



Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje¹

Gospodarsko okrevanje v euroobmočju se bo po projekcijah dodatno utrdilo in doseglo dinamiko, ki presega prejšnja pričakovanja. Vzdrževala ga bosta predvsem pričakovano svetovno okrevanje in vztrajno domače povpraševanje, ki ga podpirajo zelo spodbujevalno naravnana denarna politika, doseženi napredek pri zmanjševanju zadolženosti v mnogih sektorjih in vztrajno izboljševanje razmer na trgu dela.

Nedavna rast cen nafte bo predvidoma prispevala k temu, da bo inflacija, merjena z indeksom HICP, letos v povprečju znašala 1,7%. Kljub temu pa naj bi se temeljni inflacijski pritiski v obdobju projekcij krepili zgolj postopoma.

1

Realno gospodarstvo

Kratkoročni kazalniki nakazujejo nadaljevanje močne rasti v bližnji prihodnosti. BDP se je v zadnjem četrtletju 2016 realno povečal za 0,4%.

Gospodarsko okrevanje se je razširilo na več sektorjev in več držav znotraj euroobmočja. Razmere na trgu dela so se v zadnjih mesecih še naprej izboljševale, pri čemer je stopnja brezposelnosti upadla nekoliko bolj, kot je bilo pričakovano. Medtem ko so se kazalniki negotovosti glede ekonomskih politik povečali, pa so kazalniki finančne in gospodarske negotovosti ostali na nizki ravni (glej okvir 1). Poleg tega se je zaupanje še naprej izboljševalo, kar nakazuje na vztrajno gospodarsko rast v prvi polovici leta 2017.

V obdobju projekcij naj bi se BDP v letu 2017 realno povečal za 1,8%, v letu 2018 za 1,7% in v letu 2019 za 1,6%. Domače povpraševanje je od sredine leta 2013 stalnica pri gospodarskem okrevanju, vključno z močno zasebno potrošnjo in pozitivnim prispevkom naložb. Številni ugodni dejavniki bodo v obdobju projekcij predvidoma še naprej spodbujali domače povpraševanje ob podpori zelo spodbujevalno naravnane denarne politike ECB. V obdobju projekcij naj bi se okrepi tudi izvoz euroobmočja, ki ga bosta spodbujala pričakovano okrevanje svetovne trgovinske menjave in pretekla oslabitev tečaja eura.

¹ Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB se uporabljajo kot eno od izhodišč za oceno Sveta ECB o gospodarskih gibanjih in tveganjih za stabilnost cen. Projekcij, ki jih pripravljajo strokovnjaki ECB ali Eurosistema, ne potrjuje Svet ECB niti ne odražajo nujno pogledov Sveta ECB o gospodarskih obetih 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 14. februar 2017 (glej okvir 2). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 20. februar 2017, z izjemo četrletnih nacionalnih računov za Nemčijo, ki so bili objavljeni 23. februarja in zato tukaj niso upoštevani.

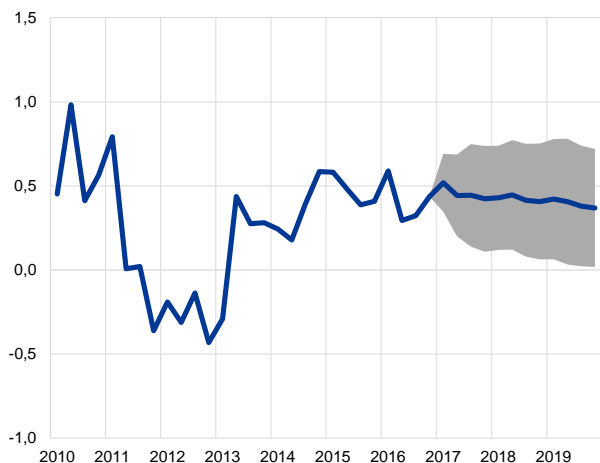
Tokratne makroekonomske projekcije zajemajo obdobje 2016–2019. Projekcije za tako dolg časovni razpon so povezane z zelo veliko negotovostjo, kar je treba upoštevati tudi pri njihovi interpretaciji. Glej članek z naslovom »An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections«, *Monthly Bulletin*, ECB, maj 2013.

Graf 1 Makroekonomske projekcije¹⁾

(četrtletni podatki)

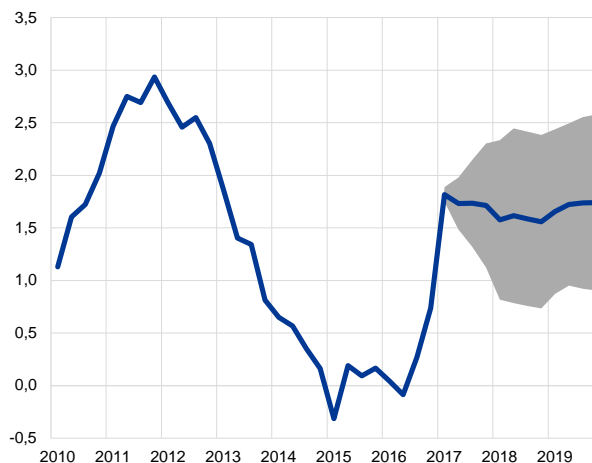
Realni BDP v euroobmočju²⁾

(četrtletne spremembe v odstotkih)



HICP v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



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

2) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

Okvir 1

Pomen negotovosti glede ekonomskih politik za gospodarske obete v euroobmočju

Merilo negotovosti glede ekonomskih politik se je v zadnjih mesecih strmo povečalo.²

Povečanje je bilo najverjetneje povezano z britansko referendumsko odločitvijo, da zapusti EU, in z rezultatom ameriških volitev. Trenutno je možno, da ta kazalnik kaže tudi negotovost glede prihodnjih volitev v več državah euroobmočja. V tem okvirju obravnavamo kazalnik negotovosti, ga postavljamo v širši kontekst meril negotovosti ter ugotavljamo, da je njegov pomen za gospodarske obete v sedanji razmerah najverjetneje dokaj omejen.

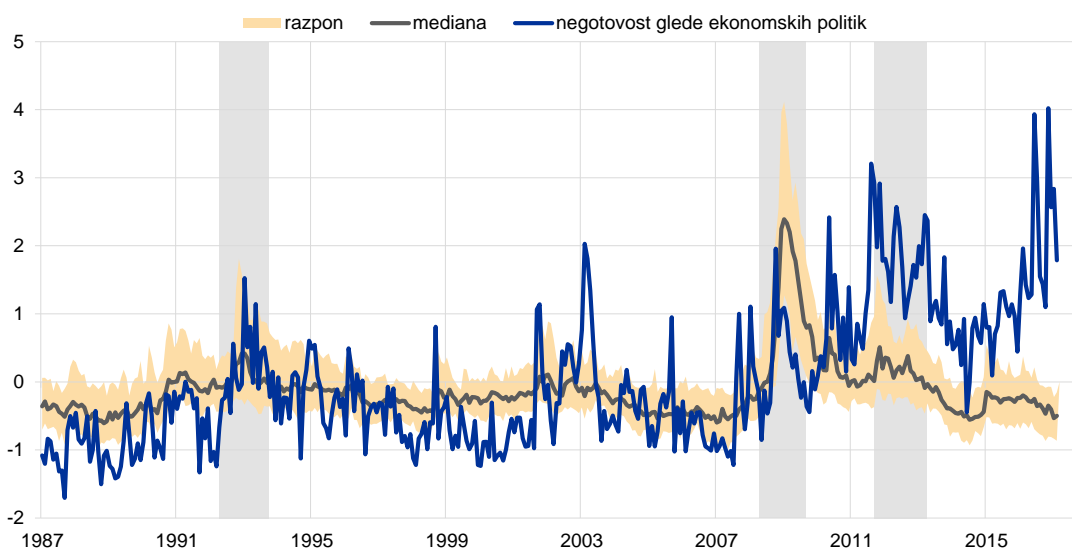
Načeloma ima lahko povišana negotovost glede ekonomskih politik negativen vpliv na gospodarsko aktivnost, saj lahko privede do tega, da podjetja odložijo ali prekličejo investicijske odločitve, dokler se negotovost ne zmanjša. Podobno lahko negotovost neugodno vpliva na gospodinjstva, ko se odločajo o večjih nakupih. Visoka negotovost lahko obenem privede do tega, da gospodinjstva povečajo previdnostno varčevanje. Nenazadnje ima lahko negotovost neugoden vpliv na gospodarsko aktivnost tudi preko višjih stroškov financiranja zaradi povišanih premij za tveganje, s čimer se lahko zmanjša spodbuda bankam, da kreditirajo gospodinjstva in podjetja.³

² S kazalnikom negotovosti glede ekonomskih politik se meri pogostost člankov v vodilnih časopisih, ki vsebujejo besede »negotov« ali »negotovost« in »ekonomski« ali »ekonomija« ter eno od številnih besed s področja ekonomskih politik, kot so na primer »primanjkljaj« ali »regulacija«. Več podrobnosti je v Baker, S., Bloom, N. in Davis, S., »Measuring economic policy uncertainty«, *NBER Working Paper Series*, št. 21633, oktober 2015.

³ Razprava o različnih kanalih širjenja negotovosti je v Bloom, N., »Fluctuations in uncertainty«, *Journal of Economic Perspectives*, letnik 28, št. 2, 2014, str. 153–176.

Izbrana merila negotovosti v euroobmočju

(standardni odklon od srednje vrednosti)



Viri: Baker/Bloom/Davis, Consensus Economics, Eurostat; Evropska komisija, ECB in izračuni ECB.

Opombe: Siva polja kažejo recesijo v euroobmočju po CEPR. Razpon kaže 25. do 75. centil približno 130 kazalnikov negotovosti (ki zajemajo negotovost na področju financiranja, napovedovanja, gospodarskih gibanj in ekonomskih politik), ocenjenih za euroobmočje.

Kljub nedavnemu povečanju negotovosti glede ekonomskih politik pa je videti, da so najnovjša gospodarska gibanja v euroobmočju postala bolj okrepljena. Gospodarsko okrevanje v euroobmočju sloni na širših temeljih kot v prejšnjih obdobjih okrevanja,⁴ poleg tega pa ga večinoma poganja domače povpraševanje in je zato manj ranljivo na zunanje šoke. Obenem so vsi institucionalni sektorji trenutno krepkejši kot v obdobju pred krizo, saj so se količniki finančnega vzvoda znižali na bolj vzdržno raven. Zaupanje med gospodinjstvi in podjetji ostaja na zelo visoki ravni, finančni trgi pa, kot kaže, niso vračunali povišanega tveganja izjemnih dogodkov.

Trenutno je namreč opaziti precejšnjo vrzel med povišano negotovostjo glede ekonomskih politik in dokaj umirjeno ravni drugih kazalnikov gospodarske in finančne negotovosti. Graf kaže mediano okrog 130 meril negotovosti, ocenjenih za euroobmočje, 25. do 75. centil teh meril ter merilo negotovosti glede ekonomskih politik.⁵ Prednost mediane vseh meril pred posameznimi merili negotovosti je v tem, da bolje zajame različne dimenzije negotovosti, medtem ko pas med 25. in 75. centilom predstavlja negotovost okrog teh meril negotovosti in izključuje osamelce. Vidimo lahko, da mediana in 25. do 75. centil meril negotovosti za euroobmočje trenutno kaže, da je negotovost majhna. Nasprotno je videti, da je merilo negotovosti glede ekonomskih politik v sedanjih razmerah osamelec, in to celo bolj kot v zadnjih šestih letih.

Kazalnik negotovosti glede ekonomskih politik v sedanjih razmerah ne daje nujno zanesljivih signalov o povečani negotovosti. Prvič, ta kazalnik ne razločuje med negotovostjo glede domačih politik in negotovostjo glede zunanjih politik. Posledično je mogoče s tem, da

⁴ Glej okvir 1 z naslovom »Economic growth in the euro area is broadening«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2017.

⁵ Splošen pregled je v članku z naslovom »The impact of uncertainty on activity in the euro area«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2016. Glej tudi Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. in Shakir, T., »Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?«, *Quarterly Bulletin*, drugo četrletje, Bank of England, 2013.

podjetja in gospodinjstva razlikujejo med domačimi in tujimi viri negotovosti ter se večinoma osredotočajo na domače vire negotovosti, pojasniti razmeroma šibko korelacijo kazalnika negotovosti glede ekonomskih politik z drugimi merili negotovosti ter njegov omejen empirični pomen za napovedovanje gospodarskih gibanj v euroobmočju. Drugič, kazalnik negotovosti glede ekonomskih politik temelji na člankih iz zgolj dveh vodilnih časopisov iz vsake države, takšen majhen vzorec pa ni nujno reprezentativen za poglede širše javnosti. Tretjič, kazalnik negotovosti glede ekonomskih politik je dosti bolj volatilen kot druga merila negotovosti, pogostokrat pa tudi poskoči, čeprav drugi kazalniki ostanejo umirjeni oziroma ni videti nobenih vplivov na gospodarsko aktivnost. Vse to kaže, da je treba ta kazalnik uporabljati previdno pri napovedovanju gospodarskih gibanj.⁶

Rast zasebne potrošnje bo v obdobju projekcij po pričakovanjih ostala močna.

Zaupanje potrošnikov je v zadnjih mesecih ostalo povišano, saj so se izboljšala tako pričakovanja o splošnih gospodarskih razmerah kot tudi individualna finančna pričakovanja. Če upoštevamo tudi izboljševanje razmer na trgu dela, bo zasebna potrošnja v bližnji prihodnosti predvidoma še naprej rasla.

Rast nominalnega razpoložljivega dohodka ostaja močna. Prispevek bruto plač k rasti nominalnega razpoložljivega dohodka se bo v obdobju projekcij predvidoma povečal.

Rast zasebne potrošnje bodo po predvidevanjih podpirali tudi ugodni posojilni pogoji v bankah ob podpori ukrepov denarne politike ECB. Čeprav so nizke obrestne mere vplivale tako na obrestne prihodke zasebnih gospodinjstev kot tudi na njihova plačila obresti, se viri načeloma vseeno prerazporejajo od neto varčevalcev k neto posojilojemalcem. Ker imajo slednji navadno višjo mejno nagnjenost k trošenju, bo to prerazporejanje predvidoma dodatno spodbujalo skupno potrošnjo. K večji potrošnji naj bi prispevala tudi napredek pri razdolževanju in predvideno povečanje neto premoženja gospodinjstev zaradi nadaljnjega zviševanja cen stanovanjskih nepremičnin.

Po drugi strani pa imajo višje cene nafte neugoden vpliv na realni razpoložljivi dohodek, čeprav naj bi izravnavanje potrošnje deloma odtehtalo ta vpliv na potrošnjo. Od sredine leta 2015 do sredine leta 2016 se je stopnja varčevanja povečala, saj so gospodinjstva prihranila del prihodka, ki jim je ostal zaradi nižjih cen nafte. Iztekanje tega začasnega učinka se je po ocenah začelo v drugi polovici leta 2016, predvidoma pa se bo nadaljevalo tudi med letom 2017 in se še okrepilo zaradi nedavnega dviga cen nafte. Tako bo stopnja varčevanja v preostalem obdobju projekcij predvidoma ostala nespremenjena, saj bodo pritiske na zmanjšanje varčevanja zaradi vse nižje brezposelnosti, vse boljših pogojev kreditiranja in nizkih obrestnih mer izravnali pritiski na rast varčevanja zaradi sedanjega nujnega razdolževanja in procikličnega izravnavanja potrošnje.

⁶ Glej tudi Forbes, K., »Uncertainty about uncertainty«, govor na konferenci J.P. Morgan Cazenove »Best of British«, London, 23. november 2016, kjer je avtor prišel do podobnih zaključkov o Združenem kraljestvu.

Okvir 2

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

V primerjavi z decembrskimi projekcijami spremembe tehničnih predpostavk obsegajo rahlo višje dolgoročne obrestne mere, precej višje dolarske cene nafte in majhno deprecijacijo efektivnega deviznega tečaja eura. Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 14. februarja 2017. Kratkoročne obrestne mere se merijo s 3-mesečno obrestno mero EURIBOR, tržna pričakovanja pa so izpeljana iz obrestnih mer terminskih pogodb. S to metodologijo dobimo povprečno raven kratkoročnih obrestnih mer v višini $-0,3\%$ v letu 2017, $-0,2\%$ v letu 2018 in $0,0\%$ v letu 2019. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju kažejo na povprečno raven v višini $1,3\%$ v letu 2017, $1,6\%$ v letu 2018 in $1,9\%$ v letu 2019.⁷ V primerjavi z decembrskimi projekcijami so ostala tržna pričakovanja o kratkoročnih obrestnih merah nespremenjena, medtem ko so bila pričakovanja o dolgoročnih obrestnih merah popravljena navzgor za 10–20 bazičnih točk. Glede na gibanje obrestnih mer na terminskih trgih in ob postopnem prenosu sprememb tržnih obrestnih mer na posojilne obrestne mere se pričakuje, da bodo skupne bančne obrestne mere za posojila nefinančnemu zasebnemu sektorju v euroobmočju v letu 2017 ostale večinoma nespremenjene, v letih 2018 in 2019 pa se bodo nekoliko zvišale.

Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi povprečnih gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (14. februar) predpostavlja, da se bo cena surove nafte Brent, ki je leta 2016 znašala 44,0 USD za sod, v letu 2017 zvišala na 56,4 USD in v letu 2018 na 56,5 USD, v letu 2019 pa naj bi upadla na 55,9 USD. Ta dinamika kaže, da bodo dolarske cene nafte v primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami v letu 2017 višje za $14,3\%$, v letu 2018 za $7,3\%$ ter v letu 2019 za $2,5\%$. Za dolarske cene primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da se bodo v letu 2017 precej zvišale, nato pa v naslednjih letih zmerno porasle.⁸

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 14. februarja. To pomeni, da bo povprečni devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom v obdobju 2017–2019 na ravni 1,07 USD za euro, medtem ko je v decembrskih projekcijah znašal 1,09 USD. Efektivni tečaj eura (v razmerju do valut 38 trgovinskih partneric) naj bi bil v obdobju 2017–2019 $1,3\%$ pod decembrsko projekcijo.

⁷ 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.

⁸ Predpostavke o cenah nafte in prehranskih surovin temeljijo na terminskih cenah do konca obdobja projekcij. Za cene drugih primarnih surovin brez energentov se predpostavlja, da bodo sledile cenam terminskih pogodb do prvega četrtletja 2018, potem pa naj bi se gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

Tehnične predpostavke

	Marec 2017				December 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	0,8	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Cene nafte (v USD/sod)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Cene primarnih surovin razen energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
Devizni tečaj USD/EUR	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Nominalni efektivni devizni tečaj eura (EDT-38) (medletne spremembe v odstotkih)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

Okrevanje stanovanjskih investicij v euroobmočju se bo predvidoma

nadaljevalo. Stanovanjske investicije so se leta 2016 izrazito povečale ob podpori visoke rasti razpoložljivega dohodka in ugodnih pogojev financiranja. Nadaljnje okrevanje stanovanjskih investicij bodo po pričakovanih pogonjati predvidena rast nominalnega razpoložljivega dohodka, zelo nizke obrestne mere za hipotekarna posojila in omejene priložnosti za druge naložbe. Ugodni obeti za stanovanjske investicije se kažejo tudi v vse večjem številu gradbenih dovoljenj in krepitvi povpraševanja po stanovanjskih posojilih zaradi izboljšanih pogojev za bančna posojila. Poleg tega se zdi, da se je v nekaterih državah euroobmočja končal proces prilagajanja na stanovanjskih trgih, cene stanovanj pa se v več državah zvišujejo. Vseeno bosta stanovanjske investicije predvidoma še naprej zavirala visoka brezposelnost in preostalo nujno razdolževanje v nekaterih državah. V drugih državah pa bodo zagon stanovanjskih investicij predvidoma zavirala že zdaj visoka raven stanovanjskih investicij glede na razpoložljivi dohodek in neugodna demografska gibanja.

Pri podjetniških investicijah je pričakovati okrevanje. Gibanje podjetniških investicij bodo podpirali številni dejavniki: zaupanje podjetij se še naprej izboljšuje zaradi ugodnih pričakovanj o proizvodnji, naraščanja novih naročil in preobrata pri pričakovanih prodajnih cenah; izkoriščenost zmogljivosti je višja od povprečne ravni pred krizo; pogoji financiranja ostajajo zelo ugodni; domače povpraševanje bo po pričakovanih ostalo vztrajno, zunanje povpraševanje pa naj bi se okrepilo; treba je posodobiti osnovni kapital po več letih skromnih investicij; predvidoma se bo okrepila tudi rast profitnih marž, pri čemer je sektor nefinančnih družb že zdaj dobro založen z denarjem. Poleg tega sta močno okrevanje tečajev delnic v preteklih nekaj letih in skromna rast dolžniškega financiranja povzročila, da je povprečno razmerje med zadolženostjo in skupnimi sredstvi v sektorju nefinančnih družb padlo na zgodovinsko najnižjo vrednost. Okrevanje podjetniških investicij bodo po drugi strani še vedno zavirale togosti na trgih proizvodov, pričakovanja, da bo rast potencialnega proizvoda šibkejša kot v preteklosti, ter preostalo nujno razdolževanje v nekaterih državah euroobmočja. Obenem zmogljivost finančnega posredništva v bančnem sektorju nekaterih držav še naprej hromita nizka dobičkonosnost bank in še vedno velik obseg slabih posojil v bančnih bilancah v številnih državah.

Okvir 3

Mednarodno okolje

Rast svetovne gospodarske aktivnosti bo predvidoma še naprej okrevala. Najnovejši podatki potrjujejo pričakovano izboljšanje svetovne gospodarske aktivnosti v drugi polovici leta 2016 ter kažejo na nadaljnjo rast v bližnji prihodnosti. Vseeno ostajajo obeti tako za razvita kot tudi za nastajajoča tržna gospodarstva nekoliko mešani. Med visoko razvitimi gospodarstvi naj bi gospodarsko aktivnost v ZDA podpirali ugodni pogoji financiranja, vse boljše razmere na trgu dela in javnofinančne spodbude, medtem ko bo srednjeročne obete v britanskem gospodarstvu predvidoma slabila povišana negotovost, konjunktura na Japonskem pa bo po pričakovanih ostala umirjena. V nastajajočih tržnih gospodarstvih vztrajna rast v nekaterih velikih gospodarstvih ob postopnem popuščanju globoke recesije v velikih izvoznih surovin predstavlja glavno podporo svetovni gospodarski rasti, medtem ko ostaja postopna upočasnitev kitajskega gospodarstva zaviralni dejavnik. Rast cen nafte naj bi imela omejen splošen vpliv na svetovno gospodarsko aktivnost: čeprav naj bi do neke mere spodbudila aktivnost v državah proizvajalkah nafte, pa je pred temi gospodarstvi zaradi precejšnjega upada cen nafte od leta 2014 dalje še vedno obdobje nujnih velikih prilagoditev (vključno z javnofinančno konsolidacijo). Obenem naj bi potrošniki v državah uvoznih surovin del šoka absorbirali preko nižjih stopenj varčevanja. Svetovna gospodarska aktivnost (brez euroobmočja) se bo predvidoma pospešila s 3,1% v letu 2016 na 3,5% v letu 2017 ter na 3,8% v letih 2018 in 2019, kar predstavlja popravek navzgor v primerjavi s prejšnjimi projekcijami.

Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

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

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

Svetovna trgovinska menjava se je v drugi polovici leta 2016 izboljšala in naj bi v obdobju projekcij ohranila zagon. V srednjeročnem obdobju se pričakuje rast svetovne trgovinske menjave v skladu z okrevanjem svetovne gospodarske aktivnosti (glej tabelo). V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bilo zunanje povpraševanje v euroobmočju za leto 2017 popravljeno navzgor za 0,4 odstotne točke, za obdobje zatem pa je ostalo približno nespremenjeno.

K izvozu euroobmočja bosta predvidoma prispevala okrevanje svetovnega povpraševanja in rahlo šibkejši tečaj eura. Zunanje povpraševanje v euroobmočju bo po pričakovanih v celotnem obdobju projekcij ohranilo sedanjí zagon, saj uvozno povpraševanje narašča tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih (vključno z Rusijo in Brazilijo). Vseeno bo upočasnjena rast uvoza v Združenem kraljestvu verjetno zavirala zagon zunanjega povpraševanja v euroobmočju. Na splošno bodo predvidene stopnje rasti zunanjega povpraševanja ostale daleč pod predkrizno ravnjo. Izvoz v države zunaj euroobmočja bo zaradi šibkejšega tečaja eura predvidoma presejel zagon zunanjega povpraševanja, zlasti leta 2017. Uvoz iz

držav zunaj euroobmočja bo predvidoma rasel hitreje od izvoza v te države in skladno z zgodovinsko elastičnostjo na skupno povpraševanje. Presežek na tekočem računu bo v obdobju projekcij po pričakovanjih ostal približno nespremenjen na ravni 3,1% do 3,3% BDP.

Negativna proizvodna vrzel naj bi se v obdobju projekcij predvidoma vztrajno zmanjševala, kar bo posledica zgolj zmerne rasti potencialnega proizvoda.

Rast potencialnega proizvoda bo v obdobju projekcij po ocenah znašala rahlo nad 1%, tako da bo ostala daleč pod dejansko realno rastjo BDP (približno 1,7%). Šibek zagon potencialnega proizvoda je zlasti posledica precej nizkega prispevka kapitala po dolgotrajnem obdobju zgodovinsko nizkih investicij. Prispevek dela naj bi se povečal, in sicer zaradi vse večjega števila delovno sposobnega prebivalstva v povezavi s pritokom migrantov in vse večjega števila aktivnega prebivalstva, ki ga je mogoče pripisati strukturnim reformam. Vseeno bo prispevek dela zaradi staranja prebivalstva ostal nekoliko manjši od predkriznega povprečja. Prispevek skupne factorske produktivnosti bo predvidoma le rahlo manjši od predkrizne ravni.

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

Zaposlenost se bo v obdobju projekcij predvidoma še naprej zviševala, čeprav bo postopoma izgubljala nekaj zagona. Kratkoročno bo to predvsem posledica popuščanja nekaterih ugodnih začasnih dejavnikov, ki vplivajo na rast zaposlenosti. V preostalem obdobju naj bi pomanjkanje usposobljene delovne sile postalo čedalje večja omejitev v nekaterih državah, kar bo zaviralo rast zaposlenosti in privedlo do povečanja števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega. Takšna gibanja zaposlenosti implicirajo pospešitev rasti produktivnosti dela z 0,4% v letu 2016 na 0,8% v letu 2019, kar odraža prociklično dinamiko z vse večjo uporabo tako kapitala kot tudi dela. Stopnja brezposelnosti se bo po pričakovanjih zniževala, čeprav počasneje kot v nedavnem obdobju, saj se rast zaposlenosti upočasnjuje močneje kot rast aktivnega prebivalstva.

V primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami so bile napovedi realne rasti BDP v letih 2017 in 2018 popravljene rahlo navzgor.

Po ocenah bodo nekoliko večje zunanje povpraševanje v bližnji prihodnosti, šibkejši tečaj eura in ugodnejša gospodarska klima več kot odtehtali neugodne posledice višjih cen nafte za gospodarsko aktivnost.

2

Cene in stroški

Gibanje skupne inflacije v kratkoročnem obdobju je bilo po nedavni rasti cen nafte precej popravljeno navzgor, tako da bo inflacija v obdobju 2017-2019 v povprečju predvidoma znašala 1,7%.

Vendar pa cene energentov in cene drugih postavk inflacije kažejo nasprotujočo si dinamiko. Med letoma 2016 in 2017 naj bi cene energentov predstavljale 1,2 odstotne točke celotnega zvišanja inflacije. K ostremu preobratu rasti cen energentov – od globoko negativne do visoko pozitivne stopnje – prispevajo navzgor delujoči bazni učinki skupaj z nedavno precejšnjo rastjo cen nafte. Približno stabilna raven naftnih terminskih pogodb v obdobju projekcij pa

nakazuje, da bo pozitiven prispevek skupine energentov k skupni inflaciji v letih 2018 in 2019 manjši.

V nasprotju z rastjo cen energentov bo pričakovana okrepitev inflacije brez energentov in hrane v obdobju projekcij precej bolj postopna. Inflacija brez energentov in hrane naj bi v letu 2017 v povprečju znašala 1,1%, nato pa naj bi se okrepila, in sicer na 1,5% v letu 2018 in na 1,8% v letu 2019. Glavni dejavnik, ki prispeva k postopni krepitvi, je predvideno zvišanje stroškov dela na enoto proizvoda, ko se bo gospodarsko okrevanje nadaljevalo in utrdilo. K oživitvi rasti sredstev za zaposlene ter k rasti stroškov dela na enoto proizvoda – ob skromnejšem okrevanju produktivnosti – naj bi prispevala vse manjši neizkoriščeni potencial na trgu dela ter postopno presihanje kriznih dejavnikov, ki so v zadnjih nekaj letih zavirali rast plač. Poleg tega naj bi k navzgor usmerjenim stroškovnim pritiskom posredno prispeval tudi odboj cen nafte preko višjih proizvodnih stroškov in vpliva na nominalne plače. Profitne marže naj bi se vztrajno povečevale, vendar jih bodo nekoliko zavirali vse višji stroški dela in nedavne izgube v pogojih menjave.

Glavni dejavnik v preobratu zunanjih cenovnih pritiskov so vse višje cene nafte in primarnih surovin brez energentov. Po štiriletnem obdobju, ko so se uvozne cene zniževale predvsem zaradi preteklega strmega padca cen primarnih surovin, bo medletna stopnja rasti uvoznih cen leta 2017 predvidoma postala pozitivna. Ključni element preobrata v uvoznih cenah je odboj cen nafte in primarnih surovin brez energentov. K tem gibanjem naj bi sčasoma postopoma prispevalo tudi naraščanje svetovnih inflacijskih pritiskov. Vse manjši svetovni neizkoriščeni gospodarski potencial naj bi počasi potiskal svetovne proizvodne stroške navzgor povrh vpliva, ki ga imajo cene primarnih surovin. Kljub temu bodo svetovni cenovni pritiski predvidoma ostali umirjeni glede na še vedno precejšnje svetovne proste zmogljivosti in visoko stopnjo konkurence iz nizkstroškovnih držav.

Izboljševanje razmer na trgu dela naj bi se v obdobju projekcij vse bolj odražalo v višjih stroških dela. Rast sredstev za zaposlene se bo predvidoma povečala na 1,3% v letu 2016 in na 2,4% v letu 2019. Glavni dejavnik pri tej opazni okrepitvi naj bi bilo izboljševanje razmer na trgu dela ob vse večjem pomanjkanju ponudbe dela v nekaterih delih euroobmočja. Poleg tega se s precejšnjim nedavnim dvigom inflacije, kar pomeni tudi strmo znižanje realne rasti plač, zmanjšuje tveganje negativnih sekundarnih učinkov v bližnji prihodnosti. V nekaterih državah bi lahko višja inflacija sčasoma pozitivno vplivala tudi na nominalno gibanje plač, zlasti tam, kjer se pri pogajanjih o plačah v veliki meri upoštevajo gibanja v preteklosti. Vseeno v letu 2017 morebiten vpliv višje inflacije na dvig dogovorjenih plač zavira dejstvo, da je v več državah večina pogajanj o dogovorjenih plačah za leto 2017 že zaključenih. Poleg tega je treba opozoriti, da se je v nekaterih državah velikost indeksacije plač na inflacijo v bližnji preteklosti precej zmanjšala. Obenem v nekaterih državah euroobmočja sheme indeksacije plač temeljijo na inflaciji brez cen uvoženih energentov, ta stopnja pa se doslej ni opazno dvignila. Onkraj vpliva, ki ga ima inflacija, naj bi se v nekaterih državah v obdobju projekcij postopoma zmanjšala nujnost umirjanja plač zaradi ponovne vzpostavitve cenovne konkurenčnosti in pritiski, ki so doslej zavirali rast plač, naj bi popuščali, kar bo spodbudilo rast plač. V nekaterih državah bo z napredkom in širitvijo cikličnega okrevanja postal zaviralni

učinek, ki izhaja iz reform na trgu dela, izvedenih v nekaterih državah euroobmočja med krizo, manj izrazit. Podobno naj bi se zaviralni učinek sestave na rast plač zmanjšal, ko bo gospodarsko okrevanje napredovalo, saj naj bi rast zaposlenosti zajela vse sektorje, ne samo sektorje z nizko produktivnostjo in posledično nizkimi plačami, kot je bilo zabeleženo v zadnjih nekaj letih.

Profitne marže bodo v obdobju projekcij predvidoma rasle s podobno ali rahlo počasnejšo dinamiko kot v zadnjih letih. V obdobju projekcij bo na profitne marže predvidoma ugodno vplivalo nadaljnje gospodarsko okrevanje. Kratkoročno pa bi lahko nedavna rast cen nafte oslabila profitne marže, saj je možno, da podjetja ne bodo mogla v celoti prenesti povišanih stroškov na potrošnike, zlasti zato, ker so na profitne marže ugodno vplivali tudi prejšnji padci cen nafte. Poleg tega bo rast profitnih marž v obdobju projekcij zaviralo pričakovano povečanje rasti stroškov dela na enoto proizvoda.

V primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami so bili inflacijski obeti za leto 2017 precej popravljeni navzgor, za leto 2018 pa le nekoliko. Znaten popravek rasti cen energentov navzgor v letu 2017 je povezan z višjimi cenami nafte, kot so bile predpostavljene v lanskih decembrskih projekcijah. Precej bolj položna krivulja naftnih terminskih pogodb v obdobju zatem, kot je bilo predvideno decembra, je privedla do majhnega popravka navzdol v skupini energentov od leta 2018 dalje. Nasprotno je bila inflacija brez energentov in hrane za leti 2018 in 2019 rahlo popravljen navzgor, kar je posledica določenih posrednih in sekundarnih učinkov zaradi višjih cen nafte ter določenih navzgor usmerjenih učinkov zaradi nižjega tečaja eura. Navzgor delujoči učinki naj bi bili rahlo večji od popravka rasti cen energentov navzdol za leto 2018 ter naj bi približno odtehtali popravek navzdol v skupini energentov za leto 2019.

3 Javnofinančni obeti

Naravnost javnofinančne politike bo v obdobju 2017–2019 po projekcijah pretežno nevtralna. Naravnost javnofinančne politike se meri s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. V letu 2016 je rahlo ekspanzivna javnofinančna politika temeljila predvsem na diskrecijskih javnofinančnih ukrepih, medtem ko so imeli nediskrecijski dejavniki manjšo vlogo in so bili večinoma povezani z majhnim upadom nedavčnih prihodkov.

Javnofinančni primanjkljaj in stopnja javnega dolga se bosta v obravnavanem obdobju po projekcijah zmanjševala. Nadaljnje upadanje plačil obresti ter izboljšana ciklična komponenta v obdobju 2017–2019 pomenijo nadaljnje zmanjševanje proračunskega primanjkljaja. Ciklično prilagojeni primarni saldo bo predvidoma ostal približno nespremenjen. K postopnemu zmanjševanju javnega dolga v obdobju projekcij bo prispevala predvsem ugodna razlika med stopnjo rasti in obrestnimi merami. Na gibanje dolga bo po projekcijah ugodno vplival tudi pričakovani primarni presežek.

V primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami so obeti glede deleža primanjkljaja ugodnejši, navzdol pa je bilo popravljen tudi gibanje deleža javnega dolga. V obdobju 2017–2019 so izboljšani obeti glede primanjkljaja deloma posledica pozitivnega prenosa iz leta 2016 ter deloma rezultat pričakovanih nižjih primarnih odhodkov. Razlogi za popravek razmerja med dolgom in BDP navzdol so omenjeni izboljšani proračunski obeti ter večji prispevek razlike med stopnjo rasti in obrestnimi merami k zmanjšanju javnega dolga, predvsem v letu 2017, kar izhaja iz boljših obetov glede nominalnega BDP v euroobmočju.

Tabela 1

Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje¹⁾

(medletne spremembe v odstotkih)

	Marec 2017				December 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Realni BDP¹⁾	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5–2,1] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,5–2,7] ²⁾	[1,6–1,8] ²⁾	[1,1–2,3] ²⁾	[0,6–2,6] ²⁾	[0,4–2,8] ²⁾
Zasebna potrošnja	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
Državna potrošnja	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
Bruto investicije v osnovna sredstva	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
Izvoz³⁾	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
Uvoz³⁾	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
Zaposlenost	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
HICP	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4–2,0] ²⁾	[0,9–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾	[0,2–0,2] ²⁾	[0,8–1,8] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾	[0,9–2,5] ²⁾
HICP brez energentov	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
HICP brez energentov in hrane	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih⁴⁾	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
Stroški dela na enoto proizvoda	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
Produktivnost dela	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP)⁵⁾	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

1) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

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

3) Vključuje trgovinsko menjavo znotraj euroobmočja.

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

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

Okvir 4

Analiza občutljivosti in analiza scenarijev

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. Poleg tega okvir obravnava tudi posledice možnih ekonomskih politik nove vlade ZDA za obete v ZDA, na svetovni ravni in v euroobmočju.

1) Alternativna gibanja cen nafte

Alternativni modeli gibanja cen nafte kažejo na tveganje, da bodo cene nafte v obdobju projekcij rasle hitreje, kot je predpostavljeno na podlagi terminskih pogodb. Tehnične predpostavke o gibanju cen nafte, ki so uporabljene v osnovnem scenariju projekcij in so izpeljane iz gibanj na terminskih trgih, napovedujejo dokaj položno krivuljo cen nafte, tako da bi se cena surove nafte Brent do konca leta 2019 gibala na ravni okrog 56 USD za sod. To je skladno z zmernim okrevanjem svetovnega povpraševanja po nafti, tj. s scenarijem, po katerem svetovno gospodarsko okrevanje pridobiva zagon. Vseeno se zdi, da v naftnih terminskih pogodbah ni vračunan dolgotrajnejši vpliv dogovora OPEC na dvig cen nafte, kar je verjetno posledica zalog, ki so blizu rekordno visokih ravni, in morebitnega povečanja proizvodnje nafte iz skrilavcev. Kombinacija alternativnih modelov, ki jih za napovedovanje cen nafte v obdobju projekcij uporabljajo strokovnjaki ECB,⁹ trenutno kaže, da bodo cene nafte v obdobju projekcij naraščale hitreje, kot je predpostavljeno v tehničnih predpostavkah. Če bi se uresničil alternativni scenarij in bi bile cene nafte do leta 2019 za 12,4% višje kot v osnovnih projekcijah, bi to le neznatno zavrlo realno rast BDP, hkrati pa nekoliko bolj pospešilo rast inflacije (ki bi se povečala za 0,1 odstotne točke v letu 2017 in 0,2 odstotne točke v letih 2018 in 2019).

2) Alternativna tečajna gibanja

Ta analiza občutljivosti kot ponazoritev zajema vpliv šibkejšega tečaja eura v primerjavi z osnovnim scenarijem. Tveganje, da bo prišlo do deprecijacije tečaja eura, izhaja predvsem iz večjega razhajanja med naravnostjo denarne politike na obeh straneh Atlantika, kot je bilo prvotno pričakovano. Predvsem bi zviševanje obrestne mere v ZDA za zvezna sredstva, ki bi potekalo manj postopno, kot se pričakuje, povečalo pritisk na padanje tečaja eura. Glavni razlog za to bi bila naraščajoča inflacijska pričakovanja v ZDA v razmerah ekspanzivne fiskalne politike in majhnih prostih zmogljivosti na trgu dela. Alternativno gibanje tečaja eura temelji na 25. centilu porazdelitve do tveganja nevtralne gostote verjetnosti tečaja USD/EUR, kot izhaja iz opcij na dan 14. februarja 2017. To gibanje kaže na postopno deprecijacijo eura v razmerju do dolarja na raven 0,98 USD/EUR v letu 2019, kar je za 7,6% nižje od predpostavke za to leto v osnovnem scenariju. Odgovarjajoče predpostavke za nominalni efektivni tečaj odražajo zgodovinsko dinamiko, pri čemer spremembe tečaja USD/EUR odražajo spremembe efektivnega tečaja z elastičnostjo okrog 52%. Iz te predpostavke sledi postopno zniževanje efektivnega tečaja eura glede na raven v osnovnem scenariju, tako da bi bil ta leta 2019 za 4% nižji kot v osnovnem scenariju. Po scenariju s to predpostavko povprečje rezultatov iz različnih makroekonomskih modelov, ki jih uporabljajo

⁹ Glej kombinacijo štirih modelov, predstavljeno v članku z naslovom »Forecasting the price of oil«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2015.

strokovnjaki, kaže na višjo realno rast BDP (za 0,1 do 0,3 odstotne točke na leto) in višjo inflacijo (za 0,1 odstotne točke v letu 2017 in za 0,3 do 0,4 odstotne točke v letih 2018 in 2019).

3) Scenariji drugačnih usmeritev ekonomskih politik nove vlade ZDA – posledice za obete v ZDA, svetovno gospodarstvo in euroobmočje

Predlog republikanske stranke o »davku na čezmejno prilagojeni denarni tok na podlagi destinacije« bi predstavljal izredno veliko prenovo sistema podjetniških davkov v ZDA, kar bi lahko precej vplivalo na ameriške obete s prelitjem neugodnih posledic na ostali svet in euroobmočje.¹⁰ Ta scenarij obravnava morebiten vpliv predlagane davčne reforme na gospodarstvo ZDA, svetovno gospodarstvo in gospodarstvo euroobmočja.

Predlog vsebuje štiri glavne elemente: (i) čezmejno prilagoditev, tj. odštetje izvoznih prejemkov, vendar po novem brez odštetja uvoznih stroškov od obdavčljivega dohodka; (ii) premik od sistema izvora (kjer so podjetja obdavčena na podlagi njihovega izvora, tj. če imajo svoja osnovna sredstva v ZDA) k sistemu destinacije (kjer so podjetja obdavčena samo od dobička, ustvarjenega od prodaje v ZDA). To pomeni, da dobiček, ustvarjen od prodaje zunaj ZDA, ne bo več obdavčen, ne glede na to, kje se osnovna sredstva podjetja nahajajo. S to spremembo bi se zmanjšale spodbude k preusmerjanju dobička v »davčne oaze« ter povečale spodbude podjetjem, da tuji obdavčljivi dohodek preusmerijo v ZDA; (iii) znižanje stopnje podjetniškega davka s 35% na 20%; (iv) davčne spodbude za nove investicije v ZDA. To bi omogočilo polno odštetje investicijskih odhodkov ter odpravilo odštetje obrestnih plačil od davčne osnove.

Subvencije izvoznikom in davki na uvoznike bi privedli do precejšnjega izboljšanja konkurenčnosti ZDA ter do padca ameriškega uvoznega povpraševanja, kar bi lahko povzročilo povečanje ameriškega BDP. Vseeno je verjetno, da bi to deloma odtehtala apreciacija ameriškega dolarja. Obenem bi se inflacija v ZDA zvišala, saj bi uvozniki del dodatnih stroškov zaradi višje obdavčitve prenesli na domače cene, medtem ko bi lahko višja gospodarska aktivnost in povečana zaposlenost spodbudili rast domačih plač. Višja inflacija bi lahko po drugi strani povzročila upad realne zasebne potrošnje. Gledano v celoti bi lahko davčna reforma privedla do makroekonomskega uravnoteženja ameriškega gospodarstva, pri čemer bi trgovinski primanjkljaj ZDA upadel, blaginja potrošnikov pa bi se zmanjšala, ko bi gospodinjstva trošila manj.

Zaradi čezmejne prilagoditve bi lahko prišlo do prelitja negativnih posledic v tujino. Prišlo bi do dveh nasprotujočih se posledic, ki bi vplivali na tuje povpraševanje v ZDA. Po eni strani bi se z javnofinančnimi spodbudami preko nižje davčne stopnje povečalo povpraševanje v ZDA in posledično tudi uvoz. Po drugi strani bi zaradi novega davka na ameriški uvoz postali blago in storitve, proizvedeni v tujini, manj konkurenčni v ZDA. Gledano v celoti bi trgovinsko izkrivljanje zaradi čezmejne prilagoditve najverjetneje več kot odtehtalo pozitiven vpliv javnofinančnih spodbud na ameriški uvoz, razen če tega ne bi izravnala tečajna gibanja.

V scenariju koordiniranega ukrepanja proti ameriški čezmejni prilagoditvi bi svetovna trgovinska menjava upadla precej bolj, medtem ko bi ugoden učinek na ameriško gospodarstvo izginil. Ob znatnem negativnem vplivu na svetovno gospodarstvo zaradi uveljavitve čezmejne prilagoditve bi lahko prišlo do protiukrepev proti ZDA. Če bi do takšnih protiukrepev res prišlo, na primer preko tarif v tujini na ameriško blago, bi bil vpliv na rast BDP v ZDA neugoden

¹⁰ Glej »A better way – our vision for a confident America«, 24. junij 2016, na naslovu https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf.

zaradi izgubljene cenovne konkurenčnosti. Toda negativen vpliv trgovinskih protiukrepov bi lahko odtehtale pozitivne posledice znižanja domače davčne stopnje na ameriško gospodarsko aktivnost. Kljub temu bi po tem scenariju svetovna trgovinska menjava upadla precej bolj.

Če se ozremo na prelitje posledic v euroobmočje, bi bil neto gospodarski vpliv odvisen od intenzivnosti transmisijskih kanalov, prek katerih se prenaša šok v zvezi z ameriški ekonomskimi politikami, od prelitja posledic na svetovno gospodarstvo in od odzivov zunaj ZDA. Brez protiukrepov bi bil vpliv na BDP euroobmočja nedvomno negativen. Pogoji menjave pri vseh ameriških trgovinskih partnericah, vključno z euroobmočjem, bi se poslabšali. Gledano v celoti bi bilo zunanje povpraševanje po blagu in storitvah iz euroobmočja nižje, nižje bi bile tudi cene konkurentov, s čimer bi se poslabšalo izvozno povpraševanje v euroobmočju.

V primeru protiukrepov proti ZDA bi bil negativen vpliv na BDP euroobmočja manjši. Vpliv izvoznih subvencij na večjo konkurenčnost ameriškega gospodarstva bi bilo mogoče deloma izravnati z dvostranskimi uvoznimi tarifami, ki bi jih naložile druge države. Vseeno bi neposredne negativne posledice, ki izhajajo iz zmanjšane ameriškega uvoznega povpraševanja, ob negativnih vplivih na gospodarsko rast v tujini najverjetneje povzročile upad zunanjskega povpraševanja in BDP v euroobmočju.

Prelitje posledic na svetovno gospodarstvo bi bilo lahko še večje, če bi močno gibanje ameriškega dolarja in zaostreni pogoji financiranja privedli do hudega stresa na finančnih trgih v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Zgoraj opisani scenariji predpostavljajo omejeno krepitev ameriškega dolarja in nobenega nadaljnega finančnega prelitja v nastajajoča tržna gospodarstva. Če bi krepitev ameriškega dolarja privedla do hudega stresa na finančnih trgih v teh gospodarstvih, bi bilo lahko prelitje na svetovni ravni znatno bolj negativno.

Okvir 5

Napovedi drugih institucij

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 metode prilagoditve za število delovnih dni (glej tabelo).

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

Primerjava napovedi realne rasti BDP in inflacije za euroobmočje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Datum objave	Rast BDP			Inflacija (HICP)		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Projekcije strokovnjakov ECB	Marec 2017	1,8 [1,5–2,1]	1,7 [0,7–2,7]	1,6 [0,5–2,7]	1,7 [1,4–2,0]	1,6 [0,9–2,3]	1,7 [0,8–2,6]
Evropska komisija	Februar 2017	1,6	1,8	-	1,7	1,4	-
OECD	Marec 2017/ november 2016	1,6	1,6	-	1,2	1,4	-
Euro Zone Barometer	Februar 2017	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
Napovedi Consensus Economics	Februar 2017	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
Survey of Professional Forecasters	Januar 2017	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
MDS	Januar 2017/ oktober 2016	1,6	1,6	-	1,1	1,3	1,5

Viri: Evropske gospodarske napovedi Evropske komisije (zima 2017); IMF World Economic Outlook (januar 2017) za realno rast BDP; IMF World Economic Outlook (oktober 2016) za inflacijo po HICP; OECD Interim Economic Outlook (marec 2017) za realni BDP; OECD Economic Outlook (november 2016) za inflacijo po HICP; napovedi Consensus Economics (februar 2017); MJEconomics za Euro Zone Barometer (februar 2017); anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters) (januar 2017).

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

© Evropska centralna banka, 2017

Poštni naslov: 60640 Frankfurt na Majni, Nemčija

Telefon: +49 69 1344 0

Spletno mesto: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4601 (pdf)

Kataloška št. EU QB-CE-17-001-SL-N (pdf)