



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

## DECEMBRSKE MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE STROKOVNJAKOV EUROSISTEMA ZA EUROOBMOČJE<sup>1</sup>

*Gospodarska aktivnost je bila šibkejša, kot se je pričakovalo v začetku leta, k čemur je največ prispevala nepričakovano nizka rast naložb in izvoza. Sedanja faza skromne rasti se bo po projekcijah nadaljevala tudi v letu 2015. Vseeno bo tekom leta 2015 po pričakovanjih v ospredje prišla vrsta ugodnih zunanjih in domačih dejavnikov, kot so zelo spodbujevalno naravnana denarna politika v euroobmočju, ki jo dodatno podpirajo junija in septembra 2014 sprejeti standardni in nestandardni ukrepi, tako da se bo rast realnega BDP predvidoma nekoliko pospešila. Po projekcijah se bo realni BDP v letu 2014 povečal za 0,8%, v letu 2015 za 1,0% in v letu 2016 za 1,5%. Ker te stopnje rasti vse bolj presegajo ocenjeno potencialno rast, se bo proizvodna vrzel v obdobju projekcij počasi zapirala, vendar bo v letu 2016 še vedno ostala negativna. V primerjavi s projekcijami, objavljenimi v Mesečnem biltenu ECB iz septembra 2014, so bile napovedi za rast realnega BDP popravljene precej navzdol.*

*Inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, bo po projekcijah v bližnji prihodnosti ostala nizka in se bo v obdobju projekcij zviševala le postopno. V letu 2014 naj bi v povprečju znašala 0,5%, v letu 2015 0,7% in v letu 2016 1,3%. Nedavni padec cen nafte je močno zmanjšal verjetnost, da se bo inflacija v kratkoročnem obdobju povečala. Vseeno bosta postopno zapiranje negativne proizvodne vrzeli in krepitev zunanjih cenovnih pritiskov, ob dodatni podpori nižjega tečaja eura, po pričakovanjih prispevala k rasti inflacije po HICP v obdobju projekcij. Kljub temu pa bodo preostale proste zmogljivosti v gospodarstvu preprečevale hitrejšo povečevanje inflacije. V primerjavi s projekcijami, ki so bile objavljene v Mesečnem biltenu ECB iz septembra 2014, je bila napoved inflacije po HICP močno popravljena navzdol.*

*V tem članku so predstavljene makroekonomske projekcije za euroobmočje za obdobje 2014–2016. Projekcije za tako dolg časovni razpon so povezane z zelo veliko negotovostjo,<sup>2</sup> kar je treba upoštevati pri njihovi interpretaciji. Poleg tega je treba poudariti, da so bili nedavni nestandardni ukrepi denarne politike v teh projekcijah upoštevani samo toliko, kolikor so že vplivali na finančne spremenljivke, medtem ko nadaljnji transmisijski kanali še niso bili vključeni. To pomeni, da osnovne projekcije zelo verjetno podcenjujejo vpliv teh svežnjev denarnopolitičnih ukrepov.*

### MEDNARODNO OKOLJE

Svetovno okrevanje bo po projekcijah še naprej postopno pridobivalo zagon, čeprav zgolj postopno. Svetovna rast realnega BDP (brez euroobmočja) se bo v obdobju projekcij predvidoma postopno okrepila in se s 3,6% v letu 2014 povečala na 4,2% v letu 2016. Vseeno bodo v hitrosti okrevanja med regijami še naprej obstajale razlike. Po razmeroma skromni aktivnosti v začetku leta 2014 je v nekaterih razvitih gospodarstvih zunaj euroobmočja rast na splošno pridobivala zagon. Nasprotno je v nastajajočih tržnih gospodarstvih povsod ostala oslABLJENA, z nekaterimi razlikami med posameznimi regijami. Onkraj kratkoročnega obdobja se bo svetovna aktivnost predvidoma postopno krepila, vendar bo okrevanje verjetno ostalo skromno. Medtem ko nekatera razvita gospodarstva zaradi popuščanja zaviralnih dejavnikov napredujejo, pa je v nastajajočih tržnih gospodarstvih zaradi vse večjih strukturnih težav in zaostrovanja pogojev financiranja vse manj verjetno, da se bodo vrnila k stopnjam rasti, ki so jih beležila pred krizo.

<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. 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. november 2014.

<sup>2</sup> Glej članek z naslovom »An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections«, Monthly Bulletin, ECB, maj 2013.

Svetovna trgovinska menjava je v prvi polovici leta ostala šibka. Vseeno se pričakuje, da je rast svetovne trgovine v drugem četrtletju dosegla dno in se bo po projekcijah do konca obravnavanega obdobja okrepila, saj naj bi se z 2,7% v letu 2014 do leta 2016 pospešila na 5,2% (na svetovni ravni brez euroobmočja). Njena elastičnost na svetovno aktivnost bo ob koncu obdobja projekcij predvidoma ostala pod ravno izpred globalne krize. Ker se bo uvozno povpraševanje iz glavnih trgovinskih partneric euroobmočja po pričakovanih povečevalo počasneje kot povpraševanje iz ostalih držav, bo rast zunanega povpraševanja po izvozu euroobmočja po projekcijah nekoliko nižja od rasti svetovne trgovinske menjave (glej tabelo 1).

**Tabela 1 Mednarodno okolje**

(medletne spremembe v odstotkih)

	December 2014				September 2014			Popravek od septembra 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,7	3,6	4,0	4,2	3,7	4,2	4,3	-0,1	-0,1	-0,1
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) <sup>1)</sup>	3,4	2,7	3,9	5,2	3,9	5,5	5,9	-1,2	-1,6	-0,7
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja <sup>2)</sup>	2,9	2,3	3,4	4,9	3,5	5,0	5,6	-1,2	-1,6	-0,6

Opomba: Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil.

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami iz septembra 2014 je bila napoved svetovne gospodarske rasti popravljena rahlo navzdol, medtem ko je bila napoved za zunanje povpraševanje euroobmočja navzdol popravljena bolj odločno. Popravek za zunanje povpraševanje je bil narejen zaradi nižjega zunanega povpraševanja in zato, ker je bila zaradi napak v preteklih napovedih navzdol popravljena krivulja rasti elastičnosti svetovne trgovine na aktivnost, ki se je s tem približala svoji dolgoročni ravni.

## Okvir 1

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

Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 13. novembra 2014. 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 teh kratkoročnih obrestnih mer v višini 0,2% v letu 2014 ter 0,1% v letih 2015 in 2016. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja kažejo, da bo ta v letu 2014 znašala povprečno 2,0%, v letu 2015 1,8%, v letu 2016 pa 2,1%.<sup>1</sup> 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 letih 2014 in 2015 nekoliko znižale, zatem pa naj bi se tekom leta 2016 rahlo povečale.

Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (13. november 2014) predpostavlja, da bo cena surove nafte Brent padla s 102,6 USD v tretjem četrtletju 2014 na 85,6 USD v letu 2015, zatem pa naj bi v letu 2016 zrasla na 88,5 USD. Za cene drugih primarnih surovin razen energentov, izražene v ameriških dolarjih, se predpostavlja, da se bodo v letih 2014 in 2015 precej znižale, v letu 2016 pa zvišale.<sup>2</sup>

Predpostavka za dvostranske devizne tečaje je, da bodo v obdobju projekcij ostali nespremenjeni na povprečni ravni, ki je bila zabeležena v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma 13. novembra

2014. To implicira devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom v letu 2014 na ravni 1,33 USD/EUR, v letih 2015 in 2016 pa 1,25 USD/EUR.

#### Tehnične predpostavke

	December 2014				September 2014			Popravek od septembra 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Cene nafte (v USD/sod)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Cene primarnih surovin brez energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
Devizni tečaj EUR/USD	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Nominalni efektivni tečaj eura (EDT-20) (medletne spremembe v odstotkih)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

Opomba: Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil.

1) Popravki so pri ravnih izraženi v odstotkih, pri stopnjah rasti kot razlika, pri obrestnih merah in donosnosti obveznic pa v odstotnih točkah.

Predpostavke o javnofinančnih politikah temeljijo na izvajanju proračunov v letu 2014, informacijah v predlaganih ali potrjenih proračunskih zakonih za leto 2015, osnutkih proračunskih načrtov, predloženih v okviru evropskega semestra, in nacionalnih srednjeročnih proračunskih načrtih, ki so bili na voljo na dan 20. novembra 2014. Vključujejo vse ukrepe politik, ki so jih nacionalni parlamenti že odobrili oziroma so jih vlade že dovolj podrobno opredelile in bodo verjetno tudi sprejeti. Na splošno informacije o izvajanju nacionalnih proračunov v letu 2014 in javnofinančnih ukrepih, načrtovanih za leto 2015, nakazujejo, da bo javnofinančna politika na ravni euroobmočja pretežno nevtralna. Ukrepi za konsolidacijo javnih financ v nekaterih državah so večinoma izravnani z znižanjem neposrednih davkov v več državah ter s povečanjem javnofinančnih odhodkov.

V primerjavi s septembrskimi projekcijami vključujejo spremembe tehničnih predpostavk precej nižje dolarske cene nafte in primarnih surovin brez energentov, znižanje efektivnega deviznega tečaja eura ter nižje kratkoročne in dolgoročne obrestne mere v euroobmočju.

- 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 za celotno obdobje projekcij. Predpostavljeno je, da bodo razmiki med donosnostjo državnih obveznic posameznih držav in primerljivim povprečjem za euroobmočje v obdobju projekcij konstantni.
- 2) Predpostavke o cenah nafte in prehranskih surovin temeljijo na terminskih cenah do konca obdobja projekcij. Za cene drugih primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da bodo sledile cenam terminskih pogodb do zadnjega četrtertletja 2015, 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 maloprodajnih cen hrane, temeljijo na ekonometričnem modelu, ki upošteva gibanja mednarodnih cen prehranskih surovin.

## PROJEKCIJE RASTI REALNEGA BDP

Nedavna gospodarska gibanja niso potrdila okrevanja, ki je bilo pričakovano v začetku leta. Realni BDP je v drugem in tretjem četrtertletju 2014 beležil le skromno rast, saj so začasni dejavniki, ki so aktivnost spodbudili v prvem četrtertletju, postopno izgini. Aktivnost je bila šibkejša od pričakovane med drugim zaradi oslabiljene rasti svetovne trgovine, vse večje zaskrbljenosti glede domačih gospodarskih obetov, ki je morda nastajala zaradi zastoja v reformnih prizadevanjih nekaterih držav, vztrajnih geopolitičnih

napetosti in dejstva, da se stanovanjske naložbe v nekaterih državah niso povečale tako hitro, kot je bilo pričakovano.

Rast realnega BDP bo v bližnji prihodnosti po projekcijah ostala šibka. Vpliv zaviralnih dejavnikov, ki so rast zavirali v prejšnjih mesecih tega leta, bo rast upočasnjeval tudi v prihodnjih nekaj četrtletjih. To nakazujejo kazalniki zaupanja podjetij in potrošnikov, ki so od pomladi oslabili in s sedanjimi ravnmi napovedujejo, da se bo aktivnost v bližnji prihodnosti nadaljevala, vendar bo ostala skromna. Predvsem se bodo v prvih mesecih leta 2015 nadaljevala šibka gibanja zasebnih naložb.

Vseeno številni temeljni pogoji ostajajo pozitivni in podpirajo pričakovano izboljševanje gospodarske rasti v letu 2015 in naslednjih letih. Na domače povpraševanje bosta predvidoma pozitivno vplivala spodbujevalno naravnana denarna politika in izboljšano delovanje transmisijskega mehanizma denarne politike, k čemur še dodatno prispevajo standardni in nestandardni ukrepi, ki jih je v zadnjem času sprejela ECB. Nadalje ga bosta predvidoma spodbujala tudi javnofinančna politika, ki bo po več letih obsežnega zaostrovanja večinoma nevtralna, ter določeno izboljšanje pogojev kreditiranja. Poleg tega bo zasebno potrošnje spodbujalo zviševanje realnega razpoložljivega dohodka, ki izhaja zlasti iz pozitivnega vpliva padajočih cen surovin, pa tudi iz sicer skromnega povečevanja plač in zaposlenosti. V kontekstu vse boljše rasti dobičkov se bo razpoložljivi dohodek povečeval tudi zaradi naraščanja drugih osebnih dohodkov (vključno z razdeljivim dobičkom). Nadalje bo splošno aktivnost v obdobju projekcij vse bolj podpiral pozitiven vpliv predpostavljene postopne krepitve zunanjega povpraševanja na izvoz, ki ga še dodatno povečuje vpliv depreciacije eura.

Vseeno bo okrevanje zgodovinsko gledano po projekcijah ostalo šibko, saj bo na srednji rok vrsta dejavnikov še vedno zavirala rast. Obseg prilaganja bilanc stanja, ki je še potrebno v javnem in zasebnem sektorju, se bo v obdobju projekcij predvidoma zmanjševal zelo postopno. Poleg tega bo v nekaterih državah zelo počasi pojemal tudi zaviralni vpliv visoke brezposelnosti na zasebno potrošnje, medtem ko bodo obsežne proste zmogljivosti v nekaterih državah še naprej zavirale potrošnje za naložbe. Na ravni letnih povprečij bo rast realnega BDP v letu 2014 po projekcijah znašala 0,8%, v letu 2015 1,0%, v letu 2016 pa 1,5%.

Kot kaže podrobnejši pregled komponent povpraševanja, je zaradi obnovljene rasti realnega razpoložljivega dohodka zasebna potrošnja ohranila obstoječi zmerni zagon. Po več letih izrazito počasne rasti se bo rast realnega razpoložljivega dohodka povečala, k čemur bodo prispevali višji dohodki od dela (zaradi višje stopnje zaposlenosti in nekoliko hitreje rasti plač), vse večji drugi osebni dohodki (povezani zlasti z dobički) in nizke cene primarnih surovin. K rasti zasebne potrošnje bosta prispevala tudi povečevanje neto premoženja gospodinjstev in nizki stroški financiranja.

Stopnja varčevanja bo predvidoma ostala nespremenjena na zgodovinsko nizki ravni. K temu bo prispevalo več nasprotujočih si dejavnikov. Po eni strani bodo zelo nizke obrestne mere in postopno zniževanje stopnje brezposelnosti delovali zaviralno, po drugi pa obstajajo dejavniki, ki prispevajo k zviševanju stopnje varčevanja, saj se zaradi rasti realnega dohodka v nekaterih državah zmanjšuje pritisk na uporabo prihrankov za potrošnje. Zaradi slabitve zaupanja potrošnikov bi se lahko okrepilo previdnostno varčevanje. Poleg tega pritiski za zmanjševanje zadolženosti gospodinjstev v nekaterih državah ostajajo povečani, kar prav tako prispeva k zviševanju stopnje varčevanja.

Obeti za stanovanjske naložbe ostajajo skromni. Tekom leta 2015 bodo predvidoma pridobile nekaj zagona, ko bo zaradi nizkih obrestni za stanovanjska posojila in boljše ponudbe kreditov aktivnost okrevala, prilagoditve na stanovanjskem trgu pa se bodo postopno zaključevale. Vseeno v nekaterih državah gradnja stanovanjskih nepremičnin še naprej zavirajo prilagoditve na stanovanjskem trgu in/ali še vedno šibka rast realnega razpoložljivega dohodka. Poleg tega je v nekaterih državah pozitivni učinek zgodovinsko nizkih obrestnih mer za stanovanjska posojila očitno šibkejši, kot je bilo pričakovano.

Po drugi strani bo več dejavnikov podpiralo podjetniške naložbe, zlasti pričakovana postopna krepitev domačega in zunanjega povpraševanja, zelo nizka raven obrestnih mer, nujne posodobitve osnovnega kapitala po več letih upočasnjenega investiranja, izboljševanje pogojev kreditiranja ter povečanje profitnih marž, ko si bo aktivnost opomogla. Hkrati bodo po zmanjševanju razmerja med dolgom in BDP v zadnjih letih predvidoma popuščali tudi zaviralni dejavniki, ki jih povzročata zmanjševanje zadolženosti

v podjetniškem sektorju. Vseeno stopnje zadolženosti ostajajo visoke, zato je verjetno, da bo razdolževanje še naprej zaviralo rast.

Rast podjetniških naložb bo v bližnji prihodnosti verjetno ostala razmeroma nizka. Zaupanje podjetij se je v zadnjem času kljub zgornjim pozitivnim dejavnikom poslabšalo. Nekateri negativni dejavniki očitno močno vplivajo na podjetniške naložbe. Glavni med njimi so še vedno neugodni, čeprav vse boljši pogoji financiranja v nekaterih državah, zaskrbljenost glede počasnega izvajanja strukturnih reform v posameznih državah ter vztrajne geopolitične napetosti. Poleg tega podjetniške naložbe zavira tudi negotovost glede obsega povpraševanja v prihodnjem obdobju.

Zunanje povpraševanje euroobmočja bo po projekcijah zmerno naraščalo in se gibalo skladno z okrevanjem svetovne gospodarske aktivnosti. Približno v skladu z zunanjim povpraševanjem se bo izvoz v države zunaj euroobmočja v drugi polovici leta 2014 zmerno povečal. Zaradi postopne krepitve zunanjega povpraševanja in ugodnega vpliva nedavne depreciacije eura bo izvoz tekom leta 2015 po projekcijah pridobil zagon. Tržni deleži na izvoznih trgih bodo v obdobju projekcij predvidoma ostali približno enaki. Uvoz iz držav zunaj euroobmočja se bo zaradi počasne rasti povpraševanja v euroobmočju in nižjega deviznega tečaja eura v obdobju projekcij zelo malo povečal. Neto izvoz bo proti koncu obravnavanega obdobja k rasti realnega BDP prispeval pozitivno, čeprav razmeroma malo. Presežek na tekočem računu se bo v obdobju projekcij predvidoma povečal in v letu 2016 dosegel 2,4% BDP.

Rast zaposlenosti se je v zadnjem času razmeroma hitro in močno povečala. Okrevati je začela sredi leta 2013, in sicer najprej v obliki števila opravljenih ur, zatem pa tudi po številu zaposlenih. V drugem četrtletju 2014 je bilo število zaposlenih za 0,4% višje kot pred enim letom, medtem ko je rast realnega BDP v tem obdobju znašala 0,8%. To razmeroma hitro okrevanje očitno odraža pozitivni vpliv pretekle umiritve rasti plač in verjetno tudi pozitivni vpliv nedavno izvedenih reform na trgu dela. Te reforme – na primer večja decentralizacija plačnih pogajanj, zmanjšanje varnosti zaposlitve in bolj prožne oblike zaposlenosti – so kot kaže prispevale k temu, da se zaposlovanje hitreje in močnejše odziva na gospodarska gibanja kot v preteklosti, pri čemer med državami obstajajo nekatere izrazite izjeme.

Pogoji na trgih dela v euroobmočju se bodo v obdobju projekcij predvidoma zmerno izboljšali. Število zaposlenih je v drugi polovici leta 2014 po ocenah še naprej postopno naraščalo in bo do konca obravnavanega obdobja večinoma ohranilo zagon. Okrevanje zaposlenosti kaže, da se nadaljuje vzorec razmeroma hitrega in močnega odzivanja na povečevanje gospodarske aktivnosti. Delovna sila se bo v obdobju projekcij po pričakovanjih zmerno povečala, in sicer deloma zaradi priseljevanja, deloma pa zato, ker se bo zaradi postopno vse boljših razmer na trgu dela povečala stopnja aktivnosti med nekaterimi segmenti prebivalstva. Stopnja brezposelnosti se bo predvidoma znižala, čeprav bo ostala mnogo višja kot pred krizo.

V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami, objavljenimi v septembrskem biltenu, je bila projekcija rasti realnega BDP za obdobje 2014–2016 popravljena za 1,0 odstotne točke navzdol. Razlog za popravek so slabši obeti za izvoz, saj so bili obeti za zunanje povpraševanje euroobmočja močno popravljene navzdol, kar odraža slabše dosedanje rezultate ter popravek navzdol v krivulji rasti elastičnosti svetovne trgovine na aktivnost s smeri proti njeni dolgoročni vrednosti. Popravek rasti navzdol je bil narejen tudi zaradi šibkejših podjetniških naložb zaradi nedavnega upada zaupanja in vse večje zaskrbljenosti glede prihodnje domače rasti. Močno so bile navzdol popravljene tudi stanovanjske naložbe, saj so v nekaterih državah še vedno potrebne večje prilagoditve na stanovanjskem trgu, poleg tega pa je bil vpliv zgodovinsko nizkih hipotekarnih obrestnih mer v prejšnjih projekcijah očitno precenjen. Navzdol je bila popravljena tudi zasebna potrošnja, kar odraža popravek navzdol pri stopnji rasti sredstev za zaposlene in manjšo razdelitev dobičkov od pričakovane zaradi na splošno šibkega gospodarskega okolja.

Nedavno sprejeti nestandardni ukrepi denarne politike so v osnovnem scenariju vključeni samo preko njihovega vpliva na že zabeležene podatke in preko vpliva na tržne tehnične finančne predpostavke, namreč preko tržnih obrestnih mer in cen lastniških vrednostnih papirjev, pa tudi preko deviznega tečaja. Zato je mogoče, da je v osnovnem scenariju njihov pozitivni vpliv podcenjen, saj dodatni kanali niso vključeni (glej okvir 2).

**Tabela 2 Makroekonomske projekcije za euroobmočje<sup>1)</sup>**

(medletne spremembe v odstotkih)

	December 2014				September 2014			Popravek od septembra 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realni BDP <sup>3)</sup>	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7 – 0,9] <sup>4)</sup>	[0,4 – 1,6] <sup>4)</sup>	[0,4 – 2,6] <sup>4)</sup>	[0,7 – 1,1] <sup>4)</sup>	[0,6 – 2,6] <sup>4)</sup>	[0,6 – 3,2] <sup>4)</sup>			
Zasebna potrošnja	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Državna potrošnja	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
Bruto investicije v osnovna sredstva	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Izvoz <sup>5)</sup>	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Uvoz <sup>5)</sup>	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Zaposlenost	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
HICP	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5 – 0,5] <sup>4)</sup>	[0,2 – 1,2] <sup>4)</sup>	[0,6 – 2,0] <sup>4)</sup>	[0,5 – 0,7] <sup>4)</sup>	[0,5 – 1,7] <sup>4)</sup>	[0,7 – 2,1] <sup>4)</sup>			
HICP brez energentov	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
HICP brez energentov in hrane	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih <sup>6)</sup>	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Stroški dela na enoto proizvoda	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Produktivnost dela	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) <sup>7)</sup>	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) Litva je vključena v projekcije za leti 2015 in 2016. Povprečne medletne spremembe v odstotkih za leto 2015 temeljijo 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 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 »Strukturni saldo kot indikator temeljnega fiskalnega položaja«, Mesečni bilten, ECB, september 2014.

## VKLJUČITEV NEDAVNIH NESTANDARDNIH UKREPOV DENARNE POLITIKE V PROJEKCIJE

Svežnja ukrepov denarne politike za popuščanje pogojev kreditiranja, ki sta bila objavljena 5. junija in 4. septembra 2014, sta vsebovala vrsto nestandardnih ukrepov denarne politike, ki so bili izvedeni v obliki kreditnih operacij (ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja) in dokončnih operacij (program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev in program nakupa kritih obveznic).

Vpliv teh ukrepov na obete za rast in inflacijo je v osnovnem scenariju upoštevan samo toliko, koliko so ukrepi že vplivali na finančne spremenljivke, zlasti na obrestne mere, cene lastniških vrednostnih papirjev in devizni tečaj eura. Zaradi tega tehničnega pristopa nekateri dodatni možni kanali v osnovnem scenariju niso vključeni. Tako na primer ni upoštevan kanal neposrednega prenosa, ki je povezan z zmanjšanjem stroškov financiranja za banke v euroobmočju, ki izhaja iz teh ukrepov. Drugi kanal, ki v osnovnem scenariju ni vključen, je kanal uravnovešanja portfeljev, ki odraža dejstvo, da bi velike injekcije likvidnosti iz vsakega od treh ukrepov lahko okrepile spodbudo vlagateljem, da zmanjšajo presežna imetja gotovine in kupujejo – ter s tem zvišujejo njihovo ceno in posledično znižujejo donos – alternativne finančne instrumente in ne tiste, ki jih je kupila centralna banka.

Gledano v celoti osnovna projekcija zato verjetno podcenjuje vpliv svežnja ukrepov denarne politike, kar v osnovnih projekcijah predstavlja navzgor usmerjeno tveganje za gospodarsko rast in inflacijo.

## PROJEKCIJE CEN IN STROŠKOV

Po Eurostatovi prvi oceni je skupna inflacija, merjena z indeksom HICP, novembra 2014 znašala 0,3%. Sedanja nizka inflacija je rezultat nizkih cen energentov, povezanih z nedavnim znižanjem cen surove nafte, nizke inflacije cen hrane ter umirjenih trendov v gibanju inflacije cen storitev in industrijskega blaga razen energentov.

V bližnji prihodnosti bo inflacija po projekcijah ostala nizka. Kasneje bo do konca obdobja projekcij predvidoma zelo postopno naraščala in v zadnjem četrtletju 2016 dosegla raven 1,4%. Inflacija se bo v obdobju projekcij predvidoma zviševala zaradi postopnega zapiranja negativne proizvodne vrzeli in zaradi krepitve zunanjih cenovnih pritiskov. Slednji naj bi se povečali predvsem zato, ker bodo navzgor usmerjeni cenovni pritiski, ki izhajajo iz cen surovin in prenosa pretekle depreciacije eura, postopno nadomeščali navzgor usmerjene pritiske.

Bolj izrazito rast inflacije v euroobmočju bodo preprečevale preostale proste zmogljivosti v euroobmočju skupaj s predpostavljenim zmernim gibanjem cen surovin. Negativna proizvodna vrzel se bo do leta 2016 po projekcijah samo delno zaprla, kar implicira skromno rast plač in profitnih marž. Na splošno bo inflacija po HICP po pričakovanjih ostala zelo nizka in naj bi leta 2014 znašala povprečno 0,5%, leta 2015 0,7%, leta 2016 pa 1,3%. Brez hrane in energentov naj bi leta 2014 znašala povprečno 0,8%, leta 2015 1,0%, leta 2016 pa 1,3%.

Zunanji cenovni pritiski trenutno zavirajo rast inflacije, vendar se bodo v obdobju projekcij po pričakovanjih okrepili zaradi predvidene krepitve svetovnega povpraševanja, nižjega tečaja eura in v letu 2016 tudi zaradi pričakovanega zvišanja cen surovin. Zunanji cenovni pritiski so v zadnjem času dodatno okrepili navzdol usmerjene pritiske na inflacijo v euroobmočju. Zaradi počasne svetovne rasti, znižanja cen nafte in drugih primarnih surovin ter pretekle apreciacije eura so se uvozne cene v euroobmočju v letih 2013 in 2014 zniževale. V prihodnjem obdobju bodo ti vplivi postopno popuščali, zato se pričakuje, da se bo uvozni deflator za države zunaj euroobmočja v letu 2016 povečal.

Zaradi izboljševanja razmer na trgu dela in postopnega zmanjševanje prostih zmogljivosti se bodo domači cenovni pritiski v obdobju projekcij predvidoma nekoliko povečali. Rast sredstev za zaposlene se bo v obravnavanem obdobju po projekcijah rahlo povečala, vendar bo ostala nizka, saj v več državah euroobmočja še vedno potekajo procesi gospodarskega prilagajanja in upočasnjevanja rasti plač. K skromnim obetom za rast plač prispeva tudi nizka inflacija. Stroški dela na enoto proizvoda se bodo po

projekcijah v obravnavanem obdobju nekoliko zmanjšali. Razlog za to je v dejstvu, da bo manjše povečanje rasti sredstev za zaposlene več kot izravnalo večje povečanje rasti produktivnosti. Skromna rast stroškov dela na enoto proizvoda je eden glavnih virov za pričakovane šibke domače cenovne pritiske do konca obravnavanega obdobja.

Profitne marže (merjene z razliko med deflatorjem BDP po stroških faktorjev in stroški dela na enoto proizvoda) se bodo v letu 2014 predvidoma zmanjšale, se v letu 2015 stabilizirale in nato v letu 2016 začele ponovno povečevati zaradi krepitev gospodarske aktivnosti, predvsem pa zaradi umirjanja gibanj na področju stroškov dela na enoto proizvoda.

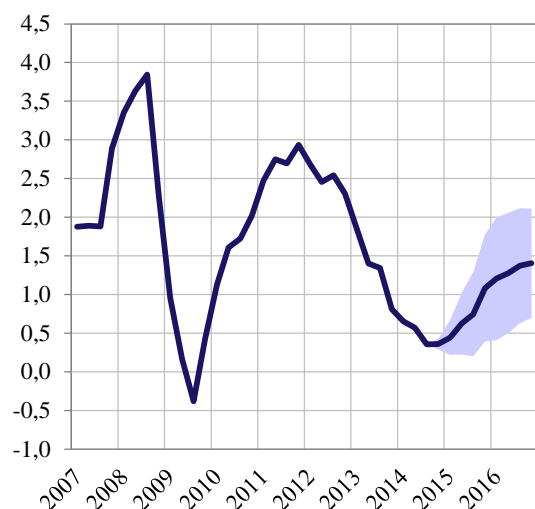
V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami, objavljenimi v septembrskem biltenu, je bila projekcija skupne inflacije popravljena navzdol, in sicer za leto 2014 za 0,1 odstotne točke, za leto 2015 za 0,4 odstotne točke, za leto 2016 pa za 0,1 odstotne točke. Glavni razlogi za popravke so nižje eurske cene nafte, nekatera navzdol usmerjena presenečenja v zadnjih podatkih za neenergetske komponente ter popravek navzdol v obeh za gospodarsko rast. V letu 2016 naj bi ta popravek deloma izravnala močnejši pritisk navzgor iz inflacije cen energentov zaradi šibkejšega eura ter popravek navzgor v terminskih cenah nafte glede na septembrske projekcije. Inflacija po HICP brez hrane in energentov je bila prav tako popravljena navzdol, kar odraža šibkejšo dinamiko plač in profitnih marž ter posredni prenos nedavne depreciacije deviznega tečaja.

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

(četrtni podatki)

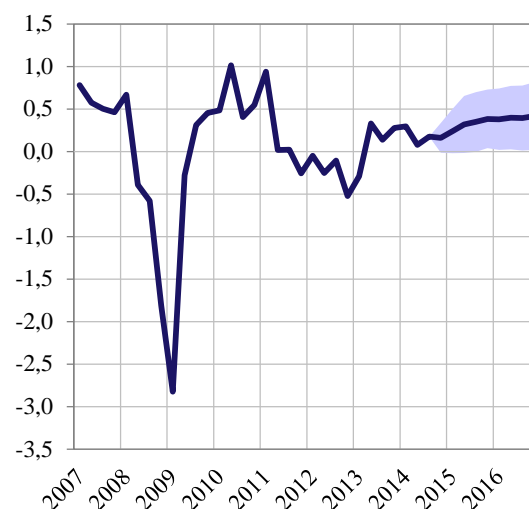
#### HICP v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



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

(medčetrtnetne 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.

## JAVNOFINANČNI OBETI

Javnofinančna politika bo v obdobju projekcij pretežno nevtralna. V letih 2014 in 2015 bo njena naravnost, merjena kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda, po pričakovanjih rahlo ekspanzivna, v letu 2016 pa nevtralna, kar je v nasprotju s močnim zaostrovanjem javnofinančne politike v minulih letih.



Javnofinančni primanjkljaj se bo v obdobju projekcij predvidoma postopno zmanjševal. Zmanjševanje bo poganjalo izboljševanje ciklične pozicije gospodarstva euroobmočja. Strukturni proračunski saldo se bo po projekcijah v obravnavanem obdobju zelo malo izboljšal, kar kaže na večinoma nevtralno javnofinančno politiko. Stopnja javnega dolga se bo začela zmanjševati v letu 2015, in sicer zaradi nedavnega izboljšanja primarnega salda ter zaradi ugodnejše razlike med obrestnimi merami na javni dolg in stopnjo gospodarske rasti.

V primerjavi z javnofinančnimi projekcijami, objavljenimi v Mesečnem biltenu ECB iz septembra 2014, so se obeti glede primanjkljaja kot tudi dinamika dolga nekoliko poslabšali, kar je zlasti posledica manj ugodnih makroekonomskih obetov in rahle sprostitev diskrecijskih javnofinančnih politik. Popravek navzdol v stopnji dolga do BDP je bil opravljen predvsem zaradi prehoda na novi statistični standard ESR 2010.

### Okvir 3

#### 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 občutljivost projekcij na drugačna gibanja temeljnih predpostavk lahko v pomoč pri analizi tveganj, s katerimi so povezane projekcije. Ta okvir obravnava negotovost glede treh ključnih temeljnih predpostavk ter občutljivost projekcij nanje.<sup>1</sup>

##### 1) Drugačna gibanja cen nafte

Predpostavke o cenah nafte v pričujočih projekcijah strokovnjakov Eurosistema temeljijo na tržnih pričakovanjih, merjenih s cenami naftnih terminskih pogodb. Na presečni dan 13. novembra je bilo na podlagi gibanj cen nafte na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma predvideno, da bo cena surove nafte Brent s 102,6 USD za sod, kolikor je znašala v tretjem četrtletju 2014, padla v letu 2015 na 85,6 USD za sod in zatem v letu 2016 ponovno zrasla na 88,5 USD za sod. Vendar so po presečnem datumu zaradi obsežne ponudbe nafte in šibkega povpraševanja po njej, zlasti potem ko je OPEC 27. novembra 2014 sklenil ohraniti obstoječo raven proizvodnje, cene nafte in terminskih pogodb zanjo padle pod pričakovano raven. Tako je 2. decembra 2014 iz terminskih pogodb izhajalo, da bo cena surove nafte Brent v letu 2015 padla na 73,2 USD in se v letu 2016 zvišala na 78,1 USD za sod, kar je 14,5% oziroma 11,7% nižje od ravni, ki je predvidena v osnovi projekciji.

S pomočjo makroekonomskih modelov strokovnjakov Eurosistema je bilo ocenjeno, da bi bila ob alternativnem poteku cen nafte inflacija po HICP v euroobmočju za približno 0,4 odstotne točke pod osnovno projekcijo za leto 2015 in za 0,1 odstotne točke pod osnovno projekcijo za leto 2016. Hkrati bi nižje cene nafte podprle rast realnega BDP, ki bi bila tako v letih 2015 in 2016 za približno 0,1 odstotne točke višja, kot je predvideno v osnovni projekciji.

##### 2) Drugačna tečajna gibanja

V osnovni projekciji je predpostavljen nespremenjen devizni tečaj do konca časovnega razpona. Vendar bi se zaradi vse šibkejši rasti v euroobmočju v primerjavi z ZDA ter zaradi pričakovanih razhajanj v naravnosti denarne politike med tema dvema gospodarstvoma, zaradi česar bi trgi pričakovali daljše obdobje nizkih obrestnih mer v euroobmočju in hitrejšo normalizacijo v ZDA, devizni tečaj eura lahko znižal. Drugačno gibanje eura, kar pomeni močnejšo depreciacijo, je izpeljano iz 25. centila porazdelitve vseh možnih napovedi tečaja EUR/USD, impliciranih z opcijami in neobčutljivih na tveganja, na dan 13. novembra 2014. To gibanje implicira postopno depreciacijo eura do ameriškega dolarja na raven 1,17 v letu 2016, kar je za 6,1% pod osnovno predpostavko projekcij. Pripadajoče predpostavke za nominalni efektivni tečaj eura so skladne z zgodovinskimi vzorci, pri čemer spremembe v tečaju EUR/USD odražajo spremembe v efektivnem tečaju z elastičnostjo okrog 52%. To vodi k postopnemu oddaljevanju efektivnega tečaja eura od osnovne projekcije, tako da v letu 2016 tečaj doseže raven, ki je za 3,2% pod

osnovno projekcijo. Po tem scenariju rezultati iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov Eurosistema kažejo na višjo rast realnega BDP (za 0,1–0,3 odstotne točke), in višjo inflacijo po HICP (za 0,1–0,4 odstotne točke), v letih 2015 in 2016.

### 3) Dodatna javnofinančna konsolidacija

Kot je navedeno v okvirju 1, predpostavke o javnofinančnih politikah vključujejo vse ukrepe, ki so jih nacionalni parlamenti že odobrili ali pa so jih vlade že dovolj natančno opredelile in bodo verjetno sprejeti. Pri večini držav ukrepi v osnovni projekciji niso zadostni, da bi se uresničila zahtevana javnofinančna konsolidacija po korektivnem in preventivnem delu Pakta za stabilnost in rast. Zaveza držav, da bodo izpolnile te zahteve, je na splošno izražena v programih stabilnosti 2014 in v programskih dokumentih EU/MDS. Vendar pa dejanski ukrepi za uresničitev teh ciljev pogosto niso navedeni ali niso dovolj natančno opredeljeni. Posledično tudi niso upoštevani v osnovni projekciji. Zaradi tega ni samo nujno potrebno, ampak tudi verjetno, da bodo v več državah do leta 2016 uvedeni dodatni konsolidacijski ukrepi poleg tistih, ki so zajeti v osnovni projekciji.

#### Predpostavke v analizi občutljivosti javnih financ

Izhodišče analize občutljivosti javnih financ je »javnofinančna vrzel« med proračunskimi cilji držav in osnovnimi projekcijami proračunskih gibanj. Pri ocenjevanju verjetne dodatne javnofinančne konsolidacije se upoštevajo specifične razmere v vsaki državi in informacije glede velikosti in sestave javnofinančnih ukrepov. Glavni cilj specifičnih informacij za vsako državo je ugotoviti, kolikšna je negotovost v zvezi z javnofinančnimi cilji, kako verjetni so dodatni konsolidacijski ukrepi, ki bodo za razliko od drugih dejavnikov zniževanja primanjkljaja vplivali na agregatno povpraševanje, in kakšni bodo s tem povezani povratni makroekonomski učinki.

Po tem pristopu so po ocenah v letih 2015 in 2016 možni nekateri dodatki konsolidacijski ukrepi, ki vplivajo na povpraševanje, s čimer se skupni obseg dodatne konsolidacije do konca leta 2016 poveča na približno 0,2% BDP. Kar zadeva sestavo javnofinančnih ukrepov, skuša analiza občutljivosti zajeti najbolj verjetne dodatne ukrepe za konsolidacijo v določenem času in v posameznih državah. V tej analizi je ocenjeno, da je na agregatni ravni euroobmočja javnofinančna konsolidacija nekoliko bolj skoncentrirana na odhodkovni strani proračuna.

#### Makroekonomske posledice dodatne javnofinančne konsolidacije

Rezultati simulacije z novim modelom ECB za celotno euroobmočje (NAWM<sup>2</sup>), ki z analizo občutljivosti javnih financ kažejo vpliv na realno rast BDP in inflacijo v euroobmočju, so povzeti v spodnji tabeli.

Vpliv dodatne javnofinančne konsolidacije na rast realnega BDP je v letih 2014 in 2015 omejen, medtem ko je za leto 2016 ocenjen na –0,1 odstotne točke. Vpliv na inflacijo po HICP je po ocenah zanemarljiv za celotno obdobje projekcij.

Obstoječa analiza tako kaže, da v osnovni projekciji realnega BDP v letu 2016 obstajajo manjša navzdol usmerjena tveganja, ker vsi nameravani konsolidacijski ukrepi niso bili vključeni v tej projekciji. Obenem obstajajo tudi zanemarljiva tveganja za projekcijo inflacije.

## Ocenjeni makroekonomski vpliv dodatne javnofinančne konsolidacije na rast BDP in inflacijo v euroobmočju

(kot odstotek BDP)

	2014	2015	2016
Vladni proračunski cilji <sup>1)</sup>	-2,7	-2,2	-1,7
Osnovne javnofinančne projekcije	-2,6	-2,5	-2,2
Dodatna javnofinančna konsolidacija (kumulativno) <sup>2)</sup>	0,0	0,0	0,2
Vpliv dodatne javnofinančne konsolidacije z vplivom na povpraševanje (v odstotnih točkah) <sup>3)</sup>			
Rast realnega BDP	0	0	-0,1
Inflacija, merjena s HICP	0	0	0

1) Nominalni cilji, kot so navedeni v najnovejših programskih dokumentih EU/MDS za države v programih; za ostale države so nominalni cilji povzeti po osnutkih proračunskih načrtov ali odobrenih proračunih za leto 2015 ali po dopolnitvah programov stabilnosti iz leta 2014.

2) Analiza občutljivosti na podlagi ocen strokovnjakov Eurosistema.

3) Odstopanje od osnovne projekcije v odstotnih točkah pri realni rasti BDP in inflaciji, merjeni s HICP (oboje na medletni ravni). Simulacija makroekonomskega vpliva s pomočjo novega modela ECB za celotno euroobmočje.

Treba je poudariti, da se analiza občutljivosti javnih financ osredotoča samo na možne kratkoročne učinke verjetne dodatne javnofinančne konsolidacije. Čeprav celo dobro pripravljene ukrepi za javnofinančno konsolidacijo na kratki rok pogosto negativne delujejo na realno rast BDP, pa dolgoročneje obstajajo pozitivni učinki na aktivnost, ki v časovnem razponu te analize niso jasno razvidni.<sup>3</sup> Zato rezultatov te analize ne gre razumeti kot izraz dvoma v nujnost nadaljnjih prizadevanj za javnofinančno konsolidacijo v obdobju projekcij. Nadaljnja prizadevanja za konsolidacijo so nujna, da se v euroobmočju ponovno vzpostavijo zdrave javne finance. Brez takšne konsolidacije obstaja tveganje neugodnih pritiskov na vrednotenje državnih dolžniških instrumentov. Poleg tega bi vpliv na zaupanje lahko bil negativen, kar bi oviralo gospodarsko okrevanje.

1 Vse simulacije so bile izvedene ob predpostavki, da ne bo sprememb v politikah in da ne bo sprememb v katerikoli drugi spremenljivki v zvezi s tehničnimi predpostavkami in mednarodnim okoljem euroobmočja.

2 Opis novega modela za celotno euroobmočje (*New Area-Wide Model, NAWM*) je v Christoffel, K., Coenen, G. in Warne, A., »The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis«, *Working Paper Series*, št. 944, ECB, oktober 2008.

3 Podrobnejša analiza makroekonomskih posledic javnofinančne konsolidacije je v članku z naslovom »Fiscal multipliers and the timing of consolidation«, *Monthly Bulletin*, ECB, april 2014.

## Okvir 4

### NAPOVEDI DRUGIH INSTITUCIJ

Številne napovedi za euroobmočje pripravljajo tudi druge mednarodne organizacije in zasebne institucije. Te napovedi niso povsem primerljive niti med seboj niti z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema, saj so bile dokončane v različnih časovnih obdobjih. Poleg tega za izpeljavo predpostavk o javnofinančnih, finančnih in zunanjih spremenljivkah, vključno s cenami nafte in drugih 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)		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema	December 2014	0,8 [0,7–0,9]	1,0 [0,4–1,6]	1,5 [0,4–2,6]	0,5 [0,5–0,5]	0,7 [0,2–1,2]	1,3 [0,6–2,0]
Evropska komisija	November 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,8	1,5
OECD	November 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,6	1,0
Euro Zone Barometer	November 2014	0,8	1,2	1,6	0,5	0,9	1,3
Napovedi Consensus Economics	November 2014	0,8	1,1	1,5	0,5	0,9	1,3
Survey of Professional Forecasters	November 2014	0,8	1,2	1,5	0,5	1,0	1,4
MDS	Oktober 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (jesen 2014); IMF World Economic Outlook (oktober 2014); OECD Economic Outlook (november 2014); Consensus Economics Forecasts; MJEconomics in anketa ECB Survey of Professional Forecasters.

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

V trenutno razpoložljivih napovedih drugih institucij je rast realnega BDP v euroobmočju za leto 2014 napovedana na enaki ravni, kot jo predvidevajo projekcije strokovnjakov ECB. Projekcije za leti 2015 in 2016 so podobne ali rahlo višje od projekcij strokovnjakov Eurosistema. Povprečna medletna inflacija po HICP je za leto 2014 napovedana na isti ravni kot je predvidena v projekcijah strokovnjakov Eurosistema. Za leto 2015 so projekcije večine institucij rahlo višje od projekcij strokovnjakov Eurosistema. Za leto 2016 pa se v povprečju gibajo med 1,0% in 1,5%, medtem ko naj bi po projekcijah strokovnjakov Eurosistema inflacija po HICP v tem letu znašala 1,3%. Trenutno so vse razpoložljive napovedi za leti 2015 in 2016 znotraj razponov v projekcijah ECB, ki so navedeni v tabeli.

© Evropska centralna banka, 2014

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.