



Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje¹

Realna rast BDP je bila v tretjem četrletju 2018 nepričakovano šibkejša, deloma zaradi začasnih ozkih grl v proizvodnji avtomobilov. Čeprav so najnovejši podatki manj ugodni od pričakovanih, je proizvodnja avtomobilov v zadnjih mesecih okrevala, temeljni dejavniki, ki spodbujajo rast v euroobmočju, pa ostajajo večinoma nespremenjeni. Zato bo rast po projekcijah v bližnji prihodnosti okrevala. Obeti za gospodarsko rast odražajo učinke zelo spodbujevalno naravnane denarne politike, izboljševanja razmer na trgu dela, okrepljenih bilanc stanja in določene mere javnofinančnega popuščanja. Umirjanje realne rasti BDP, in sicer z 1,9% v letu 2018 na 1,5% v letu 2021, je predvsem posledica vse večjega pomanjkanja delovne sile v nekaterih državah in nekoliko manj ugodnih pogojev financiranja v obdobju projekcij. Inflacija, merjena z indeksom HICP, je predvidoma dosegla najvišjo raven v tretjem četrletju 2018 (2,1%) ter bo najnižjo raven (1,4%) dosegla do konca leta 2019, nato pa se bo leta 2021 postopoma dvignila na 1,8%. Ta dinamika odraža strm upad rasti cen energentov s sedanjih visokih ravni tekom leta 2019, ker bo popustil učinek pretekle visoke rasti cen nafte, inflacija brez energentov in hrane pa bo predvidoma narasla zaradi nadaljevanja gospodarske rasti in presežnega povpraševanja na trgu dela.

1

Realno gospodarstvo

V tretjem četrletju 2018 je bila gospodarska rast v primerjavi s prvo polovico leta 2018 šibkejša.

Upočasnitev realne rasti BDP z 0,4% v obeh četrletjih prve polovice leta 2018 na 0,2% v tretjem četrletju je deloma povezana z zamudami, s katerimi so nekateri proizvajalci avtomobilov opravili novi globalno usklajeni preskusni postopek za lahka vozila, zato so morali močno zmanjšati proizvodnjo. To velja predvsem za Nemčijo, kjer je proizvodnja avtomobilov znatno upadla in tako v veliki meri prispevala k znižanju realnega BDP v Nemčiji v tretjem četrletju 2018.

¹ Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema se uporabljajo kot eno od izhodišč za oceno Sveta ECB o gospodarskih gibanjih in tveganjih za stabilnost cen. Projekcij, ki jih pripravljajo strokovnjaki ECB ali Eurosistema, ne potrjuje Svet ECB niti ne odražajo nujno pogledov Sveta ECB na gospodarske obete v euroobmočju. Informacije o uporabljenih postopkih in tehnikah so na voljo v dokumentu »A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises«, ECB, julij 2016, ki je objavljen na spletnem mestu ECB. Presečni datum za tehnične predpostavke, kot so cene nafte in devizni tečaji, je 21. november 2018 (glej okvir 1). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 28. november 2018.

Tokratne makroekonomske projekcije zajemajo obdobje 2018–2021. Projekcije za tako dolg časovni razpon so povezane z zelo veliko negotovostjo, kar je treba upoštevati tudi pri njihovi interpretaciji. Glej članek z naslovom »An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections«, *Monthly Bulletin*, ECB, maj 2013.

Uporabnikom dostopna različica podatkov, na katerih temeljijo izbrane tabele in grafi, je objavljena na naslovu <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

Realna rast BDP je v tretjem četrtletju izrazito upadla tudi v nekaterih drugih državah zaradi upočasnitve domačega povpraševanja.

Tabela 1
Makroekonomske projekcije za euroobmočje¹⁾

(medletne spremembe v odstotkih)

	December 2018				September 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Realni BDP	1,9	1,7	1,7	1,5	2,0	1,8	1,7
	[1,8–2,0] ²⁾	[1,1–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾	[0,5–2,5] ²⁾	[1,8–2,2] ²⁾	[1,0–2,6] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Zasebna potrošnja	1,4	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7	1,6
Državna potrošnja	1,1	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Bruto investicije v osnovna sredstva	3,5	3,3	2,6	2,1	4,0	3,2	2,9
Izvoz ³⁾	2,8	3,5	3,8	3,4	3,1	3,8	3,6
Uvoz ³⁾	2,7	4,2	4,2	3,6	3,5	4,5	3,9
Zaposlenost	1,4	0,9	0,8	0,6	1,4	0,9	0,8
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	8,2	7,8	7,5	7,1	8,3	7,8	7,4
HICP	1,8	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
	[1,8–1,8] ²⁾	[1,1–2,1] ²⁾	[0,9–2,5] ²⁾	[0,9–2,7] ²⁾	[1,6–1,8] ²⁾	[1,1–2,3] ²⁾	[0,9–2,5] ²⁾
HICP brez energentov	1,3	1,5	1,7	1,8	1,3	1,6	1,8
HICP brez energentov in hrane	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih ⁴⁾	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
Stroški dela na enoto proizvoda	1,7	1,3	1,6	1,8	1,6	1,3	1,7
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	2,2	2,1	2,5	2,7	2,2	2,2	2,7
Produktivnost dela	0,5	0,8	0,9	0,9	0,6	0,9	1,0
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) ⁵⁾	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	84,9	83,0	80,9	79,0	84,8	82,8	80,6
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	3,0	2,7	2,6	2,5	3,2	2,8	2,8

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

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

3) Vključuje trgovinsko menjavo znotraj euroobmočja.

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

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

Projekcije temeljijo na predpostavki, da je šibkejša rast v tretjem četrtletju 2018 večinoma začasna in se bo rast nato okrepila.

Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) je oktobra in novembra še naprej upadal, prav tako pa so se v zadnjih mesecih znižali kazalniki zaupanja Evropske komisije, čeprav ostajajo nad dolgoročnim povprečjem, kar kaže na le zmerno rast v zadnjem četrtletju. Obenem najnovejši podatki o proizvodnji avtomobilov v Nemčiji kažejo na to, da je upočasnitev začasna, v prihodnjih mesecih pa se bo po pričakovanih nadaljevalo okrevanje proizvodnje avtomobilov proti običajnim ravnem. Na splošno projekcije

temeljijo na predpostavki, da je šibkejša rast v tretjem četrtletju letošnjega leta večinoma začasna in se bo rast nato okrepila. Treba je omeniti, da je ta dinamika večinoma skladna z informacijami, ki izhajajo iz vodilnih kazalnikov, na primer EuroCOIN in Conference Board Leading Economic Index.

Gospodarski temelji za nadaljnjo rast ostajajo v srednjeročnem obdobju trdni.

Domače povpraševanje bodo še naprej spodbujali številni ugodni dejavniki. Zelo spodbujevalno naravnana denarna politika ECB se še naprej prenaša v gospodarstvo. Posojanje zasebnemu sektorju se še naprej povečuje v vseh državah euroobmočja zaradi še vedno nizkih – čeprav nekoliko višjih – obrestnih mer in ugodnih posojilnih pogojev bank tako za gospodinjstva kot za nefinančne družbe. Živahno rast zasebne potrošnje bodo poganjale tudi zmanjšane potrebe po razdolževanju v vseh sektorjih. Učinek popuščenja javnofinančne politike v euroobmočju kot celoti bo po pričakovanjih rahlo ekspanziven. Na rast zasebne potrošnje in stanovanjskih naložb bi morale ugodno vplivati tudi dobre razmere na trgu dela in zviševanje realnega neto premoženja. Obenem bodo še naprej rasle tudi podjetniške naložbe v okolju višjih dobičkov, velike izkoriščenosti zmogljivosti in verjetnih naložb za zmanjšanje potrebe po delovni sili v povezavi z vse večjim pomanjkanjem delovne sile. Izvoz euroobmočja bosta predvidoma še naprej poganjala tekoče okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti in posledična rast zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja.

Po projekcijah se bo realna rast BDP v opazovanem obdobju vseeno rahlo upočasnila, saj bodo nekateri ugodni dejavniki postopno izginjali. V primerjavi z močno rastjo svetovne trgovinske menjave v letu 2017 in na začetku leta 2018 bo v obdobju projekcij prispevek zunanjega povpraševanja predvidoma šibkejši in pogoji financiranja nekoliko manj ugodni. Rast zaposlenosti naj bi se v obdobju projekcij znatno upočasnila, kar je povezano predvsem s pomanjkanjem ponudbe delovne sile v nekaterih državah, ki postaja vse večji omejevalni dejavnik. Rast podjetniških naložb bo predvidoma šibkejša v okolju nižje rasti skupnega povpraševanja, zaostrovanja pogojev financiranja, prenehanja javnofinančnih spodbud in strukturnih sprememb, kot so na primer neugodni demografski dejavniki. Demografski dejavniki bodo neugodno vplivali tudi na rast stanovanjskih naložb.

Rast realnega razpoložljivega dohodka naj bi se v letu 2019 okrepila zaradi višjih javnofinančnih transferjev, nato pa bo v letu 2020 in dalje šibkejša.

Prispevek bruto plač k nominalni rasti razpoložljivega dohodka se bo leta 2019 po projekcijah nekoliko zmanjšal, in sicer zaradi vpliva šibkejše rasti zaposlenosti. Prispevek bruto plač bo po letu 2019 predvidoma ostal večinoma nespremenjen, ker bo pričakovano zvišanje nominalne rasti plač odtehtalo nadaljnjo upočasnitev rasti zaposlenosti. Dohodek iz premoženja in kapitala naj bi v letu 2019 naraščal bolj umirjeno, nato pa bo v preostanku obdobja projekcij pridobil več zagona, v skladu z dobičkom. Prispevek neto javnofinančnih transferjev bo zaradi kombinacije znižanja neposrednega obdavčenja in naraščajočih transferjev gospodinjstvom leta 2019 po pričakovanjih prvič po letu 2010 pozitiven v velikih državah euroobmočja. Nato bo leta 2020 večinoma nevtralen in leta 2021 rahlo restriktiven v okolju nižjih transferjev gospodinjstvom in postopno vse višjega neposrednega obdavčenja. Gledano v celoti se bo rast realnega razpoložljivega dohodka leta 2019 predvidoma okrepila, nato pa

bo v letih 2020–2021 šibkejša, k čemur bo prispevalo tudi predvideno zvišanje rasti cen življenjskih potrebščin. Poleg tega bo sestava rasti realnega razpoložljivega dohodka po pričakovanjih postala manj ugodna za trošenje gospodinjstev, ker bodo razpoložljivi dohodek bolj poganjale plače kot zaposlenost, potrošnja pa se običajno nekoliko močneje odziva na spremembe v zaposlenosti.

Zagon zasebne potrošnje se bo v bližnji prihodnosti predvidoma nekoliko okrepil. V tretjem četrtletju 2018 so zasebno potrošnjo po ocenah zavirala precejšnja ozka grla v proizvodnji avtomobilov, ki so pomenila zamude pri dobavah. Na okrepljeno rast potrošnje v naslednjih nekaj četrtletjih kažejo še vedno ugodna raven zaupanja potrošnikov, nadaljnje pričakovano izboljševanje razmer na trgu dela in rast realnih plač na zaposlenega ob pozitivnem učinku javnofinančnega popuščanja v nekaterih državah.

Rast zasebne potrošnje naj bi spodbujali ugodni posojilni pogoji bank, h katerim prispevajo ukrepi denarne politike ECB, in doseženi napredek pri razdolževanju. Bančne obrestne mere za posojila naj bi se v obdobju projekcij zmerno zvišale. Vendar bo vpliv višjih bančnih obrestnih mer za posojila na bruto plačila obresti po pričakovanjih omejen zaradi dolgih ročnosti dolga gospodinjstev in razmeroma nizkega deleža dolgov z variabilno obrestno mero v bilanci stanja gospodinjstev. Kljub zvišanju bodo bruto plačila obresti predvidoma ostala na nizkih ravneh in bodo tako še naprej spodbujala zasebno potrošnjo. Obenem se bo realno neto premoženje po projekcijah še naprej zviševalo, čeprav nekoliko počasneje kot v preteklih letih. Tudi vse višje neto premoženje naj bi skupaj z napredkom, doseženim pri razdolževanju, spodbujalo potrošnjo, čeprav bruto zadolženost gospodinjstev ostaja na ravneh, zabeleženih pred svetovno finančno krizo.

Stopnja varčevanja gospodinjstev se bo v obdobju projekcij predvidoma postopno zviševala k zgodovinsko bolj običajnim ravnam. Ta normalizacija je odraz sedanje ciklične konjunktore in spreminjajoče se sestave rasti dohodka. Pričakovati je tudi, da bodo zasebna gospodinjstva povečevala obseg varčevanja zaradi znižanih neposrednih davkov in začasnega zvišanja javnih transferjev.

Okvir 1

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

Tehnične predpostavke glede na letošnje septembske projekcije zajemajo šibkejši efektivni tečaja eura, nižje dolarske cene nafte in rahlo višje dolgoročne obrestne mere. Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 21. novembra 2018. Kratkoročne obrestne mere se merijo s 3-mesečno obrestno mero EURIBOR, tržna pričakovanja pa so izpeljana iz obrestnih mer terminskih pogodb. S to metodologijo dobimo povprečno raven kratkoročnih obrestnih mer v višini –0,3% v letu 2019, 0,0% v letu 2020 in 0,3% v letu 2021. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju kažejo na povprečno raven v višini 1,4% v letu 2019, 1,7% v letu 2020 in

1,9% v letu 2021.² V primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami so bila tržna pričakovanja o kratkoročnih obrestnih merah za leti 2019 in 2020 popravljena navzdol za 4 bazične točke, medtem ko so bila pričakovanja o dolgoročnih obrestnih merah za leto 2019 popravljena navzgor za 13 bazičnih točk in za leto 2020 za 15 bazičnih točk.

Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi povprečnih gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (21. november 2018) predpostavlja, da se bo cena surove nafte Brent, ki je leta 2018 znašala 71,8 USD za sod, v letu 2019 znižala na 67,5 USD, zatem pa naj bi v letu 2021 še dodatno upadla na 65,9 USD za sod. Ta dinamika kaže, da bodo dolarske cene nafte v primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami v letu 2018 višje za 0,4%, v letu 2019 nižje za 5,8% ter v letu 2020 nižje za 3,2%. Za cene drugih primarnih surovin razen energentov, izražene v ameriških dolarjih, se predpostavlja, da bodo v letu 2019 nekoliko nižje kot v letu 2018 in da se bodo v preostanku obdobja projekcij ponovno zvišale.³

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 (21. november 2018). To pomeni, da bo povprečni devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom v letu 2018 na ravni 1,18 USD za euro, v letih 2019–2021 pa 1,14 USD za euro in se torej večinoma ne bo spremenil od letošnjih septembrskih projekcij. Efektivni tečaj eura (v razmerju do valut 38 trgovinskih partneric) je 0,5% pod letošnjo septembrsko projekcijo.

Tehnične predpostavke

	December 2018				September 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	-0,3	-0,3	0,0	0,3	-0,3	-0,2	0,0
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	1,1	1,4	1,7	1,9	1,1	1,3	1,6
Cene nafte (v USD/sod)	71,8	67,5	66,8	65,9	71,5	71,7	69,0
Cene primarnih surovin razen energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	3,0	-1,4	4,4	4,3	1,9	-2,6	4,2
Devizni tečaj USD/EUR	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14
Nominalni efektivni devizni tečaj eura (EDT-38) (medletne spremembe v odstotkih)	5,2	0,0	0,0	0,0	5,1	0,6	0,0

Rast stanovanjskih naložb se bo predvidoma nadaljevala, čeprav bo bolj umirjena. Zdi se, da je rast stanovanjskih naložb dosegla višek na začetku leta 2018 in je v sledečih četrletjih izgubila zagon. Šibkejša rast v primerjavi z razcvetom na stanovanjskem trgu v letih 2016 in 2017 je predvsem posledica vse večjih omejitev na strani ponudbe – zlasti zaradi pomanjkanja delovne sile – v nekaterih državah. Glavni pogoji za nadaljnje povečevanje stanovanjskih naložb so v obdobju projekcij

² Predpostavka o nominalni donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju temelji na tehtanem povprečju donosnosti 10-letnih referenčnih obveznic posameznih držav, tehtani z letnim BDP ter dopolnjeni 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.

³ Predpostavke o cenah nafte in prehrabnih surovin temeljijo na terminskih cenah do konca obdobja projekcij. Za cene primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da bodo do zadnjega četrletja 2019 sledile cenam terminskih pogodb in se zatem gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

še vedno prisotni, pri čemer ankete nakazujejo, da vse več gospodinjstev v naslednjih dveh letih načrtuje nakup oziroma gradnjo ali obnovo doma. Vseeno se bo zagon rasti po pričakovanjih umiril, in sicer v skladu s predvideno postopno upočasnitvijo dinamike rasti realnega razpoložljivega dohodka in pogoji financiranja, ki naj bi se rahlo zaostri. Umirjanje lahko povzročijo tudi omejitve proizvodnih zmogljivosti v gradbenem sektorju, kar postaja vse večji omejevalni dejavnik, in neugodni demografski trendi v nekaterih državah.

Podjetniške naložbe naj bi v celotnem obdobju projekcij še naprej okrevale, čeprav od leta 2019 postopoma vse počasneje. Po ocenah so podjetniške naložbe tekom leta 2018 naglo porasle, zato se je njihov delež v realnem BDP euroobmočja povečal na najvišje predkrizne ravni. V prihodnjem obdobju bo po pričakovanjih poleg na splošno ugodnih obetov glede povpraševanja okrevanje še naprej spodbujalo več dejavnikov: zaupanje podjetij, ki je sicer nekoliko šibkejše kot na začetku leta 2018, ostaja nad povprečno ravniyo zaradi ugodnih pričakovanj o proizvodnji in novih naročil; izkoriščenost zmogljivosti je še naprej precej nad dolgoročnim povprečjem, medtem ko velik delež podjetij v predelovalnih dejavnostih poroča, da je pomanjkanje opreme dejavnik, ki omejuje proizvodnjo; pogoji financiranja bodo predvidoma ostali ugodni, čeprav se bodo v obdobju projekcij postopno zaostrovali; po pričakovanjih se bo povečal dobiček, pri čemer je sektor nefinančnih družb že zdaj dobro založen z denarjem; podjetja lahko povečajo naložbe, da bi nadoknadila omejitve na strani ponudbe, povezane s pomanjkanjem delovne sile. Poleg tega se je zaradi okrevanja delniških tečajev, nadaljnje akumulacije finančnih sredstev in zmerne rasti dolžniškega financiranja količnik finančnega vzvoda v nefinančnih družbah v zadnjih letih zmanjšal, čeprav je konsolidirana bruto zadolženost še vedno nad predkrizno ravniyo. Postopno upadanje zagona pri podjetniških naložbah v opazovanem obdobju kaže na splošno zmanjševanje domačega in tujega povpraševanja pa tudi na zvišanje obrestnih mer za bančna posojila nefinančnim družbam. V srednjeročnem obdobju bodo po pričakovanjih podjetniške naložbe zavirali tudi predvidena ukinitve posebnih javnofinančnih spodbud in neugodni učinki nekaterih strukturnih sprememb (na primer neugodni demografski dejavniki).

Okvir 2

Mednarodno okolje

Svetovna gospodarska aktivnost za zdaj ostaja vzdržljiva, čeprav se pojavljajo znaki upočasnitve rasti. Svetovno gospodarstvo je v drugem četrtletju 2018 še naprej vztrajno raslo, rast v tretjem četrtletju v ZDA in Združenem kraljestvu pa še vedno kaže na vzdržljivo gospodarsko aktivnost kljub krčenju proizvodnje na Japonskem, ki je bilo večinoma posledica začasnih dejavnikov, povezanih z naravnimi nesrečami. Med nastajajočimi tržnimi gospodarstvi je gospodarska aktivnost ostala vztrajna na Kitajskem, medtem ko stabilizacija razpoloženja in s tem povezana apreciacija lire kažeta na nekoliko manj izrazito kontrakcijo v Turčiji, kot je bilo sprva pričakovano.

V bližnji prihodnosti bo svetovni ciklični zagon predvidoma podpiral svetovno gospodarsko aktivnost. Razvita gospodarstva še naprej izkoriščajo pozitivne učinke spodbujevalne denarne politike, v ZDA pa občutnih javnofinančnih spodbud. Preteklo zvišanje cen nafte je pripomoglo tudi k

stabilizaciji naložb v mnogih izvoznih naftah. Vseeno pa so se trgovinske napetosti med ZDA in Kitajsko zaostrele, zato negotovost glede prihodnjih trgovinskih odnosov ostaja velika in zavira svetovno gospodarsko aktivnost. Zaskrbljenost glede svetovne trgovinske menjave, postopna normalizacija denarne politike v visoko razvitih gospodarstvih in negotovost glede politik so v poletnih mesecih povzročili zaostrovanje pogojev financiranja, zlasti v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Zdi se, da so se svetovna tveganja v zadnjem času stabilizirala, vendar so finančni vlagatelji še naprej diskriminatorni do nastajajočih tržnih gospodarstev s precejšnjimi neravnovesji, z velikimi potrebami po zunanjem financiranju in z omejenim političnim manevrskim prostorom.

Dolgoročneje gledano bo svetovna rast po projekcijah ostala stabilna. Po eni strani to odraža predvideno ciklično upočasnitev v visoko razvitih gospodarstvih in prehod Kitajske na nižje stopnje rasti. Negativna proizvodna vrzel je v večini razvitih gospodarstev že zaprta ali se zapira, podpora s strani ekonomskih politik pa se bo postopoma zmanjšala. Obenem se predpostavlja, da se bodo sedanji trgovinski odnosi med Združenim kraljestvom in EU27 nadaljevali do konca leta 2020, nato pa bo od leta 2021 dalje predviden prehod k novim trgovinskim odnosom nekoliko omajal gospodarsko rast v Združenem kraljestvu. Po drugi strani svetovni obeti za gospodarsko aktivnost odražajo tudi predvideno okrevanje aktivnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih v obdobju projekcij, zlasti v tistih, na katere je negativno vplivalo nemirno dogajanje na finančnih trgih. Gledano v celoti, bo svetovna rast (brez euroobmočja) v letu 2018 po projekcijah znašala 3,8% in se bo nato v letu 2021 zmanjšala na 3,6%.

V primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami so bile napovedi svetovne rasti BDP popravljene navzdol. Popravki navzdol so odraz šibkejših gospodarskih obetov za nastajajoča tržna gospodarstva, medtem ko obeti za gospodarsko aktivnost v visoko razvitih gospodarstvih ostajajo večinoma nespremenjeni.

Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

	December 2018				September 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,8	3,5	3,6	3,6	3,9	3,7	3,7
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) ¹⁾	5,1	3,5	3,6	3,6	4,6	3,9	3,8
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja ²⁾	4,3	3,1	3,5	3,4	4,1	3,6	3,6

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

Svetovna trgovinska menjava se bo leta 2019 po projekcijah upočasnila, saj svetovni gospodarski cikel prehaja v zrelo fazo in nove carine zavirajo trgovinsko menjavo, zlasti v ZDA in na Kitajskem. Na srednji rok so trgovinske napovedi zasidrane okrog stališča, da se bo svetovni uvoz krepil približno v skladu s svetovno aktivnostjo. Gledano v celoti, se bo zunanje povpraševanje euroobmočja leta 2018 predvidoma povečalo za 4,3%, nato pa se bo do leta 2021 njegova rast upočasnila na 3,4%. V primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami je bilo zunanje povpraševanje euroobmočja za leto 2018 popravljeno navzgor, in sicer zaradi močnejšega zagona v prvi polovici leta 2018, kot je bilo pričakovano. Popravki navzdol za leti 2019 in 2020 so deloma odraz mehničnega vpliva višjih dvostranskih carin v ZDA in na Kitajskem ter v manjši meri rahlo šibkejšo svetovno gospodarsko aktivnostjo.

Izvoz v države zunaj euroobmočja bo v bližnji prihodnosti predvidoma presešel zunanje povpraševanje, nato pa bosta rasla skladno.

Izvoz v države zunaj euroobmočja bo v letu 2019 predvidoma rasel nekoliko hitreje kot zunanje povpraševanje, kar v bližnji prihodnosti nakazuje povečan tržni delež zaradi izboljšane cenovne konkurenčnosti v državah euroobmočja (ker zvišanje izvoznih cen zaostaja za zvišanjem cen konkurentov). V srednjeročnem obdobju naj bi izvoz v države zunaj euroobmočja naraščal v skladu z zunanjim povpraševanjem. Uvoz iz držav zunaj euroobmočja bosta predvidoma spodbujala pozitivno povpraševanje in v naslednjih nekaj četrletjih tudi močnejši euro. Prispevek neto menjave s tujino h gospodarski rasti bo v obdobju projekcij v glavnem nevtralen, potem ko je bil leta 2018 rahlo pozitiven.

Rast zaposlenosti se bo predvidoma znižala, saj se bo gospodarska aktivnost upočasnila in bo pomanjkanje delovne sile v nekaterih državah postajalo vse večji omejevalni dejavnik.

Rast števila zaposlenih se je v tretjem četrletju 2018 upočasnila, potem ko so medčetrletne stopnje rasti v prvi polovici leta znašale 0,4%, kar je posledica upočasnjevanja svetovne aktivnosti od začetka leta 2018. Ankete, ki se nanašajo na prihodnja gibanja, kažejo na nadaljevanje rasti zaposlenosti v bližnji prihodnosti, čeprav jo bodo leta 2019 zavirali zmanjšanje števila zaposlenih v javnem sektorju, predvidena uvedba sistema predčasnih upokojitev in predvidena odpuščanja, potem ko se je v nekaterih državah zvišala minimalna plača. Tako bo rast zaposlenosti v obdobju projekcij predvidoma izgubila nekaj zagona, predvsem v skladu z upočasnjevanjem svetovne aktivnosti.

V opazovanem obdobju se bo delovna sila po projekcijah povečevala, vendar bolj umirjeno.

To je odraz predvidenega neto priseljevanja delavcev, pričakovane integracije beguncev in sedanje krepitve deleža aktivnega prebivalstva. Vseeno naj bi pozitivni učinki teh dejavnikov v obdobju projekcij popustili, povečali pa naj bi se neugodni učinki staranja prebivalstva, ker skupine starejših delavcev zapuščajo delovno silo v večjem številu, kot na trg dela vstopajo skupine mladih.

Stopnja brezposelnosti bo leta 2021 po pričakovanjih upadla na 7,1%. Stopnja brezposelnosti je v tretjem četrletju 2018 upadla na 8,1%, kar je najnižja raven od konca leta 2008 dalje. Projekcije za prihodnje obdobje kažejo, da se bo število brezposelnih še naprej znatno zniževalo in se približevalo najnižji točki pred krizo.

V skladu s ciklično dinamiko bo v obdobju projekcij produktivnost dela okrevala.

Po močnem zagonu v letu 2017 je rast produktivnosti dela medčetrletno v prvih treh četrletjih 2018 stagnerala zaradi nepričakovano šibkejše gospodarske aktivnosti. Kar zadeva prihodnje obdobje, se bo rast produktivnosti dela v obdobju projekcij zvišala, čeprav po stopnji rasti, ki bo rahlo pod predkrizno povprečno 1,0-odstotno stopnjo, k čemur bodo prispevali že omenjena upočasnitev rasti zaposlenosti, vse večja uporaba kapitala v kontekstu zmanjševanja neizkoriščenega gospodarskega potenciala, povečevanje števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega in določena rast skupne faktorske produktivnosti.

V primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami so bile napovedi realne rasti BDP za leti 2018 in 2019 popravljene rahlo navzdol.

To je odraz slabših rezultatov v tretjem četrletju 2018 in s tem povezanega nižjega prenosa v leto 2019.

Čeprav bodo obenem v letih 2019 in 2020 aktivnost zavirali rahlo višje dolgoročne posojilne obrestne mere, nižji tečaji delnic in nižja rast zunanjega povpraševanja, bo te učinke predvidoma večinoma odtehtal ugoden vpliv nižjih cen nafte, šibkejšega učinkovitega tečaja eura in dodatnega javnofinančnega popuščanja.

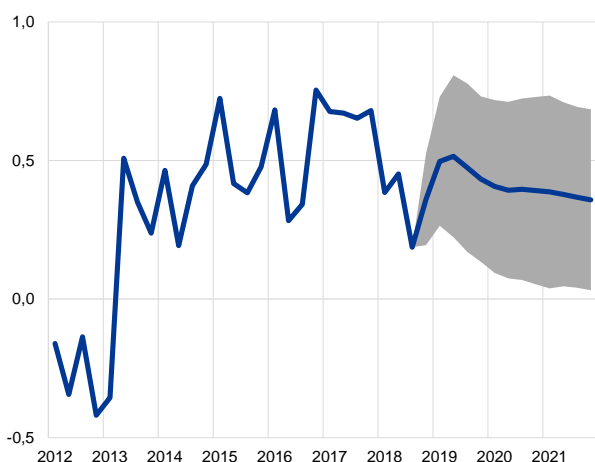
Graf 1

Makroekonomske projekcije¹⁾

(četrtletni podatki)

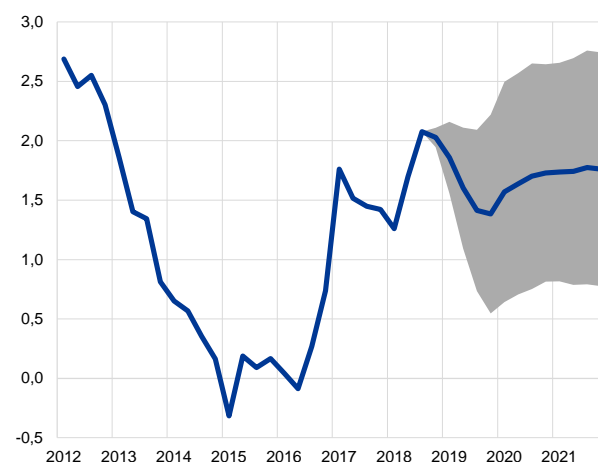
Realni BDP v euroobmočju²⁾

(četrtletne spremembe v odstotkih)



HICP v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



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

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

2) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

2

Cene in stroški

Inflacija je predvidoma dosegla najvišjo raven v tretjem četrtletju 2018 in se bo do konca leta 2019 zniževala, nato pa se bo v preostanku obdobja projekcij postopoma krepila. Sedanja visoka rast cen v skupini energentov, povezana s preteklim močnim zvišanjem cen nafte, bo v obdobju projekcij predvidoma precej upadla zaradi rahlo navzdol usločene krivulje naftnih terminskih pogodb. Za rast cen hrane je pričakovati, da bo v obdobju projekcij razmeroma nespremenjena in bo v povprečju znašala 1,9%. Osnovni cenovni pritiski se bodo po projekcijah postopno povečevali zaradi izboljšane cikličnega položaja gospodarstva in s tem povezanega zvišanja rasti plač. Tako naj bi vse bolj omejena ponudba delovne sile v nekaterih državah spodbudila rast plač. Določeni nadaljnji pritiski na rast osnovne inflacije bodo po pričakovanjih med drugim izhajali iz zunanjih cenovnih gibanj, ker preteklo zvišanje cen nafte neposredno vpliva na inflacijo brez energentov in hrane. Gledano v celoti, bo inflacija brez energentov in hrane v letu 2021 po predvidevanjih zrasla na 1,8%.

Rast plač se bo v obdobju projekcij predvidoma opazno okrepila, saj je presežnega povpraševanja na trgu dela še naprej vse več in slabijo dejavniki, ki so zadnjih nekaj let v nekaterih državah zavirali rast plač. Rast sredstev za

zaposlene na zaposlenega se bo po projekcijah izrazito povečala, in sicer z 2,2% v letu 2018 na 2,7% v letu 2021.⁴ Glavno gonilo okrepljene rasti plač je predvideno nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela v euroobmočju, pri čemer bo v nekaterih predelih euroobmočja opaziti vse večje presežno povpraševanje po delovni sili in izrazito pomanjkanje delovne sile. V skladu s cikličnim položajem gospodarstva bo h krejitvi rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega po pričakovanih prispevala trdnejša rast dogovorjenih plač. Poleg cikličnega zagona je pričakovati, da bo nedavno precejšnje zvišanje skupne inflacije prispevalo k višji rasti plač v tistih državah euroobmočja, v katerih se plače oblikujejo glede na elemente preteklih cenovnih gibanj. Postopoma bi morali popustiti tudi s krizo povezani zaviralni dejavniki na rast plač, denimo potreba po umirjanju plač, da bi se v nekaterih državah ponovno vzpostavila cenovna konkurenčnost, ter pritiski, ki so zavirali rast plač in so bili povezani z rigidnostjo nominalnih plač navzdol v času krize, saj se gospodarska rast v državah euroobmočja pogloblja in širi. Prav tako je pričakovati, da bodo postali manj relevantni nekateri vladni ukrepi, ki so v preteklosti zavirali rast plač, nekatere države pa so zvišale minimalno plačo, kar se lahko prenese v porazdelitev plač.

Pričakuje se, da se bodo profitne marže v obdobju projekcij gibale bolj ugodno kot leta 2018. V letu 2018 je bilo gibanje profitnih marž šibkejše predvsem zaradi nedavnega poslabšanja pogojev menjave pa tudi zaradi upadanja cikličnega zagona. Ugodnejši obeti za profitne marže po letu 2018 odražajo predvideno pozitivno dinamiko moči podjetij pri oblikovanju cen.

Zunanji cenovni pritiski naj bi v obdobju projekcij ostali pozitivni, a naj bi se rahlo umirili. Medletna stopnja rasti uvoznega deflatorja se bo po letu 2018 predvidoma umirila. To je posledica zaviralnih učinkov rahlo navzdol usmerjene krivulje cen nafte, ki jo nakazujejo predpostavke, medtem ko se predpostavlja, da bodo cene primarnih surovin razen nafte in osnovni svetovni cenovni pritiski v obdobju projekcij narasli.

V primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami so projekcije za inflacijo za leto 2019 popravljene rahlo navzdol. Gibanje inflacije brez energentov in hrane je rahlo nižje zaradi rahlo šibkejših obetov za rast in plače. Kar zadeva skupno inflacijo, bodo k popravkom inflacije brez energentov in hrane prispevali popravki navzdol v skupini energentov za leto 2019, odtehtali pa naj bi jih popravki navzgor v skupini energentov za leto 2020. Ti popravki v skupini energentov so večinoma skladni s spremembami predpostavk glede cen nafte, ki so bile kratkoročno popravljene navzdol, zdaj pa je njihova krivulja rahlo bolj usmerjena navzdol kot v prejšnjih projekcijah.

⁴ Začasna upočasnitev rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega v letu 2019 je posledica uveljavitve javnofinančnega ukrepa v Franciji, in sicer pretvorbe davčnega odbitka (*Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*, CICE) v trajno znižanje prispevkov za socialno varnost, ki jih plačujejo delodajalci. Ker nižja rast sredstev za zaposlene na zaposlenega in stroškov dela na enoto proizvoda v glavnem odtehta zvišanje profitnih marž, ni pričakovati velikega vpliva na določanje cen.

Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju bo po napovedih leta 2018 večinoma nevtralna, v letih 2019 in 2020 bo nekoliko popustila, leta 2021 pa bo spet nevtralna. Naravnost javnofinančne politike se meri s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. V letu 2019 bodo k popuščanju naravnosti javnofinančne politike največ prispevali zniževanje neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost in tudi višji transferji v nekaterih državah. Leta 2020 bo k popuščanju prispevalo nadaljnje zniževanje neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost, prav tako pa tudi precej močna rast odhodkov v nekaterih državah, čeprav v manjši meri kot leta 2019.

Po izboljšanju v letu 2018 se bo proračunski saldo euroobmočja po projekcijah v letih 2019–2021 nekoliko poslabšal, delež javnega dolga pa se bo še naprej zmanjševal. Javnofinančni primanjkljaj se je povečal zaradi poslabšanja ciklično prilagojenega primarnega salda. To deloma odtehta rahlo znižanje odhodkov za obresti, ker se obstoječi, drag dolg nadomešča z novim dolgom po nižjih obrestnih merah, ciklična komponenta pa ostaja večinoma nespremenjena. K zmanjševanju razmerja med javnim dolgom in BDP prispevajo pozitivni primarni saldi in ugodna razlika med obrestnimi merami in stopnjo rasti. V primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami so se obeti glede primanjkljaja poslabšali zaradi manj ugodnega primarnega salda, razmerje med javnim dolgom in BDP pa je bilo popravljeno rahlo navzgor, in sicer zaradi nižjih primarnih saldov in navzgor popravljenih preteklih podatkov.

Okvir 3

Analiza občutljivosti

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

1) Alternativna gibanja cen nafte

Namen te analize občutljivosti je oceniti posledice alternativnih gibanj cen nafte. Tehnične predpostavke o gibanju cen nafte, ki so uporabljene v osnovnem scenariju projekcij in so izpeljane iz gibanj na terminskih trgih z nafto, napovedujejo rahlo nižanje cen nafte, tako da bi cena surove nafte Brent konec leta 2021 znašala približno 66 USD za sod. Analizirani sta dve alternativni gibanji cen nafte. Prvo temelji na spodnjem 25. centilu porazdelitve gostote verjetnosti cene nafte, kot izhaja iz opcij, na dan 21. novembra 2018. To gibanje nakazuje postopno znižanje cen nafte na 48,8 USD za sod v letu 2021, kar je za 25,9% nižje od predpostavke za to leto v osnovnem scenariju. Ob uporabi povprečja rezultatov iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov bi imelo to gibanje vpliv na zvišanje realne rasti BDP, inflacija pa bi bila v letu 2019 nižja za 0,5 odstotne točke, v letu 2020 za 0,4 odstotne točke in v letu 2021 za 0,2 odstotne točke. Drugo gibanje temelji na zgornjem 25. centilu iste porazdelitve in nakazuje zvišanje cen nafte na okrog 83

USD za sod v letu 2021, kar je za 25,9% višje od predpostavke za to leto v osnovnem scenariju. To gibanje bi pomenilo hitrejšje zvišanje inflacije, ki bi bila v letu 2019 višja za 0,5 odstotne točke, v letu 2020 za 0,4 odstotne točke in v letu 2021 za 0,2 odstotne točke, medtem ko bi bila realna rast BDP v letih 2019–2021 nekoliko nižja.

2) Alternativna tečajna gibanja

Ta analiza občutljivosti je namenjena preučevanju vpliva krepitve tečaja eura. Ta scenarij je skladen s porazdelitvijo do tveganja nevtralne gostote verjetnosti tečaja USD/EUR, kot izhaja iz opcij, na dan 21. novembra 2018, ki se močno nagiba v smeri apreciacije eura. Apreciacija eura v razmerju do dolarja na raven 1,34 USD za euro v letu 2021, kar je 18,5% višje od predpostavke za omenjeno leto v osnovnem scenariju, se odraža v 75. centilu te porazdelitve. Odgovarajoča predpostavka za nominalni efektivni tečaj eura odraža zgodovinsko dinamiko, pri čemer spremembe tečaja USD/EUR ustrezajo spremembam efektivnega tečaja z elastičnostjo tik nad 50%. Po tem scenariju povprečje rezultatov iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov kaže na nižjo realno rast BDP (za 0,3 odstotne točke v letu 2019, za 0,6 odstotne točke v letu 2020 in za 0,2 odstotne točke v letu 2021). Inflacija pa bi bila v letu 2019 nižja za 0,3 odstotne točke in v letih 2020 in 2021 za 0,6–0,7 odstotne točke.

Okvir 4

Napovedi drugih institucij

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

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

Primerjava napovedi realne rasti BDP in inflacije za euroobmočje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Datum objave	Rast BDP				Inflacija (HICP)			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Projekcije Eurosistema	December 2018	1,9	1,7	1,7	1,5	1,8	1,6	1,7	1,8
		[1,8–2,0]	[1,1–2,3]	[0,8–2,6]	[0,5–2,5]	[1,8–1,8]	[1,1–2,1]	[0,9–2,5]	[0,9–2,7]
Evropska komisija	November 2018	2,1	1,9	1,7	-	1,8	1,8	1,6	-
OECD	November 2018	1,9	1,8	1,6	-	1,8	1,9	1,9	-
Euro Zone Barometer	November 2018	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7
Napovedi Consensus Economics	November 2018	2,0	1,7	1,4	1,4	1,8	1,7	1,7	1,8
Survey of Professional Forecasters	Oktober 2018	2,0	1,8	1,6	-	1,7	1,7	1,7	-
MDS	Oktober 2018	2,0	1,9	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (jesen 2018); IMF World Economic Outlook (oktober 2018); OECD Economic Outlook (november 2018); napovedi Consensus Economics (november 2018); številke za Consensus Economics, ki se nanašajo na leti 2020 in 2021, so vzete iz ankete o dolgoročnih napovedih za oktober 2018; MJEconomics za Euro Zone Barometer (november 2018); številke za Euro Zone Barometer, ki se nanašajo na leti 2020 in 2021, so vzete iz ankete o dolgoročnih napovedih za oktober 2018; anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters) (oktober 2018).

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

© **Evropska centralna banka, 2018**

Poštni naslov: 60640 Frankfurt na Majni, Nemčija

Telefon: +49 69 1344 0

Spletno mesto: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4822 (pdf)

Kataloška št. EU QB-CF-18-002-SL-N (pdf)