničila alternativna dinamika cen nafte, izpeljana iz teh modelov, in bi bile cene nafte do leta 2020 za 8,8% višje kot v osnovnem scenariju, bi to le neznatno zavrlo realno rast BDP (za manj kot 0,1 odstotne točke v letih 2019 in 2020), hkrati pa bolj pospešilo rast inflacije (ki bi se povečala za 0,1 odstotne točke v letu 2019 in 0,2 odstotne točke v letu 2020).

2) Alternativna tečajna gibanja

Ta analiza občutljivosti je namenjena preučevanju vpliva krepitve tečaja eura. Eden od virov tveganja apreciacije izhaja iz gospodarskega okrevanja v euroobmočju, ki bi bilo močnejše od pričakovanega in bi privedlo do navzgor usmerjenih inflacijskih pritiskov. Ta scenarij je skladen s porazdelitvijo do tveganja nevtralne gostote verjetnosti tečaja USD/EUR, kot izhaja iz opcij, na dan 22. maja 2018, ki se močno nagiba v smeri apreciacije eura. Apreciacija eura v razmerju do dolarja na raven 1,36 USD za euro v letu 2020, kar je 14,8% višje od predpostavke za omenjeno leto v osnovnem scenariju, se odraža v 75. centilu te porazdelitve. 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%. Po tem scenariju povprečje rezultatov iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov kaže na nižjo realno rast BDP (za 0,5 odstotne točke v letu 2019 in za 0,3 odstotne točke v letu 2020). Inflacija pa bi bila nižja za 0,5 odstotne točke tako v letu 2019 kot tudi v letu 2020.

⁷ Glej kombinacijo štirih modelov, predstavljeno v članku z naslovom »Forecasting the price of oil«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2015.

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 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)		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projekcije strokovnjakov Eurosistema	Junij 2018	2,1 [1,8–2,4]	1,9 [0,9–2,9]	1,7 [0,6–2,8]	1,7 [1,6–1,8]	1,7 [1,0–2,4]	1,7 [0,9–2,5]
Evropska komisija	Maj 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OECD	Maj 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Euro Zone Barometer	Maj 2018	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,8
Napovedi Consensus Economics	Maj 2018	2,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	April 2018	2,4	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
MDS	April 2018	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6	1,8

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (pomlad 2018); IMF World Economic Outlook (april 2018); OECD Economic Outlook (maj 2018); Consensus Economics Forecasts (februar 2018); številka za Consensus Economics, ki se nanaša na leto 2020, je vzeta iz ankete o dolgoročnih napovedih za april 2018; MJEconomics za Euro Zone Barometer (maj 2018); anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters) (april 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 2529-4822 (pdf)
Kataloška št. EU QB-CF-18-001-SL-N (pdf)