

MARČNE MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE STROKOVNJAKOV ECB ZA EUROOBMOČJE¹

1. OBETI V EUROOBMOČJU: SPLOŠEN PREGLED IN GLAVNI DEJAVNIKI

Gospodarsko okrevanje se je v drugi polovici leta 2014 postopno izboljševalo, v prihodnje pa naj bi več dejavnikov prispevalo k okrepitvi gospodarske aktivnosti v euroobmočju. Prvič, zaradi strmega upada cen nafte se bo znatno povečal realni razpoložljivi dohodek, gospodinjstva pa bodo predvidoma potrošila precejšen del dodatnega dohodka. Drugič, v obdobju projekcij bosta gospodarsko aktivnosti v euroobmočju čedalje bolj spodbujala postopna krepitev zunanjskega povpraševanja in deprecijacija eura.

V kratkoročnem in srednjeročnem obdobju bodo gospodarsko aktivnost precej spodbujali tudi nedavni ukrepi denarne politike, ki jih je sprejel Svet ECB. Na domače povpraševanje in zlasti investicije v osnovna sredstva naj bi ugodno vplivala spodbujevalno naravnana denarna politika in predvsem razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev, ki ga je uvedla ECB. Novejši nestandardni ukrepi denarne politike bodo zaradi vpliva na obrestne mere, tečaj eura in cene lastniških vrednostnih papirjev predvidoma podprli domače povpraševanje, njihov učinek pa se bo prenašal tudi prek drugih pomembnih finančnih kanalov (glej okvir 1).

V obdobju projekcij bodo gospodarsko aktivnost predvidoma podpirali tudi drugi domači dejavniki. Na domače povpraševanje naj bi ugodno vplivala določena ublažitev pogojev kreditiranja, kot nakazujejo nedavni rezultati ankete o bančnih posojilnih, ki kažejo neto ublažitev kreditnih standardov. Oslabili so tudi dejavniki zaviranja podjetniških investicij, ki izhajajo iz nujnosti razdolževanja v podjetjih. Naravnost fiskalne politike bo v obdobju projekcij predvidoma ostala nevtralna.

Neugodne posledice številnih drugih dejavnikov pa se bodo najverjetneje le postopoma zmanjševale. V nasprotju s podjetniškim sektorjem zasebna gospodinjstva in sektor širše države še niso dosegli znatnega preobrata v količinskih zadolženosti. Poleg tega bodo gibanja na trgu dela, ki se sicer izboljšujejo, še naprej v senci visokih stopenj brezposelnosti, zlasti v nekaterih državah v stiski. Obenem bodo investicijsko potrošnja še naprej zavirali zaskrbljenost glede dolgoročnega gospodarskega potenciala ter preostale obsežne proste zmogljivosti.

Povprečna realna rast BDP se bo tako po projekcijah okrepila z 0,9% v letu 2014 na 1,5% v letu 2015 ter nadalje na 1,9% v letu 2016 in 2,1% v letu 2017. Nasprotno bo dinamika potencialnega proizvoda po ocenah še naprej dokaj skromna, saj ostaja prispevek dela in kapitala šibek zaradi visoke strukturne brezposelnosti, medtem ko je za nami dolga faza šibkih investicij. To pomeni, da se bo ocenjena negativna proizvodna vrzel v obdobju projekcij zapirala.

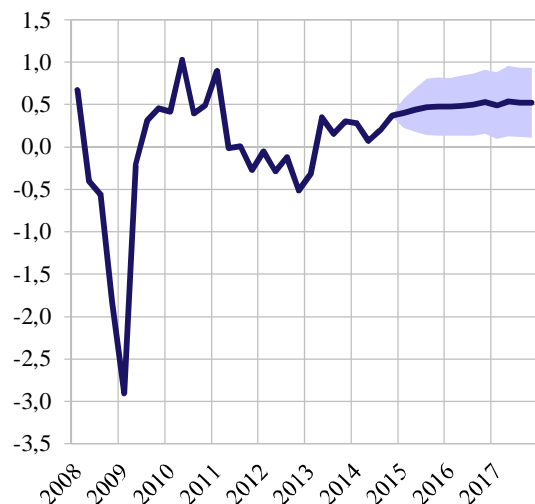
¹ Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB se uporabljajo kot eno od izhodišč za oceno Sveta ECB o gospodarskih gibanjih in tveganjih za stabilnost cen. Informacije o uporabljenih postopkih in tehnikah so na voljo v dokumentu »A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises«, ECB, junij 2001, ki je objavljen na spletni strani ECB. Presečni datum za podatke v teh projekcijah je 20. februar 2015. Tokratne makroekonomske projekcije zajemajo obdobje 2015–2017. Projekcije za tako dolg časovni razpon so povezane z zelo veliko negotovostjo, kar je treba upoštevati pri njihovi interpretaciji. Glej članek z naslovom »An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections«, Monthly Bulletin, ECB, maj 2013.

Graf 1 Makroekonomske projekcije¹⁾

(četrtni podatki)

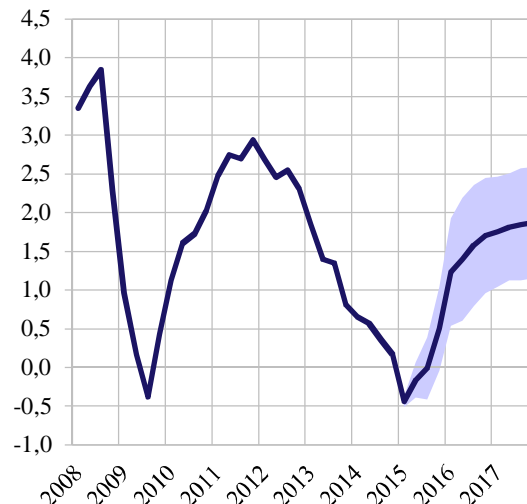
Realni BDP v euroobmočju²⁾

(medčetrtnetne 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 spletni strani ECB.

2) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

Predvsem zaradi padca cen nafte je bila inflacija, merjena z indeksom HICP, v zadnjih mesecih negativna. Močan padec cene nafte v ameriških dolarjih je le deloma odtehtal nižji tečaj eura. Inflacija v drugih skupinah indeksa HICP se je v zadnjih mesecih ravno tako rahlo znižala.

Po projekcijah bo inflacija v letu 2015 v povprečju znašala 0%, nato pa naj bi se v letu 2016 dvignila na 1,5% in v letu 2017 na 1,8%. Nizka inflacija v letu 2015 je posledica velikega negativnega prispevka cen energentov. Proti koncu leta 2015 naj bi se cenovni pritiski na upadanje skupne inflacije s strani cen energentov umirili, ko bo preteklo znižanje cen energentov postopno izpadlo iz medletne stopnje rasti, cene nafte pa se bodo v obdobju projekcij predvidoma zvišale v skladu z navzgor obrnjeno krivuljo cen naftnih terminskih pogodb. Zaradi teh dejavnikov bodo cene energentov v letih 2016 in 2017 predvidoma pozitivno prispevale k skupni inflaciji.

Medtem ko je mogoče velik del nihanja inflacije od leta 2015 do leta 2016 pojasniti s preobratom v cenah energentov, pa se bo po projekcijah zvišala tudi inflacija brez energentov, ko bo gospodarstvo okrevalo. K temu bo prispevalo pričakovano precejšnje zapiranje negativne proizvodne vrzeli, kar se bo po drugi strani pokazalo v višji rasti profitnih marž in sredstev za zaposlene. K zvišanju inflacije brez energentov bodo predvidoma prispevali tudi vse višje cene primarnih surovin brez energentov, posredni učinki višjih cen nafte in zapoznel vpliv šibkejšega tečaja eura.

Okvir 1

VKLJUČITEV NEDAVNIH NESTANDARDNIH UKREPOV DENARNE POLITIKE V PROJEKCIJE

Od presečnega datuma v decembrskih projekcijah smo bili na področju nestandardnih ukrepov ECB priča dvema novima dogajanjem. Prvič, v drugi ciljno usmerjeni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja je bilo 11. decembra 2014 dodeljenih približno 130 milijard EUR, tako da je kumulativna udeležba v dveh začetnih avkcijah, v katerih so bile banke upravičene do izposoje začetnega obsega

sredstev, znašala približno 212 milijard EUR. Načrtovanih je še šest ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja. Drugič, Svet ECB je 22. januarja 2015 sklenil uvesti program nakupa vrednostnih papirjev, ki vključuje tudi obstoječa programa nakupov listinjenih vrednostnih papirjev in kritih obveznic. Skupaj bodo nakupi vrednostnih papirjev znašali 60 milijard EUR na mesec. Te operacije se bodo predvidoma izvajale do septembra 2016 oziroma vse dokler se gibanje inflacije trajno ne približa cilju doseganja stopnje inflacije v srednjeročnem obdobju, ki je pod 2%, vendar blizu te meje.

To je spodbudilo razmislek o pristopu, ki smo ga na splošno uporabljali v preteklih projekcijah, saj bi bilo treba upoštevati tudi vpliv nestandardnih ukrepov denarne politike na makroekonomske obete. V preteklosti je pristop temeljil na tem, da se je makroekonomski učinek nestandardnih ukrepov denarne politike vključil samo v toliko, kolikor so ti že vplivali na tržne tehnične finančne predpostavke (glej okvir 3 o širšem ozadju), kot so izpeljane z uporabo standardnega modelskega okvira v projekcijah na presečni datum. S tem pristopom tvegamo, da spregledamo transmisijske kanale, ki jih standardni modelski okvir ne zajame v celoti. Vseeno je bil takšen pristop ocenjen kot primeren zaradi negotovosti glede obsega centralnobačne likvidnosti, ki so jo ustvarili nestandardni ukrepi denarne politike. V luči novjših dogajanj na področju denarne politike pa je sedaj na voljo več informacij o verjetnem obsegu centralnobačne likvidnosti, ustvarjene s temi ukrepi. To nam omogoča natančnejšo oceno vpliva, ki ga imajo ti ukrepi na makroekonomske obete.

Pristop iz prejšnjih projekcij je bil tako dopolnjen s tem, da je v sedanje projekcije vključen tudi dodatni učinek teh ukrepov, ki delujejo prek finančnih transmisijskih kanalov, kot so kanal uravnoteženja portfeljev, določeni kanali pričakovanja in povratni učinki med finančnimi trgi in realnim gospodarstvom. Takšni kanali običajno niso zajeti v standardnem modelskem okviru, ki se uporablja pri projekcijah. Vpliv, ki ga imajo dodatni finančni transmisijski kanali na makroekonomske obete, je bil ocenjen na podlagi ekonometričnih orodij, ki s pomočjo modelov eksplicitno upoštevajo takšne kanale. Zaradi tega letošnje marčne projekcije vključujejo celovitejšo oceno učinka na makroekonomske obete, ki izhaja iz nestandardnih ukrepov denarne politike.

2. REALNO GOSPODARSTVO

Glavno gonilo krepitve gospodarske aktivnosti bo predvidoma še naprej rast izdatkov za zasebno potrošnjo. Zasebna potrošnja je tekom leta 2014 pridobivala zagon, saj je nanjo ugodno vplivala rast realnega razpoložljivega dohodka zaradi višjih dohodkov od dela in drugih dohodkov ter zaradi vse nižjih cen energentov. Ti dejavniki naj bi spodbujali rast realnega razpoložljivega dohodka tudi v bližnji prihodnosti. Poleg tega naj bi se dohodki od dela krepili tudi zaradi vse višje rasti zaposlenosti in čedalje večje rasti plač, obenem pa naj bi porasli tudi drugi osebni dohodki, ko bo gospodarstvo na splošno okrevalo. Zasebno potrošnjo bodo predvidoma spodbujali tudi povečanje neto premoženja gospodinjestev – zaradi dviga cen finančnega premoženja v letu 2015 ter nadaljnega izboljšanja razmer na stanovanjskih trgih v obdobju 2016–2017 – nizki stroški financiranja in ugodnejši pogoji financiranja, k čemur je znatno prispeval program nakupa vrednostnih papirjev, ter krepitev posojilne dinamike v sektorju gospodinjestev. Gledano v celoti bo medletna rast zasebne potrošnje v obdobju projekcij v povprečju predvidoma znašala 1,7%.

Stopnja varčevanja se bo po pričakovanjih gibala v obliki grbine. Začetnemu povečanju stopnje varčevanja v letu 2015 bo predvidoma sledilo zmanjšanje. To je približno v skladu s tem, da se velik delež dodatnega dohodka, ki je posledica nižjih cen nafte, sprva prelije v varčevanje. Poleg takšnega začasnega vpliva bo skupaj z dejavniki z nasprotnim učinkom raven povprečne stopnje varčevanja ostala v glavnem nespremenjena. Po drugi strani zelo nizke stopnje donosa ponavadi slabijo varčevanje, medtem ko bi lahko izboljšanje zaupanja potrošnikov skupaj s postopnim upadanjem brezposelnosti oslabilo previdnostno varčevanje. Poleg tega bi se lahko gospodinjestva lotila večjih nakupov, ki so jih prej odlagala, tako da bi se stopnja varčevanja zmanjšala. Po drugi strani bodo pritiski na rast varčevanja predvidoma izhajali iz nujnosti razdolževanja, saj ostaja stopnja zadolženosti gospodinjestev – izražena kot delež nominalnega razpoložljivega dohodka – približno nespremenjena.

Obeti glede stanovanjskih investicij se bodo najverjetneje postopno izboljševali. Zmerno okrevanje se pričakuje od leta 2015 dalje, k čemur bodo prispevale zelo nizke obrestne mere za hipotekarna posojila

v večini držav, ublažitev pogojev financiranja ob znatni podpori programa nakupov vrednostnih papirjev, večji obseg posojil gospodinjstvom ter vse višja rast razpoložljivega dohodka. Ko se bo najmanj prilagoditev na stanovanjskem trgu v nekaterih državah zmanjšala, naj bi stanovanjske investicije pridobile zagon. Napoved o postopnem okrevanju stanovanjskih investicij velja za večino držav, čeprav bi bila lahko dinamika v nekaterih državah oslabiljena zaradi visokih ravni zadolženosti gospodinjstev. Toda neugodna demografska gibanja naj bi v nekaterih državah proti koncu obdobja projekcij začela zavirati aktivnost na stanovanjskem trgu.

Okrevanje podjetniških investicij bo pridobilo zagon. Podjetniške investicije so tekom leta 2014 še naprej beležile le skromno okrevanje, saj so jih zavirale obsežne proste zmogljivosti in preostale omejitve v ponudbi kreditov v nekaterih državah. Ko bodo neugodne posledice teh dejavnikov oslabile, naj bi k povečanju investicijskih odhodkov prispevali okrepitev domačega in zunanega povpraševanja, nujnost posodobitve osnovnega kapitala po več letih upočasnjenega investiranja, spodbujevalno naravnana denarna politika ob podpori nedavnih nestandardnih ukrepov denarne politike in zlasti programa nakupov vrednostnih papirjev, ter okrepitev profitnih marž. Poleg tega so se splošni pritiski na razdolževanje podjetij v euroobmočju leta 2014 umirili in naj bi v obdobju napovedi manj omejevali podjetniške investicije kot v preteklosti. Vseeno ostaja raven zadolženosti podjetij v nekaterih državah visoka, kar bo preprečevalo še močnejšo pospešitev podjetniških investicij.

Zunanje povpraševanje se bo po projekcijah zmerno povečalo, ko bo svetovna gospodarska aktivnost okrevala (glej okvir 2), kar bo spodbudilo izvoz v države zunaj euroobmočja. Zunanje povpraševanje se bo v obdobju projekcij predvidoma okrepilo, čeprav z razlikami med državami, pri čemer bodo nekatere države euroobmočja bolj prizadete kot druge zaradi njihove izpostavljenosti Rusiji in Skupnosti neodvisnih držav. Obenem se bo delež na izvoznih trgih predvidoma nekoliko povečal zaradi izboljšanja konkurenčnosti. Zaradi krepitve skupnega povpraševanja v euroobmočju naj bi se uvoz iz držav zunaj euroobmočja postopno povečeval. Gledano v celoti bo neto izvoz po projekcijah pozitivno prispeval k realni rasti BDP, čeprav bo prispevek skromen. Ob določenem poslabšanju trgovinske bilance se bo presežek na tekočem računu verjetno nekoliko zmanjšal in leta 2017 znašal 2,4% BDP.

Okvir 2

MEDNARODNO OKOLJE

Svetovno gospodarstvo ostaja na poti postopnega okrevanja. Realna rast svetovnega BDP (brez euroobmočja) se bo v obdobju projekcij predvidoma okrepila, tako da se bo s 3,6% v letu 2014 povečala na 3,8% v letu 2015 in na dobrih 4% v obdobju 2016–2017. Svetovni kazalniki in razpoložljivi podatki po državah kažejo na umiritev rasti ob koncu leta 2014, vendar naj bi gospodarska aktivnost ostala relativno močna.

V prihodnje naj bi svetovna gospodarska aktivnost še naprej postopno okrevala. Svetovne obete določajo številni spodbujevalni dejavniki, med katerimi so (i) precejšen padec cen nafte, ki je predvsem posledica dejavnikov na strani ponudbe ter naj bi na splošno pozitivno vplival na svetovno gospodarsko aktivnost, ter (ii) sedanje vzdržno okrevanje in zelo dobri obeti v ZDA. Vseeno so prisotni tudi nekateri neugodni dejavniki, kot so (i) neugodne posledice za rusko gospodarstvo, ki izhajajo iz dvojnega šoka zaradi gospodarskih sankcij in padca cen nafte, (ii) ostra gibanja na deviznih trgih, ki so deloma posledica vse večjega razhajanja med denarnimi politikami, ter (iii) nezadovoljiva gospodarska rast v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih, zaradi česar je bila njihova potencialna rast popravljena navzdol.

Zaradi dejavnikov, ki določajo prihodnja svetovna gospodarska gibanja, svetovno gospodarsko okrevanje zaznamujejo neenaka gibanja tako med razvitimi kot tudi med nastajajočimi tržnimi gospodarstvi. Na visoko razvita gospodarstva bo še naprej ugodno vplivala slabitev zaviralnih dejavnikov, vključno z manjšim razdolževanjem, umirjanjem obdavčenja in izboljševanjem razmer na trgu dela, medtem ko bodo nerešeni strukturni izzivi in zaostrovanje finančnih pogojev še naprej hromili rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih.

Svetovna trgovinska menjava je po šibkem prvem polletju v drugi polovici leta 2014 pridobila zagon. Predvidoma se bo v obdobju projekcij še povečala, čeprav zelo zmerno, pri čemer bo elastičnost

na gospodarsko aktivnost ostala manjša kot v predkriznem obdobju. Rast svetovne trgovinske menjave (brez euroobmočja) se bo po projekcijah povečala z 2,9% v letu 2014 na 5,4% v letu 2017.

Zaradi nasprotujočih se vplivov sta ostala svetovna gospodarska aktivnost in zunanje povpraševanje za leti 2015 in 2016 praktično brez popravkov v primerjavi s projekcijami iz decembra 2014.

Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Marec 2015				December 2014			Popravek od decembra 2014		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,6	3,8	4,2	4,1	3,6	4,0	4,2	0,0	-0,2	-0,1
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) ¹⁾	2,9	3,9	5,1	5,4	2,7	3,9	5,2	0,2	0,0	-0,1
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja ²⁾	2,8	3,2	4,7	5,1	2,3	3,4	4,9	0,5	-0,1	-0,2

Opomba: Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil.

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

Razmere na trgih dela v euroobmočju se bodo v obdobju projekcij predvidoma izboljšale. Zaposlenost se je tekom leta 2014 še naprej izboljševala, saj se rasla precej hitreje, kot bi bilo mogoče sklepati iz dolgoročne elastičnosti zaposlenosti na skupno gospodarsko aktivnost, kar je verjetno pozitivna posledica preteklega umirjanja plač in reform na trgu dela. Po ocenah se število zaposlenih še naprej izboljšuje. Relativno glede na gospodarsko aktivnost bo okrevanje zaposlenosti še posebno izrazito v državah, ki so izvedle reforme na trgu dela. Število opravljenih delovnih ur na zaposlenega se bo predvidoma nekoliko povečalo kot odraz ciklične dinamike v nekaterih državah in nastanka ozkih grl v ponudbi dela v drugih.

Stopnja brezposelnosti se bo predvidoma še znižala. Število brezposelnih naj bi se v obdobju projekcij zmanjšalo za približno 2,7 milijona in doseglo najnižjo raven od sredine leta 2009 dalje. Zmanjšanje naj bi bilo posledica naraščanja zaposlenosti (4,2 milijona več zaposlenih), s čimer se znižuje brezposelnost, vendar naj bi takšno gibanje deloma odtehtal večji obseg delovne sile. Stopnja brezposelnosti se bo predvidoma znižala z 11,6% v letu 2014 na 9,9% v letu 2017.

Od projekcij, objavljenih decembra 2014, je bila napovedana gospodarska rast znatno popravljena navzgor. Poleg pozitivnejšega učinka prenosa zaradi višje realne rasti BDP od pričakovane v zadnjem četrtletju 2014, je popravek navzgor v veliki meri posledica ugodnega vpliva nižjih cen nafte, šibkejšega efektivnega tečaja eura ter nedavnih nestandardnih ukrepov denarne politike.

Okvir 3

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

V primerjavi z decembrskimi projekcijami vključujejo spremembe v tehničnih predpostavkah precej nižje dolarske cene nafte in primarnih surovin brez energentov, znižanje efektivnega tečaja eura ter nižje dolgoročne obrestne mere v euroobmočju.

Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 11. februarja 2015. 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 0,1% v letih 2015 in 2016 ter 0,2% v letu 2017. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja kažejo na povprečno raven v višini 1,2% v letu 2015, 1,4% v letu 2016 in 1,6% v letu

2017.¹ Glede na gibanje terminskih tržnih obrestnih mer in ob postopnem prenosu sprememb tržnih obrestnih mer na posojilne obrestne mere se pričakuje, da se bodo skupne bančne obrestne mere za posojila nefinančnemu zasebnemu sektorju euroobmočja v letu 2015 nekoliko znižale, zatem pa naj bi se tekom leta 2016 in 2017 rahlo povečale. Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (11. februar) predpostavlja, da bo cena surove nafte Brent, ki je leta 2014 znašala 99,3 USD za sod, v letu 2015 upadla na 58,5 USD, v letu 2016 pa naj bi se zvišala na 66,8 USD in v letu 2017 na 70,7 USD. Za cene drugih primarnih surovin razen energentov v ameriških dolarjih se predpostavlja, da se bodo v letu 2015 precej znižale, v letih 2016 in 2017 pa zvišale.² 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 11. februarja. To pomeni, da bo devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom v letu 2015 na ravni 1,14 USD za euro, v letih 2016 in 2017 pa 1,13 USD za euro.

Tehnične predpostavke

	Marec 2015				December 2014			Popravek od decembra 2014 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Cene nafte (v USD/sod)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Cene primarnih surovin brez energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
Devizni tečaj EUR/USD	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Nominalni efektivni tečaj eura (EDT-19) (medletne spremembe v odstotkih)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

1) Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil ter so pri ravneh izraženi v odstotkih, pri stopnjah rasti kot razlika, pri obrestnih merah in donosnosti obveznic pa v odstotnih točkah.

- 1 Predpostavka o nominalni donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju temelji na tehtanem povprečju donosnosti 10-letnih referenčnih obveznic posameznih držav, tehtano z letnim BDP ter dopolnjeno s prihodnjim gibanjem donosnosti, kot izhaja iz 10-letne nominalne donosnosti vseh obveznic v euroobmočju, ki jo izračunava ECB, pri čemer se začetno razhajanje med tema dvema serijama ohranja konstantno v celotnem obdobju projekcij. Predpostavlja se, da bodo razmiki med donosnostjo državnih obveznic posameznih držav in primerljivim povprečjem za euroobmočje v obdobju projekcij konstantni.
- 2 Predpostavke o cenah nafte in prehrabnih surovin temeljijo na terminskih cenah do konca obdobja projekcij. Za cene drugih primarnih surovin brez energentov se predpostavlja, da bodo sledile cenam terminskih pogodb do prvega četrletja 2016, potem pa naj bi se gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo. Projekcije cen pri kmetijskih proizvajalcih v EU (v eurih), ki se uporabljajo za napovedovanje potrošniških cen hrane, temeljijo na ekonometričnem modelu, ki upošteva gibanja mednarodnih cen prehrabnih surovin.

3. CENE IN STROŠKI

Pri dinamiki inflacije v euroobmočju bodo imeli cene primarnih surovin in tečajna gibanja v obdobju projekcij pomembno vlogo. Nedaven strm upad cen surove nafte naj bi imel leta 2015 velik učinek na znižanje inflacije, merjene s cenami energentov, kar naj bi le v manjši meri ublažila nedavna depreciacija eura. Pritiske na zmanjšanje inflacije cen življenjskih potrebščin v euroobmočju prek uvoznih cen povzročajo tudi umirjena gibanja cen drugih primarnih surovin brez energentov. Od leta 2016 dalje bodo zunanja cenovna gibanja po ocenah povzročala pritiske na rast inflacije v euroobmočju. Velik preobrat inflacije v letu 2016 je mogoče v precejšnji meri pojasniti s slabitvijo navzdol delujočega preteklega upada cen nafte ter z navzgor delujočo rastjo cen nafte, ki naj bi vztrajala tudi v letu 2017 zaradi navzgor obrnjene krivulje cen naftnih terminskih pogodb. Poleg tega bodo naraščanje cen primarnih surovin brez energentov, krepitev svetovnega povpraševanja in zapoznili učinek nedavne depreciacije eura verjetno povzročili precejšnje zvišanje uvoznega deflatorja v letih 2015 in 2016.

Tabela 1 Makroekonomske projekcije za euroobmočje¹⁾

(medletne spremembe v odstotkih)

	Marec 2015				December 2014			Popravek od decembra 2014 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realni BDP ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	0,1	0,5	0,4
		[1,1 – 1,9] ⁴⁾	[0,8 – 3,0] ⁴⁾	[0,9 – 3,3] ⁴⁾	[0,7 – 0,9] ⁴⁾	[0,4 – 1,6] ⁴⁾	[0,4 – 2,6] ⁴⁾			
Zasebna potrošnja	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Državna potrošnja	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Bruto investicije v osnovna sredstva	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Izvoz ⁵⁾	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Uvoz ⁵⁾	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Zaposlenost	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
HICP	0,4	0,0	1,5	1,8	0,5	0,7	1,3	0,0	-0,8	0,2
		[-0,3 – 0,3] ⁴⁾	[0,8 – 2,2] ⁴⁾	[1,0 – 2,6] ⁴⁾	[0,5 – 0,5] ⁴⁾	[0,2 – 1,2] ⁴⁾	[0,6 – 2,0] ⁴⁾			
HICP brez energentov	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
HICP brez energentov in hrane	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih ⁶⁾	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Stroški dela na enoto proizvoda	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Produktivnost dela	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) ⁷⁾	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

1) Podatki se nanašajo na euroobmočje, ki vključuje Litvo, z izjemo podatkov o HICP za leto 2014. Povprečna medletna odstotna sprememba HICP za leto 2015 temelji na sestavi euroobmočja, ki Litvo vključuje že v letu 2014.

2) Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil.

3) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

4) 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 spletni strani ECB.

5) Vključuje trgovinsko menjavo znotraj euroobmočja.

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

7) Izračunano kot proračunski saldo brez prehodnih učinkov gospodarskega cikla in časovnih 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 prilaganje proračunskega salda«, Mesečni bilten, ECB, marec 2012, in v okvirju z naslovom »Strukturni saldo kot indikator temeljnega fiskalnega položaja«, Mesečni bilten, ECB, september 2014.

Z izboljševanjem razmer na trgu dela in zmanjševanjem neizkoriščenega gospodarskega potenciala se bodo domači cenovni pritiski v obdobju projekcij povečali. Sedanja rast zaposlenosti in določeno znižanje stopnje brezposelnosti bosta predvidoma spodbujala postopno krepitev rasti sredstev za zaposlene (z 1,5% v letu 2014 na 2,3% v letu 2017), pri čemer bosta še višje povečanje preprečevala visoka raven brezposelnosti in nadaljnje prilagajanje stroškovne konkurenčnosti. Obenem bodo sekundarni učinki, ki izhajajo iz strmega upada cen nafte in zavirajo rast plač, predvidoma omejeni. To se pričakuje glede na to, da je gibanje plač navzdol togo, in zato, ker bo vpliv sistemov samodejne

indeksacije plač predvidoma majhen, saj takšni sistemi prispevajo predvsem k rasti plač ter so bili v številnih državah začasno zamrznjeni ali precej omejeni.

Profitne marže (merjene kot razlika med deflatorjem BDP po faktorskih stroških in rastjo stroškov dela na enoto proizvoda) se bodo v obdobju projekcij predvidoma povečale, ko bo okrevanje gospodarstva pridobilo zagon. Po pričakovanjih bo to glavno gonilo rasti domačih stroškovnih pritiskov. Po pričakovanem manjšem zmanjšanju v letu 2015 se bodo profitne marže v preostalem obdobju projekcij verjetno zvišale, ko se bo produktivnost znatno povečala in gospodarska aktivnost okrepila.

V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bila projekcija inflacije za leto 2015 precej popravljena navzdol, vendar je bila za leto 2016 rahlo popravljena navzgor. Skupna inflacija za leto 2015 je bila v primerjavi s prejšnjimi projekcijami popravljena navzdol za 0,8 odstotne točke. To je predvsem posledica nižjih dolarskih cen nafte od prejšnjih predpostavk, kar je le v manjši meri odtehtal nižji tečaj eura do ameriškega dolarja. HICP brez cen energentov je bil za leto 2015 popravljeno navzdol za 0,2 odstotne točke, kar je povezano s preteklimi napakami v napovedih in je med drugim tudi odraz dejavnikov, kot so posredni učinki nižjih cen nafte na cene blaga in storitev. Za leto 2016 je bila inflacija popravljena navzgor za 0,2 odstotne točke. Popravek navzgor je posledica ugodnejših gospodarskih obetov, zapoznelih učinkov nižjega tečaja eura ter bolj strme krivulje cen naftnih terminskih pogodb. K popravku inflacije navzgor so prispevali novejši nestandardni ukrepi denarne politike, zlasti program nakupa vrednostnih papirjev, ki delujejo prek različnih kanalov.

4. JAVNOFINANČNI OBETI

Naravnost fiskalne politike, merjena s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda, bo v obdobju projekcij približno nevtralna. To odraža zmerno rast javnofinančnih odhodkov v razmerju do trendne rasti BDP, kar bo predvidoma približno odtehtalo znižanje davkov v nekaterih državah. Pozitiven vpliv samodejnih fiskalnih stabilizatorjev na domače povpraševanje bo sčasoma oslabil, ko bo gospodarstvo okrevalo.²

Javnofinančni primanjkljaj in stopnja dolga se bosta v obdobju projekcij predvidoma postopno zmanjševala. K zmanjšanju deleža javnofinančnega primanjkljaja v BDP bo prispevalo ciklično izboljševanje gospodarstva v euroobmočju. Strukturni proračunski saldo se bo v obdobju projekcij predvidoma rahlo izboljšal predvsem po zaslugi manjšega plačila obresti zaradi znižanja implicitne obrestne mere. Javni dolg v razmerju do BDP bo po projekcijah dosegel višek v letu 2014 in se v obdobju napovedi začel zmanjševati zaradi izboljševanja proračunskega salda, krepitve gospodarske rasti in nizkih obrestnih mer.

V primerjavi z decembrskimi projekcijami so se javnofinančni obeti izboljšali. Ker ni na voljo pomembnejših novih informacij o javnofinančnih politikah, je bil proračunski saldo rahlo popravljen predvsem zaradi izboljšanih makroekonomskih obetov in nižjih obresti, ki izhajajo iz nadaljnega zmanjšanja stroškov zadolževanja države. Izboljšali so se tudi obeti glede javnega dolga zaradi ugodnega popravka razmika v obrestnih merah in v manjši meri zaradi primarnega salda.

Okvir 4

ANALIZA OBČUTLJIVOSTI

Projekcije so močno odvisne od tehničnih predpostavk v zvezi z gibanjem nekaterih ključnih spremenljivk. Ker lahko nekatere od teh spremenljivk precej vplivajo na projekcije za euroobmočje, je

² V javnofinančnih predpostavkah so upoštevane informacije iz proračunske zakonodaje za leto 2015 ter iz nacionalnih srednjeročnih proračunskih načrtov, ki so bili na voljo 20. februarja 2015. Vključujejo vse ukrepe politik, ki so jih nacionalni parlamenti že odobrili oziroma so jih vlade že dovolj podrobno opredelile in bodo verjetno tudi sprejeti.

občutljivost projekcij na drugačna gibanja temeljnih predpostavk lahko v pomoč pri analizi tveganj, s katerimi so povezane projekcije. Ta okvir obravnava negotovost glede cen nafte in deviznega tečaja ter občutljivost projekcij na te spremenljivke.

1) Drugačna gibanja cen nafte

Tehnične predpostavke predvidevajo zvišanje cen nafte v obdobju projekcij. To je skladno z okrevaljem svetovnega povpraševanja po nafti, ko bo svetovno gospodarstvo pridobilo zagon, medtem ko se bo ponudba nafte rahlo zmanjšala zaradi premajhnih investicij in izgub naftnih zmogljivosti v nekaterih državah proizvajalkah nafte.

Po alternativnem scenariju pa bi lahko cene nafte v celotnem obdobju projekcij ostale približno na sedanji ravni in se tako vse bolj oddaljevale od osnovnih predpostavk o cenah nafte. Takšno gibanje bi bilo skladno s trenutno veliko ponudbo nafte in umirjenim okrevaljem svetovnega povpraševanja. S pomočjo makroekonomskih modelov strokovnjakov ECB je bilo ocenjeno, da bi bila ob stagnaciji cen nafte inflacija v euroobmočju za približno 0,1 do 0,2 odstotne točke pod osnovno projekcijo za leto 2015 in za 0,3 do 0,6 odstotne točke pod osnovno projekcijo za leto 2016. Leta 2017 naj bi bila inflacija približno 0,2 do 0,3 odstotne točke pod osnovno projekcijo. Hkrati bi drugačno gibanje cene nafte spodbudilo realno rast BDP za približno 0,1 do 0,2 odstotne točke v letu 2016 kot tudi v letu 2017.

2) Drugačna tečajna gibanja

Medtem ko je v osnovni projekciji predviden nespremenjen efektivni tečaj eura do konca obdobja, je mogoč tudi scenarij, po katerem bi prišlo do dodatne depreciacije eura zaradi razhajanja gospodarskih obetov v euroobmočju in ZDA. Takšen scenarij bi bil skladen s pričakovanjem o nadaljnjem razhajanju naravnosti denarne politike v teh dveh gospodarstvih. Drugačno gibanje eura, kar pomeni dodatno depreciacijo, je izpeljano iz 25. centila porazdelitve vseh možnih napovedi tečaja EUR/USD, impliciranih z opcijami in neobčutljivih na tveganja, na dan 12. februarja 2015. To gibanje implicira postopno depreciacijo eura do ameriškega dolarja na raven 1,04 v letu 2017, kar je za 8,8% pod osnovno predpostavko za to leto. Pripadajoče predpostavke o nominalnem efektivnem tečaju eura so skladne z zgodovinskimi vzorci, pri čemer spremembe v tečaju USD/EUR odražajo spremembe v efektivnem tečaju z elastičnostjo okrog 52%. To bi povzročilo postopno razhajanje efektivnega tečaja eura od osnovne projekcije, tako da bi v letu 2017 tečaj dosegel raven, ki je za 4,8% pod osnovno projekcijo. Po tem scenariju rezultati iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov ECB kažejo na višjo realno rast BDP (za 0,1–0,3 odstotne točke) in višjo inflacijo (za 0,1–0,4 odstotne točke) v letih 2015, 2016 in 2017.

Okvir 5

NAPOVEDI DRUGIH INSTITUCIJ

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

Primerjava napovedi realne rasti BDP in inflacije za euroobmočje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Datum objave	Rast BDP			Inflacija (HICP)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projekcije strokovnjakov ECB	Marec 2015	1,5	1,9	2,1	0,0	1,5	1,8
		[1,1 – 1,9]	[0,8 – 3,0]	[0,9 – 3,3]	-0,3 – 0,3	[0,8 – 2,2]	[1,0 – 2,6]
Evropska komisija	Februar 2015	1,3	1,9	-	-0,1	1,3	-
OECD	November 2014	1,1	1,7	-	0,6	1,0	-
Euro Zone Barometer	Februar 2015	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Napovedi Consensus Economics	Februar 2015	1,2	1,6	-	-0,1	1,1	-
Survey of Professional Forecasters	Februar 2015	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
MDS	Januar 2015	1,2	1,4	-	0,9	1,2	-

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (zima 2015); IMF World Economic Outlook Update (januar 2015) za realno rast BDP; IMF World Economic Outlook (oktober 2014); OECD Economic Outlook (november 2014); napovedi Consensus Economics; MJEconomics; anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters).

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

Po trenutno razpoložljivih napovedih drugih institucij so projekcije realne rasti BDP in inflacije v euroobmočju podobne ali nekoliko nižje od projekcij strokovnjakov ECB.

© Evropska centralna banka, 2015

Naslov: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt na Majni, Nemčija

Poštni naslov: 60640 Frankfurt na Majni, Nemčija

Telefon: +49 69 1344 0

Faks: +49 69 1344 6000

Spletna stran: <http://www.ecb.europa.eu>

Vse pravice so pridržane.

Razmnoževanje v izobraževalne in nekomercialne namene je dovoljeno pod pogojem, da je naveden vir.