



EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 16.11.2016
COM(2016) 730 final

ANNEXES 1 to 4

PRILOGE

k

SPOROČILU KOMISIJE

Osnutki proračunskih načrtov za leto 2017: celovita ocena

PRILOGA I: Ocena osnutkov proračunskih načrtov posameznih držav

Države članice, za katere velja preventivni del Pakta za stabilnost in rast

Načrti, ki so skladni z obveznostmi države

Komisija meni, da je osnutek proračunskega načrta **Nemčije**, za katero trenutno veljajo preventivni del Pakta in določbe glede dolga, skladen z določbami Pakta. V skladu s sporočilom Komisije z naslovom „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ bi ugoden proračunski položaj Nemčije moral omogočati manevrski prostor za kritje dodatnih odhodkov zaradi velikega števila prosilcev za azil ter za nadaljnje povečanje javnih naložb v infrastrukturo, izobraževanje in raziskave, kot je priporočil Svet v okviru evropskega semestra. Komisija prav tako meni, da je Nemčija dosegla omejen napredek pri izvajanju strukturnega dela priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in nemške organe zato poziva, naj pospešijo napredek.

Komisija meni, da je osnutek proračunskega načrta **Estonije**, za katero trenutno velja preventivni del Pakta, večinoma skladen z določbami Pakta. V skladu s sporočilom Komisije „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ je Estonija pozvana, naj izvršuje svoj proračun za leto 2017.

Komisija meni, da je osnutek proračunskega načrta **Luksemburga**, za katerega trenutno velja preventivni del Pakta, skladen z določbami Pakta. V skladu s sporočilom Komisije „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ bi lahko proračunsko stanje Luksemburga omogočalo nekaj manevrskega prostora za zagotavljanje podporne proračunske naravnosti, hkrati pa ohranjalo dolgoročno vzdržnost javnih financ. Komisija prav tako meni, da je Luksemburg dosegel omejen napredek pri izvajanju strukturnega dela priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in luksemburške organe zato poziva, naj pospešijo napredek.

Komisija meni, da je osnutek proračunskega načrta **Nizozemske**, za katero trenutno veljajo preventivni del Pakta in (prehodne) določbe glede dolga, skladen z določbami Pakta. V skladu s sporočilom Komisije „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ bi lahko proračunsko stanje Nizozemske omogočalo nekaj manevrskega prostora za zagotavljanje podporne proračunske naravnosti, hkrati pa ohranjalo dolgoročno vzdržnost javnih financ. Komisija prav tako meni, da Nizozemska ni dosegla napredka pri izvajanju strukturnega dela priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki ga je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in nizozemske organe zato poziva, naj pospešijo napredek.

Komisija meni, da je osnutek proračunskega načrta **Slovaške**, za katero trenutno velja preventivni del Pakta, večinoma skladen z določbami Pakta. V skladu s sporočilom Komisije „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ Komisija organe poziva, naj dosledno izvršujejo proračun za leto 2017. Komisija prav tako meni, da je Slovaška dosegla določen napredek pri izvajanju strukturnega dela priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in slovaške organe poziva, naj dosežejo dodaten napredek, zlasti na področju izboljšanja izpolnjevanja davčnih obveznosti.

Načrti, ki so večinoma skladni

Komisija meni, da je osnutek proračunskega načrta **Irske**, za katero trenutno veljajo preventivni del Pakta in predhodne določbe glede dolga, večinoma skladen z določbami Pakta

za stabilnost in rast. Obenem odločitev vlade, da bo velik del davčnih prihodkov, ki so še vedno nestanovitni in negotovi, namenila za dodatne odhodke v letu 2016, ni skladna s priporočili Sveta v okviru evropskega semestra, saj je bila Irska pozvana, naj uporabi nepričakovane koristi zaradi boljših gospodarskih in finančnih razmer, kot so bile pričakovane, za hitrejše zmanjšanje primanjkljaja in dolga. Komisija v skladu s svojim sporočilom „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ organe poziva, naj z ustreznimi ukrepi v okviru nacionalnega proračunskega postopka zagotovijo, da bo proračun za leto 2017 skladen s Paktom za stabilnost in rast. Komisija prav tako meni, da je Irska dosegla določen napredek pri izvajanju strukturnega dela priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in irske organe zato poziva, naj dosežejo dodaten napredek.

Komisija meni, da je osnutek proračunskega načrta **Latvije**, za katero trenutno velja preventivni del Pakta za stabilnost in rast, večinoma skladen z določbami Pakta. Komisija v napovedi iz jeseni 2016 napoveduje manjši odklon za leti 2016 in 2017 skupaj, saj odklon iz leta 2016 ne bo v celoti pokrit v letu 2017. Komisija v skladu s svojim sporočilom „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ organe poziva, naj z ustreznimi ukrepi v okviru nacionalnega proračunskega postopka zagotovijo, da bo proračun za leto 2017 skladen s Paktom za stabilnost in rast. Komisija prav tako meni, da je Latvija dosegla omejen napredek pri izvajanju strukturnega dela priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in latvijske organe zato poziva, naj pospešijo napredek.

Komisija meni, da je osnutek proračunskega načrta **Malte**, za katero trenutno veljajo preventivni del Pakta in določbe glede dolga, večinoma skladen z določbami Pakta za stabilnost in rast. Komisija v skladu s svojim sporočilom „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ organe poziva, naj z ustreznimi ukrepi v okviru nacionalnega proračunskega postopka zagotovijo, da bo proračun za leto 2017 skladen s Paktom za stabilnost in rast. Komisija prav tako meni, da Malta ni dosegla napredka pri izvajanju strukturnega dela priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in malteške organe zato poziva, naj pospešijo napredek.

Komisija meni, da je osnutek proračunskega načrta **Avstrije**, za katero trenutno veljajo preventivni del Pakta za stabilnost in rast ter (prehodne) določbe glede dolga do leta 2016 in določbe glede dolga od leta 2017 dalje, na splošno skladen z določbami Pakta za stabilnost in rast, če se trenutna ocena proračunskega učinka izrednega pritoka beguncev in varnostnih ukrepov v letu 2016 odbije od zahteve. Komisija v skladu s svojim sporočilom „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ organe poziva, naj z ustreznimi ukrepi v okviru nacionalnega proračunskega postopka zagotovijo, da bo proračun za leto 2017 skladen s Paktom za stabilnost in rast. Komisija prav tako meni, da je Avstrija dosegla omejen napredek pri izvajanju strukturnega dela priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in avstrijske organe zato poziva, naj pospešijo napredek.

Načrti, pri katerih obstaja tveganje neskladnosti

Komisija meni, da pri osnutku proračunskega načrta **Belgije**, za katero trenutno veljajo preventivni del Pakta in (prehodne) določbe glede dolga, obstaja tveganje neskladnosti z določbami Pakta. Komisija napoveduje znaten odklon od zahtevane prilagoditvene poti za doseg srednjeročnega cilja v letu 2016 in posledično tudi v letih 2016 in 2017 skupaj. Komisija zato v skladu s svojim sporočilom „Za pozitivno fiskalno naravnost v

euroobmočju“ organe poziva, naj izvedejo vse načrtovane ukrepe v okviru nacionalnega proračunskega postopka in zagotovijo, da bo proračun za leto 2017 skladen s Paktom za stabilnost in rast. Komisija prav tako meni, da Belgija ni dosegla napredka pri izvajanju strukturnega dela priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in belgijske organe zato poziva, naj pospešijo napredek.

Komisija meni, da pri osnutku proračunskega načrta **Italije**, za katero trenutno veljajo preventivni del Pakta in določbe glede dolga, obstaja tveganje neskladnosti z določbami Pakta. V skladu z napovedjo Komisije iz jeseni 2016 obstaja zlasti tveganje znatnega odklona od zahtevane prilagoditvene poti za doseg srednjeročnega proračunskega cilja v letu 2017. Poleg tega bi brez celotne olajšave v višini 0,75 % BDP, dodeljene v okviru strukturne reforme in naložbene klavzule, napoved Komisije iz jeseni 2016 kazala na tveganje znatnega odklona od zahtevane prilagoditvene poti za doseg srednjeročnega cilja tudi v letu 2016. Komisija zato v skladu s svojim sporočilom „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ organe poziva, naj z ustreznimi ukrepi v okviru nacionalnega proračunskega postopka zagotovijo, da bo proračun za leto 2017 skladen s Paktom za stabilnost in rast. Komisija prav tako meni, da je Italija dosegla določen napredek v zvezi s strukturnim delom priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in italijanske organe zato poziva, naj zagotovijo nadaljnji napredek.

Na splošno Komisija meni, da pri osnutku proračunskega načrta **Cipra**, za katerega trenutno veljajo preventivni del Pakta in prehodne določbe glede dolga, obstaja tveganje neskladnosti z določbami Pakta. Komisija v letu 2017 napoveduje znaten odklon od srednjeročnega cilja. V osnutku proračunskega načrta za leto 2017 se zlasti načrtuje zmanjšanje fiskalnih pritiskov brez izravnalnih ukrepov, zaradi česar obstaja tveganje znatnega odklona od prilagoditvene poti za doseg srednjeročnega cilja v letu 2017. Komisija zato v skladu s svojim sporočilom „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ organe poziva, naj z ustreznimi ukrepi v okviru nacionalnega proračunskega postopka zagotovijo, da bo proračun za leto 2017 skladen s Paktom za stabilnost in rast. Komisija prav tako meni, da je Ciper dosegel določen napredek v zvezi s strukturnim delom priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in ciprske organe zato poziva, naj zagotovijo nadaljnji napredek.

Komisija meni, da pri osnutku proračunskega načrta **Litve**, za katero trenutno velja preventivni del Pakta za stabilnost in rast in ki je predložila osnutek proračunskega načrta ob predpostavki nespremenjenih politik, obstaja tveganje neskladnosti z določbami Pakta. V skladu z napovedjo Komisije iz jeseni 2016 se v letu 2017 pričakuje znaten odklon od prilagoditvene poti za doseg srednjeročnega cilja. Komisija bo še naprej pozorno spremljala izpolnjevanje obveznosti Litve v okviru Pakta za stabilnost in rast, zlasti v povezavi z oceno prihodnjega programa za stabilnost. Pri celoviti oceni možnega odstopanja od prilagoditvene poti za doseg srednjeročnega proračunskega cilja v letu 2017 bo Komisija upoštevala ugotovitve, ki jih je navedla v svojem mnenju o osnutku proračunskega načrta glede morebitne upravičenosti Litve do prožnosti v okviru Pakta za stabilnost in rast. Posebna pozornost bo namenjena dejanskemu napredku pri izvajanju programa strukturnih reform ob upoštevanju priporočil za posamezne države, ki jih je Svet sprejel 12. julija 2016. Komisija v skladu s svojim sporočilom „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ organe poziva, naj z ustreznimi ukrepi v okviru nacionalnega proračunskega postopka zagotovijo, da bo proračun za leto 2017 skladen s Paktom za stabilnost in rast. Organi so pozvani, da Komisiji in Euroskupini predložijo posodobljen osnutek proračunskega načrta takoj, ko bo nova vlada nastopila svoj mandat, in praviloma vsaj en mesec načrtovanim sprejetjem osnutka zakona o proračunu v nacionalnem parlamentu.

Komisija meni, da pri osnutku proračunskega načrta **Slovenije**, za katero trenutno veljajo preventivni del Pakta za stabilnost in rast ter prehodne določbe glede dolga, obstaja tveganje neskladnosti z določbami Pakta v letu 2017. Napoved Komisije iz jeseni 2016 za leto 2017 kaže na znaten odklon od prilagoditvene poti za doseganje srednjeročnega cilja v letih 2016 in 2017 skupaj. Komisija zato v skladu s svojim sporočilom „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ slovenske organe poziva, naj z ustreznimi ukrepi v okviru nacionalnega proračunskega postopka zagotovijo, da bo proračun za leto 2017 skladen s pravili Pakta za stabilnost in rast. Komisija prav tako meni, da je Slovenija dosegla omejen napredek pri izvajanju strukturnega dela priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in slovenske organe poziva, naj pospešijo napredek.

Komisija meni, da pri osnutku proračunskega načrta **Finske**, za katero trenutno velja preventivni del Pakta, obstaja tveganje neskladnosti z določbami Pakta. V skladu z napovedjo Komisije iz jeseni 2016 obstaja zlasti tveganje znatnega odklona od zahtevane prilagoditvene poti za doseg srednjeročnega proračunskega cilja v letu 2017. Komisija bo še naprej pozorno spremljala izpolnjevanje obveznosti Finske v okviru Pakta za stabilnost in rast, zlasti v povezavi z oceno prihodnjega programa za stabilnost. Pri celoviti oceni možnega odstopanja od prilagoditvene poti za doseg srednjeročnega proračunskega cilja v letu 2017 bo Komisija upoštevala ugotovitve, ki jih je navedla v svojem mnenju o osnutku proračunskega načrta glede morebitne upravičenosti Finske do prožnosti v okviru Pakta za stabilnost in rast. Posebna pozornost bo namenjena obstoju verodostojnih načrtov za obnovitev prilagoditvene poti za doseg srednjeročnega proračunskega cilja ter napredku pri izvajanju programa strukturnih reform ob upoštevanju priporočil za posamezne države, ki jih je Svet sprejel 12. julija 2016. Komisija v skladu s svojim sporočilom „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ organe poziva, naj z ustreznimi ukrepi v okviru nacionalnega proračunskega postopka zagotovijo, da bo proračun za leto 2017 skladen s Paktom za stabilnost in rast. Komisija prav tako meni, da je Finska dosegla določen napredek v zvezi s strukturnim delom priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in finske organe poziva, naj zagotovijo nadaljnji napredek.

Države članice, za katere velja korektivni del Pakta za stabilnost in rast

Načrti, ki so večinoma skladni

Komisija meni, da je osnutek proračunskega načrta **Francije**, za katero trenutno velja korektivni del pakta, večinoma skladen z določbami Pakta za stabilnost in rast, saj naj bi bil po jesenski napovedi primanjkljaj v letu 2017 nekoliko pod pragom 3 %, vendar pa se ta sprememba ob nespremenjeni politiki ne bi obdržala tudi v letu 2018. Napoved Komisije iz jeseni 2016 za leto 2017 predvideva, da bo čezmerni primanjkljaj odpravljen pravočasno, vendar je fiskalni napor precej manjši od priporočene ravni. Poleg tega predvideno odpravljanje čezmernega primanjkljaja ne bi bilo trajno, saj naj bi se ob nespremenjenih politikah primanjkljaj leta 2018 po napovedih povečal na 3,1 % BDP. Komisija zato v skladu s svojim sporočilom „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ francoske organe poziva, naj z ustreznimi ukrepi v okviru nacionalnega proračunskega postopka zagotovijo, da bo proračun za leto 2017 skladen s pravili Pakta za stabilnost in rast. Komisija prav tako meni, da je Francija dosegla omejen napredek pri izvajanju strukturnega dela priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in francoske organe zato poziva, naj pospešijo napredek.

Načrti, pri katerih obstaja tveganje neskladnosti

Komisija meni, da pri osnutku proračunskega načrta **Španije**, za katero trenutno velja korektivni del Pakta za stabilnost in rast in ki je predložila osnutek proračunskega načrta ob predpostavki nespremenjenih politik, obstaja tveganje neskladnosti z določbami Pakta. Ob zavedanju, da te projekcije ne predvidevajo sprememb politike, napoved Komisije za leto 2017 predvideva, da ne bosta dosežena ne vmesni ciljni nominalni primanjkljaj ne priporočeni fiskalni napor. Zato bodo v skladu s sporočilom Komisije „Za pozitivno fiskalno naravnost v euroobmočju“ potrebni nadaljnji ukrepi za izpolnitev ciljev glede nominalnega primanjkljaja in strukturnega navora v prihodnosti. Do sprejetja takih ukrepov tveganja v zvezi s pravočasno in trajno odpravo čezmernega primanjkljaja do leta 2018 ostajajo. Komisija prav tako meni, da je Španija dosegla omejen napredek pri odzivanju na posebne zahteve Sveta po krepitvi fiskalnega okvira in okvira politike javnega naročanja. Komisija zato poziva organe, naj pospešijo napredek. Komisija poziva Španijo, naj Komisiji in Euroskupini predloži posodobljen osnutek proračunskega načrta za leto 2017, ki bo skladen z zahtevami iz sklepa Sveta z dne 8. avgusta 2016, načeloma vsaj en mesec pred sprejetjem osnutka zakona o proračunu v parlamentu. Posodobljeni osnutek proračunskega načrta bo moral v skladu s členom 1(5) in (6) sklepa o pozivu z dne 8. avgusta 2016 vključevati tudi informacije o ukrepih, sprejetih na podlagi zahtev Sveta za okrepitev španskega fiskalnega okvira in okvira politike javnega naročanja. Komisija bo na podlagi informacij iz posodobljenega osnutka proračunskega načrta ponovno proučila skladnost z zahtevami iz zgoraj navedenega sklepa Sveta.

Komisija meni, da pri osnutku proračunskega načrta **Portugalske**, za katero trenutno velja korektivni del Pakta za stabilnost in rast, z letom 2017 pa bi lahko začel zanjo veljati preventivni del Pakta, če bo čezmerni primanjkljaj pravočasno in vzdržno odpravljen, obstaja tveganje neskladnosti z določbami Pakta za stabilnost in rast. Komisija v svoji napovedi za leto 2017 zlasti kaže znaten odklon od zahtevane prilagoditvene poti za doseg srednjeročnega cilja in neizpolnjevanje merila glede zmanjšanja dolga. Vendar pa predvideni odklon komaj presega prag za znaten odklon. Tveganja se torej zdijo obvladana, če bodo izvedeni potrebni fiskalni ukrepi. Komisija zato v skladu s svojim sporočilom „Za pozitivno

fiskalno naravnost v euroobmočju“ organe poziva, naj z ustreznimi ukrepi v okviru nacionalnega proračunskega postopka zagotovijo, da bo proračun za leto 2017 skladen s Paktom za stabilnost in rast. Komisija prav tako meni, da je Portugalska dosegla omejen napredek pri izvajanju strukturnega dela priporočil glede javnih financ za posamezne države, ki jih je izdal Svet v sklopu evropskega semestra leta 2016, in portugalske organe zato poziva, naj pospešijo napredek.

PRILOGA II: Metodologija in predpostavke, na katerih temelji napoved Komisije iz jeseni 2016

V skladu s členom 7(4) Uredbe (EU) št. 473/2013 se „[s]plošni oceni [...] priložijo metodologija [...] in predpostavke najnovjših gospodarskih napovedi služb Komisije za posamezne države članice, vključno z ocenami vpliva skupnih proračunskih ukrepov na gospodarsko rast.“ Predpostavke, na katerih temelji napoved Komisije iz jeseni 2016, ki jo neodvisno pripravijo službe Komisije, so obrazložene v samem dokumentu z napovedjo¹.

Proračunski podatki do leta 2015 temeljijo na podatkih, ki so jih države članice uradno sporočile Komisiji do 1. oktobra 2016 in jih je 21. oktobra potrdil Eurostat. Eurostat ni imel popravkov na podatke, ki so jih predložile države članice v jesenskem ciklu poročanja za leto 2016. Eurostat je umaknil pridržek glede kakovosti podatkov, ki jih je sporočila Francija v zvezi z (1) uvrstitvijo francoskega sistema zajamčenih vlog in reševalnih skladov in (2) beleženjem stroškov poravnav v zvezi s prestrukturiranjem zapletenih dolžniških instrumentov, ki so jih izdali lokalni organi. Eurostat ohranja pridržek glede kakovosti podatkov, ki jih je sporočila Belgija v zvezi s sektorsko klasifikacijo bolnišnic. Eurostat je izrazil pridržek glede kakovosti podatkov, ki jih je sporočil Ciper v zvezi z vrsto tehničnih vprašanj, kot je evidentiranje tokov EU.

Za potrebe napovedi so bili ukrepi v podporo finančni stabilnosti evidentirani v skladu s sklepom Eurostata z dne 15. julija 2009². Dovolj natančno znane kapitalske injekcije so bile vključene v napoved kot finančne transakcije, kar pomeni, da se je zaradi njih povečal dolg, ne pa primanjkljaj, razen če ni zadevna država članica sporočila drugače. Državna jamstva za obveznosti bank in bančne vloge niso vključena kot javnofinančni odhodki, razen če obstajajo dokazi, da so bila unovčena pred zaključkom napovedi. Vendar je treba opozoriti, da posojila, ki jih bankam odobrijo vlada ali drugi subjekti iz javnega sektorja, ponavadi povečajo javni dolg.

Za leto 2017 so bili upoštevanji tudi sprejeti proračuni ali predlogi proračunov, predloženi nacionalnim parlamentom, in vsi drugi dovolj natančno znani ukrepi. Zlasti so v tej napovedi upoštrevane vse informacije iz osnutkov proračunskih načrtov, ki so bili predloženi do sredine oktobra. Predpostavka nespremenjene politike, ki je bila uporabljena pri napovedih za leto 2018, implicira ekstrapolacijo gibanja prihodkov in odhodkov ter vključitev dovolj natančno znanih ukrepov.

Evropski agregati za dolg sektorja država v napovedih za leta 2016–2018 so objavljeni na nekonsolidirani osnovi (tj. medvladna posojila niso upoštrevana). Zaradi zagotovitve

¹ Metodološke predpostavke, na katerih temelji napoved Komisije iz jeseni 2016, so na voljo na: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eip/forecasts_en.htm).

² Na voljo na: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/2041337/FT-Eurostat-Decision-9-July-2009-3--final-.pdf>.

doslednosti v časovnih vrstah so tudi pretekli podatki objavljeni na enaki osnovi. Za leto 2015 to pomeni, da je delež javnega dolga v BDP v euroobmočju (19 držav članic) za 2,2 odstotne točke višji od konsolidiranega deleža dolga sektorja država, ki ga je objavil Eurostat v sporočilu za javnost št. 186/2015 z dne 21. oktobra 2016³. V projekcijah dolga sektorja država za posamezne države članice v letih 2016–2018 so upoštevani učinek jamstev za evropski instrument za finančno stabilnost⁴, dvostranska posojila drugim državam članicam in udeležba v kapitalu evropskega mehanizma za stabilnost, načrtovana na presečni dan napovedi.

Glede na napoved Komisije iz jeseni 2016 skupni proračunski ukrepi, navedeni v osnutkih proračunskih načrtov za leto 2016, povečujejo skupni primanjkljaj za okoli 0,1 % BDP. Po ocenah naj bi skupni ukrepi na strani odhodkov dosegli višino 0,1 % BDP, medtem ko skupni ukrepi na strani prihodkov vplivajo na povečanje primanjkljaja za okoli 0,1 % BDP. Skupni avtomatski učinek na rast bi bil kratkoročno zelo majhen (manj kot 0,1 odstotne točke).

Pri razlagi te ocene je potrebna previdnost, kajti:

- Neukrepanje v zvezi s fiskalnimi neravnovesji bi lahko povečalo krhkost finančnih sredstev ter povzročilo večje razmike in višje posojilne obrestne mere, kar bi negativno vplivalo na rast.
- Cilj uredbe je oceniti učinke ukrepov, sprejetih v osnutkih proračunskih načrtov. Zato sprejeti ukrepi, ki so začeli veljati pred pripravo osnutkov proračunskih načrtov, niso vključeni v oceno (čeprav lahko vplivajo na napoved).
- Ukrepi z učinkom v letu 2017 lahko tudi izravnajo obstoječe ukrepe z enkratnim učinkom v letu 2016 in trendno povečanje odhodkov. Na skupni ravni EO–18 Komisija ocenjuje učinek enkratnih ukrepov v letu 2016 na 0,1 % BDP (kar pomeni izboljšanje salda sektorja država), trendno povečanje odhodkov (merjeno s spremembo ciklično prilagojenega deleža primarnih odhodkov) brez ukrepov politik pa na –0,1 % BDP.

³ Na voljo na: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7704449/2-21102016-AP-EN.pdf/f113daf6-9f48-4bb1-832d-e3a71e5ef009>.

⁴ V skladu s sklepom Eurostata z dne 27. januarja 2011 o statističnem evidentiranju dejavnosti, izvedenih v okviru evropskega instrumenta za finančno stabilnost, ki je na voljo na: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/5034386/2-27012011-AP-EN.PDF>.

PRILOGA III: Analiza občutljivosti

V skladu s členom 7 Uredbe (EU) št. 473/2013 „[c]elovita ocena vključuje analize občutljivosti, ki prikazujejo tveganja za vzdržnost javnih financ v primeru neugodnega ekonomskega, finančnega ali proračunskega dogajanja“. V tej prilogi je zato predstavljena analiza občutljivosti gibanja javnega dolga na morebitne makroekonomske pretrese (za rast, obrestne mere in primarni javnofinančni saldo), ki se opira na rezultate stohastičnih projekcij dolga⁵. Analiza omogoča oceno možnega učinka negativnih in pozitivnih tveganj v zvezi z nominalno rastjo BDP na dinamiko javnega dolga, učinkov pozitivnih/negativnih gibanj na finančnih trgih, ki se odražajo v nižjih/višjih stroških izposojanja za vlade, ter fiskalnih pretresov, ki vplivajo na javnofinančni proračunski položaj.

Z uporabo stohastičnih projekcij se negotovost prihodnjih makroekonomskih razmer vključi v analizo dinamike javnega dolga okrog „osrednjega“ scenarija projekcij dolga, ki v spodnjih dveh grafih ustreza scenariju iz napovedi Komisije iz jeseni 2016 oziroma scenariju iz osnutkov proračunskih načrtov, pri čemer se rezultati poročajo za države EO–18 (v obeh primerih se za leta po obdobju, ki ga zajema napoved, uporabi običajna predpostavka nespremenjene fiskalne politike)⁶. Pretresi se simulirajo na makroekonomskih razmerah (kratkoročne in dolgoročne obrestne mere na državne obveznice, stopnja rasti, primarni javnofinančni saldo), predpostavljenih v osrednjem scenariju, da se dobi „stožec“ (porazdelitev) možnih potekov dolga, ki je predstavljen v spodnjem grafu. Stožec ustreza širokemu razponu možnih izhodiščnih makroekonomskih razmer, pri čemer se za rast, obrestne mere in primarni saldo simulira tudi do 2 000 pretresov. Velikost in korelacija pretresov odražata preteklo gibanje spremenljivk⁷. To pomeni, da metodologija ne zajame negotovosti v realnem času, ki je lahko v sedanjem trenutku višja, zlasti za proizvodno vrzel. Pahljačasta diagrama v spodnjem grafu tako dajeta verjetnostno informacijo o dinamiki dolga za EO–18, pri čemer so upoštevani možni pretresi za rast, obrestne mere in primarni saldo v obsegu in korelaciji, kot sta bila zabeležena v preteklosti.

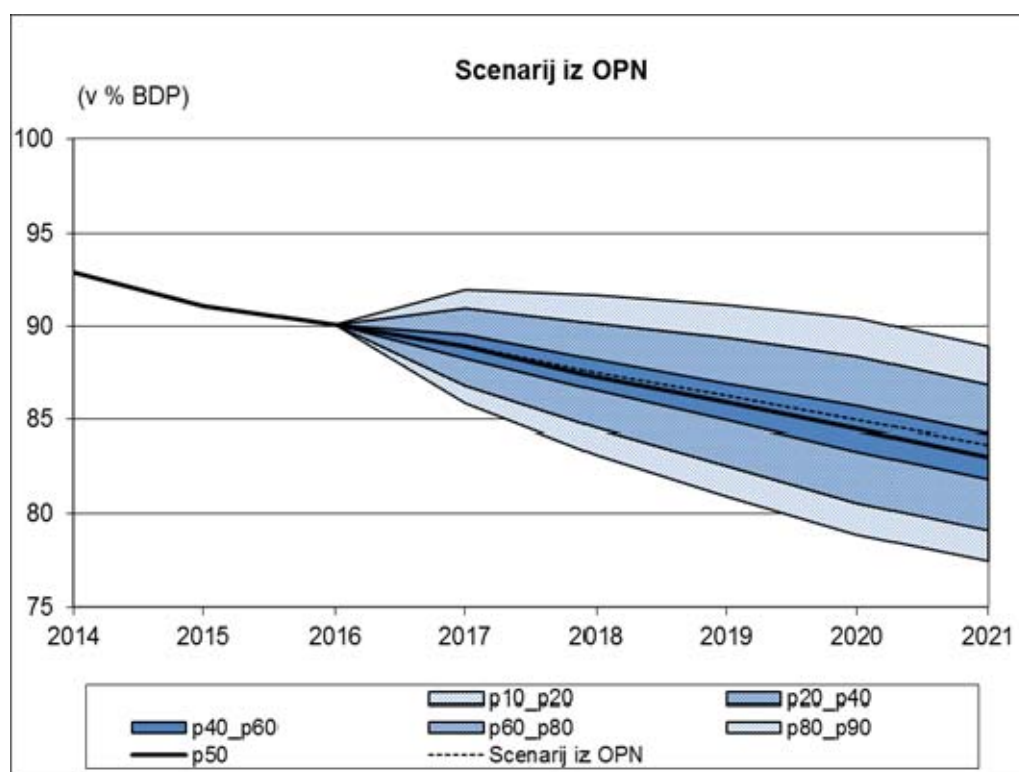
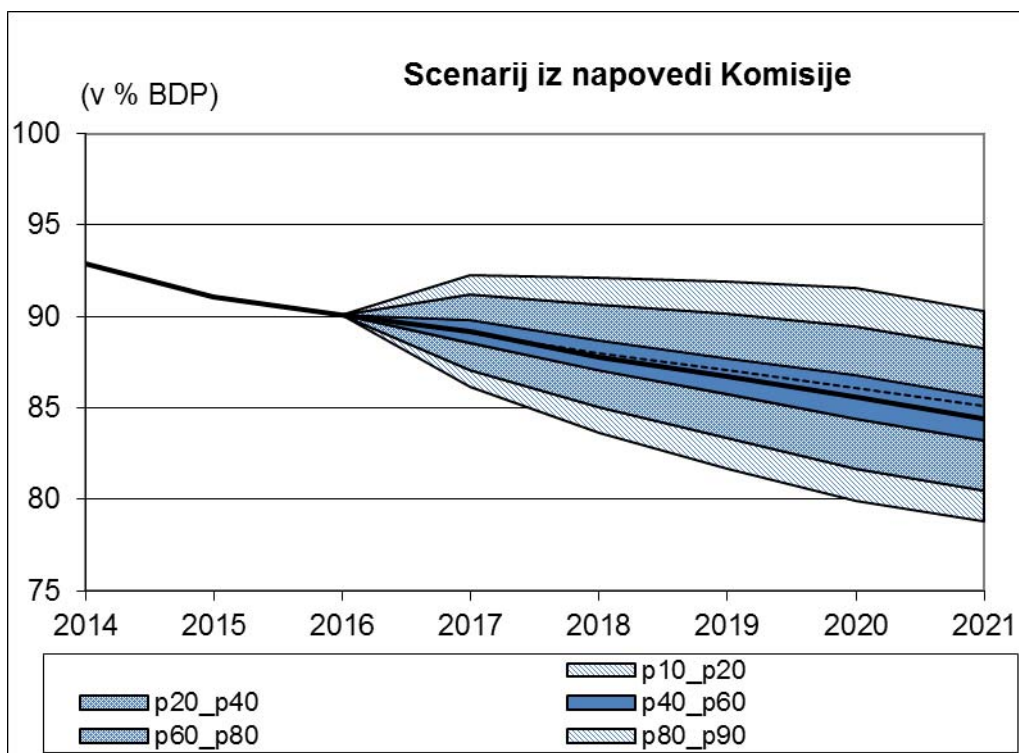
V pahljačastih diagramih je predvideni potek dolga po osrednjem scenariju (okrog katerega so simulirani makroekonomski pretresi) označen s prekinjeno črto, potek projekcije dolga, ki razpolavlja niz vseh možnih potekov, dobljenih s simulacijo pretresov (mediana), pa z neprekinjeno črno črto v sredini stožca. Sam stožec zajema 80 % vseh možnih potekov dolga, dobljenih s simulacijo 2 000 pretresov za rast, obrestne mere in primarni saldo (spodnja in zgornja črta, tj. meji stožca, predstavljata 10. oziroma 90. percentil porazdelitve) in s tem iz osenčenega območja izključuje simulirane poteke dolga (20 % vseh), ki so posledica skrajnejših (manj verjetnih) pretresov (ekstremni dogodki (ang. „tail events“)). Različno osenčena območja znotraj stožca predstavljajo različne deleže v celotni porazdelitvi možnih potekov dolga. Temno modro območje (med 40. in 60. percentilom) vsebuje 20 % vseh možnih potekov dolga, ki so bližje osrednjemu scenariju.

⁵ Uporabljena metodologija za stohastične projekcije javnega dolga je predstavljena v oddelku 1.3.2 poročila Evropske komisije o fiskalni vzdržnosti za leto 2015 ter v prispevku Katie Berti (2013), „Stochastic public debt projections using the historical variance-covariance matrix approach for EU countries“, *European Economy Economic Paper* št. 480.

⁶ To vključuje predpostavko, da bo primarni strukturni saldo za države EO–18 ostal v preostalem obdobju, ki ga zajema napoved, nespremenjen pri zadnji napovedani vrednosti, tj. presežku v višini 0,8 % v letu 2017 po scenariju iz osnutkov proračunskih načrtov v primerjavi s presežkom v višini 0,5 % v letu 2018 po scenariju Komisije.

⁷ Predpostavlja se, da pretresi sledijo skupni normalni porazdelitvi.

Graf A3.1: Pahljačasta diagrama na podlagi stohastičnih projekcij javnega dolga okrog scenarija iz napovedi Komisije (KOM) in scenarija iz osnutkov proračunskih načrtov (OPN)



Pahljačasta diagrama tako za scenarij Komisije kot tudi za scenarij iz osnutkov proračunskih načrtov kažeta približno 50-odstotno verjetnost, da bo delež javnega dolga v BDP za državo

EO–18 v letu 2017 zaradi neugodnih makroekonomskih pretresov slabši od napovedanega⁸. Če upoštevamo tako negativna kot tudi pozitivna tveganja za primarni javnofinančni saldo, rast in razmere na finančnih trgih v obeh scenarijih, se dolg v EO–18 v letu 2017 giblje med okrog 86 % in 92 % BDP z 80-odstotno verjetnostjo (ker stožec predstavlja 80 % vseh možnih simuliranih potekov dolga). Spodnja in zgornja meja intervala deleža dolga v letu 2017 bi bili dokaj podobni za scenarij Komisije in za scenarij iz osnutkov proračunskih načrtov zaradi zelo majhne razlike med zadevnima osrednjima napovedma, pri katerih so se simulirali pretresi (delež dolga okrog 89 % po scenariju Komisije in po scenariju iz osnutkov proračunskih načrtov).

Po letu 2017, tj. v obdobju, ki ga zajemajo sedanji osnutki proračunskih načrtov, rezultati simulacije pri scenariju Komisije in scenariju iz osnutkov proračunskih načrtov kažejo, da ostaja razlika med napovedanimi deleži dolga v primeru pretresov dokaj omejena. Na koncu obdobja, ki ga zajema napoved, upoštevanega v pahljačastih diagramih (leto 2021), obstaja 50-odstotna verjetnost, da bo delež dolga višji od okrog 83 % BDP iz scenarija na podlagi osnutkov proračunskih načrtov oziroma 84,25 % BDP iz scenarija Komisije. Ta razlika je predvsem posledica dejstva, da primarni strukturni saldo ostaja stabilen na višjem zadnjem napovedanem presežku v scenariju iz osnutkov proračunskih načrtov v primerjavi s scenarijem Komisije.

Ob tem velja opozoriti, da metodologija ne zajame negotovosti v realnem času, kot so lahko značilne zlasti za oceno proizvodne vrzeli, ker velikost in korelacija pretresov odražata preteklo gibanje spremenljivk. Glede na pretekle izkušnje z obsežnimi popravki ocen proizvodne vrzeli, pri katerih je bila potencialna proizvodnja pogosto ocenjena nižje kot v realnem času, to pomeni dodaten vir tveganj za prihodnje poteke dolga, ki v zgornji analizi ni upoštevan.

⁸ V letu 2017 prekinjena črta, ki predstavlja napovedi za osrednji scenarij v obeh pahljačastih diagramih tako v scenariju na podlagi osnutkov proračunskih načrtov kot tudi v scenariju Komisije sovпада s črto, ki označuje 50. percentil porazdelitve, (kar pomeni, da bi bilo 50 % vseh možnih vrednosti za delež javnega dolga v BDP v letu 2017 nad napovedano vrednostjo).

PRILOGA IV: Grafi in tabele

Tabela A4.1: Ciljna raven nominalnega primanjkljaja (v % BDP) za EO–18 v skladu s programi stabilnosti (PS), osnutki proračunskih načrtov (OPN) in napovedjo Komisije iz jeseni 2016 (KOM)

Država	2016			2017		
	PS	OPN	KOM	PS	OPN	KOM
BE	-2,5	-3,0	-3,0	-1,4	-1,7	-2,3
DE	-0	½	0,6	-0	¼	0,4
CY	- 2/4	-0,3	-0,3	- 2/4	-0,6	-0,4
EE	-0,4	0,3	0,5	-0,5	-0,6	-0,4
ES	-3,6	-4,6	-4,6	-2,9	-3,6	-3,8
FR	-3,3	-3,3	-3,3	-2,7	-2,7	-2,9
IE	-1,1	-0,9	-0,9	-0,4	-0,4	-0,5
IT	-2,3	-2,4	-2,4	-1,8	-2,3	-2,4
LT	-0,8	-0,7	-0,6	0,0	-0,3	-0,8
LV	-1,0	-0,9	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1
LU	0,8	1,2	1,3	0,0	0,3	0,0
MT	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,6
NL	-1,7	-1,1	-0,8	-1,2	-0,5	-0,3
AT	-1,6	-1,4	-1,5	-1,5	-1,2	-1,3
PT	-2,2	-2,4	-2,7	-1,4	-1,6	-2,2
SI	-2,2	-2,2	-2,4	-1,6	-1,3	-2,0
SK	-2,1	-2,0	-2,2	-1,3	-1,3	-1,5
FI	-2,5	-2,4	-2,4	-2,1	-2,6	-2,5
EA	-1,9	-1,8	-1,8	-1,4	-1,5	-1,5

Tabela A4.2: Spremembe strukturnega salda (v % BDP) za EO–18 v skladu s programi stabilnosti (PS), osnutki proračunskih načrtov (OPN) in napovedjo Komisije iz jeseni 2016 (KOM)

2014	2016			2017		
Država	PS	OPN	KOM	PS	OPN	KOM
BE	0,5	-0,2	-0,1	0,8	1,4	0,7
DE	-0,7	0,0	-0,2	0,1	-0,2	-0,2
CY	-1,4	-1,6	-1,5	-1,2	-1,9	-1,4
EE	-0,5	0,7	0,8	-0,2	-0,7	-0,8
ES	0,2	-0,7	-1,0	0,2	-0,1	0,0
FR	0,2	0,1	0,1	0,3	0,5	0,2
IE	0,1	-0,2	0,1	1,1	0,8	0,7
IT	-0,6	-0,6	-0,5	0,0	-0,5	-0,5
LT	-0,3	-0,5	-0,3	0,7	0,3	-0,4
LV	0,3	0,1	0,4	0,1	-0,3	-0,2
LU	-0,2	-0,2	-0,3	-1,1	-1,4	-1,5
MT	0,7	1,2	1,1	0,7	0,8	0,4
NL	-0,6	0,2	0,7	0,4	0,3	0,3
AT	-1,0	-1,0	-1,0	-0,1	0,1	0,1
PT	0,3	0,0	-0,1	0,3	0,3	0,0
SI	0,5	0,0	-0,2	0,1	0,4	-0,2
SK	0,6	0,3	0,3	0,8	0,6	0,6
FI	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3
EA	-0,3	-0,2	-0,2	0,2	0,1	0,0

Tabela A4.2b: Spremembe strukturnega primarnega salda (v % BDP) za EO–18 v skladu s programi stabilnosti (PS), osnutki proračunskih načrtov (OPN) in napovedjo Komisije iz jeseni 2016 (KOM)

2015	2016			2017		
Država	PS	OPN	KOM	PS	OPN	KOM
BE	0,3	-0,6	-0,5	0,6	1,1	0,5
DE	-0,9	-0,2	-0,4	-0,1	-0,3	-0,3
CY	-1,6	-1,8	-1,7	-1,4	-2,0	-1,6
EE	-0,5	0,7	0,8	-0,2	-0,7	-0,8
ES	0,0	-1,1	-1,3	0,0	-0,2	-0,2
FR	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,5	0,1
IE	-0,4	-0,4	-0,2	0,9	0,6	0,5
IT	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2	-0,7	-0,7
LT	-0,4	-0,6	-0,3	0,6	0,2	-0,5
LV	0,2	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	-0,3
LU	-0,2	-0,2	-0,3	-1,2	-1,4	-1,5
MT	0,5	0,9	0,7	0,6	0,6	0,3
NL	-0,6	0,0	0,5	0,4	0,2	0,2
AT	-1,2	-1,2	-1,1	-0,3	-0,1	0,0
PT	0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,3	0,0
SI	0,4	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,3
SK	0,4	0,0	0,1	0,7	0,4	0,5
FI	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,4	-0,3
EA	-0,4	-0,4	-0,4	0,1	-0,1	-0,2

Tabela A4.3: Delež javnega dolga v BDP (v % BDP) za EO–18 v skladu s programi stabilnosti (PS), osnutki proračunskih načrtov (OPN) in napovedjo Komisije iz jeseni 2016 (KOM)

Država	2016			2017		
	PS	OPN	KOM	PS	OPN	KOM
BE	106,2	107,0	107,0	104,7	106,5	107,1
DE	68,2	68,4	68,1	65,8	65,9	65,7
CY	105,6	108,3	107,1	101,7	105,3	103,7
EE	9,6	9,6	9,4	10,4	10,3	9,5
ES	99,1	99,8	99,5	99,0	99,7	99,9
FR	96,2	96,1	96,4	96,5	96,0	96,8
IE	88,2	76,0	75,4	85,5	74,3	73,6
IT	132,4	132,8	133,0	130,9	132,6	133,1
LT	41,1	40,9	40,8	39,9	42,9	43,3
LV	40,3	40,1	40,0	38,3	39,1	37,2
LU	22,4	23,2	23,2	22,9	23,6	23,3
MT	62,6	63,3	62,1	60,4	61,9	59,9
NL	65,4	63,4	63,0	64,1	62,1	61,3
AT	84,3	83,2	83,5	82,6	80,9	81,1
PT	124,8	129,7	130,3	122,3	128,3	129,5
SI	80,2	80,2	80,2	78,2	78,2	78,3
SK	52,9	53,5	53,3	52,2	52,7	52,7
FI	65,0	65,3	65,4	66,7	66,7	67,1
EA	90,3	90,1	90,1	89,0	89,0	89,1

Tabela A4.4: Realna rast BDP (v % BDP) za EO–18 v skladu s programi stabilnosti (PS), osnutki proračunskih načrtov (OPN) in napovedjo Komisije iz jeseni 2016 (KOM)

Država	2016			2017		
	PS	OPN	KOM	PS	OPN	KOM
BE	1,2	1,4	1,2	1,5	1,2	1,3
DE	1,7	1,8	1,9	1,5	1,4	1,5
CY	2,2	2,7	2,8	2,5	2,8	2,5
EE	2,0	1,3	1,1	3,0	2,5	2,3
ES	2,7	2,9	3,2	2,4	2,3	2,3
FR	1,5	1,5	1,3	1,5	1,5	1,4
IE	4,9	4,2	4,1	3,9	3,5	3,6
IT	1,2	0,8	0,7	1,4	1,0	0,9
LT	2,5	2,3	2,0	3,2	2,7	2,7
LV	3,0	2,5	1,9	3,3	3,5	2,8
LU	2,9	3,1	3,6	4,5	4,6	3,8
MT	4,2	3,9	4,1	3,1	3,5	3,7
NL	1,8	1,7	1,7	2,0	1,7	1,7
AT	1,6	1,7	1,5	1,6	1,5	1,6
PT	1,8	1,2	0,9	1,8	1,5	1,2
SI	1,7	2,3	2,2	2,4	2,9	2,6
SK	3,2	3,6	3,4	3,6	3,5	3,2
FI	0,9	1,1	0,8	1,2	0,9	0,8
EA	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5

Tabela A4.5: Struktura konsolidacije javnih financ v letih 2016 in 2017 za EO–18 v skladu s programi stabilnosti (PS), osnutki proračunskih načrtov (OPN) in napovedjo Komisije iz jeseni 2016 (KOM)

v % potencialnega BDP, če ni določeno drugače	2016			2017		
	PS	OPN	KOM	PS	OPN	KOM
Ciklično prilagojeni delež prihodkov	46,0	46,1	46,2	45,9	46,0	46,1
Sprememba v odstotnih točkah glede na prejšnje leto	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
Ciklično prilagojeni delež primarnih odhodkov	45,1	45,3	45,2	44,8	45,2	45,3
Sprememba v odstotnih točkah glede na prejšnje leto	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0
Delež odhodkov za obresti	2,2	2,1	2,2	2,1	2,0	2,0
Sprememba v odstotnih točkah glede na prejšnje leto	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Sprememba strukturnega salda	-0,3	-0,2	-0,2	0,2	0,1	0,0

Tabela A4.6: Kratkoročne elastičnosti, ki so podlaga za projekcije prihodkov v EO–18 za leto 2017: osnutki proračunskih načrtov (OPN) v primerjavi z napovedjo Komisije iz jeseni 2016 (KOM) in OECD

	OPN	KOM	OECD
BE	0,7	0,9	1,0
DE	1,0	1,1	1,0
CY	0,7	0,9	1,2
EE	0,8	1,1	1,1
ES	0,9	1,0	1,0
FR	0,9	1,0	1,0
IE	1,0	1,1	1,1
IT	1,0	0,9	1,1
LT	1,1	1,4	1,1
LV	0,6	1,1	0,9
LU	1,0	0,7	1,0
MT	0,9	0,8	1,0
NL	1,1	0,4	1,1
AT	1,5	1,5	1,0
PT	0,8	0,8	1,0
SI	0,8	0,8	1,0
SK	0,6	1,1	1,0
FI	1,5	1,0	0,9
EA	1,0	1,0	1,0

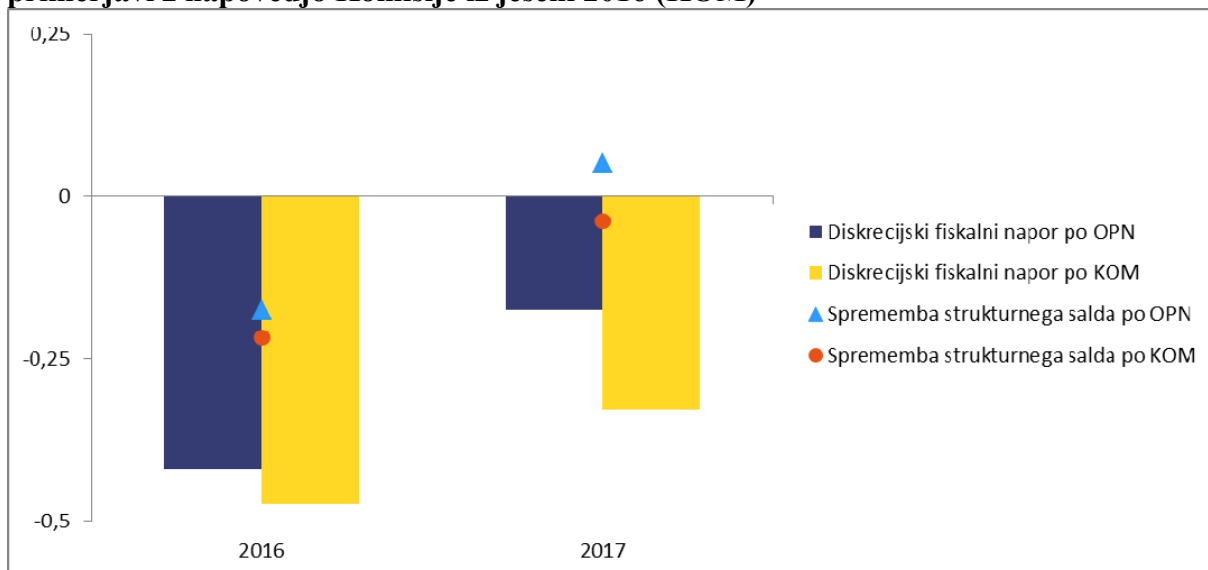
Opomba: Pri primerjavi elastičnosti, ki izhajajo iz osnutkov proračunskih načrtov in napovedi Komisije, ter elastičnosti iz napovedi OECD je potrebna previdnost. Elastičnosti iz prvih dveh virov so neto elastičnosti glede na rast BDP, pri zadnjem viru pa so, strogo gledano, izračunane glede na proizvodno vrzel. Na splošno so razlike sicer zelo majhne.

Tabela A4.7: Srednjeročni proračunski cilji, kot so bili opredeljeni v spomladanskih programih stabilnosti, in minimalna referenčna merila za EO–18 od leta 2017 dalje

	Srednjeročni proračunski cilj	Minimalno referenčno merilo
BE	0	-1,7
DE	-0,5	-1,5
EE	0	-1,7
IE	-0,5	-1,3
ES	0	-1,1
FR	-0,4	-1,3
IT	0	-1,5
CY	0	-1,6
LV	-1	-1,7
LT	-1	-1,5
LU	-0,5	-1,5
MT	0	-1,8
NL	-0,5	-1,1
AT	-0,5	-1,6
PT	0,25	-1,6
SI	0,25*	-1,4
SK	-0,5	-1,7
FI	-0,5	-1,1

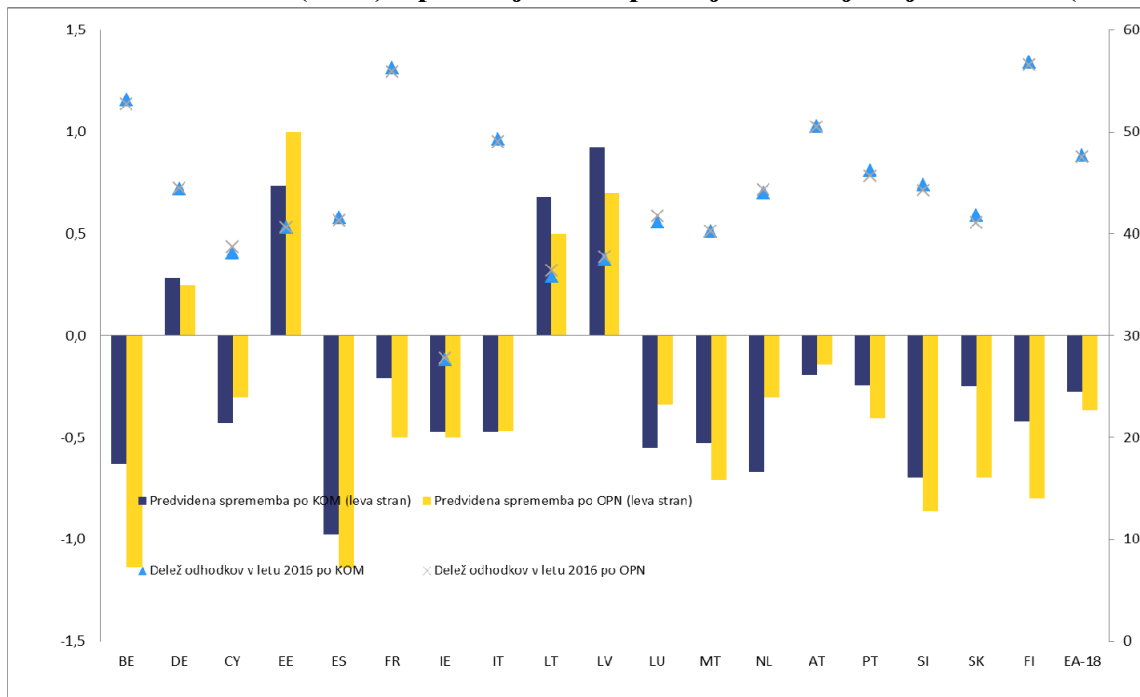
Opomba: * v primeru Slovenije je v tabeli prikazan minimalni srednjeročni cilj, saj je Slovenija v programu za stabilnost za leto 2016 navedla srednjeročni proračunski cilj, ki ne upošteva ustrezno niti potrebe po znižanju dolga pod referenčno vrednost iz Pogodbe niti posrednih obveznosti v zvezi s staranjem prebivalstva.

Graf A4.1: Diskrecijski fiskalni napor: osnutki proračunskih načrtov (OPN) v primerjavi z napovedjo Komisije iz jeseni 2016 (KOM)



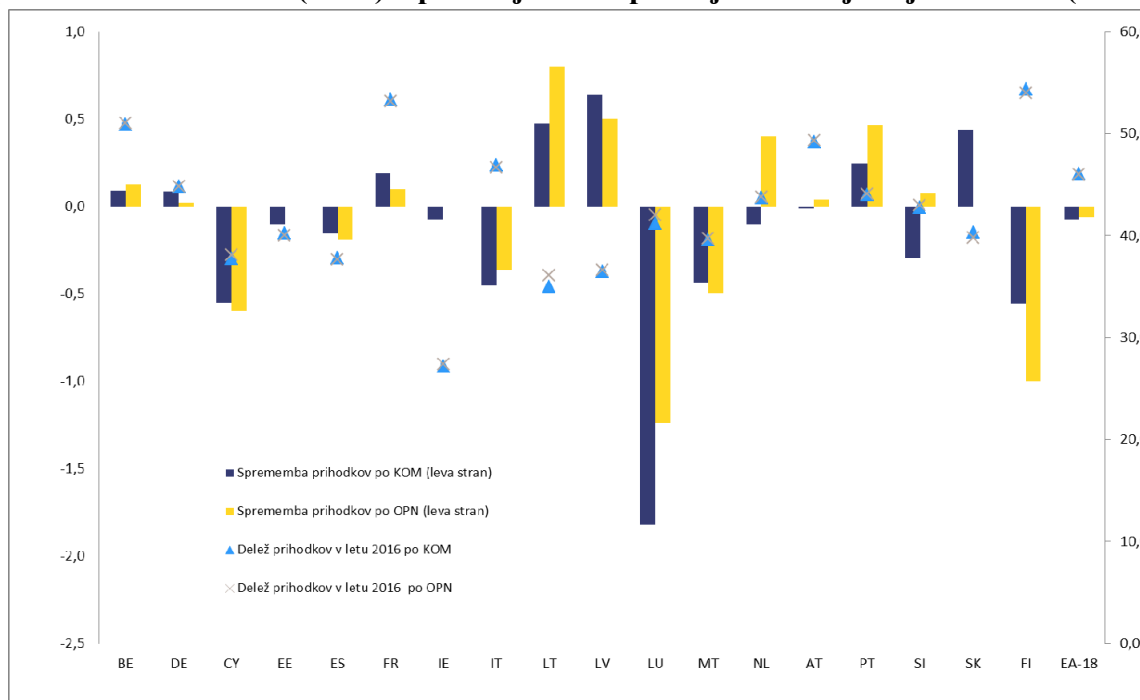
Opomba: Podatki iz osnutkov proračunskih načrtov sami po sebi niso dovolj podrobni za izračun diskrecijskega fiskalnega napora. Za približek vrednosti diskrecijskega fiskalnega napora so se zato uporabile dodatne informacije, ki so jih zagotovile službe GD ECFIN, zadolžene za posamezno državo.

Graf A4.2a: Predvidene spremembe deleža odhodkov za leto 2017 v EO–18: osnutki proračunskih načrtov (OPN) v primerjavi z napovedjo Komisije iz jeseni 2016 (KOM)



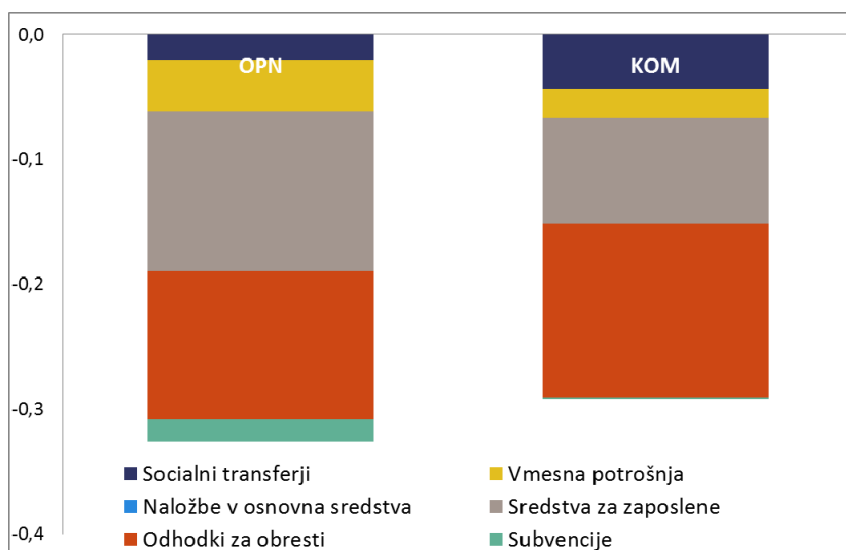
Graf prikazuje spremembe v deležih odhodkov (leva stran) med letoma 2016 in 2017 in deleže v letu 2017 (desna stran).

Graf A4.2b: Predvidene spremembe deleža prihodkov za leto 2017 v EO–18: osnutki proračunskih načrtov (OPN) v primerjavi z napovedjo Komisije iz jeseni 2016 (KOM)



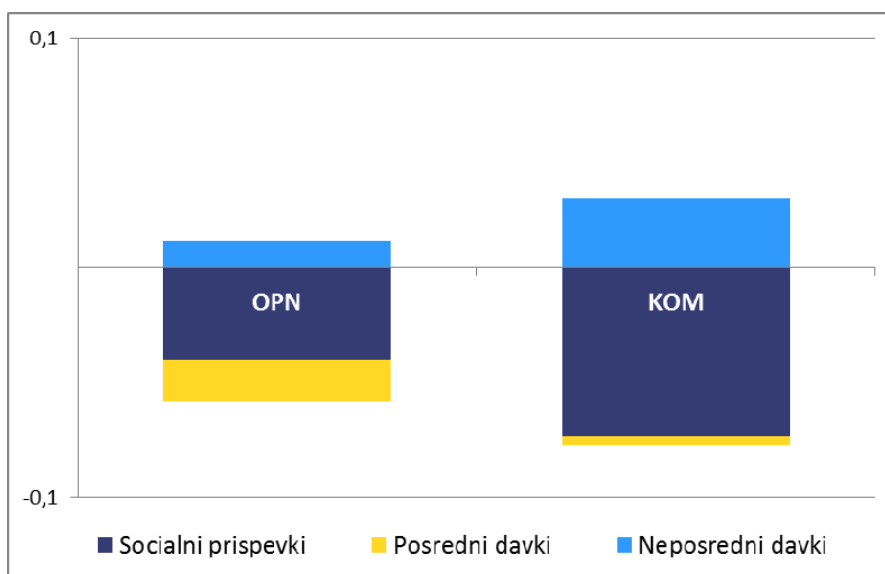
Graf prikazuje spremembe v deležih prihodkov (leva stran) med letoma 2016 in 2017 in deleže v letu 2017 (desna stran).

Graf 4.3a: Predvidene spremembe glavnih vrst odhodkov (v % BDP) za leto 2017 v EO–18: osnutki proračunskih načrtov (OPN) v primerjavi z napovedjo Komisije iz jeseni 2016 (KOM)



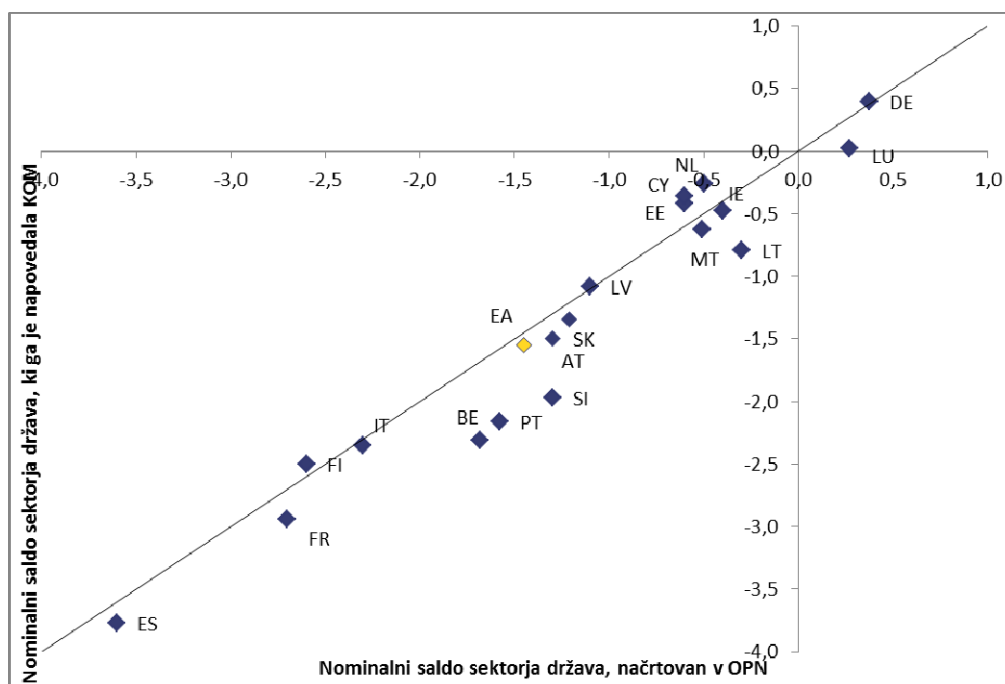
Graf prikazuje prispevke glavnih komponent odhodkov k predvidenim spremembam deležev odhodkov v BDP.

Graf 4.3b: Predvidene spremembe glavnih vrst davčnih prihodkov (v % BDP) za leto 2017 v EO–18: osnutki proračunskih načrtov (OPN) v primerjavi z napovedjo Komisije iz jeseni 2016 (KOM)



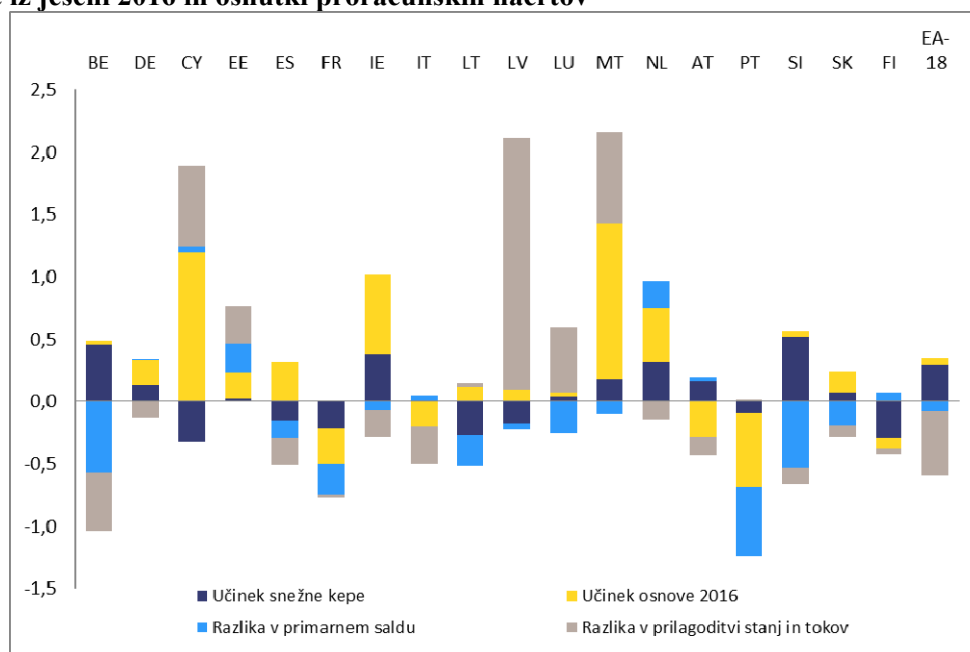
Graf prikazuje prispevke glavnih komponent prihodkov k predvidenim spremembam deležev prihodkov v BDP.

Graf A4.4 Primerjava nominalnih saldov sektorja država (v % BDP), ki so za leto 2017 predvideni v napovedi Komisije iz jeseni 2016 (KOM) in v osnutkih proračunskih načrtov (OPN)



Graf prikazuje nominalne salde sektorja država za leto 2017 iz napovedi Komisije (vodoravna os) v primerjavi s tistimi iz osnutkov proračunskih načrtov (navpična os). Države članice, ki ležijo nad (pod) simetralo kvadranta, so tiste, pri katerih je Komisija napovedala višji (nižji) nominalni saldo v primerjavi z osnutki proračunskih načrtov.

Graf A4.5: Razčlenitev razlike v ciljnih vrednostih dolga (v % BDP) za leto 2017 med napovedjo Komisije iz jeseni 2016 in osnutki proračunskih načrtov



V grafu so prikazane predvidene razlike v deležih javnega dolga v BDP, razčlenjene na učinke osnove, primarne salde, prilagoditve stanj in tokov ter učinke „snežene kepe“. Učinek „snežene kepe“ predstavlja razliko med predvidenimi stopnjami rasti in obrestnimi merami.