



Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje¹

Gospodarska konjunktura v euroobmočju bo po projekcijah ostala močna, saj bo rast predvidoma višja, kot se je pričakovalo v preteklosti, in bistveno nad potencialno rastjo. Realna rast BDP se bo zaradi počasnega popuščanja vrste dejavnikov, ki podpirajo rast, predvidoma postopno upočasnila z 2,4% v letu 2017 na 1,7% v letu 2020. Inflacija, merjena z indeksom HICP, bo v prihodnjih četrletjih po pričakovanjih večinoma stabilna, nato pa naj bi se v letu 2020 okrepila na 1,7%, med drugim zaradi zviševanja osnovne inflacije, do katerega bo prišlo, ko bodo omejitve proizvodnih zmogljivosti postajale bolj izrazite. Za kratkoročno obdobje je bila inflacija zaradi višjih cen nafte in hrane nekoliko popravljena navzgor.

1

Realno gospodarstvo

Zelo ugodna gibanja kazalnikov napovedujejo nadaljnjo hitro realno rast BDP v kratkoročnem obdobju. Po najnovejši objavi Eurostata se je realni BDP v tretjem četrletju 2017 povečal za 0,6%, kar je bila predvsem posledica močnega prispevka domačega povpraševanja in izrazito tudi naložb v osnovna sredstva. Razmere na trgu dela so se v zadnjih mesecih še naprej izboljševale, in sicer celo hitreje od pričakovanj, tako da se je v tretjem četrletju 2017 stopnja brezposelnosti znižala na 9,0%, kar je najnižja raven od konca leta 2008. Realna rast BDP bo v bližnji prihodnosti po projekcijah ostala robustna, kot nakazuje zelo povišana raven zaupanja podjetij in potrošnikov.

V srednjeročnem obdobju bodo rast še naprej podpirali ugodni pogoji financiranja, vedno boljši pogoji na trgu dela in nadaljnje okrevanje svetovnega gospodarstva. Dolgoročneje pa bodo številni ugodni dejavniki predvidoma še vedno pospeševali zasebno potrošnjo in naložbe. Prenos spodbujevalno naravnane denarne politike ECB v gospodarstvo se nadaljuje. Rast posojil zasebnemu sektorju se zaradi nizkih obrestnih mer in ugodnih posojilnih pogojev bank še naprej povečuje. Živahno rast zasebne potrošnje bo poganjalo tudi

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 22. november 2017 (glej okvir 1). Presečni datum za ostale podatke v teh projekcijah je 30. november 2017.

Tokratne makroekonomske projekcije zajemajo obdobje 2017–2020. 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>.

zmanjševanje pritiska k razdolževanju. Rast zasebne potrošnje in stanovanjskih naložb bo predvidoma spodbujalo tudi nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela. Obenem bodo podjetniške naložbe še naprej okrevale, saj se zaradi naraščanja pritiskov iz povpraševanja povečujejo profitne marže. Izvoz euroobmočja bo predvidoma ostal močan, saj ga bosta še naprej poganjala tekoče okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti in posledična rast zunanjega povpraševanja v euroobmočju.

Tabela 1
Makroekonomske projekcije za euroobmočje¹⁾

(medletne spremembe v odstotkih)

	December 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Realni BDP	2,4	2,3	1,9	1,7	2,2	1,8	1,7
	[2,3–2,5] ²⁾	[1,7–2,9] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾	[2,1–2,3] ²⁾	[1,0–2,6] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Zasebna potrošnja	1,9	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8	1,5
Državna potrošnja	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Bruto investicije v osnovna sredstva	4,4	4,3	3,4	2,9	4,0	3,9	3,1
Izvoz³⁾	5,0	5,1	4,1	3,7	4,7	3,7	3,8
Uvoz³⁾	5,1	5,2	4,4	3,9	5,2	4,6	4,2
Zaposlenost	1,7	1,3	1,0	0,8	1,5	1,0	0,8
Stopnja brezposelnosti (odstotek delovne sile)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,6	8,1
HICP	1,5	1,4	1,5	1,7	1,5	1,2	1,5
	[1,5–1,5] ²⁾	[0,9–1,9] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾	[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–1,8] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾
HICP brez energentov	1,2	1,3	1,6	1,9	1,2	1,3	1,5
HICP brez energentov in hrane	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
HICP brez energentov, hrane in sprememb v posrednih davkih⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
Stroški dela na enoto proizvoda	0,9	1,2	1,1	1,8	0,8	1,2	1,4
Sredstva za zaposlene na zaposlenega	1,7	2,1	1,9	2,7	1,5	2,0	2,3
Produktivnost dela	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9
Javnofinančni saldo (kot odstotek BDP)	–1,1	–0,9	–0,9	–0,5	–1,3	–1,0	–0,9
Strukturni proračunski saldo (kot odstotek BDP)⁵⁾	–1,1	–1,1	–1,1	–1,0	–1,4	–1,3	–1,2
Bruto javni dolg (kot odstotek BDP)	87,0	85,1	83,1	80,7	87,5	86,0	84,2
Saldo tekočega računa (kot odstotek BDP)	3,1	2,9	2,7	2,8	2,9	2,5	2,5

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

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 na voljo 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 popolni 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.

Vseeno se bo realna rast BDP do konca opazovanega obdobja po projekcijah nekoliko upočasnila, saj bodo številni spodbujevalni dejavniki postopno izginili. Vpliv preteklih ukrepov denarne politike bo tekom obdobja projekcij po pričakovanjih postopno popuščal. Apresiasi eura od aprila 2017 dalje in upočasnitev rasti zunanjega povpraševanja v euroobmočju bosta verjetno zavirala rast. Poleg tega se bo po projekcijah predvidoma upočasnila tudi rast zaposlenosti, deloma zaradi pomanjkanja delovne sile v nekaterih državah.

Zasebna potrošnja bo v obdobju projekcij po pričakovanjih ostala močna. Zelo močno zaupanje potrošnikov, nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela in naraščanje realne plače na zaposlenega napovedujejo, da se bo trdna rast potrošnje v naslednjih nekaj četrletjih nadaljevala približno vzporedno z gibanjem realne kupne moči. Prispevek bruto plač k nominalni rasti razpoložljivega dohodka bo v obdobju projekcij ostal pretežno nespremenjen, saj bo vpliv počasnejše rasti zaposlenosti nadomeščala hitrejša rast nominalnih plač. Rast drugih osebnih dohodkov se bo zaradi pozitivnih gibanj dobička in dohodkov od lastnine po pričakovanjih okrepila.

Krepitev zasebne potrošnje bodo predvidoma spodbujali tudi vse boljši pogoji bančnega posojanja, k čemur prispevajo ukrepi denarne politike ECB, ter napredek pri razdolževanju. Čeprav so nizke obrestne mere vplivale tako na obrestne prihodke gospodinjestev 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 spodbujalo skupno zasebno potrošnjo. To bo predvidoma podpiral tudi napredek, dosežen pri razdolževanju.

Stopnja varčevanja gospodinjestev se bo v obdobju projekcij po pričakovanjih postopno zviševala z zgodovinsko nizkih ravni. Stopnja varčevanja se je v zadnjih četrletjih zniževala, kar odraža predvsem izboljševanje ekonomskega in finančnega stanja gospodinjestev ter vpliv nizkih obrestnih mer na nagnjenost gospodinjestev k varčevanju? V obdobju projekcij bo predvidoma okrevala, in sicer predvsem zaradi izravnavanja potrošnje v obdobju ciklične konjunktore. Pričakuje se tudi, da se bo stopnja varčevanja zasebnih gospodinjestev zvišala zaradi znižanja neposrednih davkov v nekaterih državah.

Okvir 1

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

V primerjavi s projekcijami iz septembra 2017 tehnične predpostavke obsegajo bistveno višje dolarske cene nafte, a le majhne spremembe deviznega tečaja in drugih finančnih predpostavk. Tehnične predpostavke o obrestnih merah in cenah surovin temeljijo na tržnih pričakovanjih, s presečnim datumom na dan 22. novembra 2017. Kratkoročne obrestne mere se merijo s 3-mesečno obrestno mero EURIBOR, tržna pričakovanja pa so izpeljana iz obrestnih mer terminkskih pogodb. S to metodologijo dobimo za leti 2017 in 2018 povprečno raven kratkoročnih obrestnih mer v višini $-0,3\%$, za leto 2019 $-0,1\%$, za leto 2020 pa $0,1\%$. Tržna pričakovanja glede

nominalne donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju kažejo na povprečno raven 1,1% v letih 2017 in 2018, 1,4% v letu 2019 in 1,7% v letu 2020.² V primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami so bila tržna pričakovanja o kratkoročnih obrestnih merah popravljena rahlo navzdol, medtem ko so bila pričakovanja o dolgoročnih obrestnih merah za leto 2018 popravljena navzdol za 10 bazičnih točk, za leto 2019 pa za 20 bazičnih točk.

Kar zadeva cene primarnih surovin, se na podlagi povprečnih gibanj na terminskih trgih v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma (22. november) predpostavlja, da se bo cena surove nafte Brent, ki je leta 2017 znašala 54,3 USD za sod, v letu 2018 zvišala na 61,6 USD, zatem pa naj bi v letu 2019 upadla na 58,9 USD in v letu 2020 na 57,3 USD za sod. Ta dinamika kaže, da bodo dolarske cene nafte v primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami v letu 2017 višje za 4,8%, v letu 2018 za 17,2% ter v letu 2019 za 11,0%. Za dolarske cene primarnih surovin razen energentov se predpostavlja, da se bodo v letu 2017 precej zvišale, nato pa v naslednjih letih rasle nekoliko zmerneje.³

Za dvostranske devizne tečaje je predpostavljeno, da bodo v obdobju projekcij ostali nespremenjeni na povprečni ravni, ki je bila zabeležena v dvotedenskem obdobju do presečnega datuma 22. novembra. To pomeni, da bo povprečni devizni tečaj med ameriškim dolarjem in eurom v letu 2017 na ravni 1,13 USD za euro, v letih 2018–2020 pa 1,17 USD za euro (v letošnjih septembrskih projekcijah 1,18 USD za euro). Efektivni tečaj eura (v razmerju do valut 38 trgovinskih partneric) je glede na septembrske projekcije večinoma nespremenjen.

Tehnične predpostavke

	December 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Trimesečni EURIBOR (v odstotkih na leto)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
Donosnost 10-letnih državnih obveznic (v odstotkih na leto)	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
Cene nafte (v USD/sod)	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
Cene primarnih surovin razen energentov v USD (medletne spremembe v odstotkih)	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
Devizni tečaj USD/EUR	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
Nominalni efektivni devizni tečaj eura (EDT-38) (medletne spremembe v odstotkih)	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

Okrevanje stanovanjskih naložb se bo predvidoma nadaljevalo. Rast stanovanjskih naložb se je v zadnjih četrletjih močno okrepila, k čemur so prispevali ugodni pogoji financiranja, prerazporejanje portfeljev v stanovanjske nepremičnine zaradi nizke donosnosti alternativnih dolgoročnih naložbenih priložnosti ter vse hitrejša rast dohodkov zaradi rasti zaposlenosti. Poleg tega se je popravek navzdol

² 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.

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 2018 sledile cenam terminskih pogodb in se zatem gibale skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo.

na stanovanjskih trgih v več državah euroobmočja očitno zaključil. Temeljni pogoji za nadaljnje okrevanje stanovanjskih naložb so do konca obdobja projekcij tako izpolnjeni. Vseeno se pričakuje, da bodo izgubile nekaj zagona, saj je stanovanjski cikel v zreli fazi, učinki javnofinančnih spodbud v nekaterih državah popuščajo, demografski trendi pa so neugodni.

Podjetniške naložbe so se v zadnjih četrletjih začele ponovno povečevati in bodo v obdobju projekcij predvidoma še naprej okrevale, čeprav z vse manjšo hitrostjo. Okrevanje bo po pričakovanih spodbujala vrsta dejavnikov: zaupanje podjetij ostaja zelo močno zaradi zelo ugodnih pričakovanj o proizvodnji in velikega obsega novih naročil; izkoriščenost zmogljivosti se še naprej povečuje in je že presegla povprečno raven pred krizo; po pričakovanih bodo pogoji financiranja v obdobju projekcij ostali zelo ugodni; predvidoma se bo okrepila tudi rast profitnih marž, pri čemer je sektor nefinančnih družb že zdaj dobro založen z denarjem. Poleg tega je zaradi močnega okrevanja delniških tečajev v zadnjih letih in razmeroma nizke rasti dolžniškega financiranja količnik finančnega vzvoda (razmerje med zadolženostjo in skupnimi sredstvi) v sektorju nefinančnih družb padel na zgodovinsko nizko raven. Vseeno bodo obete za poslovne naložbe verjetno še naprej poslabševala pričakovanja, da bo rast potencialnega proizvoda oslabela, poleg tega pa bodo v nekaterih državah zaviralno delovale tudi omejitve pri izvajanju posredniške vloge bank. Postopno upadanje zagona tekom opazovanega obdobja prav tako kaže na splošno zmanjševanje domačega in tujega povpraševanja.

Okvir 2

Mednarodno okolje

Vzdržna rast svetovnega gospodarstva se je nadaljevala tudi v drugi polovici leta 2017, rast aktivnosti in trgovinske menjave pa se je razširila še na dodatne države in regije. Anketni kazalniki kažejo vztrajno rast v tretjem četrletju, svetovni sestavljeni indeksi vodij nabave (PMI, brez euroobmočja) pa so blizu dolgoletnega povprečja. Obenem se v svetovnem okrevanju kažejo znaki sinhronizacije. Zaupanje na finančnih trgih je v razvitih gospodarstvih ostalo močno, delniški tečaji so se zvišali, volatilitet pa še nadalje zmanjšala. V nastajajočih tržnih gospodarstvih so se obrestne mere znižale, tako da so se pogoji financiranja nekoliko izboljšali, kapitalski prilivi pa so se vrnili na raven, ki ni bila zabeležena že vse od leta 2015. V prihodnjem obdobju bo svetovna gospodarska aktivnost po pričakovanih ostala razmeroma stabilna in šibkejša kot pred krizo, skladno z nižjo potencialno rastjo. V razvitih gospodarstvih se obeta močna rast, ki se bo do konca obdobja projekcij nekoliko upočasnila, saj bo okrevanje prešlo v zrelo fazo in bo proizvodna vrzel v različnih gospodarstvih postopno postala pozitivna. V nastajajočih tržnih gospodarstvih se obeta bolj dinamična rast kot doslej, saj se aktivnost v državah izvoznicah surovin, zlasti v Braziliji in Rusiji, počasi krepi, rast v Indiji in na Kitajskem pa ostaja odporna, čeprav je na Kitajskem trend rasti še vedno usmerjen navzdol. Stopnja rasti svetovne gospodarske aktivnosti (brez euroobmočja) bo v opazovanem obdobju po projekcijah znašala med 3,7% in 3,9%. V primerjavi s projekcijami iz septembra 2017 je bila rast svetovnega BDP v letih 2017 in 2018 popravljena rahlo navzgor, predvsem zaradi popravkov navzgor za ZDA in Kitajsko.

Mednarodno okolje

(medletne spremembe v odstotkih)

	December 2017				September 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Svetovni realni BDP (brez euroobmočja)	3,7	3,9	3,8	3,7	3,7	3,8	3,8
Svetovna trgovinska menjava (brez euroobmočja) ¹⁾	5,6	4,5	4,2	3,7	5,3	3,8	3,8
Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja ²⁾	5,5	4,4	3,8	3,5	4,7	3,4	3,5

1) Izračunano kot tehtano povprečje uvoza.

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

Po izjemno močni rasti v prvem polletju 2017 se pričakuje, da bo svetovna trgovinska menjava v prihodnjih četrletjih ostala robustna, v skladu z ugodnimi gibanji svetovnih trgovinskih kazalnikov. V srednjeročnem obdobju se bo trgovinska menjava predvidoma gibala skladno s svetovno aktivnostjo (zasidrano pri elastičnosti trgovinske menjave na svetovno rast BDP približno pri vrednosti 1). Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo po pričakovanjih v letu 2017 povečalo za 5,5%, v letu 2018 za 4,4%, v letu 2019 za 3,8% in v letu 2020 za 3,5%. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila svetovna rast popravljena rahlo navzgor, medtem ko je bilo zunanje povpraševanje euroobmočja navzgor popravljeno bolj izrazito. Razlog za večji popravek so navzgor popravljene podatki in pozitivnejša pričakovanja glede gibanja zunanjega povpraševanja euroobmočja v prihodnjih četrletjih zaradi ugodnejših kazalnikov svetovne trgovinske menjave.

Okvir 3

Nedavna gibanja v obetih za izvoz v države zunaj euroobmočja in za zunanje povpraševanje

Tako izvoz v države zunaj euroobmočja kot tudi zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja sta po zelo šibkih gibanjih v prvih mesecih leta 2016 v zadnjem času pridobila zagon. Zunanje povpraševanje se je od sredine leta 2016 na medletni ravni opazno okrepilo in v drugem četrletju 2017 doseglo najvišjo raven v zadnjih šestih letih. Podobno je od začetka leta 2016 okrevala tudi rast izvoza v države zunaj euroobmočja.

Sedanji rastoči trend zunanjega povpraševanja v euroobmočju odraža nadaljnje svetovno okrevanje, vendar je deloma lahko tudi posledica procikličnega gibanja elastičnosti trgovinske menjave na svetovno aktivnost. Vztrajno previsoke ocene zunanjega povpraševanja v obdobju 2011–2016 je mogoče pripisati pretežno strukturnemu upadanju dohodkovne elastičnosti svetovne trgovinske menjave, ki ni bilo v zadostni meri upoštevano v prejšnjih projekcijah, zaradi česar je bila svetovna trgovina ocenjena previsoko glede na svetovno rast BDP. Vseeno je bila zaradi svetovnega gospodarskega okrevanja rast zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja v zadnjih četrletjih hitrejša, kot je bilo pričakovano v zadnjih nekaj projekcijah. To odpira vprašanje, ali se v elastičnosti trgovinske menjave trenutno kaže določena mera »procikličnosti«, ki ni zadosti izražena v nedavnih projekcijah in pri kateri se rast trgovine okrepi, če se poveča stopnja svetovne

gospodarske rasti.⁴ Zaradi tega in v skladu z najnovejšimi podatki je bilo zunanje povpraševanje euroobmočja v tokratnih projekcijah popravljeno občutno navzgor.

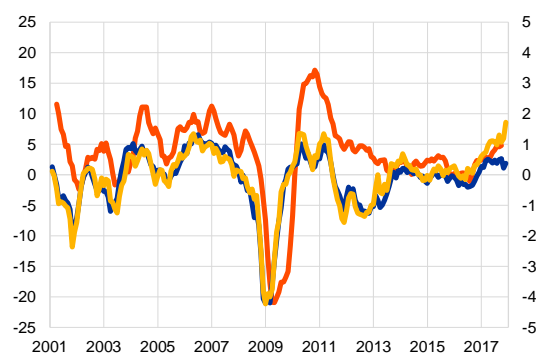
Dodaten razlog za popravek zunanjega povpraševanja euroobmočja navzgor so močna gibanja kazalnikov trgovinske menjave na svetovni ravni in na ravni euroobmočja. Ti še naprej napovedujejo robustno rast zunanjega povpraševanja v euroobmočju in izvoza v države zunaj euroobmočja. Ankete o trgovinski menjavi euroobmočja (npr. indeksi vodij nabave za nova izvozna naročila v predelovalnih dejavnostih in indeks izvozne klime) napovedujejo, da se bo sedanji odboj v trgovinski menjavi nadaljeval (glej graf A). Poleg tega podatki euroobmočja za nova izvozna naročila v predelovalnih dejavnostih in industrijski proizvodnji ostajajo robustni, in sicer kljub nedavni apreciaciji učinkovitega deviznega tečaja eura. Kazalniki za svetovno trgovinsko menjavo, kot sta indeks vodij nabave za nova izvozna naročila ali vodilni kazalnik aktivnosti, ki ga izračunava Goldman Sachs, so se v zadnjih 12 mesecih prav tako precej okrepili (glej graf B).

Graf A

Kazalniki trgovinske menjave euroobmočja

(lestvica na levi strani: 3-mesečna drseča sredina medletne spremembe v odstotkih; lestvica na desni strani: indeks, standardiziran)

- indeks izvozne klime za euroobmočje (lestvica na desni strani)
- PMI nova izvozna naročila v euroobmočju (lestvica na desni strani)
- izvoz v države zunaj euroobmočja (lestvica na levi strani)



Viri: Markit, Eurostat in izračuni ECB.

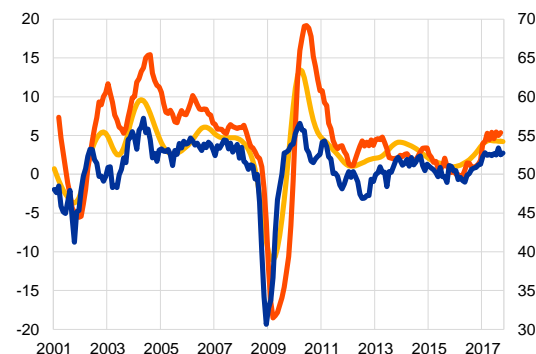
Opombe: Podatki o trgovinski menjavi so izraženi po obsegu menjave. Zadnji podatki se nanašajo na september 2017 za izvoz ter na november 2017 za indeks izvozne klime in indeks vodij nabave za nova izvozna naročila v predelovalnih dejavnostih.

Graf B

Kazalniki svetovne trgovinske menjave

(lestvica na levi strani: 3-mesečne medletne spremembe v odstotkih; lestvica na desni strani: indeks)

- svetovni PMI nova izvozna naročila (lestvica na desni strani)
- svetovni vodilni kazalnik Goldman Sachs (lestvica na levi strani)
- svetovni uvoz blaga (brez euroobmočja) (lestvica na levi strani)



Viri: Haver Analytics, Goldman Sachs, Dutch Central Planning Bureau (CPB) in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na september 2017 za CPB ter na oktober 2017 za kazalnik Goldman Sachsa in indeks vodij nabave.

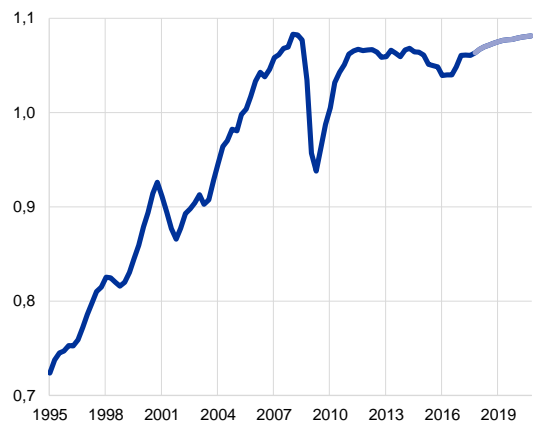
Kljub določeni volatilitosti podatkov o svetovnem uvozu v začetku leta 2017, ki so jo deloma povzročiličasni dejavniki, obstaja osnoven naraščajoč trend v zunanjem povpraševanju euroobmočja, ki je približno skladen s trendom, ki ga kažejo anketni kazalniki. Svetovni uvoz je v začetku leta 2017 poganjalo močno povečanje uvoza v nastajajočih azijskih gospodarstvih, zlasti v Indiji in na Kitajskem, pa tudi v Rusiji ter državah članicah EU v srednji in vzhodni Evropi, čeprav so to močno rast v mnogih primerih ustvarjaličasni dejavniki. Če odmislimo to volatilitost, bo naraščajoč trend v rasti zunanjega povpraševanja euroobmočja po pričakovanjih vztrajal do konca leta 2017 in se nadaljeval tudi v leto 2018.

⁴ Glej npr. Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M. in Sbracia, M., »The cyclicity of the income elasticity of trade«, *Working Papers*, št. 1126, Banca d'Italia, julij 2017.

Graf C

Razmerje med svetovnim uvozom in BDP

(indeks: 2005 = 1)



Na srednji rok ostajajo determinante

dohodkovne elastičnosti trgovinske menjave okrog vrednosti 1 večinoma nespremenjene.

Dejstvo, da je trgovinska menjava v dveh desetletjih pred veliko recesijo rasla približno dvakrat hitreje kot BDP, je bila zgodovinska anomalija, ki so jo poganjali zlasti valovi liberalizacije trgovinske menjave (predvsem v nastajajočih tržnih gospodarstvih), vzpon svetovnih vrednostnih verig in spremembe v geografski sestavi trgovinske menjave.⁵ Kot je razvidno iz grafa C, je uvoz med letoma 1995 in 2007 rasel mnogo hitreje od svetovne aktivnosti. Ti dejavniki v prihodnjem obdobju verjetno ne bodo podpirali elastičnosti trgovinske menjave.

Liberalizacija trgovinske menjave se je večinoma iztekla, kar zadeva sestavo, pa

elastičnost svetovne trgovinske menjave ostaja nagnjena k nižji trgovinski elastičnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih. V zadnjih nekaj letih sta se svetovni uvoz in svetovna aktivnost gibala vzporedno in ta vzorec se bo po pričakovanjih nadaljeval do konca obdobja projekcij.

V prihodnjih nekaj četrletjih bo izvoz euroobmočja po projekcijah ostal močan, ob podpori zelo ugodnih trgovinskih kazalnikov in kljub nedavni apreciaciji eura. Zatem se bo rast izvoza do konca obdobja projekcij predvidoma upočasnjevala skladno z upočasnjevanjem zunanjega povpraševanja v euroobmočju, kar napoveduje večinoma nespremenjene deleže na izvoznih trgih. Uvoz iz držav zunaj euroobmočja bosta po pričakovanjih spodbujala pozitivno domače povpraševanje in močnejši euro, čeprav v manjši meri kot izvoz, iz česar sledi rahlo pozitiven neto prispevek trgovinske menjave h gospodarski rasti.

Rast zaposlenosti se bo kljub še naprej ugodnim podatkom po predvidevanjih sčasoma nekoliko umirila. Nedavna močna rast zaposlenosti je bila zabeležena v vseh državah, vendar jo je mogoče deloma pripisati tudi ugodnim začetnim dejavnikom (na primer ukrepom javnofinančnih spodbud v nekaterih državah). Ker bodo ti dejavniki po pričakovanjih postopno popuščali in ker bo zaposlenost v javnem sektorju po projekcijah v nekaterih državah upadla, bo rast zaposlenosti v prihodnjih četrletjih predvidoma izgubila nekaj zagona.

Rast delovne sile bo po projekcijah vedno bolj zavirala omejena ponudba.

Delovna sila se bo do konca opazovanega obdobja predvidoma še naprej povečevala, in sicer zaradi neto priseljevanja delavcev, pričakovane integracije beguncev in ohranitve iskalcev zaposlitve. Vseeno bodo te pozitivne učinke v obdobju projekcij postopno nadomeščali negativni učinki demografskih razmer. Te bodo prispevale tudi k počasnejši rasti zaposlenosti.

⁵ Glej tudi ECB IRC Trade Task Force, »Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?«, *Occasional Paper Series*, št. 178, ECB, 2016.

Vseeno se bo stopnja brezposelnosti predvidoma še naprej zniževala. V tretjem četrtletju 2017 se je tako že spustila na 9,0% in v prihodnje se bo po projekcijah število brezposelnih še dodatno močno zmanjšalo. Do leta 2020 bo stopnja brezposelnosti po pričakovanjih upadla na 7,3%.

Tekom obdobja projekcij se pričakuje okrevanje rasti produktivnosti. Začetno močno okrevanje v tem in prihodnjem letu odraža postopno popuščanje ukrepov, ki so v letu 2016 začasno spodbudili rast zaposlenosti. Kasneje v opazovanem obdobju bodo produktivnost dela (na zaposlenega) poganjali zlasti malenkost hitrejša rast skupne faktorske produktivnosti, hitrejša rast poglobljanja kapitala in daljši delovni čas na zaposlenega. Zadnja dva dejavnika odražata tekoče izboljševanje cikličnega položaja ter zmanjševanje ponudbe na trgu dela.

Realna rast BDP bo do leta 2020 predvidoma ostala nad potencialno. Rast potencialnega proizvoda je ob podpori ugodnejših prispevkov produktivnosti kapitala in dela ter skupne faktorske produktivnosti v zadnjih letih po ocenah pridobila nekaj zagona. Po projekcijah bo do konca opazovanega obdobja še naprej naraščala po stopnjah, ki bodo nekoliko nižje kot pred krizo. Prispevek dela se bo po projekcijah do konca opazovanega obdobja zmanjšal, in sicer predvsem zaradi vse počasnejšega naraščanja obsega delovno sposobnega prebivalstva. Prispevek kapitala bo zaradi obnovljene rasti naložb v osnovna sredstva verjetno ostal razmeroma velik. Prispevek skupne faktorske produktivnosti bo v primerjavi z nedavnim obdobjem po ocenah prav tako dokaj velik, k čemur bodo prispevali učinkovitejše razporejanje virov po krizi, strukturne reforme, ki so bile izvedene na trgu proizvodov in trgu dela, izboljšanje človeškega kapitala, obnovljen osnovni kapital in nadaljnja konvergenca k najsodobnejšim tehnologijam. Vseeno je treba izpostaviti, da potencialne rasti in dejavnikov, ki vplivajo nanjo, ni mogoče neposredno opazovati, zato so ocene povezane s precejšnjo mero negotovosti.

V primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami so bile napovedi realne rasti BDP občutno popravljene navzgor. Popravek navzgor za leto 2017 je povezan predvsem s presenetljivo visokimi nedavnimi podatki o BDP, katerih pozitivni učinki se bodo prenesli tudi v leto 2018. Poleg tega se zaradi zelo močnega zaupanja podjetij in potrošnikov pričakuje, da bo rast v prihodnjem obdobju močnejša, kot je bilo pričakovano doslej. Rast v letih 2018 in 2019 je bila popravljena navzgor tudi zaradi močnejšega zunanjega povpraševanja in malenkostno nižjih dolgoročnih obrestnih mer.

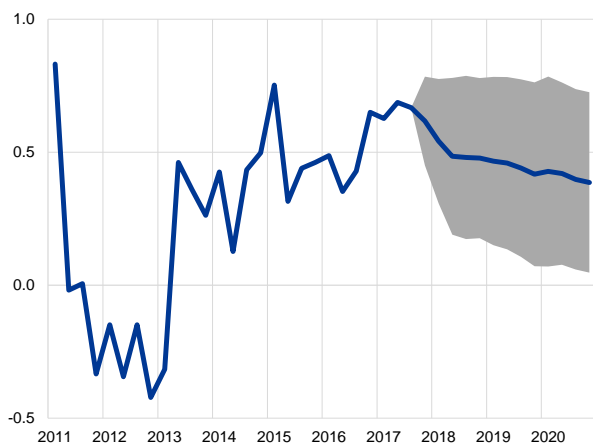
Graf 1

Makroekonomske projekcije¹⁾

(četrtletni podatki)

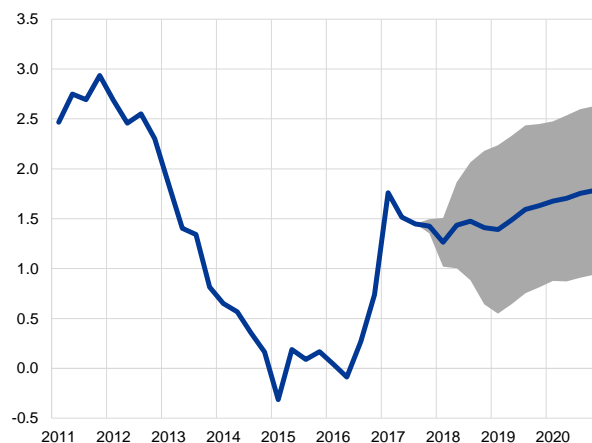
Realni BDP v euroobmočju²⁾

(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.

2

Cene in stroški

Čeprav bodo navzdol usmerjeni bazni učinki, povezani z energenti, verjetno povzročili, da se bo inflacija v bližnji prihodnosti malce znižala, pa je pričakovati, da se bo po tem spet višala in leta 2020 dosegla 1,7%. Navzdol usmerjeni bazni učinki v skupini energentov, ki so več kot izravnali nedavno zvišanje cen nafte, bodo v prvem četrtletju 2018 povzročili padec skupne inflacije na 1,3%. V preostanku obdobja projekcij bo rast cen energentov verjetno precej skromna, kar bo posledica rahlo navzdol usločene krivulje naftnih terminskih pogodb v povezavi z navzgor delujočimi učinki davkov na energente. Za cene hrane je po šibkem gibanju v zadnjih nekaj letih pričakovati, da se bodo začele zmerno višati. Rast bodo podpirali predpostavljeno zviševanje cen prehranskih surovin na mednarodnih trgih in navzgor delujoči učinki višjih davkov na tobak. Ker je stopnja gospodarske rasti višja od stopnje potencialne rasti, je pričakovati, da bodo osnovni cenovni pritiski v obdobju projekcij rasli. Tako bodo osnovno inflacijo spodbujali predvsem rastoče plače, ki so posledica presežnega povpraševanja po delu – pri čemer je ponudba delovne sile v nekaterih državah zelo omejena – in navzgor delujoči učinki neto posrednih davkov. K rasti inflacije brez energentov in hrane v obdobju projekcij naj bi nekoliko prispevali tudi zunanji cenovni pritiski, in sicer zaradi nekaterih posrednih učinkov nedavnega zvišanja cen nafte in predpostavljenega porasta cen primarnih surovin brez energentov, pa tudi zaradi pričakovane krepitve osnovnih globalnih inflacijskih pritiskov. Če strnemo, bo skupna inflacija leta 2017 po pričakovanjih znašala povprečno 1,5%, leta 2018 1,4%, leta 2019 1,5% in leta 2020 1,7%.

Glavni dejavniki ponovnega zviševanja stroškov dela v obdobju projekcij so zaostrene razmere na trgu dela in prenehanje ukrepov, ki so v zadnjih nekaj

letih zavirali rast plač v nekaterih državah. Rast sredstev za zaposlene se bo po projekcijah povečala z 1,7% v letu 2017 na 2,7% v letu 2020, z začasno upočasnitvijo v letu 2019. Ta upočasnitev je posledica dejstva, da bodo davčni odbitek v Franciji (CICE) pretvorili v trajno znižanje prispevkov za socialno varnost, ki jih plačujejo delodajalci.⁶ Taka plačna dinamika z upoštevanjem pričakovane ciklične krepitve rasti produktivnosti pomeni okrepljeno rast stroškov dela na enoto proizvoda z 0,9% v letu 2017 na 1,8% v letu 2020. V splošnem naj bi rast plač pomembno pospeševali izboljšani pogoji na trgu dela v euroobmočju in vse večje pomanjkanje ponudbe delovne sile v nekaterih delih euroobmočja. Tudi potreba po umirjanju plač, da bi se v nekaterih državah po krizi ponovno vzpostavila cenovna konkurenčnost, ter pritiski, ki so zavirali rast plač in so bili povezani z zavezujočo rigidnostjo nominalnih plač navzdol v času krize, bi morali postopoma popustiti, saj se gospodarsko okrevanje v državah euroobmočja pogloblja in širi. Poleg tega je pričakovati, da bo k višji rasti plač začela prispevati tudi ponovna krepitev skupne inflacije, ki se je leta 2017 v primerjavi s prejšnjimi tremi leti močno zvišala. K povečevanju skupne rasti plač v obdobju projekcij bodo prispevale tudi višje plače v javnem sektorju.

Profitne marže naj bi se v prvem delu obdobja projekcij v povprečju višale nekoliko hitreje kot v preteklem letu. Na profitne marže je v zadnjih četrletjih negativno vplivalo poslabševanje pogojev menjave, ki je posledica višjih cen nafte. Ker ti zaviralni učinki popuščajo, je pričakovati, da bodo profitne marže rasle nekoliko hitreje kot doslej, saj bo nanje ugodno vplivalo nadaljnje gospodarsko okrevanje. Hitrost rasti profitnih marž pa bo v obdobju projekcij vseeno zmanjšana zaradi pričakovane krepitve rasti tako stroškov dela na enoto proizvoda kot tudi posrednih davkov.

Zunanji cenovni pritiski so se v letu 2017 spet okrepili in naj bi v obdobju projekcij ostali sicer pozitivni, a zmernejši kot v zadnjem času. Rast uvoznih cen, ki je bila letošnje leto dokaj močna, je posledica preobrata pri cenah nafte in primarnih surovin razen energentov. Po letu 2017 se pričakuje upočasnjena stopnja rasti, ki bo povezana s predpostavljenim zmernejšim gibanjem cen primarnih surovin v obdobju projekcij in z zaviralnimi učinki nedavne apreciacije eura. Kljub temu se bodo osnovni svetovni inflacijski pritiski v obdobju projekcij postopoma krepili, saj bodo svetovni proizvodni stroški rasli vzporedno s pojemanjem neizkoriščenega potenciala v svetovnem gospodarstvu.

V primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami so bili inflacijski obeti za leto 2018 popravljeni navzgor za 0,2 odstotne točke, za naprej pa ostajajo nespremenjeni. Popravek navzgor, ki zadeva skupno inflacijo za leto 2018, je posledica močnejšega gibanja cen energentov in hrane, ki je povezano z nedavnimi pozitivnimi presenečenji v podatkih o teh dveh skupinah, s predpostavljenimi višjimi cenami nafte in z navzgor delujočimi učinki davkov na energente in tobakne izdelke. Inflacija brez hrane in energentov je kratkoročno popravljena navzdol, kar je deloma povezano z nedavnimi negativnimi presenečenji v podatkih.

⁶ Ker znižanje sredstev za zaposlene na zaposlenega in stroškov dela na enoto proizvoda v glavnem odtehta ustrezno zvišanje profitnih marž, je pričakovati, da vpliv na določanje cen ne bo velik.

3 Javnofinančni obeti

Naravnost javnofinančne politike euroobmočja naj bi v obdobju projekcij v povprečju ostala v glavnem nevtralna. Naravnost javnofinančne politike se meri s spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Nižji neposredni davki in višji transferji gospodinjstvom so v letu 2017 v celoti izravnani z višjimi posrednimi davki in zmernejšo rastjo državne potrošnje. Naravnost javnofinančne politike v letu 2018 bodo določali predvsem nižji neposredni davki in prispevki za socialno varnost ter predpostavljena bolj dinamična rast državnih investicij, ki jo le delno izravnavajo višji posredni davki in zmerna rast transferjev gospodinjstvom. Naravnost javnofinančne politike v obdobju 2019–2020 bo po projekcijah v povprečju nevtralna.

Tako javnofinančni primanjkljaj kot tudi stopnja javnega dolga naj bi se v obdobju projekcij zmanjševala. Javnofinančne projekcije predpostavljajo postopno zmanjševanje javnofinančnega primanjkljaja v obravnavanem obdobju, kar je predvsem posledica izboljšanja ciklične komponente in znižanja plačil obresti. Ciklično prilagojeni primarni saldo bo v obdobju projekcij ostal stabilen. Razmerje med javnim dolgom in BDP se bo v obdobju projekcij predvidoma še naprej zmanjševalo, k čemur bosta prispevala ugodnejša razlika med ravnijo obrestnih mer in stopnjo rasti⁷ ter primarni presežek. Obeti glede proračunskega primanjkljaja so v primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami večinoma nespremenjeni, medtem ko je stopnja javnega dolga nekoliko nižja, kar je predvsem posledica ugodnejše razlike med ravnijo obrestnih mer in stopnjo rasti v letih 2018 in 2019.

Okvir 4

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

Alternativni modeli gibanja cen nafte kažejo na tveganje, da bodo cene nafte v obdobju projekcij višje, kot je predpostavljeno na podlagi naftnih terminskih pogodb. Tehnične predpostavke o gibanju cen nafte, ki so uporabljene v osnovnem scenariju projekcij in so izpeljane iz gibanj na terminskih trgih, napovedujejo nižanje cen nafte, tako da bi cena surove nafte Brent do konca leta 2020 znašala približno 57 USD za sod. Dinamika, ki jo nakazujejo naftne terminske pogodbe, je skladna z zmerno rastjo svetovnega povpraševanja po nafti, tj. s scenarijem, po katerem svetovno gospodarsko okrevanje pridobiva skromen zagon. Kar zadeva dejavnike na strani ponudbe, je bilo podaljšanje dogovora med članicami OPEC in glavnimi proizvajalkami

⁷ Ta razlika se izračuna kot razlika med nominalno efektivno obrestno mero za dolg in nominalno stopnjo rasti BDP.

nečlanicami OPEC z dne 30. novembra, ki se je sicer zgodilo po presečnem datumu (22. november), najverjetneje upoštevano v tržnih pričakovanjih. Vseeno pa je pričakovati, da bo zmanjšanje na strani konvencionalnih proizvajalcev delno odtehtala okrepljena proizvodnja nafte iz skrilavcev v ZDA. Kombinacija alternativnih modelov, ki so jih za napovedovanje cen nafte v obdobju projekcij uporabili strokovnjaki Eurosistema,⁸ kaže, da bodo cene nafte rasle močnejše, kot je predpostavljeno v tehničnih predpostavkah, in sicer zaradi hitrejšega zaostrovanja ravnovesja med ponudbo in povpraševanjem. Če bi se uresničila alternativna dinamika cen nafte in bi bile cene nafte do leta 2020 za 11% višje kot v osnovnih projekcijah, bi to le neznatno zavrlo realno rast BDP, hkrati pa nekoliko bolj pospešilo rast inflacije (ki bi bila v letih 2019 in 2020 višja za 0,2 odstotne točke).

2) Alternativna tečajna gibanja

Ta analiza občutljivosti je namenjena preučevanju vpliva nadaljnje krepitve tečaja eura. Eden od možnih virov tveganja apreciacije izhaja iz gospodarskega okrevanja v euroobmočju, ki bi bilo močnejše od pričakovanega. Scenarij temelji na 75. centilu porazdelitve do tveganja nevtralne gostote verjetnosti tečaja USD/EUR, kot izhaja iz opcij, na dan 22. novembra 2017. Gibanje kaže na postopno apreciacijo eura v razmerju do dolarja na raven 1,36 USD za euro v letu 2020, kar je za okrog 16% višje od predpostavke za to leto v osnovnem scenariju. Odgovarjajoča predpostavka za nominalni efektivni tečaj eura odraža zgodovinsko dinamiko, pri čemer spremembe tečaja USD/EUR ustrezajo spremembam efektivnega tečaja z elastičnostjo v višini 52%. Po tem scenariju povprečje rezultatov iz različnih makroekonomskih modelov strokovnjakov kaže na nižjo realno rast BDP (za 0,2 odstotne točke v letu 2018, za 0,6 odstotne točke v letu 2019 in za 0,2 odstotne točke v letu 2020). Inflacija pa bi bila nižja za 0,2 odstotne točke v letu 2018, za 0,5 odstotne točke v letu 2019 in za 0,6 odstotne točke v letu 2020. Treba je omeniti, da tako ocenjeni vpliv na rast in inflacijo velja v primeru izključno eksogenega tečajnega šoka.

Okvir 5

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 znotraj razponov okrog projekcij strokovnjakov Eurosistema (v tabeli so prikazane v oklepajih).

⁸ Glej kombinacijo štirih modelov, predstavljeno v članku z naslovom »Forecasting the price of oil«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2015.

Primerjava napovedi realne rasti BDP in inflacije za euroobmočje

(medletne spremembe v odstotkih)

	Datum objave	Rast BDP			Inflacija (HICP)		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Projekcije strokovnjakov Eurosistema	December 2017	2,3	1,9	1,7	1,4	1,5	1,7
		[1,7–2,9]	[0,9–2,9]	[0,6–2,8]	[0,9–1,9]	[0,7–2,3]	[0,8–2,6]
Evropska komisija	November 2017	2,1	1,9	-	1,4	1,6	-
OECD	November 2017	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
Euro Zone Barometer	November 2017	2,0	1,7	1,5	1,4	1,6	1,8
Napovedi Consensus Economics	December 2017	2,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7
Survey of Professional Forecasters	Oktober 2017	1,9	1,7	-	1,4	1,6	-
MDS	Oktober 2017	1,9	1,7	1,6	1,4	1,7	1,8

Viri: Gospodarske napovedi Evropske komisije (jesen 2017); IMF World Economic Outlook (10. oktober 2017); OECD Economic Outlook (november 2017); napovedi Consensus Economics (november 2017); MJEconomics za Euro Zone Barometer (november 2017); anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov (Survey of Professional Forecasters) (oktober 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 2529-4822 (pdf)
 Kataloška št. EU QB-CF-17-001-SL-N (pdf)