



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

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

## 1. OBETI ZA EUROOBMOČJE: SPLOŠEN PREGLED IN GLAVNI DEJAVNIKI

*Gospodarsko okrevanje v euroobmočju se bo predvidoma nadaljevalo. Realni BDP se bo v letu 2015 po projekcijah povečal za 1,5%, v letu 2016 za 1,7% in v letu 2017 za 1,9%. Ti obeti so na splošno nespremenjeni glede na prejšnje projekcije, vseeno pa so se obeti za domače povpraševanje izboljšali, za tuje povpraševanje pa poslabšali. Inflacija bo v obdobju projekcij predvidoma naraščala in leta 2017 doseгла 1,6%. Obeti za inflacijo so bili rahlo popravljeni navzdol, in sicer predvsem zaradi nižjih cen nafte.*

**Več spodbujevalnih dejavnikov bo v letih 2016 in 2017 predvidoma še naprej podpiralo okrevanje, ki ga bo poganjalo predvsem domače povpraševanje.** Spodbujevalno naravnana denarna politika ECB se še naprej prenaša v gospodarstvo, kot je razvidno iz manjšega nadaljnega popuščanja pogojev kreditiranja, nedavnega obrata v obsegu danih posojil in zniževanja efektivnega tečaja eura. Nižje cene nafte bodo verjetno podpirale tako povpraševanje kot tudi naložbe, poleg tega pa bo na domače povpraševanje pozitivno vplivalo določeno popuščanje javnofinančne politike, med drugim zaradi nedavnega pritoka beguncev, zaradi katerega se bosta predvidoma povečala državna potrošnja in transferji gospodinjstvom. Ker se bodo pritiski za razdolževanje v zasebnem sektorju po pričakovanjih zmanjševali, se bo domače povpraševanje v prihodnjih letih z delovanjem naložbenega akceleratorja okrepilo. Poleg tega bo povpraševanje verjetno podpiralo tudi nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela. Nasprotno bo svetovno gospodarsko okrevanje predvidoma še naprej manj podpiralo gospodarstvo euroobmočja, in sicer predvsem zaradi počasnega okrevanja v nastajajočih tržnih gospodarstvih.

**Inflacija, merjena z indeksom HICP, se bo v letu 2016 po projekcijah zvišala na 1,0%, v letu 2017 pa na 1,6%.** Na profil inflacije v obdobju projekcij bo predvidoma močno vplivalo gibanje energetske komponente indeksa HICP. Močni bazni učinki ob prelomu leta ter v drugi polovici leta 2016 bodo skupaj s predpostavljenim naraščanjem cen nafte (glede na termenske cene) po projekcijah do leta 2017 povzročili, da se bo inflacija cen energentov v indeksu HICP precej zvišala s sedanje negativne ravni. Po pričakovanjih se bo v obdobju projekcij postopno zviševala tudi inflacija po HICP brez energentov in hrane. Ko bo gospodarsko okrevanje postopno pridobivalo zagon, se bo zaradi povečevanja plač in profitnih marž predvidoma zvišala osnova inflacija. Poleg tega se bo v inflacijo po HICP še naprej prenašalo tudi precejšnje znižanje tečaja eura.

<sup>1</sup> Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB se uporabljajo kot eno od izhodišč za oceno Sveta ECB o gospodarskih gibanjih in tveganjih za stabilnost cen. Informacije o uporabljenih postopkih in tehnikah so na voljo v dokumentu »A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises«, ECB, junij 2001, ki je objavljen na spletni strani ECB. Presečni datum za tehnične predpostavke, kot so cene nafte in tečaji, je 12. november 2015 (glej okvir 3). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 19. november 2015.

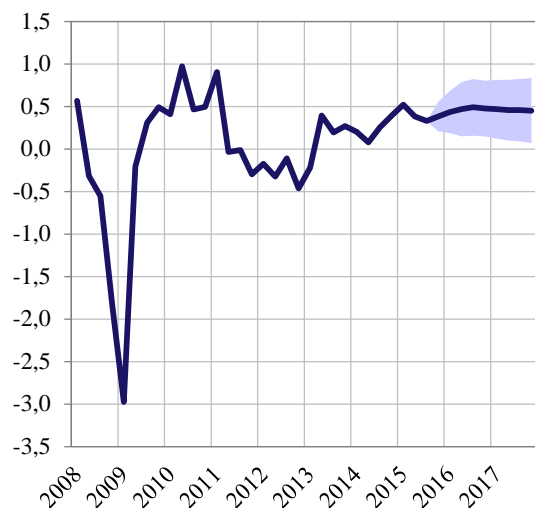
Tokratne makroekonomske projekcije zajemajo obdobje 2015–2017. Projekcije za tako dolg časovni razpon so povezane z zelo veliko negotovostjo, kar je treba upoštevati pri njihovi interpretaciji. Glej članek z naslovom »An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections«, Monthly Bulletin, ECB, maj 2013.

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

(četrtni podatki)

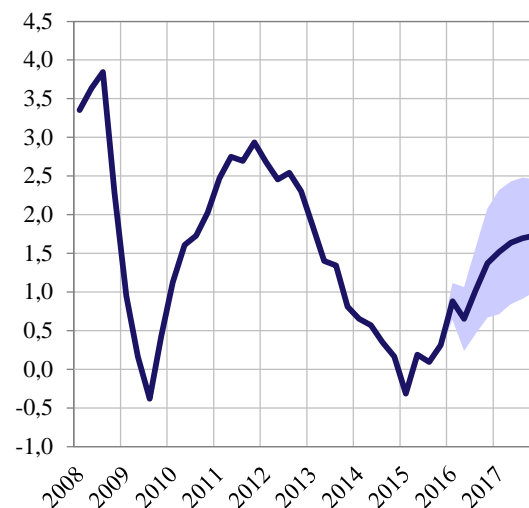
### Realni BDP v euroobmočju<sup>2)</sup>

(medčetrtnetne spremembe v odstotkih)



### HICP v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



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

2) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

## 2. REALNO GOSPODARSTVO

**Gospodarska aktivnost v euroobmočju bo v obdobju projekcij predvidoma še naprej okrevala, pri čemer jo bo v vedno večji meri poganjalo domače povpraševanje.** Realni BDP se je v tretjem četrtnetju 2015 povečal za 0,3%. Kar zadeva prihodnja gibanja, je zaupanje podjetij in potrošnikov v zadnjih mesecih ostalo povišano, kar napoveduje stabilen rast v prihodnjem obdobju. Na daljši rok obstaja vrsta ugodnih dejavnikov, ki bodo v obdobju projekcij predvidoma podpirali rast realnega BDP. Glavni med njimi so spodbujevalno naravnana denarna politika, popuščanje javnofinančnih politik, nizke cene nafte in postopno izboljševanje svetovnega povpraševanje skupaj s povečevanjem deleža izvoznih trgov zaradi nizkega učinkovitega tečaja eura.

### **Glavno gonilo gospodarskega okrevanja bodo predvidoma ostali izdatki za zasebno potrošnjo.**

Nominalni razpoložljivi dohodek se bo v obdobju projekcij povečeval, pri čemer ga bo podpiralo naraščanje prihodkov od dela zaradi hitre rasti zaposlovanja in vse hitrejše rasti nominalnih sredstev za zaposlene, pa tudi zaradi povečevanja drugih osebnih prihodkov. Prihodki gospodinjev se bodo v letu 2016 povečevali tudi zaradi višjih transferjev in nižjih neposrednih davkov. Rast realnega razpoložljivega dohodka bo tekom leta 2016 predvidoma ostala trdna, nato pa naj bi zaradi naraščanja cen življenjskih potrebščin v letu 2017 izgubila zagon. Nizki stroški financiranja ter naraščanje neto vrednosti gospodinjev, ki ju oba dodatno krepi program nakupa vrednostnih papirjev, bi morala podpreti zasebno potrošnjo, čeprav nizke obrestne mere preko nižjih obrestnih prihodkov pritiskajo tudi na razpoložljivi dohodek. Gledano v celoti bo medletna rast zasebne potrošnje v obdobju 2015–2017 znašala povprečno 1,7%, potem ko je v letu 2014 znašala 0,8%.

**Stopnja varčevanja bo v bližnji prihodnosti predvidoma ostala razmeroma stabilna, nato pa naj bi se v letu 2017 rahlo znižala.** V letu 2015 se bo po projekcijah nekoliko zvišala, kar odraža določeno inercijo v prilagajanju potrošnje na povečevanje razpoložljivega dohodka zaradi nižjih cen nafte. V letu 2016 bo stopnja varčevanja predvidoma ostala na približno enaki ravni, v letu 2017 pa se bo po

pričakovanih nekoliko znižala. V nekaterih državah bosta visoka stopnja brezposelnosti in povišana raven bruto dolga predvidoma nekoliko spodbujala varčevanje, v nekaterih pa bi bilo zaradi zelo nizkih obrestnih mer lahko potrebno dodatno varčevanje. Vseeno bodo sčasoma začeli prevladovati številni navzdol usmerjeni pritiski na varčevanje. Prvič, potrošnja gospodinjstev bi morala postopno dohiteti višji realni razpoložljivi dohodek, ki izvira iz padca cen nafte. Drugič, zaradi postopnega zmanjševanja brezposelnosti se bo verjetno zmanjšal obseg previdnostnega varčevanja, kar bo gospodinjstvom omogočilo večje nakupe, ki so jih v preteklosti morda odlagala. In tretjič, zelo nizke obrestne mere navadno odvrtaajo od varčevanja zaradi medčasovnega substitucijskega učinka.

**Stanovanjske naložbe v euroobmočju se bodo predvidoma okrepile, vendar z zelo nizke ravni.** Po revidiranih podatkih je bila stanovanjska naložbena aktivnost v prvi polovici leta 2015 nekoliko močnejša. Kar zadeva prihodnja gibanja, bodo stanovanjske naložbe v obdobju projekcij predvidoma pridobivale zagon, pri čemer jih bodo podpirali vztrajna rast realnega razpoložljivega dohodka, zelo nizke obrestne mere za hipotekarna posojila ter ugodnejši pogoji financiranja, h katerim prispeva tudi program nakupa vrednostnih papirjev. Zaradi tega bi se morala okrepiti rast posojil gospodinjstvom, ki bo podpirala stanovanjske naložbe. Vseeno bosta visoka zadolženost gospodinjstev in neugodna demografska slika v nekaterih državah euroobmočja verjetno preprečevala izrazitejšo rast stanovanjskih naložb.

**Podjetniške naložbe bodo predvidoma postopoma pridobivale zagon, ob podpori ugodnejših pogojev financiranja in cikličnega okrevanja.** Naložbe v kapital bodo po projekcijah spodbujali številni dejavniki, kot so spodbujevalno naravnana denarna politika, pospeševalni učinki v kontekstu pričakovane krepitve domačega in zunanega povpraševanja, posodabljanje osnovnega kapitala po več letih skromnih naložb, javnofinančni ukrepi v nekaterih državah ter povečevanje profitnih marž v kontekstu že zdaj z denarjem dobro založenega sektorja nefinančnih družb. Poleg tega bodo splošni pritiski, ki so posledica razdolževanja podjetij v euroobmočju, v obdobju projekcij manj omejevali podjetniške naložbe kot v preteklosti. Razmerje med dolgom in kapitalom oz. stopnja zadolženosti podjetij se je v večini držav že zdaj močno znižala z najvišjih ravni, ki so bile zabeležene med finančno krizo, in je trenutno na zgodovinsko nizki ravni. Vseeno bodo okrevanje podjetniških naložb tudi v prihodnje zavirala še vedno prisotna ozka grla v financiranju ter v nekaterih državah visoka raven zadolženosti, pa tudi pričakovanja, da bo rast potencialnega proizvoda šibkejša, kot je bila v preteklosti.

**Naravnost javnofinančne politike, merjena s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda, bo v obdobju projekcij predvidoma zelo malo prispevala k povpraševanju.** Po manjši zaostritvi javnofinančne politike posameznih držav v letu 2015 se za leto 2016 pričakuje popuščanje, medtem ko naj bi bili v letu 2017 diskrecijski ukrepi javnofinančne politike nevtralni.<sup>2</sup> Realna rast državnih naložb bo v letu 2016 po pričakovanjih pridobila nekaj zagona in se še dodatno povečala v letu 2017, medtem ko je za državno potrošnjo predpostavljena razmeroma močna rast. Pritok beguncev bo predvidoma prispeval k popuščanju javnofinančne politike v euroobmočju (glej okvir 2).

**Zunanje povpraševanje euroobmočja bosta predvidoma omejevala šibka rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih ter nizka trgovinska intenzivnost svetovne rasti, vseeno pa bo po projekcijah postopno okrevalo (glej okvir 1).** Čeprav se bo svetovno povpraševanje v obdobju projekcij postopno povečevalo, bo zaradi skromne rasti uvoza v nastajajočih tržnih gospodarstvih naraščalo dokaj počasi. Po projekcijah bo rast počasnejša kot pred krizo, in sicer tako zaradi manjše svetovne aktivnosti kot tudi zaradi nižje elastičnosti svetovne trgovine na gospodarsko rast, kar še posebej velja za nastajajoča tržna gospodarstva.

**Izvoz v države zunaj euroobmočja se bo v obdobju projekcij predvidoma povečeval.** Rast izvoza v države zunaj euroobmočja bo po projekcijah še naprej hitrejša od rasti zunanega povpraševanja, saj ga bodo poganjali zapoznili učinki deprecijacije efektivnega deviznega tečaja eura ter večja konkurenčnost euroobmočja. Rast uvoza iz držav zunaj euroobmočja bo predvidoma ostala razmeroma nizka, kar odraža

<sup>2</sup> Predpostavke glede javnofinančne politike temeljijo na informacijah v zakonih o izvajanju proračuna v letu 2016 ter drugih informacijah, ki so bile na voljo do 19. novembra 2015. To zajema vse proračunske ukrepe, ki so bili v nacionalnih parlamentih že potrjeni ali pa so jih vlade že tako natančno opredelile, da bodo verjetno uspešno opravili zakonodajni postopek.

sestavo skupnega povpraševanja, v katerem dominirajo komponente izdatkov z nizkim deležem uvoza, kot sta javna in zasebna potrošnja. Presežek na tekočem računu plačilne bilance se bo po pričakovanjih povečal z 2,4% BDP v letu 2014 na 3,0% BDP v letu 2015 ter na 2,9% in 2,7% v letih 2016 in 2017.

**Negativna proizvodna vrzel se bo predvidoma zožala, med drugim na račun zmerne rasti potencialnega proizvoda.** Rast potencialnega proizvoda bo po ocenah v obdobju projekcij znašala samo okrog 1%, kar je precej manj kot pred krizo. Ker je pričakovana rast realnega BDP hitrejša od potencialne rasti, se bo proizvodna vrzel do konca projekcij predvidoma močno zožala.

#### Okvir 1

### MEDNARODNO OKOLJE

**Svetovno gospodarstvo še naprej postopno okreva, vendar rast ostaja dokaj počasna.** Kazalniki svetovne aktivnosti in razpoložljivi podatki za posamezne države kažejo, da se je zmerna gospodarska rast na svetovni ravni v tretjem četrtletju 2015 nadaljevala. V prihodnjem obdobju bo svetovna aktivnost še naprej, čeprav neenakomerno okrevala, poganjala pa jo bo predvsem trdna rast v najbolj razvitih gospodarstvih, medtem ko so obeti za nastajajoča tržna gospodarstva glede na dolgoročno povprečje še vedno razmeroma skromni. K ugodnim obetom za razvita gospodarstva prispevajo nizke cene nafte, ugodni pogoji financiranja, izboljševanje razmer na trgu dela, krepitev zaupanja ter popuščanje zaviralnih vplivov iz razdolževanja zasebnega sektorja in konsolidacije javnih financ. Nasprotno so srednjeročni obeti za nastajajoča tržna gospodarstva bolj mešani. Čeprav bi krepitev povpraševanja v razvitih gospodarstvih morala podpreti odboj gospodarske aktivnosti, pa strukturne težave in makroekonomska neravnotežja v več velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih še vedno preprečujejo, da bi se obeti zanje izboljšali. Hkrati se nekatere od teh držav prilagajajo na nižje cene surovin in bolj zaostrene pogoje zunanega financiranja, ki prevladujejo pred normalizacijo denarne politike v ZDA, poleg tega pa v nekaterih državah visoka ostaja tudi politična negotovost. Svetovna gospodarska rast (brez euroobmočja) se bo po projekcijah tako postopoma krepila in leta 2015 dosegla 3,1%, leta 2016 3,6%, leta 2017 pa 3,9%. Glede na septembrske projekcije predstavljajo te napovedi popravek navzdol za 0,1 odstotne točke za leto 2015 in za 0,2 odstotne točke za leto 2016.

**Svetovna trgovina je bila v prvi polovici leta 2015 izjemno šibka, vendar se bo po pričakovanjih postopno okrepila.** Podatki za svetovno trgovinsko menjavo v prvi polovici leta 2015 so bili močno popravljeni navzdol in zdaj kažejo bolj izrazito krčenje. Medtem ko je močan padec uvoza v Rusiji in Braziliji v tem obdobju mogoče deloma pojasniti z zmanjševanjem domačega povpraševanja in zniževanjem deviznega tečaja, pa gibanja v drugih državah (vključno z Združenim kraljestvom, Japonsko in Kitajsko) očitno odražajo zlasti šum v trgovinskih podatkih. Najnovejši trgovinski kazalniki kažejo na določeno stabilizacijo v tretjem četrtletju 2015, vseeno pa bo dinamika v bližnji prihodnosti verjetno dokaj skromna. Na daljši rok se bo svetovna trgovina predvidoma postopno krepila, skladno z okrevanjem svetovne aktivnosti, kljub temu pa še zdaleč ne bo dosegla dinamike iz obdobja pred krizo. Na splošno bo v primerjavi s svetovnim BDP dinamika svetovnega uvoza in zunanega povpraševanja euroobmočja v obdobju projekcij razmeroma šibka. Tako se bo zunanje povpraševanje euroobmočja po projekcijah povečalo z -0,1% v letu 2015 na 2,7% v letu 2016 in 3,8% v letu 2017. V primerjavi s septembrskimi projekcijami to predstavlja popravek navzdol v višini 1,6 odstotne točke za leto 2015, 0,7 odstotne točke za leto 2016 in 0,3 odstotne točke za leto 2017.

## Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

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

Opomba: Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil.

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

**Razmere na trgu dela v euroobmočju se bodo predvidoma še naprej izboljševale.** Število zaposlenih se je v drugi polovici leta 2015 po pričakovanjih še dodatno močno povečalo. Po projekcijah se bo rast nadaljevala tudi v letih 2016 in 2017, poganjali pa jo bodo gospodarsko okrevanje, javnofinančne spodbude v nekaterih državah, umirjanje rasti plač, pretekle reforme na trgih dela ter postopno vključevanje beguncev na trg dela. Število opravljenih delovnih ur na zaposlenega se bo v obdobju projekcij po predvidevanjih nekoliko povečalo, vendar bo ostalo pod predkrizno ravno. Ta gibanja zaposlenosti implicirajo pospešitev rasti produktivnosti dela z 0,3% v letu 2014 na 0,9% v letu 2017, kar je skladno z običajnim cikličnim vzorcem. Stopnja delovno aktivnega prebivalstva se bo povečevala hitreje, kot je bilo predvideno v prejšnjem obdobju, in sicer za 0,5% tako v letu 2016 kot tudi 2017, potem ko se je v letih 2014 in 2015 letno povečala za 0,2%, kar odraža pritok beguncev (glej okvir 2) in popuščanje zaviralnih dejavnikov. Stopnja brezposelnosti se bo do leta 2017 predvidoma znižala na 10,1%, vseeno pa bo ostala daleč nad predkrizno ravno (7,5% v letu 2007).

**V primerjavi s septembrskimi projekcijami so obeti za realno rast BDP ostali večinoma nespremenjeni.** Manjši popravek navzgor za leto 2015 je bil opravljen predvsem zaradi boljših rezultatov v drugem četrtletju tega leta. Večinoma nespremenjeni obeti za leti 2016 in 2017 odražajo dva nasprotna dejavnika: po eni strani bolj odporne obeti za zasebno potrošnjo in večjo državno potrošnjo med drugim zaradi javnofinančnih ukrepov, sprejetih zaradi priliva beguncev, po drugi strani pa slabše obete za izvoz zaradi šibkejšega zunanje povpraševanja.

## Okvir 2

### POSLEDICE PRILIVA BEGUNCEV ZA GOSPODARSTVO EUROOBMOČJA

**V euroobmočje zdaj prihaja toliko beguncev kot še nikoli doslej.** Do konca novembra 2015 je Sredozemsko morje po podatkih visokega komisarja ZN za begunce prečkalo okrog 850.000 beguncev, kar je mnogo več kot med balkansko krizo v začetku 90-ih let minulega stoletja. Po sedanjih projekcijah bi do leta 2017 v euroobmočje lahko prišlo še 2,4 milijona beguncev (manj kot 1% prebivalstva euroobmočja) več, kot je bilo pričakovano v projekcijah iz junija 2015.

**Ocenjevanje posledic, ki jih bo prihod beguncev imel za realno gospodarstvo in javne finance, je povezano z zelo veliko stopnjo negotovosti.** Še vedno je zelo nejasno, koliko je beguncev in kako usposobljeni so, medtem ko je kasnejši prihod njihovih družinskih članov večinoma nemogoče predvideti. Nejasna je tudi porazdelitev beguncev po državah euroobmočja. Poleg tega države zdaj prilagajajo svojo azilantsko politiko, kar ima prav tako makroekonomske in javnofinančne posledice.

**Makroekonomske učinki na strani ponudbe bodo v največji meri odvisni od stopnje delovne aktivnosti beguncev in hitrosti njihovega vključevanja na trg dela.** Vstop beguncev na uradni trg dela



v državi gostiteljici je navadno dolgotrajen proces. Najprej morajo pridobiti azil in včasih delovno dovoljenje, se naučiti jezika in pridobiti uradno priznanje svojih kvalifikacij. Medtem ko zaradi pravnih in praktičnih omejitev v povprečju traja najmanj šest mesecev, preden begunci lahko vstopijo na trg dela v državah euroobmočja, pa v praksi pogosto mine več let, preden najdejo stabilno zaposlitev. Za osnovni scenarij euroobmočja je predpostavljeno, da so begunci, ki prihajajo zdaj, večinoma mladi in konkurirajo manj usposobljenim in slabše plačanim lokalnim delavcem. Poleg tega je predvideno, da bo do konca obdobja projekcij na trg dela vstopila samo približno četrtina vseh beguncev.

**Na kratki in srednji rok prihod beguncev na makroekonomske razmere vpliva tako preko ponudbe kot tudi preko povpraševanja.** V začetku bi pozitivni šok prek višje zasebne in državne potrošnje lahko zvišal cene in proizvodnjo, saj imajo begunci razmeroma majhne prihranke in visoko nagnjenost k potrošnji. Intenzivnost tega šoka bi lahko bila odvisna tudi od tega, koliko denarja begunci pošiljajo domov. Hkrati bi v nekaterih državah prihod beguncev lahko imel negativen vpliv na gospodarstvo, ker bi se poslabšalo zaupanje med potrošniki in podjetji. To je povezano s strahovi, da bi begunci lahko vstopili na trg dela na škodo lokalnega prebivalstva, v kolikor ne bi sprejeli nezasedenih prostih delovnih mest, ter z vprašanji, v kolikšni meri bi prihod velikega števila beguncev v južneevropskih državah prizadel turistični sektor. Ko nekateri begunci vstopijo na trg dela, se plače in produktivnost lahko znižajo zaradi večjega števila nizko usposobljenih in slabo plačanih delavcev. Vseeno bi se na srednji rok inflacija lahko celo povečala glede na osnovni scenarij, ki ne vključuje vpliva dodatnih beguncev, in sicer zaradi večjega domačega povpraševanja, nižje produktivnosti in višjih najemnin. V kasnejšem obdobju bi trendna rast ponudbe dela in zaposlenosti lahko dodatno okrepila gospodarsko rast, ker bi se povečale zasebna potrošnja in stanovanjske naložbe. Poleg tega bi se na daljši rok lahko zvišala tudi rast potencialnega proizvoda.

**Vpliv na zaposlenost, BDP in cene je po državah različen in bo po osnovnem scenariju v euroobmočju verjetno dokaj omejen. Nasprotno bo vpliv na proračun razmeroma velik.** Priliv beguncev bo na proračun predvidoma vplival prek višjih državnih izdatkov za hrano in namestitve, denarnih transferjev beguncem in v manjši meri prek povečane državne potrošnje za izobraževanje, zdravstveno oskrbo in integracijo nasploh. Pričakovani kratkoročni vpliv na proračun temelji na dejstvu, da kljub nekoliko večjim potrebam na področju namestitve beguncev ni nikakršnih znakov, da države načrtujejo večje dodatne naložbe. Zaradi priliva beguncev bodo države predvidoma nekoliko bolj, kot je bilo pričakovano v prejšnjih projekcijah, sprostile fiskalno politiko. Proračunski vpliv na javne finance bo v najbolj prizadetih državah predvidoma trajal celotno obdobje tokratnih projekcij. Z izjemo nekaj držav, ki bodo dodatne (omejene) stroške za nastanitev beguncev predvidoma pokrile s spremembo prioritet v porabi ali iz rezerv, se bo zaradi dodatnih stroškov, povezanih z begunci, povečal proračunski primanjkljaj, med drugim tudi zato, ker Pakt za stabilnost in rast v teh primerih daje nekaj dodatnega prostora. Na daljši rok bi vpliv na proračun lahko postal bolj ugoden, kar je najbolj odvisno od tega, kdaj in v kolikšnem številu bodo begunci vstopali na trg dela.

### Okvir 3

#### TEHNIČNE PREDPOSTAVKE O OBRESTNIH MERAH, DEVIZNIH TEČAJIH IN CENAH PRIMARNIH SUROVIN

**V primerjavi s septembrskimi projekcijami spremembe tehničnih predpostavk obsegajo nižje dolarske cene nafte in neenergetskih surovin, majhno apreciacijo učinkovitega tečaja eura in nižje obrestne mere v euroobmočju**

**Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 12. novembra 2015.** Kratkoročne obrestne mere se merijo s 3-mesečno obrestno mero EURIBOR, tržna pričakovanja pa so izpeljana iz obrestnih mer terminskih pogodb. S to metodologijo dobimo povprečno raven kratkoročnih obrestnih mer v višini 0,0% v letu 2015, -0,2% v letu 2016 ter -0,1% v letu 2017. Tržna pričakovanja glede nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja kažejo na povprečno raven 1,2% v letu 2015, 1,4% v letu 2016 in 1,7% v letu 2017.<sup>1</sup> Glede na gibanje obrestnih mer na terminskih trgih in ob postopnem prenosu tržnih obrestnih mer na posojilne obrestne mere se pričakuje, da bodo skupne bančne obrestne mere za posojila nefinančnemu

zasebnemu sektorju v euroobmočju v letu 2016 ostale večinoma stabilne, v letu 2017 pa naj bi se nekoliko zvišale. Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma 12. novembra predpostavlja, da bo cena surove nafte Brent, s 45 USD za sod na presečni datum zrasla na 52,2 USD v letu 2016 in na 57,5 USD v letu 2017. Za dolarske cene primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da se bodo gibale navzgor.<sup>2</sup> Za dvostranske devizne tečaje pa je predpostavljeno, da bodo v obdobju projekcij ostali nespremenjeni na povprečni ravni, ki je bila zabeležena v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma 12. novembra. To pomeni, da bo v obdobju projekcij devizni tečaj znašal 1,09 USD za euro.

#### Tehnične predpostavke

	December 2015				September 2015			Popravek od septembra 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Cene nafte (v USD/sod)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Cene primarnih surovin brez energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
Devizni tečaj USD/EUR	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Nominalni efektivni devizni tečaj eura (NEDT38) (medletne spremembe v odstotkih)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	0,0

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

- 1) Predpostavka o nominalni donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju temelji na tehtanem povprečju donosnosti 10-letnih referenčnih obveznic posameznih držav, tehtano z letnim BDP ter dopolnjeno s prihodnjim gibanjem donosnosti, kot izhaja iz 10-letne nominalne donosnosti vseh obveznic v euroobmočju, ki jo izračunava ECB, pri čemer se začetno razhajanje med tema dvema serijama ohranja konstantno v celotnem obdobju projekcij. Predpostavlja se, da bodo razmiki med donosnostjo državnih obveznic posameznih držav in ustreznim povprečjem za euroobmočje v obdobju projekcij konstantni.
- 2) Predpostavke o cenah nafte in prehrabnih surovin temeljijo na terminskih cenah do konca obdobja projekcij. Za cene drugih primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da bodo sledile cenam terminskih pogodb do četrtega četrtletja 2016, potem pa se bodo gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

### 3. CENE IN STROŠKI

**Inflacija, merjena z indeksom HICP, je v zadnjih nekaj mesecih ostala blizu ničle.** Nizka raven osnovne inflacije odraža navzdol usmerjene pritiske cen energentov, ki so povezani z najnovejšim upadom cen nafte. Po drugi strani se je inflacija po HICP brez energentov v zadnjih mesecih rahlo zvišala. Razlog za to je bila višja inflacija cen hrane in neenergetskega industrijskega blaga. V tej skupini je inflacijo navzgor potisnila močna depreciacija tečaja eura. Nasprotno je bila inflacija cen storitev navkljub določeni volatilnosti v zadnjih nekaj mesecih praktično enaka nič, kar odraža skromne domače cenovne pritiske.

**Inflacija bo v letu 2015 po projekcijah znašala 0,1%, nato pa naj bi se leta 2016 zvišala na 1,0%, leta 2017 pa še naprej na 1,6%.** Inflacija energetske komponente v indeksu HICP bo v obdobju projekcij predvidoma imela velik vpliv na gibanje skupne inflacije. Zaradi močnih navzgor usmerjenih baznih učnikov in predpostavljenega zvišanja cen nafte (sodeč po terminskih trgih) se bo inflacija cen nafte v indeksu HICP do leta 2017 precej zvišala. Inflacija po HICP brez energentov se bo po pričakovanih postopno zviševala v skladu z gibanjem domačih cenovnih pritiskov, ki se bodo krepili, ko se bo zmanjševala negativna proizvodna vrzel. Navzgor usmerjeni pritiski na inflacijo brez energentov se pričakujejo tudi zaradi precejšnje depreciacije eura in zaradi posrednih učinkov predpostavljenega

zviševanja cen primarnih surovin v obdobju projekcij. Hkrati bo vpliv nadzorovanih cen in sprememb posrednih davkov na inflacijo po pričakovanjih ostal omejen.

**Depreciacija eura, z nafto povezani navzgor usmerjeni bazni učinki ter predpostavljeno zvišanje cen primarnih surovin bodo predvidoma glavni dejavniki za zviševanje inflacije v obdobju tokratnih projekcij.** Po več letih navzdol usmerjenih cenovnih pritiskov iz mednarodnega okolja se bodo uvozne cene v obdobju projekcij predvidoma povečale in prispevale k zviševanju inflacije. Medletna rast uvoznega deflatorja se bo po projekcijah z  $-2,0\%$  v letu 2015 zvišala na  $0,4\%$  v letu 2016 in na  $1,8\%$  v letu 2017. Eden najpomembnejših dejavnikov za rast inflacije je precejšnja oslabeitev deviznega tečaja eura, ki se na domače cene preko uvoznih cen navadno prenaša z zamikom in bo na domače cene zato vplivala tudi v letih 2016 in 2017. Poleg tega se bo inflacija uvoznih cen in cen življenjskih potrebščin v euroobmočju zviševala tudi zaradi cen energentov in neenergetskih surovin.

**K zviševanju inflacije po HICP bodo predvidoma prispevali tudi vse močnejši domači cenovni pritiski, še zlasti proti koncu obdobja projekcij.** Gospodarsko okrevanje, ki se bo po pričakovanjih nadaljevalo, in krepitev povpraševanja bi se morala odraziti v nadaljnjem izboljšanju razmer na trgu dela ter v večji moči podjetij pri določanju cen. V takšnem okolju se bodo predvidoma začele povečevati tako plače kot tudi profitne marže, zaradi česar se bodo domači cenovni pritiski še dodatno povečali.

**Postopno izginjanje presežne ponudbe na trgu dela bo po projekcijah ustvarjalo dodaten pritisk na rast sredstev za zaposlene.** Vseeno bo rast plač verjetno ostala razmeroma šibka. V sedanjem obdobju gospodarskega okrevanja jo zavirajo zlasti še vedno obstoječi presežki ter sedanje okolje nizke inflacije. Zaviralno bo na rast plač v nekaterih državah deloval tudi proces prilagajanja, ki še vedno traja in je usmerjen k povečevanju cenovne konkurenčnosti teh držav. Poleg tega bi rast plač v sedanjem okrevanju lahko zavirali tudi dejavniki, kot so strukturne reforme na trgu dela, ki so bile izvedene v času krize, in morda zadržanost glede novih plačnih zahtev, povezana z zavezujočimi dogovori o nezniževanju nominalnih plač v času krize. Stroški dela na enoto proizvoda bodo do začetka leta 2017 predvidoma še vedno nihali okrog sedanje nizke ravni, saj bo projicirana ciklična rast produktivnosti izravnala vse hitrejšo rast plač. Kasneje bodo zaradi stabilizacije rasti produktivnosti in nadaljnega zviševanja rasti plač stroški dela tekom leta 2017 predvidoma naraščali hitreje.

**Profitne marže se bodo z nadaljnjim okrevanjem predvidoma povečevale.** Nadaljnja krepitev povpraševanja in zmanjševanje neizkoriščenih gospodarskih zmogljivosti bosta v obdobju projekcij po pričakovanjih povečevala moč podjetij pri oblikovanju cen ter spodbujala nadaljnje okrevanje profitnih marž, ki ga opažamo v zadnjem času. Okrevanje dobičkov v zadnjem času je v glavnem posledica nepričakovanih spodbud, povezanih z nedavnim velikim upadom cen nafte in primarnih surovin ter z depreciacijo eura zaradi strategij izvoznikov, da vrednotijo po tržnih cenah. Nasprotno bodo strukturne reforme na trgih proizvodov, izvedene med krizo, po pričakovanjih delovale zaviralno, saj so verjetno okrepile konkurenco na nekaterih trgih. Na splošno se po dolgotrajnem obdobju šibke rasti pričakuje, da bodo profitne marže v obdobju projekcij okrevale in v obdobju 2015–2017 rastle povprečno po stopnji okrog  $0,5\%$  na leto.

**V primerjavi s septembrskimi projekcijami so bili obeti za inflacijo po HICP popravljeni rahlo navzdol.** Glavni razlog za popravek so šibkejši zunanji cenovni pritiski, ki so povezani z nižjimi cenami nafte od predpostavljениh.

#### 4. JAVNOFINANČNI OBETI

**Proračunski saldo se bo po projekcijah izboljšal.** Postopno izboljševanje proračunskega salda v razmerju do BDP je deloma posledica cikličnega izboljšanja, deloma pa rezultat zniževanja odhodkov za obresti. Nasprotno se bo strukturni primarni saldo po projekcijah v letu 2016 nekoliko poslabšal, nato pa v letu 2017 ostal stabilen. Razmerje med javnim dolgom in BDP, ki se je do leta 2014 povečevalo, se bo po projekcijah od leta 2015 naprej začelo zmanjševati.

**V primerjavi s septembrskimi projekcijami so javnofinančni obeti ostali večinoma nespremenjeni.** Proračunski saldo za leto 2015 je bil rahlo popravljen navzgor, za leto 2017 pa rahlo navzdol. Popravka



sta bila opravljena zaradi sprememb v obsegu javnofinančne konsolidacije. Krivulja dolga je do konca obdobja projekcij bolj ugodna, kar odraža ugodnejše razmerje med gospodarsko rastjo in stopnjo obrestnih mer ter pozitivne učinke prilagoditve razmerja med primanjkljajem in dolgom.

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

(medletne spremembe v odstotkih)

	December 2015				September 2015			Popravek od septembra 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Realni BDP <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,7	1,9	1,4	1,7	1,8	0,1	0,0	0,0
		[1,4 – 1,6] <sup>4)</sup>	[1,1 – 2,3] <sup>4)</sup>	[0,9 – 2,9] <sup>4)</sup>	[1,3 – 1,5] <sup>4)</sup>	[0,8 – 2,6] <sup>4)</sup>	[0,6 – 3,0] <sup>4)</sup>			
Zasebna potrošnja	0,8	1,6	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	-0,1	0,2	0,0
Državna potrošnja	0,8	1,4	1,2	1,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,4	0,3
Bruto investicije v osnovna sredstva	1,3	2,3	2,8	3,8	2,1	3,4	3,9	0,2	-0,7	-0,1
Izvoz <sup>5)</sup>	4,1	4,8	4,0	4,8	4,5	4,9	5,2	0,4	-0,8	-0,4
Uvoz <sup>5)</sup>	4,5	5,3	4,8	5,3	4,7	5,4	5,7	0,6	-0,7	-0,4
Zaposlenost	0,6	1,0	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8	0,2	0,3	0,1
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	11,6	11,0	10,5	10,1	11,0	10,6	10,1	-0,1	-0,1	0,0
HICP	0,4	0,1	1,0	1,6	0,1	1,1	1,7	0,0	-0,2	0,0
		[0,1 – 0,1] <sup>4)</sup>	[0,5 – 1,5] <sup>4)</sup>	[0,9 – 2,3] <sup>4)</sup>	[0,0 – 0,2] <sup>4)</sup>	[0,5 – 1,7] <sup>4)</sup>	[0,9 – 2,5] <sup>4)</sup>			
HICP brez energentov	0,7	0,9	1,3	1,5	0,9	1,3	1,6	0,0	-0,1	-0,1
HICP brez energentov in hrane	0,8	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	-0,1	-0,1	0,0
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih <sup>6)</sup>	0,7	0,8	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	0,0	-0,1	0,0
Stroški dela na enoto proizvoda	1,1	0,9	0,9	1,2	1,0	0,6	1,1	-0,1	0,2	0,1
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,4	1,4	1,5	2,1	1,6	1,6	2,1	-0,2	0,0	0,0
Produktivnost dela	0,3	0,5	0,7	0,9	0,7	1,0	1,0	-0,1	-0,3	-0,1
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	-2,6	-2,0	-2,0	-1,8	-2,1	-2,0	-1,7	0,1	0,0	-0,1
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP) <sup>7)</sup>	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	0,1	0,0	-0,2
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	92,1	91,1	90,1	88,9	91,6	90,7	89,4	-0,5	-0,7	-0,5
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	2,4	3,0	2,9	2,7	3,0	2,9	2,7	0,0	0,0	0,0

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

2) Popravki so izračunani na podlagi nezaokroženih števil.

3) Za število delovnih dni prilagojeni podatki.

4) Razponi, ki so prikazani v projekcijah, temeljijo na razliki med dejanskimi rezultati in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razpona je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje popravek za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu »New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges«, ECB, december 2009, ki je objavljen 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 na 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 z naslovom »Strukturni saldo kot indikator temeljnega fiskalnega položaja«, Mesečni bilten, ECB, september 2014.

## 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. Ta okvir obravnava negotovosti glede gibanja cen nafte in deviznega tečaja ter občutljivost projekcij na ti dve spremenljivki.

### 1) Alternativna gibanja cen nafte

**Alternativni modeli gibanja cen nafte kažejo nekoliko višje cene nafte v letih 2016 in 2017 kot terminske pogodbe.** Tehnične predpostavke o gibanju cen nafte, ki so uporabljene v osnovnem scenariju projekcij in so izpeljane iz gibanj na terminskih trgih, predvidevajo, da se bodo cene nafte v obdobju projekcij zviševale (glej okvir 3). To je skladno z okrevanjem svetovnega povpraševanja po nafti, povezano s krepitvijo svetovnega gospodarstva in nekoliko počasnejšo rastjo proizvodnje nafte. Alternativni modeli, ki jih uporabljajo strokovnjaki ECB<sup>1)</sup> pri napovedovanju gibanj cen nafte v obdobju projekcij, zdaj kažejo nekoliko višje cene nafte v obdobju projekcij, kot je predpostavljeno v tehničnih predpostavkah. To bi bilo skladno s še močnejšim okrevanjem svetovnega povpraševanja po nafti v srednjeročnem obdobju in/ali z bolj izrazito upočasnitvijo rasti ponudbe nafte zaradi nižjih naložb v naftnem sektorju, zaradi česar bi se zmanjšale zmogljivosti za črpanje nafte v nekaterih državah, ki bi se s tem odzvale na nedavno znižanje cen nafte. Takšno alternativno gibanje, pri katerem bi se cene nafte zviševale nekoliko hitreje in bi bile do leta 2017 za 5,8% višje od osnovnega scenarija, bi nekoliko znižalo realno gospodarsko rast (za 0,1 odstotne točke v letu 2017), hkrati pa bi se v letih 2016 in 2017 nekoliko hitreje povečevala inflacija po HICP (za približno 0,1 odstotne točke letno v obeh letih).

### 2) Alternativna tečajna gibanja

**Obstajajo tako navzgor kot tudi navzdol usmerjena tveganja za gibanje deviznega tečaja eura.** Navzdol usmerjena tveganja izhajajo predvsem iz vse večjih razhajanj med denarno politiko na eni in drugi strani Atlantika. Dodaten pritisk za zniževanje tečaja eura ustvarjata zlasti popuščanje denarne politike v euroobmočju ter zviševanje ključne obrestne mere v ZDA. Nasprotno bi navzgor usmerjena tveganja za tečaj eura lahko nastala zaradi negotovosti glede gospodarske rasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, še zlasti na Kitajskem. Posledično povečanje tržne volatilnosti bi lahko privedlo do apreciacije eura zaradi zapiranja poslov prenosnega trgovanja.

**Za ilustracijo tveganj, s katerimi so povezane projekcije, ta analiza občutljivosti vključuje dve alternativni gibanji tečaja eura.** Prvo temelji na 25. centilu porazdelitve do tveganja nevtralne gostote tečaja USD/EUR, kot izhaja iz opcij, na dan 12. novembra 2015. To implicira postopno depreciacijo eura v odnosu do dolarja na raven 0,99 USD/EUR v letu 2017, kar je za 8,1% nižje od predpostavke za to leto v osnovnem scenariju. Drugo gibanje temelji na 75. centilu iste porazdelitve in implicira postopno apreciacijo eura v odnosu do dolarja na raven 1,18 USD/EUR v letu 2017, kar je za 8,9% višje od predpostavke za to leto v osnovnem scenariju. Ustrezni predpostavki za nominalni efektivni devizni tečaj (NEDT-38) odražata zgodovinske vzorce, pri čemer spremembe tečaja USD/EUR ustrezajo spremembam efektivnega deviznega tečaja z elastičnostjo okrog 52%. V primeru depreciacije to povzroči postopno odmikanje tečaja NEDT-38 od osnovnega scenarija navzdol na raven, ki bi bila leta 2017 za 4,3% pod tečajem v osnovnem scenariju. V primeru apreciacije pa bi se tečaj NEDT-38 odmikal navzgor in bi bil leta 2017 za 4,5% nad tečajem osnovnega scenarija.

**V obeh scenarijih kažejo rezultati iz več makroekonomskih modelov na razmeroma močan vpliv na rast realnega BDP in inflacijo po HICP v letih 2016 in 2017.** Z depreciacijo bi se zvišala inflacija po HICP (za 0,1 do 0,3 odstotne točke v letu 2016 in od 0,3 do 0,5 odstotne točke v letu 2017) kot tudi realna rast BDP (za 0,1 do 0,2 odstotne točke v letu 2016 in za 0,2 do 0,3 odstotne točke v letu 2017). Z nasprotnim predznakom so rezultati apreciacije eura podobni.

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

## Okvir 5

### NAPOVEDI DRUGIH INSTITUCIJ

**Številne 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 fiskalnih, finančnih in zunanjih spremenljivkah, vključno s cenami nafte in drugih primarnih surovin, uporabljajo različne metode (ki včasih niso v celoti razložene). Razlikujejo se tudi glede metod prilagoditve za število delovnih dni (glej tabelo). Kot je razvidno iz tabele, se večina trenutno razpoložljivih napovedi drugih institucij ne razlikuje bistveno od točkovnih napovedi v decembrskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema ter so udobno znotraj razponov okrog teh projekcij (v tabeli so prikazani v oklepajih).

### Primerjava napovedi realne rasti BDP in inflacije za euroobmočje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Datum objave	Rast BDP			Inflacija (HICP)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Projekcije strokovnjakov ECB	December 2015	1,5	1,7	1,9	0,1	1,0	1,6
		[1,4 – 1,6]	[1,1 – 2,3]	[0,9 – 2,9]	[0,1 – 0,1]	[0,5 – 1,5]	[0,9 – 2,3]
Evropska komisija	November 2015	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
OECD	November 2015	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
Euro Zone Barometer	November 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Napovedi Consensus Economics	November 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	November 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Mednarodni denarni sklad	Oktober 2015	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (jesen 2015); IMF World Economic Outlook (oktober 2015); OECD Economic Outlook (november 2015); napovedi Consensus Economics; MJEconomics; anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters).

Opombe: Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema in ECB 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, 2015

Poštni naslov: 60640 Frankfurt na Majni, Nemčija

Telefon: +49 69 1344 0

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.