



Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, ožujak 2016.¹

1 Izgledi za europodručje: pregled i ključne značajke

Očekuje se da će se gospodarski oporavak u europodručju nastaviti, no zamah će biti sporiji nego što je to prethodno predviđeno. Usporavanje je posljedica slabljenja svjetskog rasta i jačanja efektivnog tečaja eura. Gledajući godišnji prosjek, predviđa se da će rast realnog BDP-a iznositi 1,4 % u 2016., 1,7 % u 2017. i 1,8 % u 2018. Nakon daljnjeg naglog pada cijene nafte projekcija inflacije mjerene HIPC-om revidirana je naniže, na 0,1 % za 2016. i malo manje naniže na 1,3 % za 2017. Očekuje se da će inflacija dodatno porasti na 1,6 % u 2018.

Izgledi za rast realnog BDP-a oslabjeli su u kratkoročnom razdoblju jer su nedavno ojačali nepovoljni utjecaji. Ti se nepovoljni utjecaji odnose na negativna kretanja u svjetskoj gospodarskoj aktivnosti, posebno u zemljama s tržištima u nastajanju, jačanje efektivnog tečaja eura i veću neizvjesnost koja se odražava u povećanju kolebljivosti na financijskim tržištima. Uzimajući također u obzir pogoršanje pouzdanja poduzeća i potrošača u siječnju i veljači, kratkoročni izgledi za rast realnog BDP-a pogoršali su se u odnosu na projekcije iz prosinca.

Međutim, očekuje se da će nekoliko povoljnih činitelja podupirati nastavak gospodarskog oporavka. Prilagodljiva monetarna politika ESB-a, koja je dodatno ojačala u prosincu 2015. najavom novih mjera monetarne politike, nastavlja se prenositi na gospodarstvo. Očekuje se da će osobnu potrošnju u 2016. poduprijeti nedavni snažan pad cijena nafte kao i nastavak poboljšanja na tržištu rada. Svjetski oporavak također bi trebao pridonijeti postupnom rastu ulaganja, djelomično zbog učinaka akceleratora. Određeno fiskalno popuštanje, djelomično povezano s priljevom izbjeglica, isto tako će pozitivno utjecati na domaću potražnju.

Očekuje se da će profil inflacije cijena energije mjerene HIPC-om uvelike odrediti kretanje ukupne inflacije tijekom projekcijskog razdoblja. S obzirom na snažan pad cijena nafte u proteklim mjesecima, u 2016. predviđaju se negativne stope inflacije cijena energije mjerene HIPC-om, no očekuje se da će postati

¹ Upravno vijeće služi se makroekonomskim procjenama stručnjaka ESB-a pri ocjeni gospodarskih kretanja i rizika za stabilnost cijena. Više informacija o korištenim postupcima i tehnikama možete pronaći u dokumentu *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ESB, lipanj 2001., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a. Zaključni datum za tehničke pretpostavke, poput onih u vezi s cijenama nafte i tečajevima, bio je 15. veljače 2016. (vidi Okvir 2.) Zaključni datum za uključivanje drugih informacija u ove projekcije bio je 25. veljače 2016. Ove makroekonomske projekcije obuhvaćaju razdoblje od 2016. do 2018. godine. Projekcije za tako dugo razdoblje vrlo su neizvjesne, što treba imati na umu pri njihovu tumačenju. Vidi članak *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* u Mjesečnom biltenu ESB-a iz svibnja 2013.

pozitivne u 2017. uslijed snažnih pozitivnih baznih učinaka i pretpostavljenog porasta cijena nafte koji proizlazi iz krivulje cijena naftnih ročnica. Smatra se da će inflacija mjerena HIPC-om bez prehrambenih proizvoda i energije postupno rasti u nadolazećim godinama jer će se zbog poboljšanja uvjeta na tržištu rada i manje neiskorištenosti kapaciteta u gospodarstvu povećati plaće i profitne marže. Nadalje, očekuje se da će odgođeni učinci protekle snažne deprecijacije eura i neizravni učinci pretpostavljenog rasta cijena energenata i neenergetskih sirovina, kao i slabljenje negativnih učinaka njihovih proteklih smanjenja, poduprijeti rast inflacije mjerene HIPC-om bez prehrambenih proizvoda i energije.

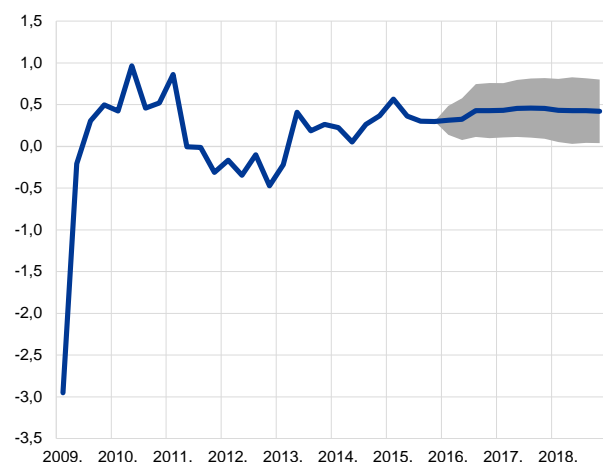
Grafikon 1.

Makroekonomske projekcije¹

(tromjesečni podatci)

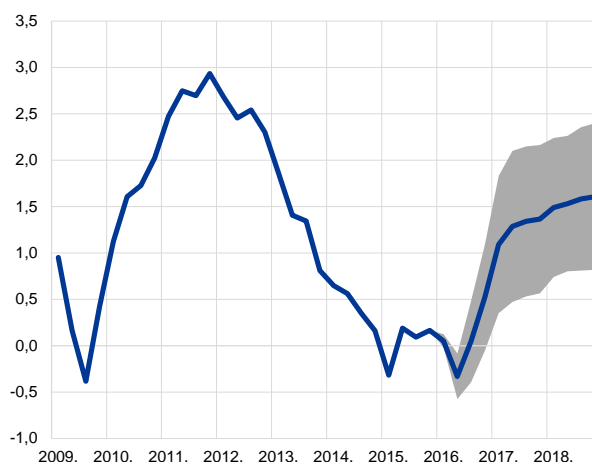
Realni BDP europa²⁾

(postotne promjene u odnosu na prethodno tromjesečje)



HIPC europa

(postotne promjene u odnosu na prethodnu godinu)



1) Rasponi prikazani oko središnjih projekcija temelje se na razlikama između stvarnih rezultata i prošlih projekcija, koje se rade već niz godina. Širina raspona dvaput je veća od prosječne apsolutne vrijednosti tih razlika. Metoda kojom su ti rasponi izračunani, a koja uključuje reviziju za izvanredne događaje, opisana je u dokumentu *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ESB, prosinac 2009., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a.

2) Kalendarski prilagođeni podatci.

2 Realno gospodarstvo

Očekuje se da će se oporavak gospodarske aktivnosti u europa nastaviti, no zamah će biti sporiji nego što je to prethodno predviđeno.

Realni BDP zadržao je skromni zamah u posljednjem tromjesečju 2015. i porastao za 0,3 % u odnosu na prethodno tromjesečje. Nedavni pokazatelji raspoloženja potrošača i poduzeća smanjili su se, no još upućuju na nastavak umjerenog rasta aktivnosti u prvoj polovini 2016.

Predviđa se da će niske cijene nafte u 2016. uvelike pozitivno utjecati na izdatke za osobnu potrošnju.

Pretpostavlja se da će cijene nafte izražene u USD u prosjeku iznositi 34,9 USD po barelu u 2016., što je manje za 33 % u odnosu na projekcije iz prosinca (vidi Okvir 1.). Nominalni raspoloživi dohodak trebao bi porasti tijekom projekcijskog razdoblja, poduprt postojećim rastom zaposlenosti i većim

rastom nominalnih naknada po zaposlenom, a očekuje se i pozitivan utjecaj drugih osobnih dohodaka. Očekuje se da će rast realnog raspoloživog dohotka izgubiti zamah u 2017. zbog predviđenog rasta inflacije cijena energije. Tijekom cijelog projekcijskog razdoblja, niski troškovi financiranja i umjereni rast neto vrijednosti kućanstava, poduprti paketom monetarne politike koji je nedavno donio ESB, trebali bi potaknuti osobnu potrošnju. Cjelokupno gledano, godišnji rast osobne potrošnje trebao bi porasti s 1,6 % u 2015. na 1,9 % u 2016., nakon čega bi se trebao smanjiti na 1,8 % u 2017. i 1,6 % u 2018.

Okvir 1.

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama, tečajevima i cijenama sirovina

U usporedbi s projekcijama iz prosinca, glavne promjene tehničkih pretpostavki obuhvaćaju znatno niže cijene nafte izražene u američkim dolarima, aprecijaciju efektivnog tečaja eura od 5 % te niže kratkoročne i dugoročne tržišne kamatne stope.

Tehničke pretpostavke

	Ožujak 2016.				Prosinac 2015.		
	2015.	2016.	2017.	2018.	2015.	2016.	2017.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Cijena nafte (u USD za barel)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Cijene neenergetskih sirovina, u USD (godišnja postotna promjena)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
Tečaj USD/EUR	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Nominalni efektivni tečaj eura (EER38) (godišnja postotna promjena)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	0,0

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima, sa zaključnim datumom 15. veljače 2016. Kratkoročne kamatne stope odnose se na tromjesečni EURIBOR, pri čemu su tržišna očekivanja izvedena iz kamatnih stopa predviđenih ročnicama. Korištenom metodologijom izračunano je da će prosječna razina tih kratkoročnih kamatnih stopa iznositi -0,3 % u 2016. i 2017. te -0,2 % u 2018. godini. Tržišna očekivanja u vezi s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 1,2 % u 2016., 1,4 % u 2017. i 1,7 % u 2018.² Očekuje se da će se prosječne aktivne kamatne stope banaka na kredite nefinancijskom privatnom sektoru europodručja, prateći kamatne stope na terminskom tržištu i postupni prijenos promjena tržišnih

² Pretpostavka o nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice u europodručju temelji se na ponderiranom prosjeku prinosa desetogodišnjih referentnih obveznica država, koji je ponderiran godišnjim podacima o BDP-u i dopunjen budućim kretanjem prinosa izvedenim iz nominalnog prinosa na sve desetogodišnje obveznice u europodručju, koji je ESB izračunao, pri čemu je početna razlika između dvije serije podataka održana tijekom cijelog projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će razlike između prinosa na državne obveznice pojedinačnih zemalja i odgovarajućeg prosjeka za europodručje ostati nepromijenjene tijekom projekcijskog razdoblja.

kamatnih stopa na aktivne kamatne stope, neznatno smanjiti u 2016., ostati uglavnom nepromijenjene u 2017. i skromno rasti u 2018. Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja cijena na tržištima ročnicama u dvotjednom razdoblju koje završava zaključnim datumom 15. veljače, pretpostavlja se da će cijena sirove nafte Brent, koja je u 2015. iznosila 52,5 USD, pasti na 34,9 USD u 2016., a potom narasti na 41,2 USD u 2017. i 44,9 USD u 2018., što je smanjenje od 17 USD u 2016. i 16 USD u 2017. s obzirom na projekcije iz prosinca. Pretpostavlja se da će se cijene neenergetskih sirovina izražene u američkim dolarima u 2016. znatno smanjiti, a u 2017. i 2018. da će se neznatno povećati.³ Predviđa se da će bilateralni tečajevi tijekom projekcijskog razdoblja ostati nepromijenjeni na prosječnim razinama koje su prevladavale u dvotjednom razdoblju koje je završilo zaključnim datumom 15. veljače. To podrazumijeva prosječan tečaj američkog dolara prema euru od 1,11 u 2016. i 1,12 u 2017. i 2018., u usporedbi s 1,09 koliko je predviđeno u projekcijama iz prosinca. Pretpostavlja se da će efektivni tečaj eura (u odnosu na 38 trgovinskih partnera) aprecirati 5 % tijekom projekcijskog razdoblja.

Predviđa se da će na kretanje stope štednje stanovništva uglavnom utjecati izgladivanje potrošnje s obzirom na kretanja cijena nafte. Procjenjuje se da će stopa štednje porasti u 2016. kao posljedica sporijeg prijenosa utjecaja dobitaka u realnom dohotku zbog cijene nafte na osobnu potrošnju. Očekuje se da će taj utjecaj djelomično oslabjeti u 2017. Stopa štednje trebala bi ostati nepromijenjena tijekom preostalog projekcijskog razdoblja. Uglavnom nepromijenjeno kretanje stope štednje odražava suprotstavljena kretanja u državama europodručja. U nekim se državama očekuje da će još uvijek visoka nezaposlenost, viša razina bruto duga i učinak vrlo niskih kamatnih stopa na mirovinsku štednju i dalje pridonositi određenim pritiscima na rast štednje. U drugim se državama očekuje da će prevladati pritisci na smanjenje štednje. Kao prvo, postupno smanjivanje nezaposlenosti trebalo bi dovesti do smanjenja štednje iz opreza i omogućiti kućanstvima veće kupnje, koje su se prije možda odgađale. Drugo, vrlo niski prinosi od kamata često odvrću od štednje zbog intertemporalnog supstitucijskog učinka.

Predviđa se da će se intenzivirati ulaganja u stambene nekretnine u europodručju, iako s vrlo niske razine. Daljnji rast realnog raspoloživog dohotka i vrlo niske kamatne stope na hipotekarne kredite trebali bi poduprijeti oporavak ulaganja u stambene nekretnine. Nadalje, čini se da je prilagodba na tržištima stambenih nekretnina okončana u nekoliko zemalja te da su se izgledi za rast cijena nekretnina poboljšali. Ipak, visoka razina duga kućanstava u mnogim zemljama vjerojatno će spriječiti snažan rast ulaganja u stambene nekretnine. Cjelokupno gledano, s obzirom na očekivani umjeren oporavak, ulaganja u stambene nekretnine još uvijek će u 2018. biti oko 20 % niža od svojih najviših vrijednosti zabilježenih u 2007.

³ Pretpostavke u vezi s cijenama nafte i prehrambenih sirovina temelje se na cijenama ročnica do kraja projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će cijene drugih neenergetskih sirovina slijediti cijene ročnica do prvog tromjesečja 2017. i da će se potom kretati u skladu sa svjetskom gospodarskom aktivnošću.

Očekuje se da će oporavak poslovnih ulaganja biti prigušen. U kratkoročnom se razdoblju očekuje da će na izgleda za poslovna ulaganja nepovoljno utjecati nedavna kolebljivost na financijskom tržištu kao i slabljenje gospodarskog rasta u zemljama s tržištima u nastajanju. Međutim, nekoliko bi činitelja trebalo tijekom vremena podupirati ulaganja. Predviđa se da će kapitalnu potrošnju poduprijeti vrlo prilagodljiva monetarna politika, učinci akceleratora u uvjetima predviđenog jačanja potražnje, potreba za osuvremenjivanjem osnovnog kapitala nakon nekoliko godina ograničenih ulaganja, ekspanzivne fiskalne mjere u pojedinim zemljama i jačanje profitnih marži u uvjetima u kojima sektor nefinancijskih društava već raspolaže s mnogo gotovine. Nadalje, ukupni pritisak razduživanja poduzeća u europodručju trebao bi u projekcijskom razdoblju ograničavati poslovna ulaganja manje nego u prošlosti. Doista, omjer duga i kapitala znatno se smanjio u odnosu na najviše razine dosegnute tijekom financijske krize te se zadržava na razini koja je znatno ispod njegovih povijesnih prosječnih razina. Međutim, oporavak poslovnih ulaganja i dalje će usporavati preostala financijska uska grla i visoka razina zaduženosti u nekim zemljama, kao i očekivanja nižeg rasta potencijalne proizvodnje.

Na izvoz u zemlje izvan europodručja trebao bi povoljno utjecati očekivani oporavak inozemne potražnje (vidi Okvir 2.) kao i odgođeni učinci prethodne deprecijacije eura. Nakon nedavnog smanjenja, predviđa se da će se rast izvoza u države izvan europodručja postupno oporaviti u 2016. i da će se nakon toga dodatno intenzivirati, nešto iznad očekivanog rasta inozemne potražnje. Očekuje se da će tržišni udjeli neznatno rasti tijekom projekcijskog razdoblja zbog odgođenih učinaka prethodnog povećanja konkurentnosti. Domaća potražnja trebala bi potaknuti rast uvoza iz zemalja izvan europodručja koji bi trebao ostati malo snažniji od rasta izvoza u zemlje izvan europodručja. Očekuje se da će se zbog toga višak na tekućem računu platne bilance smanjiti s 3,0 % BDP-a u 2015. i 2016. na 2,5 % u 2018.

Cjelokupno gledano, realni BDP trebao bi se povećati u 2016. za 1,4 %, u 2017. za 1,7 % i u 2018. za 1,8 %.

Okvir 2.

Međunarodno okruženje

Kretanja u razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju pokazala su se slabijima nego što se očekivalo na kraju 2015. te su potvrdila da je intenziviranje svjetskog rasta i dalje krhko. Nakon gubitka zamaha na prijelazu iz 2015. u 2016. predviđa se da će svjetska gospodarska aktivnost postupno rasti umjerenom brzinom, pod utjecajem još uvijek snažnih izgleda za rast u većini razvijenih zemalja i očekivanog postupnog smanjenja duboke recesije u određenim velikim zemljama s tržištima u nastajanju. Povoljni financijski uvjeti i poboljšanja na tržištu rada trebali bi podupirati izgleda za razvijene zemlje. Nadalje, porast raspoloženja potrošača u određenim ključnim razvijenim zemljama može upućivati na povoljne izgleda za rast. Nasuprot tome, srednjoročni izgledi za zemlje s tržištima u nastajanju i dalje su neizvjesniji. Nakon usporavanja trenda rasta kineskog gospodarstva i prijenosa njegovih negativnih učinaka na druge zemlje s tržištima u nastajanju, posebno u Aziji, izvoznici sirovina morat će nastaviti sa svojom

makroekonomskom prilagodbom nižim cijenama sirovina. Nadalje, te će se zemlje suočiti s okruženjem strožih uvjeta inozemnog financiranja koji proizlaze iz normalizacije monetarne politike u SAD-u, veće političke nesigurnosti i većih geopolitičkih napetosti.

Svjetska trgovina nedavno je razočarala te se očekuje da će tek polako rasti tijekom projekcijskog razdoblja. Predviđa se da će, u odnosu na svjetski BDP-a, svjetski uvoz i inozemna potražnja europodručja biti prilično slabi tijekom projekcijskog razdoblja. Rast inozemne potražnje u europodručju trebao bi se povećati s 0,4 % u 2015. na 2,2 % u 2016. na 3,8 % u 2017. te na 4,1 % u 2018. To je usporedivo s godišnjim prosječnim stopama rasta od približno 7,7 % u razdoblju od 1999. do 2007.

Međunarodno okruženje

(godišnje postotne promjene)

	Ožujak 2016.				Prosinac 2015.		
	2015.	2016.	2017.	2018.	2015.	2016.	2017.
Svjetski realni BDP (bez europodručja)	3,1	3,2	3,8	3,9	3,1	3,6	3,9
Svjetska trgovina (bez europodručja) ¹⁾	0,7	2,2	3,8	4,1	0,5	2,9	3,8
Inozemna potražnja europodručja ²⁾	0,4	2,2	3,8	4,1	-0,1	2,7	3,8

1) Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza.

2) Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja.

U usporedbi s projekcijama objavljenim u prosincu, svjetska gospodarska aktivnost revidirana je naniže, posebno u 2016. Inozemna potražnja europodručja također je revidirana znatno na niže za 2016.

S obzirom na to da se očekuje da će stvarni rast BDP-a biti znatno veći od stope rasta potencijalnog proizvoda, očekuje se da će se tijekom projekcijskog razdoblja proizvodni jaz postojano smanjivati. Procjenjuje se da će se rast potencijalnog proizvoda neznatno povećati tijekom projekcijskog razdoblja, do nešto iznad 1 %, što znači da će ostati znatno ispod svoje razine prije krize.

Uvjeti na tržištu rada u europodručju trebali bi se nastaviti poboljšavati.

Predviđa se da će zaposlenost nastaviti rasti tijekom projekcijskog razdoblja, iako po nešto nižoj stopi nego što se to prethodno očekivalo, uglavnom zbog skromnijeg gospodarskog oporavka. Smatra se da obuzdavanje rasta plaća i prethodne reforme na tržištu rada podupiru rast zaposlenosti tijekom projekcijskog razdoblja. Radna snaga trebala bi se snažno povećati tijekom projekcijskog razdoblja zbog nastavka priljeva izbjeglica i slabljenja učinaka obeshrabrenja. Očekuje se da će se stopa nezaposlenosti, koja se smanjila na 10,3 % u siječnju 2016., dodatno smanjivati.

U usporedbi s projekcijama iz prosinca, izgledi za rast realnog BDP-a revidirani su naniže. Ta revizija odražava zajednički negativni učinak niže inozemne potražnje europodručja i snažnijeg tečaja eura na rast izvoza, kao i učinak veće kolebljivosti na financijskom tržištu i slabijih pokazatelja raspoloženja na kratkoročne izgleda. Ti nepovoljni učinci zajedno nadmašuju pozitivne učinke nižih cijena nafte i nedavnih dodatnih mjera monetarne politike na domaću potražnju.

Prema brzoj procjeni Eurostata (objavljenoj nakon zaključnog datuma za uključanje najnovijih informacija u ove projekcije), inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) iznosila je –0,2 % u veljači 2016., što je 0,3 postotna boda manje nego u studenome 2015. i odražava smanjenje u svim glavnim sastavnicama. Predviđa se da će se ukupna inflacija, čija bi prosječna godišnja razina trebala biti 0,1 %, nastaviti značajno smanjivati u 2016. zbog znatnog negativnog doprinosa inflacije mjerene HIPC-om od 0,8 postotnih bodova, povezanog s nedavnim naglim padom cijena nafte. Inflacija mjerena HIPC-om bez prehrambenih proizvoda i energije trebala bi neznatno porasti na s 0,8 % u 2015. na 1,1 % u 2016., iako bi trebala ostati prilično prigušena zbog neizravnih učinaka nižih cijena nafte, nedavne efektivne aprecijacije eura i postojeće neiskorištenosti kapaciteta u gospodarstvu.

Veći dio očekivanog snažnog povećanja inflacije mjerene HIPC-om, na 1,3 % u 2017., može se pripisati baznim učincima cijena sirovina. Očekuje se da će zbog pozitivnih baznih učinaka, kada godišnja usporedba prestane uključivati snažan pad cijena nafte i energije, kao i zbog pretpostavljenog nastavka rasta cijena sirovina, nastati veći vanjski cjenovni pritisci u 2017.

Do sada je rast plaća bio prigušen, no trebao bi postupno jačati tijekom projekcijskog razdoblja. Iako su visoka nezaposlenost i mali rast proizvodnosti do sada ograničavali rast plaća, očekuje se da će se zbog daljnjeg rasta zaposlenosti u projekcijskom razdoblju smanjiti neiskorištenost kapaciteta na tržištu rada. Nadalje, predviđeno povećanje inflacije trebalo bi također poduprijeti povećanje plaća, uglavnom na kraju projekcijskog razdoblja. Međutim, očekuje se da će dinamika rasta plaća i dalje biti usporena, što je također posljedica nastavka slabog rasta proizvodnosti.

Kontinuirani gospodarski oporavak i niže cijene nafte trebali bi pozitivno utjecati na profitne marže. Predviđeno daljnje poboljšanje domaće potražnje i smanjenje neiskorištenosti gospodarskih kapaciteta u nadolazećim godinama trebali bi poduzećima osigurati veću moć da određuju cijene, što će pogodovati njihovim profitnim maržama. Osim toga, očekuje se da će na profitne marže i dalje povoljno utjecati izvanredni dobitci zbog nižih cijena nafte u 2016.

Zbog većih pritisaka na domaće cijene, inflacija mjerena HIPC-om trebala bi nastaviti rasti do 1,6 % u 2018.

U usporedbi s projekcijama iz prosinca, izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om revidirani su naniže, posebno za 2016. Revidiranje inflacije naniže može se uglavnom objasniti znatno slabijim vanjskim cjenovnim pritiscima koji su posebno povezani s mnogo nižim cijenama nafte od pretpostavljenih te nešto snažnijim efektivnim tečajem eura u odnosu na pretpostavke. Nadalje, umjereniji rast plaća od prethodno predviđenog također pridonosi reviziji naniže.

Očekuje se da će fiskalna politika biti ekspanzivna u razdoblju do 2017. i da će postati neutralnija u 2018. Fiskalna politika mjeri se promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda bez državne potpore financijskom sektoru. Ekspanzivna fiskalna politika u razdoblju do 2017. uglavnom proizlazi iz smanjenja izravnih poreza u nekim zemljama i rashoda povezanih s izbjeglicama.

Predviđa se da će se tijekom projekcijskog razdoblja manjak proračuna opće države stabilizirati na približno 2 % BDP-a i da će se omjer duga i BDP-a nešto smanjiti. Povoljni doprinos cikličke komponente i manjih plaćanja kamata fiskalnom saldu vjerojatno će biti neutraliziran, posebno u 2016., zbog popuštanja fiskalne politike. Tijekom razdoblja do 2018. očekuje se da će postupno smanjenje državnog duga uglavnom podupirati povoljna razlika između kamatnih stopa i stope gospodarskog rasta, s obzirom na predviđeni gospodarski oporavak i pretpostavljene niske kamatne stope. Mali primarni viškovi također bi trebali povoljno utjecati na predviđeno kretanje duga.

U usporedbi s projekcijama objavljenim u prosincu fiskalni su se izgledi neznatno pogoršali. Proračunski saldo države revidiran je nešto naniže za 2015. zbog utjecaja nižeg nominalnog BDP-a i ta će se revizija naniže prenijeti na razdoblje od 2016. do 2017. Predviđa se da će omjer duga i BDP-a biti viši tijekom projekcijskog razdoblja zbog nešto nižeg primarnog viška i, posebno u razdoblju od 2015. do 2016., manje povoljne razlike između kamatnih stopa i stope gospodarskog rasta, koja proizlazi iz revizije naniže inflacije i rasta nominalnog BDP-a.

Tablica 1. Makroekonomske projekcije za europodručje¹

(godišnje postotne promjene)

	Ožujak 2016.				Prosinac 2015.		
	2015.	2016.	2017.	2018.	2015.	2016.	2017.
Realni BDP ¹⁾	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0 – 1,8] ²⁾	[0,7 – 2,7] ²⁾	[0,6 – 3,0] ²⁾	[1,4 – 1,6] ²⁾	[1,1 – 2,3] ²⁾	[0,9 – 2,9] ²⁾
Osobna potrošnja	1,6.	1,9.	1,8.	1,6.	1,6.	1,9.	1,7.
Državna potrošnja	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Bruto investicije u dugotrajnu imovinu	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Izvoz ³⁾	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Uvoz ³⁾	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Zaposlenost	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Stopa nezaposlenosti (postotak radne snage)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
HIPC	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2 – 0,4] ²⁾	[0,6 – 2,0] ²⁾	[0,8 – 2,4] ²⁾	[0,1 – 0,1] ²⁾	[0,5 – 1,5] ²⁾	[0,9 – 2,3] ²⁾
HIPC bez energije	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
HIPC bez energije, prehrambenih proizvoda i promjena neizravnih poreza ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Jedinični troškovi rada	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Naknada po zaposlenome	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Proizvodnost rada	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Proračunski saldo opće države (postotak BDP-a)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Strukturni proračunski saldo (postotak BDP-a) ⁵⁾	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Bruto dug opće države (postotak BDP-a)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Saldo tekućeg računa (postotak BDP-a)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

1) Kalendarski prilagođeni podatci.

2) Rasponi projekcija temelje se na razlikama između stvarnih rezultata i prošlih projekcija, koje se rade već niz godina. Širina raspona dvaput je veća od prosječne apsolutne vrijednosti tih razlika. Metoda kojom su ti rasponi izračunani, a koja uključuje reviziju za izvanredne događaje, opisana je u dokumentu *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ESB, prosinac 2009., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a.

3) Uključujući trgovinu unutar europodručja.

4) Ovaj podindeks temelji se na procjenama stvarnih učinaka neizravnih poreza. Te procjene mogu se razlikovati od Eurostatovih podataka, koji se temelje na pretpostavci o potpunom i neposrednom prijenosu učinaka oporezivanja na HIPC.

5) Izračunan kao državni saldo bez prolaznih učinaka gospodarskog ciklusa i privremenih mjera vlada (za ESSB-ov pristup vidi *Working Paper Series*, br. 77, ESB, rujan 2001. i *Working Paper Series*, br. 579, ESB, siječanj 2007.). Projekcija strukturnog salda nije izvedena iz agregatne mjere proizvodnog jaza. Prema metodologiji ESSB-a, cikličke komponente izračunavaju se zasebno za različite stavke prihoda i potrošnje. Više pojedinosti navedeno je u okviru pod naslovom *Cyclical adjustment of the government budget balance* u Mjesečnom biltenu ESB-a iz ožujka 2012. i u okviru pod naslovom *The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position* u Mjesečnom biltenu ESB-a iz rujna 2014.

Okvir 3.

Analiza osjetljivosti i analiza scenarija

Projekcije se uvelike oslanjaju na tehničke pretpostavke povezane s kretanjem određenih ključnih varijabla. Budući da neke od tih varijabla mogu imati velik utjecaj na projekcije za europodručje, ispitivanje osjetljivosti tih projekcija u odnosu na drugačija kretanja tih temeljnih pretpostavki može pomoći pri analiziranju rizika za te projekcije. U ovom se okviru govori o neizvjesnosti u pogledu nekih ključnih temeljnih pretpostavaka i osjetljivosti projekcija u odnosu na te varijable. Nadalje, u ovom se okviru također opisuje scenarij u pogledu učinka koji bi nagliji, sinkronizirani pad gospodarske aktivnosti u zemljama s tržištima u nastajanju mogao imati na rast i inflaciju u europodručju.

1) Alternativno kretanje cijena nafte

Alternativni modeli predviđanja cijena nafte pokazuju da su cijene nafte rasle nešto brže tijekom projekcijskog razdoblja u odnosu na predviđanja na temelju ročnica. Prema tehničkim pretpostavkama o kretanju cijena nafte iz osnovnih projekcija, koje se temelje na tržištima ročnica, cijene nafte trebale bi porasti za 40 % od prvog tromjesečja 2016. do četvrtog tromjesečja 2018. Kombinacija alternativnih modela kojima se stručnjaci ESB-a služe⁴ za predviđanje cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja trenutačno upućuje na cijene nafte u projekcijskom razdoblju koje su više od onih pretpostavljenih u tehničkim pretpostavkama. To bi bilo u skladu ili sa snažnijim oporavkom svjetske potražnje za naftom u srednjoročnom razdoblju ili sa smanjenjem ponude nafte zbog manjih ulaganja u naftni sektor i stoga smanjenih kapaciteta za proizvodnju nafte u nekim državama, kao posljedicama nedavnog pada cijena nafte. Ostvarenje tog alternativnog kretanja cijena, koje se temelji na pretpostavci da će do 2018. cijene nafte biti 11,6 % više od onih pretpostavljenih u osnovnom scenariju, imalo bi granično nepovoljan utjecaj na rast realnog BDP-a, i prouzročilo bi nešto brži rast inflacije mjerene HIPC-om: bila bi viša približno 0,1 – 0,2 postotna boda u 2016., 2017. i 2018.

2) Alternativna kretanja tečaja

Ova analiza osjetljivosti obuhvaća dva alternativna kretanja tečaja eura u odnosu na osnovni scenarij. Prvo kretanje temelji se na 25. percentilu distribucije vjerojatnosti tečaja USD/EUR izvedene iz gustoća neutralnih na rizik koje su implicirane u opcijama na dan 15. veljače 2016. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu deprecijaciju eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 1,00 USD/EUR u 2018., što je za 10,8 % niže od pretpostavke iz osnovne projekcije za tu godinu. Drugo kretanje temelji se na 75. percentilu iste distribucije vjerojatnosti i podrazumijeva postupnu aprecijaciju eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 1,24 USD/EUR u 2018., što je za 11,2 % više od pretpostavke iz osnovne projekcije za tu godinu. Odgovarajuće pretpostavke za nominalni efektivni tečaj eura odražavaju povijesne pravilnosti, dok promjene u tečaju USD/EUR odražavaju promjene efektivnog tečaja s elastičnošću od oko 52 %. U slučaju deprecijacije, ta pretpostavka dovodi do postupnog povećavanja negativne razlike efektivnog tečaja eura u odnosu

⁴ Vidi kombinaciju četiriju modela opisanu u članku *Forecasting the price of oil*, Ekonomski bilten, br. 4., ESB, 2015.

na osnovnu projekciju, tako da bi on 2018. bio 5,8 % niži od osnovne projekcije. U ovom scenariju prosjek rezultata više makroekonomskih modela stručnjaka upućuje na veći rast realnog BDP-a, za od 0,1 do 0,3 postotna boda, i veću inflaciju mjerenu HIPC-om, za od 0,1 do 0,4 postotna boda, u 2016., 2017. i 2018. U slučaju aprecijacije, ta pretpostavka dovodi do postupnog povećavanja pozitivne razlike efektivnog tečaja eura u odnosu na osnovnu projekciju, tako da bi on 2018. bio 5,5 % viši od osnovne projekcije. U ovom scenariju prosjek rezultata više makroekonomskih modela stručnjaka Eurostava upućuje na manji rast realnog BDP-a, za od 0,1 do 0,3 postotna boda, i manju inflaciju mjerenu HIPC-om, za od 0,1 do 0,4 postotna boda, u 2016., 2017. i 2018.

3) Scenarij sinkroniziranog pada gospodarske aktivnosti u zemljama s tržištima u nastajanju.

Izgledi za rast u zemljama s tržištima u nastajanju pogoršali su se posljednjih nekoliko mjeseci, a ojačali su negativni rizici za projekcije rasta svjetskog gospodarstva. Usprkos tome, u osnovnoj projekciji pretpostavlja se postupni, prigušen oporavak aktivnosti u zemljama s tržištima u nastajanju tijekom projekcijskog razdoblja. S obzirom na to, izrađen je scenarij radi analize učinka naglijeg, sinkroniziranog usporavanja gospodarske aktivnosti u zemljama s tržištima u nastajanju na rast realnog BDP-a u europodručju i na inflaciju mjerenu HIPC-om.

U scenariju se pretpostavlja da je usporavanje potaknuto "grubim prizemljenjem" u Kini jer se rizici za financijsku stabilnost ostvaruju, a kapitalni odljevi narušavaju pouzdanje kineskih potrošača i poduzeća. Scenarij "grubog prizemljenja" u Kini uključivao bi snažnije utjecaje domaćih neravnoteža u Kini, a usporavanje ulaganja imalo bi za posljedicu povećanje nezaposlenosti. Osim toga, prema ovom bi se scenariju rast osobne potrošnje u Kini znatno smanjio. Pogoršanje financijskih uvjeta i slabiji izgledi u Kini modelirani su tako da se šire na druge zemlje s tržištima u nastajanju, što bi se odvijalo putem kanala izravne trgovine i putem pretpostavljenog povećanja neizvjesnosti u međunarodnom okružju. U ovom scenariju neizvjesnost u međunarodnom okružju određuje se kao privremeni porast od 10 postotnih bodova u indeksu VIX⁵, s time da se povećanje smanjuje tijekom projekcijskog razdoblja. Također se pretpostavlja da bi smanjenje cijena dionica u Kini dovelo do smanjenja cijena dionica u svijetu. U modelu je određeno da snažnije usporavanje gospodarske aktivnosti u zemljama s tržištima u nastajanju podrazumijeva manji rast cijena sirovina tijekom projekcijskog razdoblja. Isto tako se pretpostavlja da kineske vlasti ublažavaju "grubo prizemljenje" tako što dopuštaju deprecijaciju juana renminbija. Pretpostavlja se da bi to, zbog učinaka zaraze, dovelo do deprecijacije valuta zemalja s tržištima u nastajanju. Zbog toga, prema ovom scenariju nominalni efektivni tečaj američkog dolara, jena i eura aprecira. Aprecijacija tih triju valuta pak negativno utječe na izvozne sektore u SAD-u, Japanu i europodručju, što ima za posljedicu dodatne pritiske na smanjenje inflacije u tim područjima, prvenstveno zbog nižih uvoznih cijena.

⁵ Indeks VIX je mjera kolebljivosti cijena opcija na dionički indeks S&P 500 (VIX) koju izračunava burza Chicago Board Options Exchange Market.

Glavne pretpostavke scenarija

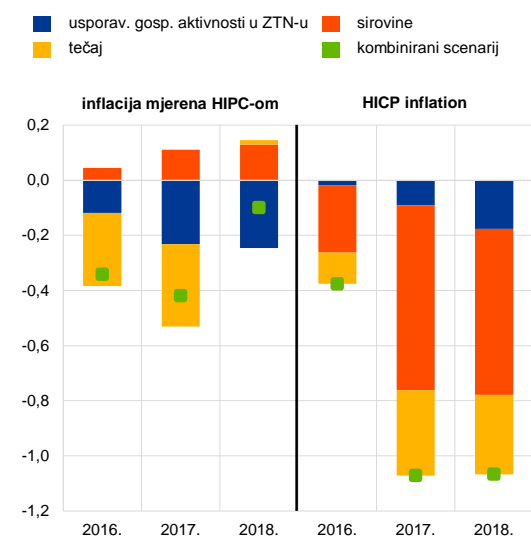
	2016.	2017.	2018.
Domaća potražnja u Kini	-2,3	-4,7	-3,0
Svjetske burze	-20,0	-20,0	-20,0
Deprecijacija kineske valute i valute ZTN-a u odnosu na valute razvijenih zemalja	-5,0	-10,0	-10,0
Nominalni efektivni tečaj eura	1,1	2,8	2,8
Cijena nafte (u USD za barel)	-8,8	-26,0	-37,8

Izvor: Stručnjaci ESB-a.

Napomena: Izračunano kao postotna promjena odstupanja od razina iz osnovne projekcije; osim domaće potražnje u Kini koja se izračunava kao postotna promjena odstupanja od stopa rasta iz osnovne projekcije. Kineski indeks cijena dionica smanjuje se za 40 % u odnosu na razinu iz osnovne projekcije. „ZTN“ znači zemlje s tržištima u nastajanju.

Doprinosi rastu realnog BDP-a i inflaciji mjerenoj HIPC-om za europodručje

(odstupanje od rasta iz osnovne projekcije u postotnim bodovima)



Izvor: Stručnjaci ESB-a.

Napomena: U scenarijima se upotrebljavaju različiti modeli. Pretpostavlja se da je monetarna politika egzogena. „ZTN“ znači zemlje s tržištima u nastajanju.

U ovom su scenariju stopa rasta BDP-a u europodručju i inflacija mjerena HIPC-om niži od onih iz osnovne projekcije.

Podatci iz različitih makroekonomskih modela stručnjaka ESB-a upućuju na to da bi usporavanje aktivnosti u zemljama s tržištima u nastajanju uzrokovalo smanjivanje inozemne potražnje europodručja, što bi dovelo do smanjivanja rasta realnog BDP-a u europodručju i inflacije mjerene HIPC-om u 2017. i 2018. Smanjivanje cijena sirovina (naftnih i nenaftnih), kao posljedica usporavanja gospodarske aktivnosti u zemljama s tržištima u nastajanju, potaknulo bi gospodarsku aktivnost u europodručju, što bi uzrokovalo povećanje realnog dohotka kućanstava i rast dobiti poduzeća. Istodobno bi niže cijene sirovina stvarale snažan pritisak na smanjivanje inflacije mjerene HIPC-om u europodručju. Konačno, aprecijacija tečaja eura u odnosu na juan renminbi i druge valute zemalja s tržištima u nastajanju stvarala bi dodatni pritisak na smanjivanje gospodarske

aktivnosti i cijena u europodručju. Ukratko, sinkronizirano usporavanje gospodarske aktivnosti u zemljama s tržištima u nastajanju, koje bi potaknula Kina, uzrokovalo bi znatne negativne rizike za osnovne projekcije, i u pogledu rasta BDP-a u europodručju i u pogledu inflacije mjerene HIPC-om.

Okvir 4.

Prognoze drugih institucija

Postoji više prognoza za europodručje koje su sastavile međunarodne organizacije i institucije privatnog sektora. Međutim, te prognoze ne mogu se, strogo uzevši, uspoređivati jedna s drugom ili s makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a jer nisu završene u isto vrijeme. Osim toga, služe se različitim (dijelom navedenim) metodama kako bi došle do pretpostavki o fiskalnim, financijskim i vanjskim varijablama, uključujući cijene nafte i drugih primarnih sirovina. Naposljetku, različite prognoze razlikuju se i po metodi kalendarske prilagodbe (vidi tablicu). Kao što je prikazano u tablici, većina trenutno dostupnih prognoza drugih institucija pokazuje veći rast realnog BDP-a i veću inflaciju za 2016., no ne razlikuje se znatno od središnjih projekcija iz projekcija stručnjaka ESB-a iz ožujka za 2017. i 2018. i u potpunosti je unutar raspona tih projekcija (u tablici u zagradama).

Usporedba prognoza za rast realnog BDP-a i inflaciju mjerenu HIPC-om za europodručje

(godišnje postotne promjene)

	Datum objave	Rast BDP-a			Inflacija mjerena HIPC-om		
		2016.	2017.	2018.	2016.	2017.	2018.
Projekcije stručnjaka ESB-a	Ožujak 2016.	1,4 [1,0 – 1,8]	1,7 [0,7 – 2,7]	1,8 [0,6 – 3,0]	0,1 [–0,2 – 0,4]	1,3 [0,6 – 2,0]	1,6 [0,8 – 2,4]
Europska komisija	Veljača 2016.	1,7	1,9	–	0,5	1,5	–
OECD	Veljača 2016. / studeni 2015.	1,4	1,7	–	0,9	1,3	–
Euro Zone Barometer	Veljača 2016.	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	Veljača 2016.	1,6	1,7	–	0,5	1,5	–
Survey of Professional Forecasters	Siječanj 2016.	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
MMF	Siječanj 2016. / listopad 2015.	1,7	1,7	–	1,0	1,3	–

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, zima 2016.; IMF World Economic Outlook Update, siječanj 2016. (BDP); IMF World Economic Outlook, listopad 2015. (HIPC inflation); OECD Economic Outlook Update, veljača 2016. (BDP), OECD Economic Outlook, studeni 2015. (HIPC inflation); prognoze organizacije Consensus Economics; MJEconomics i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters.

Napomena: Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava i ESB-a i prognoze OECD-a sadrže godišnje stope rasta koje su kalendarski prilagođene, dok Europska komisija i MMF pišu o godišnjim stopama rasta koje nisu kalendarski prilagođene. U drugim prognozama ne navodi se jesu li podatci u njima kalendarski prilagođeni.

© Europska središnja banka, 2016.

Poštanska adresa: 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon: +49 69 1344 0

Mrežne stranice: www.ecb.europa.eu

Sva prava pridržana. Dopušta se reprodukcija u obrazovne i nekomercijalne svrhe uz navođenje izvora.