



# MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE STRUČNJAKA ESB-a ZA EUROPODRUČJE, RUJAN 2015.<sup>1</sup>

## 1. IZGLEDI ZA EUROPODRUČJE: PREGLED I KLJUČNE ZNAČAJKE

*Očekuje se da će se gospodarska aktivnost u europodručju nastaviti oporavljati, premda nešto sporije nego što se ranije očekivalo, a to se odražava u izgledima za rast koji su određenoj mjeri revidirani naniže. Oporavak će podržavati povoljna domaća gospodarska dinamika, dok je vanjsko okružje postalo manje povoljno. Očekuje se da će inflacija ostati vrlo niska u 2015. te se predviđa da će tijekom projekcijskog razdoblja rasti i doseći 1,7 % u 2017. Trenutačno se očekuje da će se taj rast godišnje stope inflacije ostvariti nešto sporije nego što se očekivalo u lipnju. Projekcija inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) također je revidirana naniže, uglavnom zbog nižih cijena nafte.*

*Projekcije se temelje na pretpostavkama o cijeni nafte i tečaju, sa zaključnim datumom 12. kolovoza 2015. Kretanja cijena nafte i tečaja eura nakon zaključnog datuma ukazuju da postoje rizici da će rast realnog BDP-a i inflacija mjerena HIPC-om biti niži od makroekonomskih projekcija stručnjaka.*

**Očekuje se da će se gospodarski oporavak nastaviti, ali nešto slabijim intenzitetom nego što se ranije očekivalo.** Domaća gospodarska dinamika trebala bi postupno jačati, uz potporu monetarne politike ESB-a kao i nestandardnih mjera. Na svjetskoj su razini izgledi postali manje povoljni uslijed nepovoljnih kretanja u nekim zemljama s tržištima u nastajanju. Ipak, još uvijek se očekuje da će, općenito gledajući, svjetski rast ojačati tijekom projekcijskog razdoblja, posebno zbog povoljnih kretanja u razvijenim gospodarstvima.

**Očekuje se da će doprinos vanjskih činitelja aktivnosti europodručja biti slabiji nego što je predviđeno u projekcijama iz lipnja 2015.** Iako očekivani rast u razvijenim gospodarstvima ostaje uglavnom nepromijenjen u usporedbi s projekcijama iz lipnja 2015., izgledi za gospodarsku aktivnost i uvoz u glavnim zemljama s tržištima u nastajanju revidirani su značajno naniže. Stoga se predviđa da će inozemna potražnja europodručja rasti znatno sporije nego što je predviđeno u projekcijama iz lipnja 2015. Međutim, još uvijek se očekuje da će prethodna deprecijacija eura imati povoljan utjecaj na rast izvoza europodručja.

**Povoljan učinak nestandardnih mjera ESB-a nastavlja se prenositi na gospodarstvo.** Aktivne kamatne stope banaka dodatno su se smanjile u drugom tromjesečju ove godine i očekuje se da će tijekom projekcijskog razdoblja ostati na svojoj najnižoj razini dosad. Očekuje se da će vrlo prilagodljiva monetarna politika pogodovati agregatnoj potražnji te posebno investicijama u dugotrajnu imovinu i izvozu.

**Nastavlja se proces prilagodbe gospodarstva nakon krize, čime se potiče rast.** Nakon mnogo godina fiskalne konsolidacije koja je trajala do 2013. očekuje se da će stajalište fiskalne politike, mjereno promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda umanjeno za državnu pomoć financijskom sektoru,

---

<sup>1</sup> 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 2011., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a. Zaključni datum za tehničke pretpostavke, poput onih u vezi s cijenama nafte i tečajevima, bio je 12. kolovoza 2015. (vidjeti Okvir 2.) Zaključni datum za uključivanje drugih informacija u ove projekcije bio je 21. kolovoza 2015.

Ove makroekonomske projekcije obuhvaćaju razdoblje od 2015. do 2017. godine. Projekcije za tako dugo razdoblje vrlo su neizvjesne, što treba imati na umu prilikom njihova tumačenja. Vidjeti članak *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* u Mjesečnom biltenu ESB-a iz svibnja 2013.

biti blago ekspanzivno tijekom projekcijskog razdoblja. Uvjeti kreditne ponude i dalje se poboljšavaju, na što upućuju izvješća o neto ublažavanju standarda odobravanja kredita i uvjeta kreditiranja iz najnovije ankete o kreditnoj aktivnosti banaka europodručja. Financijska poluga nefinancijskih društava (mjerena omjerom duga i vlasničkog kapitala) nastavila se smanjivati početkom 2015. i vratila se na razine iz razdoblja prije krize. Kućanstva su dodatno napredovala u smanjenju svoje zaduženosti te je neto vrijednost sektora kućanstva nastavila rasti u posljednjim tromjesečjima. Čini se da su istodobno cijene stambenih nekretnina dosegule najnižu razinu te da su počele ponovno rasti u prosjeku i u većini zemalja europodručja. Konačno, došlo je do preokreta na tržištu rada koje sve više podupire rast osobne potrošnje.

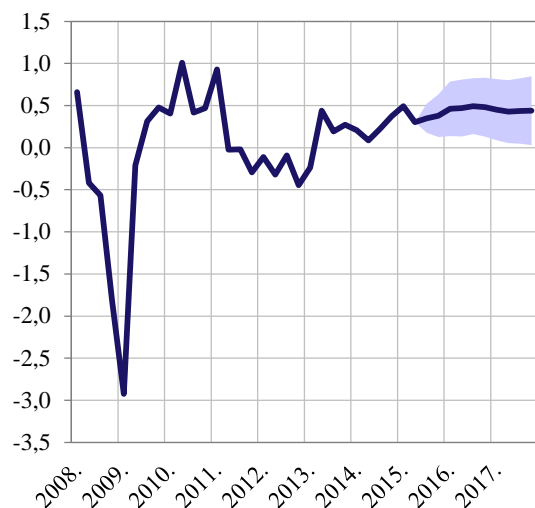
**Međutim, nekoliko činitelja i dalje nepovoljno utječe na izgled za rast.** Zaduzenost javnog i privatnog sektora još uvijek je na vrlo visokoj razini u nekim zemljama. Strukturna nezaposlenost također je i dalje velika, posebno u nekim zemljama europodručja s poteškoćama. Poteškoće povezane s dugoročnim potencijalom rasta i spori napredak u provedbi strukturnih reformi i dalje će ograničavati investicijsku potrošnju. Naposljetku, nedavni događaji u Grčkoj upućuju na to da će izgledi za tu državu biti revidirani značajno niže.

### Grafikon 1. Makroekonomske projekcije<sup>1)</sup>

(tromjesečni podatci)

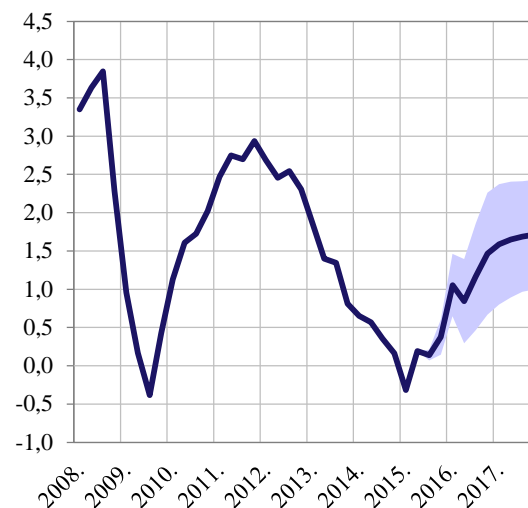
#### Realni BDP europodručja<sup>2)</sup>

(postotne promjene u odnosu na prethodno tromjesečje)



#### HIPC europodručja

(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 korekciju 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.

**Inflacija mjerena HIPC-om posljednjih se mjeseci u velikoj mjeri stabilizirala na niskim pozitivnim stopama.** Ukupna inflacija kretala se oko razine od 0,2 % tijekom proteklih mjeseci do kolovoza 2015., nakon oporavka u odnosu na najnižu stopu od -0,6 % iz siječnja 2015. U velikoj mjeri nepromijenjena stopa ukupne inflacije u proteklih nekoliko mjeseci prikriva kretanja njezinih sastavnica koja su se međusobno poništavala. Pad stopa inflacije za energiju i prehrambene proizvode odražava pad cijena nafte i prehrambenih sirovina, koji je u slučaju cijena nafte bio djelomično ublažen naglim rastom rafinerijskih marža za benzin. Nasuprot tome, inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda neznatno je porasla u proteklih nekoliko mjeseci zbog inflacije cijena industrijskih proizvoda bez energije, dok je inflacija cijena usluga bila prilično stabilna.

**Predviđa se da će inflacija mjerena HIPC-om kratkoročno ostati niska te da će porasti krajem 2015.** Iako se očekuje da će ona prosječno iznositi 0,1 % u 2015., trebala bi porasti na 1,1 % 2016. i na 1,7 % 2017. Očekuje se da će pozitivni bazni učinci, zajedno s pretpostavljenim porastom cijena nafte

iskazanih u eurima, dovesti do ublažavanja negativnog doprinosa energetske sastavnice HIPC-a od četvrtog tromjesečja 2015. nadalje. Međutim, predviđa se da će doprinos energetske sastavnice ukupnoj inflaciji mjerenoj HIPC-om postati pozitivan tek od četvrtog tromjesečja 2016. Očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om bez energije postupno jačati tijekom projekcijskog razdoblja, kao odraz jačanja rasta plaća i profitnih marža. Očekuje se da će se zbog smanjenja neiskorištenosti kapaciteta u gospodarstvu i na tržištu rada te strožih uvjeta na tržištu rada, koji će se odraziti na pad stope nezaposlenosti do razine od 10,1 % u 2017., temeljna inflacija povećati tijekom sljedećih nekoliko godina. Nadalje, sve veći vanjski cjenovni pritisci, s obzirom na odgođeni prijenos učinka tečaja na potrošačke cijene i pozitivne utjecaje pretpostavljenog rasta cijena energije i neenergetskih sirovina pridonijet će ponovnom rastu temeljne inflacije.

## 2. REALNO GOSPODARSTVO

**Predviđa se da će se gospodarska aktivnost u europodručju nastaviti oporavljati, premda nešto sporije nego što se ranije očekivalo.** Nakon snažnog rasta zbog nižih cijena nafte na prijelazu iz 2014. u 2015. gospodarska aktivnost u drugom tromjesečju 2015. nije u potpunosti zadržala zamah koji je bio vidljiv ranije ove godine. Rast realnog BDP-a smanjio se na 0,3 % u drugom tromjesečju te se očekuje da će u drugoj polovini 2015. realni BDP rasti po u velikoj mjeri sličnim stopama. Iako slabi trgovinski izgledi usporavaju zamah rasta u europodručju, vjerojatno će protekla deprecijacija efektivnog tečaja eura i niske kamatne stope podupirati poslovna ulaganja, dok će povoljna kretanja na tržištu rada i niže cijene energije podupirati potrošnju. Međutim, s obzirom na slabije izgleda za rast u zemljama s tržištima u nastajanju i manju inozemnu potražnju, ciklički oporavak bit će slabiji nego što se prethodno očekivalo, a negativni proizvodni jaz bit će nešto postojaniji. Gledajući godišnji prosjek, predviđa se da će se rast realnog BDP-a znatno povećati, s 0,9 % u 2014. na 1,4 % u 2015., 1,7 % u 2016. i 1,8 % u 2017. godini.

**Očekuje se da će izdatci za osobnu potrošnju ostati jedan od glavnih pokretača oporavka.** Kratkoročni izgledi za rast realnog raspoloživog dohotka ostaju povoljni, zbog učinka ponovnog pada cijena energije na realni dohodak. Nakon toga očekuje se da će dohodak od plaća narasti u uvjetima stabilnog rasta zaposlenosti i povećanja nominalnih naknada po zaposlenom, a usporedo s cjelokupnim oporavkom gospodarstva također se očekuje povećanje drugih osobnih dohodaka. Niski troškovi financiranja i blaži uvjeti financiranja, uz nestandardne mjere ESB-a, trebali bi poduprijeti osobnu potrošnju i u određenoj mjeri rast neto vrijednosti sektora kućanstva, što će biti odraz i povećanja cijena financijske imovine u 2015. i daljnjih poboljšanja na tržištima stambenih nekretnina u razdoblju od 2016. do 2017. Cjelokupno gledajući, prosječni godišnji rast osobne potrošnje trebao bi iznositi 1,7 % tijekom projekcijskog razdoblja (nakon povećanja od 1,0 % u 2014.).

**Očekuje se da će se stopa štednje kretati po konveksnoj krivulji tijekom sljedećih nekoliko tromjesečja, odražavajući određeno izgladivanje s potrošnjom, s obzirom na najnovija slaba kretanja cijena nafte.** Nakon malog povećanja stope štednje tijekom 2015. jer se dio izvanrednog dohotka ostvarenog zbog nižih cijena nafte štediti, sa smanjivanjem tog učinka očekuje se mali pad stope štednje u 2016. Osim tog privremenog učinka, očekuje se da će stopa štednje ostati u velikoj mjeri nepromijenjena tijekom preostalog projekcijskog razdoblja, kao odraz kompenzacijskih učinaka. S jedne strane, vrlo niski prinosi od kamata često odvrću od štednje zbog intertemporalnog supstitucijskog učinka. Nadalje, u nekim bi zemljama daljnje povećanje povjerenja potrošača, u spoju s postupnim smanjenjem nezaposlenosti, moglo oslabiti štednju iz opreza. Osim toga, kućanstva bi se mogla sve više upuštati u velike kupnje koje su prethodno odlagala, zbog čega bi se stopa štednje smanjila. S druge strane, zbog visoke razine nezaposlenosti i zaduženosti očekuje se da će se zadržati određeni pritisci na rast štednje. Nadalje, kao posljedica vrlo niskih kamatnih stopa mogla bi se pojaviti potreba za dodatnom štednjom u svrhu mirovine u nekim zemljama.

**Očekuje se da će porasti ulaganja u stambene nekretnine u europodručju, iako s niske razine.** Nakon ozbiljne recesije tijekom osam godina i akumuliranog pada većeg od 25 %, očekuje se da će se ulaganja u stambene nekretnine stabilizirati u 2015. Gledajući unaprijed, ulaganja u stambene nekretnine trebala bi se u projekcijskom razdoblju intenzivirati, a podupirat će ih trajni rast realnog raspoloživog dohotka, vrlo niske kamatne stope na hipotekarne kredite i blaži uvjeti financiranja, uz pomoć nestandardnih mjera ESB-a. Rezultat bi trebao biti veći rast kreditiranja kućanstva. Međutim, visoka

razina duga kućanstva u nekim zemljama i nepovoljni demografski utjecaji u drugima vjerojatno će spriječiti jači rast ulaganja u stambene nekretnine.

**Poslovna ulaganja postupno će se intenzivirati, uz potporu nestandardnih mjera ESB-a i cikličkog oporavka.** Uvjeti će se postupno oporavljati. Predviđa se da će kapitalnu potrošnju poduprijeti trendovi potražnje, potreba za osuvremenjivanjem osnovnog kapitala nakon nekoliko godina ograničenih ulaganja, vrlo prilagodljiva monetarna politika i rast profitnih marža. Nadalje, ukupni pritisak razduživanja poduzeća u europodručju trebao bi u projekcijskom razdoblju manje ograničavati poslovna ulaganja nego u prošlosti. Međutim, oporavak poslovnih ulaganja bit će još usporen zbog preostalih financijskih uskih grla i visokih razina zaduženosti u nekim državama, kao i zbog očekivanja slabijeg rasta potencijalne proizvodnje nego u prethodnom razdoblju.

**Očekuje se da će inozemna potražnja europodručja postupno jačati tijekom projekcijskog razdoblja, no to će biti sporije nešto što se prije očekivalo zbog znatno manjeg rasta uvoza u zemljama s tržištima u nastajanju.** Predviđa se da će intenzitet inozemne potražnje europodručja biti znatno slabiji nego prije krize, što je odraz niže razine svjetske gospodarske aktivnosti i manje elastičnosti svjetske trgovine u odnosu na rast, pri čemu ovo posljednje u velikoj mjeri odražava reviziju naniže očekivane uvozne komponente rasta u zemljama s tržištima u nastajanju (vidjeti Okvir 1.).

**Unatoč tomu, rast izvoza europodručja trebao bi se umjereno oporavljati u projekcijskom razdoblju, na što će također povoljno utjecati protekla deprecijacija tečaja eura.** Predviđa se da će se tržišni udjeli izvoza izvan europodručja povećati. Tijekom projekcijskog razdoblja očekuje se postupan rast uvoza iz država izvan europodručja, kao odraz jačanja ukupne potražnje u europodručju. Očekuje se da će se višak na tekućem računu platne bilance povećati s 2,1 % BDP-a u 2014. na 3,0 % u 2015. zbog promjena trgovinskih uvjeta, prije nego što će pasti na razinu od 2,7 % u 2017.

**Očekuje se da će se proizvodni jaz smanjiti, uglavnom u uvjetima malog rasta potencijalne proizvodnje.** Procjenjuje se da će rast potencijalne proizvodnje iznositi oko 1 % tijekom projekcijskog razdoblja, što znači da će ostati znatno ispod svoje razine prije krize. S obzirom na to da je predviđeni rast realnog BDP-a veći od potencijalnog, predviđa se da će se tijekom projekcijskog razdoblja negativni proizvodni jaz postupno smanjivati.

#### Okvir 1.

### MEĐUNARODNO OKRUŽJE

**Svjetski rast ostaje postupan i neujednačen.** U prvom tromjesečju ove godine rast je bio umjeren, a najnoviji pokazatelji i podaci upućuju na usporenu svjetsku gospodarsku aktivnost i u kratkoročnom razdoblju. U predstojećem razdoblju očekuje se snažniji svjetski rast. Niske cijene nafte, nastavak prilagodljivih uvjeta financiranja na svjetskoj razini, slabljenje fiskalne konsolidacije, bolji uvjeti na tržištu rada i jačanje povjerenja trebali bi poduprijeti povećanje rasta u razvijenim gospodarstvima. Nasuprot tome, izgledi su se znatno pogoršali u zemljama s tržištima u nastajanju jer su se ostvarili neki od negativnih rizika koji su utvrđeni u prethodnim projekcijama. Strukturne prepreke i makroekonomske neravnoteže ograničavaju rast u nekim zemljama s tržištima u nastajanju, dok na ostale zemlje nepovoljno utječu niže cijene sirovina, politička neizvjesnost i stroži uvjeti inozemnog financiranja. Nakon slabog početka godine, rast svjetskog BDP-a (bez europodručja) trebao bi se ubrzati s 3,2 % u 2015. na 4 % u 2017.

**Intenzitet svjetske trgovine značajno je oslabio u prvoj polovini 2015. i očekuje se da će jačati tek postupno tijekom projekcijskog razdoblja.** Zbog značajnog pada uvoza u nekim velikim zemljama s tržištima u nastajanju oslabio je svjetski uvoz, iako je trgovina koja se odnosi na razvijena gospodarstva bila otpornija. Nakon postojanih negativnih iznenađenja u svjetskoj trgovini tijekom protekle četiri godine i uz očekivanja nastavka slabih izgleda za uvoz u zemljama s tržišnim gospodarstvom u nastajanju, više se ne predviđa da će se svjetska trgovina snažno oporaviti, već istraživanja i kratkoročni modeli ukazuju na vrlo blagi oporavak u nastavku ove godine. Predviđa se da će nakon toga globalni uvoz rasti u skladu

sa svjetskim BDP-om. Očekuje se da će se inozemna potražnja europodručja ubrzati s 1,5 % u 2015. na 4,1 % do 2017.

**U usporedbi s projekcijama stručnjaka objavljenim u lipnju svjetska gospodarska aktivnost revidirana je naniže u cijelom projekcijskom razdoblju, što odražava slabije izgleda za zemlje s tržištima u nastajanju.** Inozemna potražnja europodručja također je revidirana značajno naniže, kako bi se uzelo u obzir stajalište da će slaba aktivnost u zemljama s tržištima u nastajanju jače utjecati na uvoz nego što se prije predviđalo.

## Međunarodno okružje

(godišnje postotne promjene)

	Rujan 2015.				Lipanj 2015.			Korekcije od lipnja 2015.		
	2014.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.
Svjetski realni BDP (bez europodručja)	3,7	3,2	3,8	4,0	3,4	4,1	4,1	-0,2	-0,3	-0,1
Svjetska trgovina (bez europodručja) <sup>1)</sup>	3,2	1,4	3,3	4,1	2,0	4,8	5,2	-0,6	-1,5	-1,1
Inozemna potražnja europodručja <sup>2)</sup>	3,3	1,5	3,3	4,1	2,2	4,6	5,0	-0,7	-1,2	-0,9

Napomena: Korekcije su izračunane na temelju nezaokruženih podataka.

1) Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza.

2) Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja.

**Očekuje se da će se nastaviti poboljšanje uvjeta na tržištu rada u europodručju tijekom projekcijskog razdoblja.** Zaposlenost je u prvoj polovini 2015. porasla za 1,9 milijuna u odnosu na svoju najnižu razinu sredinom 2013., no još uvijek je za 3,9 milijuna niža od svoje najviše razine prije krize. Procjenjuje se da će se broj zaposlenih tijekom projekcijskog razdoblja i dalje značajno oporavljati, što je prije svega posljedica gospodarskog oporavka i, u nekim zemljama također i fiskalnih poticaja, obuzdavanja rasta plaća i prethodnih reformi na tržištu rada. Predviđa se da će broj odrađenih sati po osobi donekle narasti u projekcijskom razdoblju, ali da će i dalje biti daleko ispod razina iz razdoblja prije krize. Očekuje se samo skromno povećanje radne snage, koje usporavaju učinci obeshrabrenja proizišli iz još uvijek velike nezaposlenosti u nekim zemljama i nepovoljne demografije u drugima. Očekuje se da će stopa nezaposlenosti, nakon blagog smanjenja do 11,1 % u drugom tromjesečju 2015., pasti na 10,1 % u 2017.

## Okvir 2.

### TEHNIČKE PRETPOSTAVKE U VEZI S KAMATNIM STOPAMA, TEČAJEVIMA I CIJENAMA SIROVINA

**U usporedbi s projekcijama iz lipnja, promjene tehničkih pretpostavka obuhvaćaju znatno niže cijene nafte izražene u američkim dolarima i cijene neenergetskih sirovina te neznatno niže kamatne stope u europodručju.**

**Tehničke pretpostavke u vezi s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima, sa zaključnim datumom 12. kolovoza 2015.** 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 0,0 % u 2015. i 2016. te 0,1 % u 2017. godini. Tržišna očekivanja u vezi s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 1,3 % u 2015., 1,6 % u 2016. i 1,8 % u 2017.<sup>1</sup> 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, donekle smanjiti u 2015., nakon čega će tijekom 2016. i 2017. skromno rasti. Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja cijena na tržištima ročnica u dvotjednom razdoblju koje završava zaključnim datumom 12. kolovoza, pretpostavlja se da će cijena barela sirove nafte Brent, koja je u 2014. iznosila 98,9 USD, pasti na 55,3



USD u 2015., a potom narasti na 56,1 USD u 2016. i 60,9 USD u 2017. Pretpostavlja se da će se cijene neenergetskih sirovina izražene u američkim dolarima u 2015. i 2016. znatno smanjiti te da će tek nešto porasti u 2017.<sup>2</sup> 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 12 kolovoza. To podrazumijeva tečaj američkog dolara prema euru od 1,10 tijekom projekcijskog razdoblja.

#### Tehničke pretpostavke

	Rujan 2015.				Lipanj 2015.			Korekcije od lipnja 2015. <sup>1)</sup>		
	2014.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Cijena nafte (u američkim dolarima, po barelu)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
Cijene neenergetskih sirovina, u američkim dolarima (godišnja postotna promjena)	-8,6	-19,7	-4,6	4,4	-13,6	2,9	4,9	-6,1	-7,5	-0,5
Tečaj USD/EUR	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
Nominalni efektivni tečaj eura (EER19) (godišnja postotna promjena)	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0

1) Korekcije su izračunane na temelju nezaokruženih podataka i prikazane kao postotci za razine, kao razlike za stope rasta i kao postotni bodovi za kamatne stope i prinose na obveznice.

- 1) 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 država i odgovarajućeg prosjeka za europodručje ostati nepromijenjene tijekom projekcijskog razdoblja.
- 2) Pretpostavke u vezi s cijenama nafte i prehrambenih sirovina temelje se na cijenama ročnica do kraja projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će cijene drugih, mineralnih sirovina bez energije slijediti ročnice do trećeg tromjesečja 2016. i da će se potom kretati u skladu sa svjetskom gospodarskom aktivnošću.

**U usporedbi s prethodnim projekcijama, izgledi za rast revidirani su naniže.** Ta revizija prvenstveno odražava manje povoljno kretanje inozemne potražnje – uglavnom zbog slabijeg rasta u zemljama s tržištima u nastajanju – što je dovelo do manjeg izvoza i do nižeg rasta ulaganja u 2016. i 2017. Dodatni je činitelj nedavna kriza u Grčkoj zbog koje su izgledi za rast za tu zemlju u projekcijskom razdoblju revidirani znatno naniže.

### 3. CIJENE I TROŠKOVI

**Predviđa se da će inflacija mjerena HIPC-om 2015. prosječno iznositi 0,1 % te da će se povećati na 1,1 % u 2016. i na 1,7 % u 2017.** Očekuje se da će stopa inflacije mjerena HIPC-om ostati niska u predstojećim mjesecima, ali i da će se povećati na prijelazu u iduću godinu, u velikoj mjeri kao odraz pozitivnih baznih učinaka u energetskej komponenti, kao i pretpostavljenog rasta cijena nafte. Time bi se značajno trebao povećati doprinos cijena energije iz HIPC-a te bi zbog toga trebali postupno nastati određeni pritisci na rast cijena u HIPC-u bez energije. Ukupno promatrano, očekivano povećanje inflacije mjerene HIPC-om tijekom projekcijskog razdoblja odraz je rasta domaćih cijena s obzirom na smanjenje neiskorištenosti kapaciteta u gospodarstvu i na tržištu rada kao i postupnog smanjenja proizvodnog jaza te jačanja vanjskih cjenovnih pritisaka koji proizlaze iz odgođenog prijenosa učinaka prethodne deprecijacije tečaja eura na potrošačke cijene i iz pretpostavljenog povećanja cijena energije i neenergetskih sirovina.

**Predviđa se da će pozitivni bazni učinci cijena energije i prethodna deprecijacija tečaja eura pridonijeti povećanju godišnje stope inflacije od konca 2015.** Preokret u vanjskim pritiscima od onih na pad cijena do pritiska na rast cijena ključni je činitelj u očekivanom rastu inflacije mjerene HIPC-om. Prošla smanjenja cijena energije i neenergetskih sirovina i odgođeni učinci prethodne aprecijacije eura u velikoj mjeri objašnjavaju trenutačne vrlo niske razine inflacije. Nedavni novi nagli pad cijena nafte stvorit će dodatni pritisak na smanjenje inflacije, posebno u kratkoročnom razdoblju. Nakon toga će pozitivni bazni učinci i pretpostavljena povećanja cijena energije i neenergetskih sirovina pridonijeti rastu potrošačkih cijena u projekcijskom razdoblju, kao i učinci prethodne deprecijacije eura.

**Predviđa se da će se domaći cjenovni pritisci povećati tijekom projekcijskog razdoblja kako će se poboljšavati uvjeti na tržištu rada i smanjivati neiskorištenost kapaciteta u gospodarstvu.** S nastavkom gospodarskog oporavka i jačanjem potražnje, očekuje se da će se pad stope nezaposlenosti i povećanje moći poduzeća da određuju cijene odražavati u povećanju rasta plaća i profitnih marža.

**Očekuje se da će nekoliko činitelja ograničavati povećanje rasta plaća tijekom trenutačnog gospodarskog oporavka.** Oni obuhvaćaju nisku razinu inflacije, preostale neiskorištene kapacitete na tržištu rada u sljedeće dvije godine i vjerojatan nepovoljan učinak na rast plaća za vrijeme trenutačnog oporavka koji proizlazi iz strukturnih reformi na tržištu rada, koje su provedene za vrijeme krize s ciljem povećanja fleksibilnosti tržišta rada. Nadalje, očekuje se da će trenutačni procesi prilagodbe troškovne konkurentnosti u nekim zemljama europskog područja i dalje imati nepovoljan učinak na rast plaća u europskom području.

**Umjeren rast plaća i cikličko jačanje produktivnosti utjecat će na obrazac rasta jediničnih troškova rada tijekom projekcijskog razdoblja.** Predviđa se da će rast jediničnih troškova rada ostati na sličnoj razini u 2017. (1,1 %) kao i u 2014. (1,2 %). Predviđeno cikličko jačanje produktivnosti, koje nastupa ranije nego ono za plaće, upućuje na privremeno smanjenje rasta jediničnih troškova rada u 2015. i 2016.

**Predviđen gospodarski oporavak omogućuje povećanje profitnih marža do 2017.** Nakon dugotrajnog pada tijekom proteklih nekoliko godina, očekuje se da će profitne marže porasti u projekcijskom razdoblju. Očekuje se da će profitnim maržama u projekcijskom razdoblju pogodovati povećanje moći poduzeća da određuju cijene s obzirom na jačanje potražnje, kao i izvanredni dobiti povezani sa snažnim padom cijena nafte. Očekuje se, međutim, da će pojačano tržišno natjecanje s obzirom na strukturne reforme na tržištima proizvoda koje su provedene za vrijeme i nakon krize imati nepovoljan učinak na izgled za profitne marže.

**U usporedbi s lipanjskim projekcijama, izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om revidirani su naniže, uglavnom zbog nižih cijena nafte.** Ukupna inflacija revidirana je naniže u 2015. i 2016., uglavnom zbog slabijeg rasta inflacije mjerene cijenama energije u HIPC-u, s obzirom na negativne učinke pretpostavljenog nižeg rasta cijena nafte u američkim dolarima, koje samo djelomično ublažava nešto slabiji tečaj američkog dolara prema euru. Revizija naniže inflacije mjerene HIPC-om za 2017. odražava nešto slabije izgled za rast BDP-a i neke odgođene neizravne učinke nižih cijena nafte na temeljnu inflaciju.

#### 4. FISKALNI IZGLEDI

**Očekuje se da će stajalište fiskalne politike, mjereno promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda, dati mali pozitivan doprinos potražnji tijekom projekcijskog razdoblja.** Iako se pretpostavlja da će diskrecijske mjere fiskalne politike biti uglavnom neutralne, nediskrecijski činitelji, odnosno blagi pad udjela glavnih makroekonomskih poreznih osnovica u BDP-u 2015. (učinak sastava BDP-a) i nezatno smanjenje neporeznih prihoda u 2016., malo će pridonijeti ublažavanju fiskalne politike.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Fiskalne pretpostavke odraz su informacija iz proračunskih zakona i dodatnih proračuna za 2015. kao i nacionalnih srednjoročnih proračunskih planova i ažuriranih programa stabilnosti koji su bili dostupni 21. kolovoza 2015. One uključuju sve

**Predviđa se da će se omjer državnog deficita i BDP-a i omjer državnog duga i BDP-a smanjivati.** Udio manjka opće države u BDP-a smanjio se u potpunosti zbog cikličkog poboljšanja u gospodarstvu europodručja i pada kamatnih rashoda, dok se predviđa da će se strukturni primarni proračunski saldo nešto pogoršati tijekom projekcijskog razdoblja. Predviđa se da će se udio manjka opće države u BDP-u početi smanjivati od 2015. nadalje.

**U usporedbi s projekcijama objavljenim u lipnju fiskalni su se izgledi nešto pogoršali.** Manja revizija naniže salda opće države djelomično je posljedica smanjenih konsolidacijskih mjera, a djelomično nešto manje povoljnih kretanja nekih makroekonomskih poreznih osnovica. Izraženijoj reviziji omjera državnog duga naviše pridonijela je revizija rasta nominalnog BDP-a naniže.

**Tablica 1. Makroekonomske projekcije za europodručje<sup>1)</sup>**

(godišnje postotne promjene)

	Rujan 2015.				Lipanj 2015.			Korekcije od lipnja 2015. <sup>2)</sup>		
	2014.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.
Realni BDP <sup>3)</sup>	0,9	1,4	1,7	1,8	1,5	1,9	2,0	-0,1	-0,2	-0,1
		[1,3 – 1,5] <sup>4)</sup>	[0,8 – 2,6] <sup>4)</sup>	[0,6 – 3,0] <sup>4)</sup>	[1,2 – 1,8] <sup>4)</sup>	[0,8 – 3,0] <sup>4)</sup>	[0,7 – 3,3] <sup>4)</sup>			
Osobna potrošnja	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	1,6	-0,1	0,0	0,0
Državna potrošnja	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0	0,1	-0,1
Bruto investicije u dugotrajnu imovinu	1,3	2,1	3,4	3,9	1,9	3,5	3,9	0,2	-0,1	0,0
Izvoz <sup>5)</sup>	3,8	4,5	4,9	5,2	4,2	5,4	5,6	0,3	-0,5	-0,5
Uvoz <sup>5)</sup>	4,2	4,7	5,4	5,7	4,8	5,8	5,9	-0,1	-0,3	-0,2
Zaposlenost	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	-0,1	-0,2	-0,1
Stopa nezaposlenosti (postotak radne snage)	11,6	11,0	10,6	10,1	11,1	10,6	10,0	-0,1	0,1	0,2
HIPC	0,4	0,1	1,1	1,7	0,3	1,5	1,8	-0,2	-0,3	-0,1
		[0,0 – 0,2] <sup>4)</sup>	[0,5 – 1,7] <sup>4)</sup>	[0,9 – 2,5] <sup>4)</sup>	[0,2 – 0,4] <sup>4)</sup>	[0,9 – 2,1] <sup>4)</sup>	[1,0 – 2,6] <sup>4)</sup>			
HIPC bez energije	0,7	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,2
HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda	0,8	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
HIPC bez energije, prehrambenih proizvoda i promjena neizravnih poreza <sup>6)</sup>	0,7	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
Jedinični troškovi rada	1,2	1,0	0,6	1,1	0,8	0,7	1,3	0,2	-0,1	-0,2
Naknada po zaposlenom	1,5	1,6	1,6	2,1	1,4	1,7	2,3	0,2	-0,1	-0,2
Proizvodnost rada	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Proračunski saldo opće države (postotak BDP-a)	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-0,1	-0,1	-0,3
Strukturni proračunski saldo (postotak BDP-a) <sup>7)</sup>	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,4	-0,1	-0,2	-0,3
Bruto dug opće države (postotak BDP-a)	91,7	91,6	90,7	89,4	91,5	90,2	88,4	0,1	0,5	1,0
Saldo tekućeg računa (postotak BDP-a)	2,1	3,0	2,9	2,7	2,1	2,0	2,0	0,9	0,9	0,7

1) Svi podaci, izuzev podataka o HIPC-u za 2014., odnose se na europodručje uključujući Litvu. Prosječna godišnja postotna promjena HIPC-a za 2015. temelji se na sastavu europodručja u 2014. u koji je već uključena Litva.

2) Korekcije su izračunane na temelju nezaokruženih vrijednosti.

3) Kalendarski prilagođeni podatci.

4) 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 korekciju 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.

5) Uključujući trgovinu unutar europodručja.

6) 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.

mjere politike koje su nacionalni parlamenti već odobrili, odnosno koje su vlade dovoljno detaljno razradile i koje će vjerojatno biti prihvaćene u zakonodavnom postupku.



7) Izračunan kao državni saldo bez prolaznih učinaka gospodarskog ciklusa i privremenih mjera vlada (za ESSB-ov pristup vidjeti *Working Paper Series*, br. 77, ESB, rujna 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 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 pretpostavka može pomoći pri analiziranju rizika za te projekcije. U ovom se okviru govori o neizvjesnosti povezanoj s cijenama nafte i tečajevima te osjetljivosti projekcija s obzirom na te varijable.

### 1) Alternativno kretanje cijena nafte

**Alternativni modeli predviđanja cijena nafte pokazuju cijene nafte u 2017. koje su nešto više od onih na koje upućuju ročnice.** Prema tehničkim pretpostavkama o kretanju cijena nafte iz osnovnih projekcija, koje se temelje na tržištima ročnica, cijene nafte trebale bi porasti tijekom projekcijskog razdoblja (vidjeti Okvir 2.). Drugi modeli kojima se stručnjaci ESB-a služe<sup>1</sup> za predviđanje cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja trenutačno upućuju na cijene nafte u projekcijskom razdoblju koje su više od onih pretpostavljenih u tehničkim pretpostavkama. To bi bilo u skladu sa snažnijim oporavkom svjetske potražnje za naftom u srednjoročnom razdoblju i s određenim smanjenjem ponude nafte zbog manjih ulaganja u naftni sektor i stoga smanjenim kapacitetima za proizvodnju nafte u nekim državama, kao posljedicama nedavnog pada cijena nafte. To alternativno kretanje cijena, koje se temelji na pretpostavci da će do 2017. cijene nafte biti 8,1 % više od onih pretpostavljenih u osnovnom scenariju, imalo bi blago nepovoljan utjecaj na rast realnog BDP-a, koji bi u 2017. bio manji za 0,1 postotni bod, i prouzročilo bi nešto brži rast inflacije mjerene HIPC-om u 2016. i 2017.: ona bi u tom razdoblju bila viša približno 0,1 – 0,2 postotna boda.

Nasuprot tom tehničkom scenariju, u kojem bi cijene nafte bile više od onih u osnovnom scenariju, cijene nafte su se poslije zaključnog datuma za tehničke pretpostavke smanjile, dijelom zbog najnovijih financijskih previranja u nekim zemljama s tržištima u nastajanju. Kada se pretpostavke o cijenama nafte ažuriraju na temelju informacija koje su dostupne do 1. rujna 2015.,<sup>2</sup> pretpostavljeno kretanje cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja u prosjeku je oko 6 % niže od kretanja cijena nafte u projekcijama. To bi upućivalo na manji pozitivan rizik za projekciju rasta i negativan rizik za projekciju inflacije.

### 2) Alternativno kretanje tečaja

**Najnovije napetosti na financijskim tržištima upućuju na ponovno jačanje efektivnog tečaja eura.** Ova analiza osjetljivosti uključuje alternativno kretanje tečaja eura u odnosu na osnovni scenarij, koje upućuje na daljnju aprecijaciju, radi ilustracije rizika za projekciju s tim u vezi. To kretanje proizlazi iz 75. percentila vjerojatnosti distribucije tečaja USD/EUR izvedenih iz gustoća neutralnih na rizik koje su implicirane u opcijama na dan 12. kolovoza 2015. Ono podrazumijeva postupnu aprecijaciju eura prema američkom dolaru na tečaj od 1,21 u 2017., što je 10,6 % više od pretpostavke u osnovnom scenariju 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 %. To dovodi do postupnog povećavanja pozitivne razlike efektivnog tečaja eura u odnosu na osnovnu projekciju, tako da bi on 2017. bio 5,3 % viši od osnovne projekcije. U tom scenariju rezultati više makroekonomskih modela stručnjaka upućuju na rast realnog BDP-a koji bi bio niži za od 0,2 do 0,4 postotna boda i inflaciju mjerenu HIPC-om koja bi bila niža za od 0,1 do 0,5 postotna boda u 2016. i 2017.

- 1 Vidjeti kombinaciju četiri modela predstavljenu u članku *Forecasting the price of oil*, Ekonomski bilten, br. 4., ESB, 2015.
- 2 Takvo ažuriranje temelji se na kretanju cijena na tržištima naftnih ročnica u dvotjednom razdoblju koje je završilo 1. rujna.

#### Okvir 4.

### UTJECAJ POVEĆANE NEIZVJESNOSTI U MEĐUNARODNOM OKRUŽJU NA GOSPODARSKU AKTIVNOST U EUROPODRUČJU

**Kao što su jasno pokazale najnovije napetosti na financijskim tržištima, na izgleda za svjetski rast i dalje mogu nepovoljno utjecati razne neizvjesnosti.** Sve veća zabrinutost zbog izgleda za rast u Kini i drugim zemljama s tržištima u nastajanju mogla bi tako, kao što su to pokazali nedavni događaji, vrlo naglo prouzročiti neočekivana kretanja na financijskim tržištima koja bi mogla nepovoljno utjecati na izgleda europskog područja. U ovom se okviru ilustrira mogući utjecaj odabranih svjetskih šokova na izgleda za rast u europskom području u alternativnom scenariju.

**Jedan od činitelja neizvjesnosti u međunarodnom okružju odnosi se na mjeru usporavanja rasta u Kini.** Premda je u osnovnom scenariju već predviđeno usporavanje rasta u Kini, dodatno ispravljanje neravnoteža povezanih s rastom zaduženosti u Kini moglo bi prouzročiti jačanje financijskog stresa i naglije usporavanje gospodarskog rasta. U takvom bi se scenariju sposobnost i spremnost kineskih banaka da kreditiraju gospodarstvo mogla ozbiljno smanjiti kako se kvaliteta njihove imovine bude naglo pogoršavala. Mogući katalizator za takvo smanjenje bankovnog kreditiranja, koje bi bilo snažnije od očekivanoga, mogla bi biti nepovoljna kretanja na tržištu stambenih nekretnina zbog znatne izloženosti banaka vrlo zaduženim građevinskim investitorima. Osim toga, cijene dionica u Kini mogle bi i dalje padati kako domaći ulagači budu ponovno ocjenjivali premije za rizik promjene cijena dionica. Pogoršanje kvalitete imovine i više premije za rizik stvorit će pritisak na rast prinosa na državne obveznice jer će država biti prisiljena pružiti veliku potporu bankarskom sektoru. Zbog toga će ulaganja i, u manjoj mjeri, potrošnja rasti mnogo sporije nego što je predviđeno u sadašnjem osnovnom scenariju. Budući da bi usporavanje rasta prouzročilo znatno povećanje nezaposlenosti, pretpostavlja se da bi kineske vlasti odgovorile snažnom intervencijom u obliku monetarnih i fiskalnih poticaja kao i mogućom daljnjom deprecijacijom juana renminbija kako bi se ograničio daljnji pad gospodarskog rasta. Gledajući u cjelini, u tom se scenariju pretpostavlja da će rast u Kini u 2016. i 2017. biti 1 postotni bod niži od onoga koji je u skladu s osnovnim scenarijem.

**Drugi činitelj neizvjesnosti u međunarodnom okružju povezan je s normalizacijom monetarne politike u SAD-u.** Tržišna očekivanja glede kratkoročnih kamatnih stopa u SAD-u, koja se upotrebljavaju kao temeljna tehnička pretpostavka u projekcijama, trenutačno upućuju na vrlo postupan rast kratkoročnih kamatnih stopa koje bi trebale dosegnuti samo 1,6 % krajem 2017. Međutim, ako se kamatne stope u SAD-u budu kretale u skladu sa srednjom vrijednosti projekcije kamatnih stopa koju je izradio Federalni odbor za otvoreno tržište (FOMC), one će rasti brže nego da im je cijenu odredilo tržište. Osim toga, usprkos očekivanoj normalizaciji monetarne politike u SAD-u, terminska premija u SAD-u i dalje je blizu rekordno niskim razinama. Ako se poveća neizvjesnost u međunarodnom okružju, što bi pridonijelo neizvjesnosti glede buduće monetarne politike u SAD-u, postoji opasnost naglog povećanja terminske premije u SAD-u. Kako bi se uključila ta mogućnost, u ovom se scenariju pretpostavlja da će terminska premija u SAD-u porasti za 130 baznih bodova, što pridonosi povećanju dugoročnih kamatnih stopa u SAD-u. Istodobno bi se više dugoročne kamatne stope u SAD-u prelile na više dugoročne kamatne stope u drugim ključnim razvijenim gospodarstvima.

**Ti će se šokovi vjerojatno nepovoljno odraziti na rast u drugim zemljama s tržištima u nastajanju.** Očekuje se da će niži prihodi od nafte u Rusiji, u kojoj je u jeku duboka recesija, dovesti do oštra pada javne potrošnje. U Brazilu su se, uz sve višu inflaciju, izgledi znatno pogoršali. Naglije usporavanje rasta u Kini moglo bi značiti znatne negativne rizike za njezine izgleda, osobito za izvoznike primarnih sirovina. Novi podatci upućuju na ponovno usporavanje tokova kapitala prema zemljama s tržištima u nastajanju te podsjećaju na kretanja uočena tijekom epizode pretjerane reakcije na najavu postupnog smanjivanja vrijednosti programa otkupa vrijednosnih papira u SAD-u sredinom 2013. godine. Takve promjene u tokovima kapitala prema zemljama s tržištima u nastajanju upućuju na povećanu neizvjesnost

u međunarodnom okružju i gubitak povjerenja ulagača u izgleda za rast u zemljama s tržištima u nastajanju. U takvim bi prilikama dodatna negativna iznenađenja glede izgleda za rast Kine i/ili neočekivan porast dugoročnih kamatnih stopa u SAD-u mogli povećati odljev kapitala iz zemalja s tržištima u nastajanju, pooštriti financijske uvjete i na taj način usporiti rast u tim zemljama. U tom se scenariju učinak povećanja makroekonomske neizvjesnosti u međunarodnom okružju na gospodarsku aktivnost u zemljama s tržištima u nastajanju odražava u šoku od dvije standardne devijacije za implicitnu kolebljivost cijena opcija na dionički indeks S&P 500 (VIX) koji nepovoljno utječe na domaću potražnju u tim gospodarstvima.

**Povećanje neizvjesnosti u međunarodnom okružju moglo bi putem trgovinskih i financijskih veza utjecati na gospodarstvo europodručja.** Porast neizvjesnosti u međunarodnom okružju smanjio bi potražnju u SAD-u (putem viših dugoročnih kamatnih stopa u SAD-u) i u drugim velikim razvijenim gospodarstvima i zemljama s tržištima u nastajanju. To bi se, zbog niže inozemne potražnje europodručja, putem trgovinskog kanala odrazilo na svjetski gospodarski rast i gospodarski rast europodručja. Osim toga, nepovoljna financijska prelijevanja na dugoročne kamatne stope u međunarodnom okruženju i europodručju povisila bi trošak financiranja za poduzeća, kućanstva i države. Što se tiče efektivnog tečaja eura, porast kamatnih stopa u SAD-u mogao bi prouzročiti aprecijaciju američkog dolara prema euru. Kolebljivost na financijskim tržištima u zemljama s tržištima u nastajanju istodobno bi mogla potaknuti aprecijaciju eura prema valutama zemalja s tržištima u nastajanju.

**Procjenjuje se da će povećana neizvjesnost u međunarodnom okružju, koja obuhvaća sva tri gore navedena činitelja, smanjiti rast europodručja za od 0,1 do 0,2 postotna boda u odnosu na rast iz osnovnog scenarija za 2016.** Slabiji rast realnog BDP-a u europodručju djelomično je uzrokovan padom inozemne potražnje europodručja koji odražava slabija kretanja gospodarske aktivnosti u SAD-u i drugim razvijenim gospodarstvima te u Kini i drugim zemljama s tržištima u nastajanju. Osim toga, nepovoljna financijska prelijevanja (vidljiva u višim dugoročnim kamatnim stopama u europodručju) također nepovoljno utječu na izgleda europodručja za rast.

**Iako je u ovdje opisanom scenariju učinak na europodručje skroman, treba upozoriti na niz činitelja.** Na primjer, u obzir nije uzet utjecaj na povjerenje poduzeća ili kućanstva. Nadalje, cijene druge imovine, uključujući dionice, mogu biti izložene prelijevanjima i korekcijama naniže snažnijima od onih obuhvaćenih samim modelima. Osim toga, upotrijebljeni su modeli linearni, dok znatne korekcije zbog nepovoljnih utjecaja na financijska tržišta mogu uključivati nelinearna istodobna kretanja varijabla, što bi moglo prouzročiti snažniji učinak. Naposljetku, u simulacijama nisu u potpunosti uzeti u obzir utjecaji tečaja ili nepovoljni učinci na cijene primarnih sirovina. Istodobno bi nepovoljni šokovi za gospodarstvo europodručja mogli biti ublaženi mjerama zemalja s tržištima u nastajanju sa suprotnim učinkom ili odgodom pooštavanja američke monetarne politike zbog nepovoljnog prelijevanja povećane slabosti u zemljama s tržištima u nastajanju.

#### Okvir 5.

#### 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 (vidjeti tablicu). Kao što je prikazano u tablici, većina trenutačno dostupnih prognoza drugih institucija ne razlikuje se znatno od središnjih projekcija iz projekcija stručnjaka ESB-a iz rujna 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		
		2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.
Projekcije stručnjaka ESB-a	Rujan 2015.	1,4 [1,3 – 1,5]	1,7 [0,8 – 2,6]	1,8 [0,6 – 3,0]	0,1 [0,0 – 0,2]	1,1 [0,5 – 1,7]	1,7 [0,9 – 2,5]
Europska komisija	Svibanj 2015.	1,5	1,9	–	0,1	1,5	–
Euro Zone Barometer	Kolovoz 2015.	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
Consensus Economics Forecasts	Kolovoz 2015.	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	Kolovoz 2015.	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
MMF	Srpanj 2015.	1,5	1,7	–	0,1	1,0	–

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, proljeće 2015.; IMF World Economic Outlook Update, srpanj 2015. (BDP); IMF World Economic Outlook, travanj 2015.; prognoze organizacije Consensus Economics; MJEconomics i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters.

Bilješke: Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava i ESB-a sadržavaju 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, 2015.

Adresa: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt na Majni, Njemačka

Poštanska adresa: 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon: +49 69 1344 0

Faks: +49 69 1344 6000

Mrežne stranice: <http://www.ecb.europa.eu>

Sva prava pridržana.

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