



Lipanj 2016. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje¹

1. Izgledi za europodručje: pregled i ključne značajke

Očekuje se nastavak gospodarskog oporavka u europodručju, poduprt prilagodljivom monetarnom politikom ESB-a, niskim cijenama nafte, poboljšanjem uvjeta na tržištu rada i određenim fiskalnim popuštanjem u 2016. Napredak u razduživanju postignut u raznim sektorima također bi trebao poduprijeti rast domaće potražnje tijekom projekcijskog razdoblja. Istodobno se očekuje da će se negativno djelovanje slabog rasta izvoza smanjiti zahvaljujući očekivanom postupnom oporavku svjetske trgovine. Na godišnjoj razini realni BDP trebao bi porasti za 1,6 % u 2016. i 1,7 % u 2017. i 2018. godini. Očekuje se da će inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC), znatno oslabljena prošlim padom cijena energije, u 2016. i dalje biti vrlo niska i iznositi 0,2 %. U 2017. se predviđa značajan porast ukupne inflacije na 1,3 %, na što će u velikoj mjeri utjecati pozitivni bazni učinci povezani s komponentom energije. Manja neiskorištenost kapaciteta u gospodarstvu trebala bi pridonijeti dodatnom povećanju inflacije na 1,6 % u 2018.

Oporavku će pridonijeti domaća potražnja, koju bi trebalo poduprijeti više povoljnih činitelja. Prije svega, nastavlja se prijenos prilagodljive monetarne politike ESB-a na gospodarstvo. Premda će se rast osobne potrošnje donekle usporiti, ostat će snažan, posebno u 2016., kada se očekuje da će kućanstva trošiti veći dio stečenih izvanrednih dobitaka povezanih s cijenama nafte u okruženju sve boljih uvjeta na tržištu rada i naglog povećanja potražnje nakon razdoblja suspregnutosti. Očekivani oporavak također će pridonijeti kontinuiranom, premda postupnom rastu ulaganja, djelomično zbog učinaka akceleratora. Na domaću će potražnju u kratkoročnom razdoblju pozitivno utjecati i određeno fiskalno popuštanje.

¹ Upravno vijeće služi se makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava pri ocjeni gospodarskih kretanja i rizika za stabilnost cijena. Više informacija o upotrijebljenim 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 10. svibnja 2016. (vidi Okvir 1.) Zaključni datum za uključivanje drugih informacija u ove projekcije bio je 18. svibnja 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. Tablica s projekcijama varijabli za pojedinačne zemlje na kojima su utemeljene projekcije agregiranih podataka za europodručje predstavljene u ovom članku objavit će se na mrežnim stranicama ESB-a dva tjedna nakon objave ovog članka, nakon što nacionalne središnje banke objave svoje nacionalne projekcije.

Nepovoljni vanjski utjecaji pogoršavaju kratkoročne izgleda, ali u

srednjoročnom bi razdoblju trebali oslabjeti. U prvoj polovini 2016. inozemna će se potražnja europodručja nastaviti skromno oporavljati, jer će na nju i dalje nepovoljno djelovati slaba potražnja u zemljama s tržištima u nastajanju. Taj nepovoljan utjecaj na izvoz u zemlje izvan europodručja samo će djelomično ublažiti povoljni odgođeni učinci prošle snažne deprecijacije eura. Očekuje se da će tijekom projekcijskog razdoblja svjetska gospodarska aktivnost izvan europodručja postupno jačati, što će potaknuti inozemnu potražnju europodručja te ujedno i izvoz u zemlje izvan europodručja.

Kretanja cijena energije iz HIPC-a i dalje su ključan razlog za nisku razinu ukupne inflacije u 2016. i snažan porast koji se očekuje u razdoblju između 2016. i 2017.

Predviđa se da će inflacija cijena energije mjerena HIPC-om u 2016. i dalje imati velik negativan doprinos te smanjiti ukupnu inflaciju. Značajni pozitivni bazni učinci trebali bi snažno povećati inflaciju cijena energije mjerenu HIPC-om i dovesti do pozitivnih vrijednosti u 2017. Kad ti bazni učinci oslabe inflacija mjerena HIPC-om trebala bi ostati relativno stabilna u preostalom dijelu projekcijskog razdoblja. Predviđa se da će se pritisci na rast inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda postupno povećavati tijekom projekcijskog razdoblja. Poboljšanje uvjeta na tržištu rada i očekivano daljnje jačanje gospodarskog oporavka trebali bi potaknuti rast plaća i profitnih marži. S obzirom na pretpostavljeno povećanje cijena nafte i cijena sirovina bez energije, pozitivni neizravni učinci tog povećanja na inflaciju mjerenu HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda trebali bi ojačati i naposljetku nadjačati sve slabiji negativni učinak prošlih smanjenja cijena sirovina. Pozitivni učinci tijekom 2017. očekuju se i od postojećeg prijenosa učinka prošle deprecijacije tečaja eura.

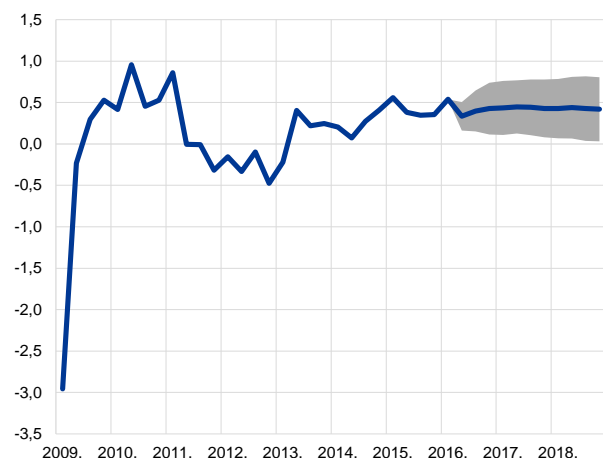
Grafikon 1.

Makroekonomske projekcije¹

(tromjesečni podatci)

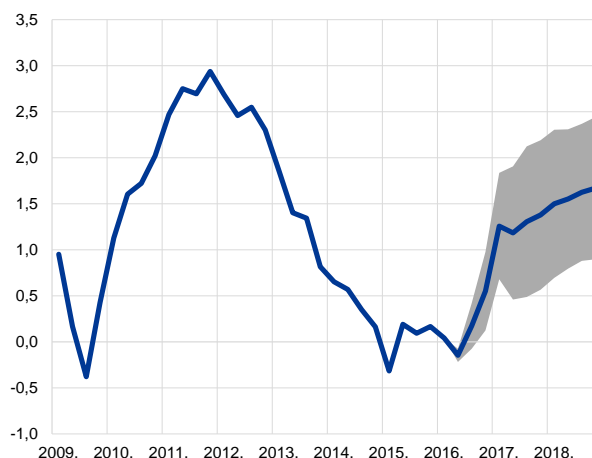
Realni BDP europodručja²

(stope promjene u odnosu na prethodno tromjesečje)



HIPC europodručja

(stope 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 oporavak gospodarske aktivnosti europodručja ostati

stabilan. Rast realnog BDP-a povećao se na 0,5 % u prvom tromjesečju 2016. Novi anketni podatci pokazuju da se poslovno i potrošačko raspoloženje stabiliziralo na razinama višim od dugoročnih prosjeka, što upućuje na postojan gospodarski rast u kratkoročnom razdoblju.

Predviđa se da će rast izdataka za osobnu potrošnju u 2016. biti snažan, nakon čega će se stabilizirati.

Rast nominalnog raspoloživog dohotka trebao bi se postupno ubrzati tijekom projekcijskog razdoblja, poduprt rastom zaposlenosti i povećanjem nominalne naknade po zaposlenom. Osobni dohodak iz drugih izvora osim rada pozitivno će pridonijeti rastu nominalnog raspoloživog dohotka, uglavnom u skladu s kretanjima dobiti. Očekuje se da će se rast realnog raspoloživog dohotka u 2016. ubrzati, a potom se u 2017. i nadalje usporiti, prije svega kao odraz kretanja inflacije cijena energije. Niski troškovi financiranja, skroman oporavak rasta kredita i umjeren rast neto bogatstva kućanstava, poduprti mjerama monetarne politike ESB-a, trebali bi potaknuti osobnu potrošnju, a nepovoljan učinak nižih neto kamatnih prihoda na raspoloživi dohodak samo će ih djelomično neutralizirati. Osim toga, postignuti napredak u razduživanju također bi trebao poduprijeti rast osobne potrošnje. Cjelokupno gledano, godišnji rast osobne potrošnje trebao bi porasti s 1,7 % u 2015. na 1,9 % u 2016., nakon čega bi se trebao smanjiti na 1,7 % u 2017. i 1,5 % u 2018.

Okvir 1.

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama, tečajevima i cijenama sirovina

U usporedbi s projekcijama iz ožujka, glavne promjene tehničkih pretpostavki obuhvaćaju znatno više cijene nafte i cijene sirovina bez energije izražene u američkim dolarima, malu deprecijaciju efektivnog tečaja eura te niže dugoročne tržišne kamatne stope.

Tehničke pretpostavke

	Lipanj 2016.				Ožujak 2016.			
	2015.	2016.	2017.	2018.	2015.	2016.	2017.	2018.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Cijena nafte (u USD za barel)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Cijene sirovina bez energije, u USD (godišnja stopa promjene)	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
Tečaj USD/EUR	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
Nominalni efektivni tečaj eura (EER38) (godišnja stopa promjene)	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	0,2	0,0

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima, sa zaključnim datumom 10. svibnja 2016. Kratkoročne kamatne stope odnose se na tromjesečni EURIBOR, pri čemu su tržišna očekivanja izvedena iz kamatnih stopa

predviđenih ročnicama. Upotrijebljenom metodologijom izračunano je da će prosječna razina tih kratkoročnih kamatnih stopa iznositi -0,3 % u 2016., 2017. i 2018. godini. Tržišna očekivanja povezana s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 0,9 % u 2016., 1,1 % u 2017. i 1,4 % 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 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, uzimajući u obzir prosjek dvotjednog razdoblja koje završava zaključnim datumom 10. svibnja, pretpostavlja se da će cijena sirove nafte Brent, koja je u 2015. iznosila 52,4 USD, pasti na 43,4 USD u 2016., a potom narasti na 49,1 USD u 2017. i 51,3 USD u 2018., što je povećanje od otprilike 8 USD u 2016. i otprilike 6 USD u 2018. s obzirom na projekcije iz ožujka. Pretpostavlja se da će se cijene sirovina bez energije izražene u američkim dolarima u 2016. donekle smanjiti, a u 2017. i 2018. 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 10. svibnja. To podrazumijeva prosječan tečaj američkog dolara prema euru od 1,13 u 2016. i 1,14 u 2017. i 2018., u usporedbi s 1,11 u 2016. i 1,12 u 2017. i 2018., koliko je predviđeno u projekcijama iz ožujka. Pretpostavlja se da će tijekom projekcijskog razdoblja efektivni tečaj eura (u odnosu na 38 trgovinskih partnera) biti za 0,6 % slabiji no što je pretpostavljeno u projekcijama iz ožujka.

Očekuje se da će stopa štednje opadati do sredine 2017. i nakon toga ostati uglavnom nepromijenjena. U 2016. bi se učinci povećanja realnog dohotka zbog cijene nafte trebali i dalje donekle odražavati u stopi štednje, dok će u 2017. postupno iščeznuti. Stopa štednje trebala bi ostati nepromijenjena tijekom preostalog projekcijskog razdoblja, kao odraz suprotstavljenih činitelja. Općenito, smanjenje nezaposlenosti, poboljšanje uvjeta kreditiranja i niske kamatne stope upućuju na pad stope štednje. Međutim, očekuje se da će u nekim zemljama potrebe za razduživanjem to nadoknaditi i dovesti do rasta stope štednje.

Očekuje se skroman oporavak ulaganja u stambene nekretnine u europodručju. Predviđeno ubrzanje rasta nominalnog raspoloživog dohotka i vrlo niske kamatne stope na hipotekarne kredite trebali bi poduprijeti postojani oporavak ulaganja u stambene nekretnine. Nadalje, čini se da je prilagodba na tržištima stambenih nekretnina u mnogim zemljama okončana te da su cijene nekretnina

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 podatcima 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.

³ Pretpostavke o cijenama nafte i prehrambenih sirovina temelje se na cijenama ročnica do kraja projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će cijene drugih, čvrstih mineralnih sirovina bez energije slijediti cijene ročnica do drugog tromjesečja 2017. i da će se potom razvijati u skladu sa svjetskom gospodarskom aktivnošću.

dosegnule najnižu razinu. Međutim, visoka razina nezaposlenosti i duga kućanstava u nekim zemljama te nepovoljna demografska kretanja vjerojatno će spriječiti jači rast ulaganja u stambene nekretnine.

Očekuje se da će se oporavak poslovnih ulaganja nastaviti. Predviđa se da će kapitalnu potrošnju poduprijeti niz činitelja, primjerice vrlo prilagodljiva monetarna politika koju dodatno jačaju nove mjere monetarne politike ESB-a, predviđeno jačanje domaće i inozemne potražnje, potreba za osuvremenjivanjem osnovnog kapitala nakon nekoliko godina ograničenih ulaganja, niski troškovi i velika dostupnost vanjskog financiranja, fiskalne mjere u pojedinim zemljama i jačanje profitnih marži u uvjetima u kojima sektor nefinancijskih društava već raspolaže s mnogo gotovine. Nadalje, zbog snažnog oporavka cijena dionica zabilježenog posljednjih nekoliko godina i umjerenog rasta financiranja dugom omjer financijske poluge (omjer duga i ukupne imovine) u sektoru nefinancijskih društava približio se najnižim razinama do sada. Međutim, rigidnosti na tržištima proizvoda i rada, očekivanja da će potencijalna proizvodnja rasti slabije nego u prethodnom razdoblju i veća geopolitička neizvjesnost usporavat će oporavak poslovnih ulaganja.

Predviđa se da će izvoz u zemlje izvan europodručja rasti u skladu s inozemnom potražnjom europodručja. Inozemna potražnja trebala bi se postupno povećavati od druge polovine 2016., u skladu sa snažnijom svjetskom gospodarskom aktivnošću, ali će i dalje biti znatno ispod razina rasta zabilježenih prije krize (vidi Okvir 2.). Očekuje se da će tržišni udjeli izvoza u zemlje izvan europodručja ostati uglavnom nepromijenjeni u projekcijskom razdoblju, nakon što su nedavno porasli. Uvoz iz zemalja izvan europodručja rast će u skladu s povijesnom elastičnošću prema ukupnoj potražnji, ali će i dalje rasti brže od izvoza, što upućuje na negativan doprinos neto trgovine rastu u 2016. i neutralan doprinos u sljedećim godinama. Očekuje se da će se višak na tekućem računu platne bilance neznatno smanjiti s 3,2 % BDP-a u 2015. na 2,8 % BDP-a u 2018.

Okvir 2.

Međunarodno okruženje

Predviđa se da će svjetska gospodarska aktivnost postupno jačati pod utjecajem izgleda za daljnji snažni rast u većini razvijenih zemalja i postupnog smanjenja duboke recesije u nekim velikim zemljama s tržištima u nastajanju. Povoljni financijski uvjeti i poboljšanja na tržištima rada trebali bi podupirati izgleda za razvijene zemlje. Postupno usporavanje kineskog gospodarstva vjerojatno će sputavati rast u drugim zemljama s tržištima u nastajanju, posebno u Aziji. Iako nedavno povećanje cijena sirovina ublažava neke mnogo nepovoljnije pritiske, izvoznici sirovina i dalje će se prilagođavati niskim cijenama sirovina. Osim toga, usprkos nedavnom oporavku financijskih tržišta, zemlje s tržištima u nastajanju suočit će se s okruženjem u kojem vladaju stroži uvjeti vanjskog financiranja, što je djelomično povezano s normalizacijom monetarne politike SAD-a. U nekim zemljama potražnju sputavaju i politička neizvjesnost i geopolitičke napetosti.

Svjetska je trgovina (bez europodručja) ponovno zabilježila pozitivan rast u drugoj polovini 2015., nakon što je u prvoj polovini iste godine bila izrazito slaba. U kratkoročnom će razdoblju

na svjetski uvoz i dalje utjecati slabost nekih tržišta u nastajanju, posebno Brazila i Rusije. Očekuje se da će nakon toga svjetska trgovina postupno jačati, u skladu s oporavkom svjetske gospodarske aktivnosti. U projekcijama se i dalje pretpostavlja da će srednjoročna elastičnost trgovine u odnosu na svjetski rast iznositi otprilike 1, što je znatno niže od razina prije krize. Cjelokupno gledano, rast inozemne potražnje europskih država trebao bi se povećati s 0,6 % u 2015. na 2,0 % u 2016., 3,5 % u 2017. i 4,0 % u 2018.

U odnosu na projekcije iz ožujka 2016. svjetska gospodarska aktivnost i inozemna potražnja europskih država revidirane su niže.

Međunarodno okruženje

(godišnje stope promjene)

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

¹ Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza.

² Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europskih država.

Cjelokupno gledano, realni BDP trebao bi se u 2016. povećati za 1,6 %, a u 2017. i 2018. po jednakoj stopi od 1,7 %.

Negativni proizvodni jaz trebao bi se tijekom projekcijskog razdoblja kontinuirano smanjivati zbog umjerenog rasta potencijalne proizvodnje.

Procjenjuje se da će se rast potencijalne proizvodnje tijekom projekcijskog razdoblja povećati, ali će ostati znatno ispod 1,7 %, koliko je iznosio prije krize. Zamah potencijalne proizvodnje slab je prije svega zbog prilično niskog doprinosa kapitala nakon duljeg razdoblja skromnog rasta ulaganja. Doprinos rada trebao bi se povećati tijekom projekcijskog razdoblja zbog sve većeg broja radno sposobnih osoba u uvjetima povećane participacije radne snage, djelomično zahvaljujući nekim strukturnim reformama kao i useljavanju koje je u tijeku.

Uvjeti na tržištu rada u europskim državama trebali bi se tijekom projekcijskog razdoblja i dalje poboljšavati, nešto brže nego što se očekivalo. Predviđa se da će zaposlenost i dalje rasti tijekom projekcijskog razdoblja. Očekuje se znatno povećanje radne snage u 2016. i 2017., dijelom zbog dotoka izbjeglica i učinaka ohrabrenih radnika. Očekuje se da će se stopa nezaposlenosti smanjiti, ali će i dalje ostati na povišenoj razini u odnosu na povijesne vrijednosti. Kretanja zaposlenosti upućuju na povećanje rasta proizvodnosti rada s 0,6 % u 2015. na 0,9 % u 2018., što je u skladu s uobičajenim procikličkim obrascem.

U odnosu na projekcije iz ožujka 2016., očekivani rast realnog BDP-a u 2016. revidiran je naviše. Do revizije naviše za 2016. došlo je dijelom zbog pozitivnijeg učinka prijenosa povezanog s revizijom povijesnih podataka, zbog toga što je rast u prvom tromjesečju godine bio snažniji od očekivanog kao i zbog manje neizvjesnosti povezane s manjom kolebljivošću na financijskim tržištima. Gledano dugoročnije,

izgledi za rast uglavnom su nepromijenjeni: negativni učinci viših cijena nafte i slabije inozemne potražnje u velikoj su mjeri neutralizirani povoljnim utjecajem mjera monetarne politike iz ožujka 2016.

3. Cijene i troškovi

Kretanja inflacije mjerene HIPC-om u posljednje vrijeme oblikovale su niske cijene energije i umjereni trendovi inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda. Stopa inflacije mjerena HIPC-om iznosila je $-0,1\%$ u svibnju 2016., što odražava stopu od $-8,1\%$ za komponentu energije i stopu od $0,8\%$ za inflaciju mjerenu HIPC-om bez prehrambenih proizvoda i energije.

Tijekom projekcijskog razdoblja očekuje se povećanje vanjskih cjenovnih pritisaka, što će znatno pridonijeti povećanju ukupne inflacije. Znatan dio porasta ukupne inflacije između 2016. i 2017. trebao bi biti rezultat pozitivnih baznih učinaka u inflaciji cijena energije mjerenoj HIPC-om povezanih s cijenama nafte i daljnjeg rasta cijena nafte, koji se pretpostavlja na temelju cijena naftnih ročnica. Trebao bi se nastaviti prijenos pritisaka na rast ukupne inflacije koji proizlaze iz znatne prošle deprecijacije tečaja eura od sredine 2014. Očekuje se postupan rast inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda tijekom projekcijskog razdoblja zbog poboljšanja uvjeta na tržištu rada i jačanja gospodarskog oporavka potaknutog mjerama monetarne politike ESB-a.

Rast plaća je umjeren, ali predviđa se da će donekle ojačati jer će poslodavci teže pronalaziti radnu snagu. Na rast plaća nepovoljno djeluje visoka nezaposlenost, nizak rast proizvodnosti, prilagodbe u mnogim zemljama radi ponovnog postizanja konkurentnosti i veća fleksibilnost plaća nakon strukturnih reformi na tržištu rada, koje su provedene tijekom krize. U vezi s tim, očekuje se da će kompozicijski učinci i dalje nepovoljno utjecati na agregatni rast plaća jer se, kako se čini, nova radna mjesta otvaraju posebno u sektorima s relativno niskom proizvodnošću rada i, stoga, nižim plaćama. Sve u svemu, rast naknade po zaposlenom trebao bi se postupno povećavati s prosječne stope od $1,3\%$ u 2016. na $1,8\%$ u 2017. i $2,2\%$ u 2018.

Kontinuirani gospodarski oporavak trebao bi povoljno utjecati na profitne marže. Očekuje se da će zbog predviđenog daljnjeg poboljšanja potražnje biti veća moć poduzeća da određuju cijene, a time i profitne marže. Na profitne marže u posljednje su vrijeme povoljno utjecali izvanredni dobitci od nižih cijena nafte, ali taj bi učinak trebao oslabjeti u kratkoročnom razdoblju u skladu s rastom cijena nafte u posljednje vrijeme i pretpostavljenim budućim rastom cijena nafte na koje upućuje krivulja cijena naftnih ročnica. Nadalje, očekuje se da će predviđena povećanja rasta jediničnih troškova rada tijekom projekcijskog razdoblja nepovoljno utjecati na profitne marže, posebno u 2018.

U odnosu na projekcije iz ožujka, izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om revidirani su neznatno naviše za 2016., dok su za 2017. i 2018. uglavnom

nepromijenjeni. Revizija naviše stope inflacije cijena energije mjerene HIPC-om povezana s promjenama u pretpostavkama o cijenama nafte neznatno je veća od revizije naniže komponenti HIPC-a bez energije za 2016. Revizije naviše komponenti energije i prehrambenih proizvoda za 2017. i 2018. uglavnom su neutralizirane revizijama naniže inflacije mjerene HIPC-om bez prehrambenih proizvoda i energije.

4. Fiskalni izgledi

Očekuje se da će fiskalna politika u 2016. dati mali pozitivan doprinos potražnji te da će biti neutralna u 2017. i 2018. Karakter fiskalne politike mjeri se promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda bez državne potpore financijskom sektoru. Ekspanzivni karakter fiskalne politike u 2016. proizlazi uglavnom iz smanjenja izravnih poreza i socijalnih doprinosa u nekoliko zemalja i porasta rashoda povezanih s dotokom izbjeglica.

Očekuje se da će se tijekom projekcijskog razdoblja manjak proračuna opće države i omjeri duga smanjivati. Smanjenje manjka u 2016. proizlazi iz manjih plaćanja kamata i poboljšanja cikličke komponente, koji su djelomično neutralizirani ublažavanjem karaktera fiskalne politike. U 2017. i 2018., uz manje plaćanje kamata, povoljan utjecaj će imati i poboljšanje primarnog salda, do kojeg će doći prije svega zbog povoljnih cikličkih kretanja. Tijekom razdoblja od 2016. 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 vjerojatno će također povoljno utjecati na kretanje duga.

U usporedbi s projekcijama objavljenim u ožujku, fiskalni su izgledi povoljniji. Proračunski saldo države revidiran je naviše za cijelo projekcijsko razdoblje zbog pretpostavke o manje dinamičnom rastu državne potrošnje, uključujući naknade zaposlenima u javnim službama, u uvjetima uglavnom nepromijenjenog rasta nominalnog BDP-a u 2017. i 2018. Predviđa se da će i omjer duga i BDP-a biti niži tijekom projekcijskog razdoblja zbog viših primarnih viškova i, posebno u 2016., manje povoljne razlike između kamatnih stopa i stope gospodarskog rasta, koja proizlazi iz revizije naviše rasta nominalnog BDP-a.

Tablica 1.

Makroekonomske projekcije za europodručje¹

(godišnje stope promjene)

	Lipanj 2016.				Ožujak 2016.			
	2015.	2016.	2017.	2018.	2015.	2016.	2017.	2018.
Realni BDP ¹	1,6	1,6	1,7	1,7	1,5	1,4	1,7	1,8
		[1,3 – 1,9] ²	[0,7 – 2,7] ²	[0,5 – 2,9] ²		[1,0 – 1,8] ²	[0,7 – 2,7] ²	[0,6 – 3,0] ²
Osobna potrošnja	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Državna potrošnja	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
Bruto investicije u dugotrajnu imovinu	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Izvoz ³	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Uvoz ³	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Zaposlenost	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Stopa nezaposlenosti (postotak radne snage)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
HIPC	0,0	0,2	1,3	1,6	0,0	0,1	1,3	1,6
		[0,1 – 0,3] ²	[0,6 – 2,0] ²	[0,7 – 2,5] ²		[-0,2 – 0,4] ²	[0,6 – 2,0] ²	[0,8 – 2,4] ²
HIPC bez energije	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
HIPC bez energije, prehrambenih proizvoda i promjena neizravnih poreza ⁴	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Jedinični troškovi rada	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Naknada po zaposlenome	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Proizvodnost rada	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Proračunski saldo opće države (postotak BDP-a)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Strukturni proračunski saldo (postotak BDP-a) ⁵	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Bruto dug opće države (postotak BDP-a)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Saldo tekućeg računa (postotak BDP-a)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

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 pretpostavki 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.

Analize osjetljivosti

Projekcije se uvelike oslanjaju na tehničke pretpostavke povezane s kretanjem određenih ključnih varijabli. Budući da neke od tih varijabli mogu imati velik utjecaj na projekcije za europodručje, ispitivanje osjetljivosti projekcija u odnosu na drugačija kretanja tih temeljnih pretpostavki može pomoći pri analiziranju rizika za projekcije. U ovom se okviru govori o neizvjesnosti povezanoj s nekim ključnim temeljnim pretpostavkama te o osjetljivosti projekcija u odnosu na te varijable.

1. Alternativno kretanje cijena nafte

Alternativni modeli predviđanja cijena nafte upućuju na postojanje rizika za nešto brži rast cijena nafte 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, pri čemu će cijena sirove nafte Brent doseći 52 USD po barelu krajem 2018. Takvo je kretanje u skladu s umjerenim oporavkom svjetske potražnje za naftom, koji bi mogao biti posljedica intenziviranja svjetske gospodarske aktivnosti, te s blagim padom ponude nafte. Kombinacija alternativnih modela kojima se stručnjaci Eurosustava služe⁴ za predviđanje cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja trenutačno upućuje na to da će cijene nafte u 2017. i 2018. biti više od onih pretpostavljenih u tehničkim pretpostavkama. Uzrok tomu mogao bi biti snažniji oporavak svjetske potražnje za naftom, koji je posljedica snažnijeg rasta svjetske gospodarske aktivnosti nego što se očekivalo, i/ili veće smanjenje ponude nafte zbog smanjenja ulaganja u naftni sektor, koje je prouzročilo smanjenje kapaciteta za proizvodnju nafte u nekim zemljama. Ostvarenje alternativnog kretanja cijena, koje se temelji na pretpostavci da će do 2018. cijene nafte biti 10 % više od onih pretpostavljenih u osnovnim projekcijama, imalo bi neznatno nepovoljan utjecaj na rast realnog BDP-a te bi prouzročilo nešto brži rast inflacije mjerene HIPC-om (bila bi viša za približno 0,1 postotni bod u 2017. i 0,2 postotna boda u 2018.).

2. Alternativno kretanje tečaja

Ovom analizom osjetljivosti istražuje se utjecaj alternativnog kretanja tečaja eura nižeg od onog u osnovnim projekcijama. Rizici od deprecijacije za tečaj eura uglavnom proizlaze iz razlika u stajalištima monetarne politike na različitim stranama Atlantika. Dodatna prilagodba monetarne politike u europodručju i raniji rast kamatne stope u SAD-u od očekivanog mogli bi tako vršiti dodatan pritisak na slabljenje eura. Alternativno kretanje tečaja eura temelji se na 25. percentilu distribucije vjerojatnosti tečaja USD/EUR izvedene iz gustoća neutralnih na rizik koje su implicirane u opcijama na dan 10. svibnja 2016. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu deprecijaciju eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 1,04 USD/EUR u 2018., što je za 8,8 % niže od pretpostavke iz osnovnih projekcija 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 otprilike 50 %. Ta pretpostavka dovodi do postupnog povećavanja negativne razlike efektivnog tečaja eura u odnosu na osnovnu projekciju, tako da bi 2018. bio 4,6 % niži od osnovne projekcije. U tom scenariju prosjek rezultata više makroekonomskih modela stručnjaka upućuje na veći rast realnog BDP-a (za od 0,1 do 0,2 postotna boda) te veću inflaciju mjerenu HIPC-om (za od 0,1 do 0,3 postotna boda) u 2016., 2017. i 2018.

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

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 Eurosustava jer nisu završene u isto vrijeme. Osim toga, pri njihovoj su se izradi upotrebljavale različite (dijelom navedene) metode kako bi se došlo do pretpostavki o fiskalnim, financijskim i vanjskim varijablama, među kojima su i 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 trenutačno dostupnih prognoza drugih institucija predviđa sličan ili malo niži rast realnog BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja, dok za inflaciju predviđaju slične ili malo više izgleda. Projekcije koje se odnose na rast realnog BDP-a i inflaciju mjerenu HIPC-om ne razlikuju se znatno od središnjih projekcija iz projekcija stručnjaka Eurosustava iz lipnja i u potpunosti su unutar raspona tih projekcija (u tablici u zagradama).

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

(godišnje stope promjene)

	Datum objave	Rast BDP-a			Inflacija mjerena HIPC-om		
		2016.	2017.	2018.	2016.	2017.	2018.
Projekcije stručnjaka Eurosustava	lipanj 2016.	1,6 [1,3 – 1,9]	1,7 [0,7 – 2,7]	1,7 [0,5 – 2,9]	0,2 [0,1 – 0,3]	1,3 [0,6 – 2,0]	1,6 [0,7 – 2,5]
Europska komisija	svibanj 2016.	1,6	1,8	–	0,2	1,4	–
OECD	lipanj 2016.	1,6	1,7	–	0,2	1,2	–
Euro Zone Barometer	svibanj 2016.	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	svibanj 2016.	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	travanj 2016.	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
MMF	travanj 2016.	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, proljeće 2016.; IMF World Economic Outlook, travanj 2016.; OECD Economic Outlook, lipanj 2016.; prognoze organizacije Consensus Economics; MJEconomics i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters.
Napomene: 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 nije izričito navedeno 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.