



Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujan 2016.¹

Očekuje se nastavak gospodarskog oporavka u europodručju, premda će stope rasta biti neznatno niže od onih predviđenih u projekcijama iz lipnja 2016. Predviđa se da će znatna revizija inozemne potražnje naniže, koja je uglavnom povezana sa znatno slabijom uvoznom potražnjom Ujedinjene Kraljevine nakon referenduma o članstvu u EU-u, nepovoljno utjecati na rast izvoza europodručja. Međutim, sam ishod glasovanja o Brexitu dosad nije imao veći utjecaj na pokazatelje raspoloženja i neizvjesnosti u europodručju, tako da su izgledi za oporavak uglavnom nepromijenjeni. Prilagodljiva monetarna politika ESB-a, još relativno niske cijene nafte, poboljšanje uvjeta na tržištu rada i napredak postignut u razduživanju svih sektora tijekom projekcijskog razdoblja trebali bi poduprijeti rast domaće potražnje u uvjetima postupnoga globalnog oporavka. Na godišnjoj bi razini realni BDP trebao porasti za 1,7 % u 2016. te 1,6 % u 2017. i 2018. godini.

Očekuje se da će inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC), znatno oslabljena negativnim doprinosom inflacije cijena energije mjerene HIPC-om koji je povezan s prošlim naglim padom cijena nafte, u 2016. iznositi prosječno 0,2 %. Budući da bi taj učinak početkom 2017. trebao postupno iščeznuti, inflacija mjerena HIPC-om trebala bi u toj godini znatno porasti na 1,2 %. Očekuje se da gospodarski oporavak koji je u tijeku i smanjenje gospodarskog pada utječu na postupno povećanje inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda tijekom projekcijskog razdoblja, zbog čega bi se ukupna inflacija trebala dodatno povećati na 1,6 % u 2018.

1. Realno gospodarstvo

Očekuje se daljnji oporavak gospodarske aktivnosti europodručja. BDP europodručja za 2015. godinu revidiran je zamjetno naviše zahvaljujući velikoj reviziji BDP-a u Irskoj naviše, a koja je ponajprije odraz restrukturiranja velikih multinacionalnih poduzeća koje je pridonijelo snažnom povećanju razine osnovnih

¹ Upravno vijeće služi se makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a pri ocjeni gospodarskih kretanja i rizika za stabilnost cijena. Više informacija o upotrijebljenim postupcima i tehnikama možete pronaći u dokumentu *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ESB, srpanj 2016., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a. Zaključni datum za tehničke pretpostavke, na primjer one povezane s cijenama nafte i tečajevima, bio je 11. kolovoza 2016. (vidi Okvir 2.). Zaključni datum za uključivanje drugih informacija u ove projekcije bio je 18. kolovoza 2016., osim informacija o Njemačkoj i Španjolskoj, za koje su uključena priopćenja o BDP-u od 24. odnosno 25. kolovoza.

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.

sredstava u Irskoj. Revizija upućuje na promjenu razine podataka o BDP-u, ali nije odraz snažnijeg temeljnog zamaha rasta u irskom, kao ni u gospodarstvu europodručja. Prema najnovijoj Eurostatovoj procjeni, rast realnog BDP-a u drugom tromjesečju 2016. normalizirao se na 0,3 % sa 0,5 % u prvom tromjesečju, usporedno sa slabljenjem povoljnog učinka nekih privremenih činitelja. Unatoč ishodu referendumu u Ujedinjenoj Kraljevini, poslovno i potrošačko raspoloženje u europodručju i dalje je prilično otporno, a pokazatelji kolebljivosti na financijskim tržištima i cjelokupna makroekonomska neizvjesnost ostali su niski (vidi Okvir 1.). Ti pokazatelji upućuju na postojan gospodarski rast u kratkoročnom razdoblju.

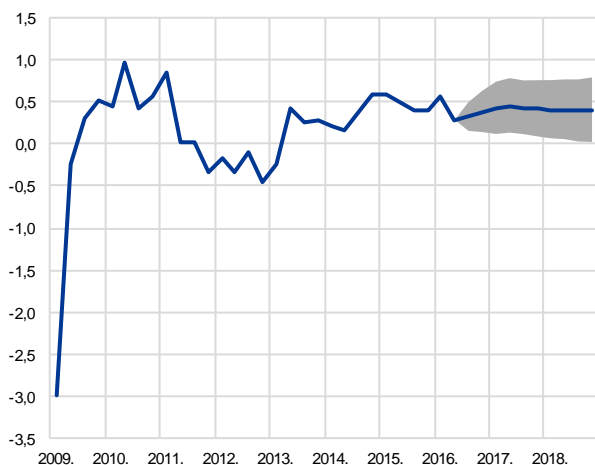
Grafikon 1.

Makroekonomske projekcije¹

(tromjesečni podatci)

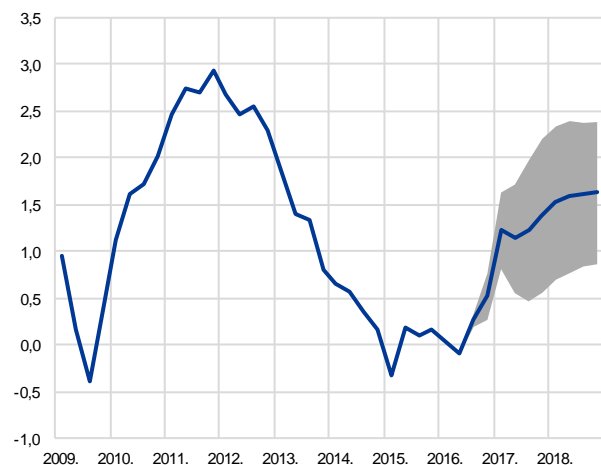
Realni BDP europodručja²

(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.

Na godišnjoj razini realni BDP trebao bi porasti za 1,7 % u 2016. te 1,6 % u 2017. i 2018. godini. Očekuje se da otporna domaća potražnja i dalje bude glavni oslonac rasta realnog BDP-a, koji posebno podupiru prilagodljiv karakter monetarne politike i povoljna fiskalna politika u 2016. Zahvaljujući očekivanom postupnom globalnom oporavku, predviđa se blago ubrzanje rasta izvoza koje neće dostići rast uvoza, ali će negativan doprinos neto trgovine tijekom projekcijskog razdoblja postupno slabjeti.

Okvir 1.

Utjecaj ishoda referendumu Ujedinjene Kraljevine o članstvu u EU-u na gospodarske izgleda europodručja

Očekuje se da će učinak odluke Ujedinjene Kraljevine da istupi iz Europske unije nepovoljno utjecati na gospodarstvo europodručja, uglavnom preko trgovačkih poveznica, budući da su

izgledi za gospodarstvo Ujedinjene Kraljevine revidirani znatno naniže. Trenutačni osnovni scenarij za Ujedinjenu Kraljevinu temelji se na duljem razdoblju veće neizvjesnosti koja nepovoljno utječe na gospodarsku aktivnost. Rast BDP-a Ujedinjene Kraljevine trebao bi se zamjetno usporiti u drugoj polovini 2016. i u 2017. Očekuje se da će usporavanje rasta BDP-a u Ujedinjenoj Kraljevini potaknuti znatan pad ulaganja i sporiji rast osobne potrošnje. Pretpostavlja se da će neizvjesnost povezana s ishodom trgovinskih pregovora dodatno opteretiti trgovinske varijable jer bi poduzeća mogla oklijevati sa zaključenjem novih dugoročnih trgovačkih aranžmana sve dok budući odnosi između Ujedinjene Kraljevine i Europske unije ne budu jasni. Stoga je, i kao odraz slabljenja tečaja funte sterlinga, uvoz Ujedinjene Kraljevine tijekom projekcijskog razdoblja revidiran znatno naniže u odnosu na projekcije iz lipnja 2016. Rast izvoza Ujedinjene Kraljevine također je revidiran naniže, ali nešto manje, jer se očekuje da će ga djelomično podupirati efektivna deprecijacija funte sterlinga. Predviđa se da će se gospodarska aktivnost u Ujedinjenoj Kraljevini, zahvaljujući ekspanzivnoj monetarnoj politici, donekle oporaviti 2018. godine.

Očekuje se negativan utjecaj na aktivnost u europodručju uglavnom zbog nižeg izvoza.

Uzimajući u obzir i njegove globalne utjecaje, Brexit će prouzročiti znatno smanjenje inozemne potražnje europodručja tijekom projekcijskog razdoblja, kumulativno oko 1,3 postotna boda. Nepovoljan utjecaj na rast realnog BDP-a zbog niže inozemne potražnje razlikuje se među državama europodručja, što je odraz razlike njihovih trgovinskih veza s Ujedinjenom Kraljevinom. Osim tih trgovinskih utjecaja, postoje i utjecaji na tečaj pojedinačnih zemalja koji su povezani s Brexitom zbog snažne deprecijacije tečaja funte sterlinga u odnosu na euro nakon referendumu. Međutim, u svim je državama europodručja osim Irske aprecijaciju eura prema funti sterlinga više nego nadomjestila efektivna deprecijacija eura u odnosu na ostale glavne valute. Osim toga, od referendumu su dugoročne kamatne stope revidirane znatno naniže, što može biti odraz očekivanja o budućoj monetarnoj politici u europodručju i na globalnoj razini. Ta dva činitelja ublažuju nepovoljan učinak Brexita na izgleda za gospodarski rast europodručja.

Projekcija rasta europodručja također obuhvaća dodatne negativne učinke u pojedinačnim zemljama. Oni se npr. odnose na nepovoljne utjecaje na povjerenje u nekim zemljama koje su blisko povezane s Ujedinjenom Kraljevinom, kao i na slabljenje turizma i nepovoljna kretanja na tržištu nekretnina u pojedinim zemljama. Osim toga, budući da revizija naniže izgleda za rast u Ujedinjenoj Kraljevini uglavnom proizlazi iz znatno sniženih investicijskih kretanja, ona će se nerazmjerno odraziti na trgovinske partnere koji opskrbljuju Ujedinjeno Kraljevstvo kapitalnim dobrima.

Projekcije za europodručje pod velikim su utjecajem negativnih rizika povezanih s Brexitom.

Pregovori između Ujedinjene Kraljevine i Europske unije možda će biti teži no što se očekivalo, a to bi moglo dodatno opteretiti trgovinske izgleda. Dugotrajna neizvjesnost može prouzročiti narušavanje povjerenja i smanjenje gospodarske aktivnosti u projekcijskom razdoblju. Niža britanska potražnja za inozemnim stambenim nekretninama također bi mogla negativno utjecati na kretanja ulaganja u stambene nekretnine u stanovitim gospodarstvima europodručja. U međuvremenu se u nekim državama europodručja mogu vidjeti pozitivni rizici povezani s premještanjem financijskih usluga odnosno priljevom inozemnog izravnog ulaganja (FDI) u Ujedinjenu Kraljevinu koji se sada preusmjerava u zemlju podrijetla ili druge države europodručja.

Predviđa se da će rast izdataka za osobnu potrošnju ove godine biti snažan, nakon čega će ostati otporan. Povjerenje potrošača i dalje je iznad povijesnih prosječnih razina, što upućuje na trajan rast osobne potrošnje u drugoj polovini 2016. Izgledi za rast nominalnog raspoloživog dohotka ostaju pozitivni budući da zapošljavanje i dalje raste praćeno blagim jačanjem stope rasta naknade po zaposlenom. Osobni dohodak iz drugih izvora trebao bi pozitivno pridonijeti rastu nominalnog raspoloživog dohotka, uglavnom u skladu s kretanjem dobiti. Očekuje se da će se tempo rasta realnog raspoloživog dohotka u 2016. ubrzati, a potom se u 2017. i nadalje usporiti, ponajviše kao odraz kretanja inflacije cijena energije. Poboljšanje bankovnih uvjeta kreditiranja, na koje povoljno djeluju mjere monetarne politike ESB-a, trebalo bi poduprijeti osobnu potrošnju. Premda sniženje kamatnih stopa u gotovo jednakom iznosu utječe na primitke od kamata i plaćanje kamata privatnih kućanstava, pa je neto kamatni prihod kućanstava europodručja uglavnom nepromijenjen, sredstva se od neto štediša preraspodjeljuju neto dužnicima. Budući da neto dužnici obično imaju višu marginalnu sklonost potrošnji, ta bi preraspodjela primitaka od kamata i plaćanja kamata trebala dodatno poduprijeti agregatnu potrošnju. Osim toga, rast osobne potrošnje trebao bi poduprijeti i postignuti napredak u razduživanju. Cjelokupno gledano, predviđa se da će godišnji rast osobne potrošnje iznositi prosječno 1,7 % u 2016., 1,6 % u 2017. i 1,5 % u 2018.

Očekuje se da će se stopa štednje smanjivati do sredine 2017. i nakon toga ostati na istoj razini. Procjenjuje se da je stopa štednje donekle porasla u drugoj polovini 2015. i dodatno u prvoj polovini 2016. zahvaljujući djelomičnom i postupnom prijenosu utjecaja dobitaka u realnom dohotku zbog cijene nafte na osobnu potrošnju. Očekuje se da će taj pozitivan učinak na stopu štednje biti privremene naravi, a njegov prestanak upućuje na opadanje stope od kraja 2016. do sredine 2017. Nakon toga bi stopa štednje tijekom preostalog projekcijskog razdoblja trebala ostati nepromijenjena, kao odraz nekoliko suprotstavljenih činitelja. Dok manje stope nezaposlenosti, poboljšanje uvjeta kreditiranja i niže kamatne stope upućuju na smanjenje stope štednje u nekim državama, zbog potreba za razduživanjem u nekim bi se ranjivijim državama ta stopa mogla povećati.

Okvir 2.

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama, tečajevima i cijenama sirovina

U usporedbi s projekcijama iz lipnja, promjene tehničkih pretpostavki obuhvaćaju neznatno niže cijene nafte izražene u američkim dolarima, manju deprecijaciju efektivnog tečaja eura te znatno niže dugoročne tržišne kamatne stope.

Tehničke pretpostavke

	Rujan 2016.				Lipanj 2016.			
	2015.	2016.	2017.	2018.	2015.	2016.	2017.	2018.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	1,2	0,7	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,4
Cijena nafte (u USD za barel)	52,4	42,8	47,4	50,6	52,4	43,4	49,1	51,3
Cijene sirovina bez energije, u USD (godišnja stopa promjene)	-19,9	-3,0	5,3	4,2	-19,9	-3,3	4,3	4,6
Tečaj USD/EUR	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,13	1,14	1,14
Nominalni efektivni tečaj eura (EER38) (godišnja stopa promjene)	-7,1	3,6	-0,1	0,0	-7,1	4,2	0,2	0,0

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima, sa zaključnim datumom 11. kolovoza 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. te -0,4 % u 2017. i 2018. godini. Tržišna očekivanja povezana s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 0,7 % u 2016., 0,6 % u 2017. i 0,8 % 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, donekle smanjiti u 2016., blago dodatno smanjiti u 2017. i neznatno porasti u 2018. Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja cijena na tržištima ročnica, uzimajući u obzir prosjek dvotjednog razdoblja koje završava zaključnim datumom 11. kolovoza, pretpostavlja se da će cijena sirove nafte Brent, koja je u 2015. iznosila 52,4 USD, pasti na 42,8 USD u 2016., a potom narasti na 47,4 USD u 2017. i 50,6 USD u 2018., što je u odnosu na projekcije iz lipnja smanjenje za otprilike 1 USD u prosjeku tijekom projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će se cijene sirovina bez energije izražene u američkim dolarima u 2016. donekle smanjiti, a u 2017. i 2018. povećati.³ Pretpostavlja se da će bilateralni tečajevi tijekom projekcijskog razdoblja ostati nepromijenjeni na prosječnim razinama koje su prevladavale u dvotjednom razdoblju koje je završilo zaključnim datumom 11. kolovoza. To podrazumijeva prosječan tečaj američkog dolara prema euru od 1,11 u projekcijskom razdoblju, u usporedbi s 1,14 koliko je predviđeno u projekcijama iz lipnja. Unatoč snažnoj deprecijaciji funte sterlinga u odnosu na euro nakon referenduma Ujedinjene Kraljevine o članstvu u EU-u, pretpostavlja se da će tijekom projekcijskog razdoblja efektivni tečaj eura (u odnosu na 38 trgovinskih partnera) u 2016. biti za 0,5 % slabiji, a u 2017. i 2018. za 0,9 % niži no što je pretpostavljeno u projekcijama iz lipnja.

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, tvrdih mineralnih sirovina bez energije slijediti cijene ročnica do trećeg tromjesečja 2017. i da će se potom razvijati u skladu sa svjetskom gospodarskom aktivnošću.

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 postojan oporavak ulaganja u stambene nekretnine. Dokazuje to i porast broja građevinskih dozvola i sve veća potražnja za stambenim kreditima u svjetlu poboljšanja bankovnih uvjeta kreditiranja. Nadalje, čini se da je prilagodba na tržištima stambenih nekretnina u nekim zemljama okončana te da su cijene nekretnina počele rasti. Međutim, visoka razina nezaposlenosti i duga kućanstava u nekim zemljama te nepovoljna demografska kretanja nepovoljno utječu na povećanje ulaganja u stambene nekretnine.

Očekuje se daljnji oporavak poslovnih ulaganja. Oporavak ulaganja trebalo bi poduprijeti nekoliko činitelja: povjerenje se i dalje poboljšava u uvjetima povoljnih proizvodnih očekivanja i preokreta očekivanja o prodajnim cijenama; iskorištenost kapaciteta povećala se iznad dugoročnog prosjeka; uvjeti financiranja i bankovnog kreditiranja, poduprti nestandardnim mjerama politike ESB-a, znatno su se poboljšali; očekuje se da domaća potražnja i dalje bude otporna, uz jačanje vanjske potražnje; nakon nekoliko godina slabijeg ulaganja pojavila se potreba za modernizacijom osnovnog kapitala, a očekuje se i jačanje profitnih marži s obzirom na izdašnost novčanih sredstava u sektoru nefinancijskih društava. Nadalje, zbog zamijećenog snažnog oporavka cijena dionica posljednjih godina i umjerenog rasta financiranja dugom omjer financijske poluge (omjer duga i ukupne imovine) u sektoru nefinancijskih društava približio se najnižim razinama do sada. No rigidnosti na tržištima proizvoda i rada te očekivanja da će potencijalna proizvodnja rasti slabije nego u prethodnom razdoblju odgodit će oporavak poslovnih ulaganja.

Izvoz europodručja znatno je pogođen revizijom inozemne potražnje europodručja naniže, uglavnom povezanom sa slabijim izgledima za Ujedinjenu Kraljevinu.

Inozemna bi potražnja trebala dobiti tek skroman zamah od sredine 2016. nadalje, u skladu s oporavkom globalne aktivnosti koji uglavnom potiču zemlje s tržištem u nastajanju. Ipak, predviđene stope rasta inozemne potražnje i dalje će biti znatno ispod svojih razina prije krize. Nepovoljan utjecaj na izvoz u zemlje izvan europodručja samo djelomično ublažava povoljan učinak slabijeg efektivnog tečaja eura. Sve u svemu, izvoz u zemlje izvan europodručja trebao bi se skromno ubrzati od druge polovine 2016. nadalje. Očekuje se neznatno kratkoročno povećanje udjela na izvoznim tržištima zbog slabijeg tečaja eura, a nakon toga stagnacija. Rast uvoza zemalja izvan europodručja tijekom projekcijskog razdoblja trebao bi i dalje biti razmjerno suzdržan. Uvoz bi trebao rasti u skladu s povijesnom elastičnošću prema ukupnoj potražnji tih zemalja, premda donekle brže od izvoza. U skladu s tim, očekuje se pad viška na tekućem računu platne bilance na 3,3 % u 2018.

Okvir 3.

Međunarodno okružje

Svjetska gospodarska aktivnost trebala bi postupno jačati. Zbog Brexita se ostvaruje negativan rizik, koji otežava već ionako slabe globalne izgleda. Premda je kolebljivost na svjetskim financijskim tržištima nakon referendumu u Ujedinjenoj Kraljevini bila kratka vijeka te ograničena, djelomično zbog očekivanja o daljnjim prilagodbama politike, izgledi za Ujedinjenu Kraljevinu su se pogoršali i nepovoljno utječu na svjetsku potražnju. Štoviše, unatoč znakovima da bi se pad aktivnosti u zemljama s tržištem u nastajanju koje su velike izvoznice sirovina mogao zaustaviti, pokazatelji svjetske aktivnosti već i prije referendumu u Ujedinjenoj Kraljevini upućivali su na skroman svjetski rast. Očekuje se vrlo postupan svjetski oporavak. Prilagodljive politike trebale bi poduprijeti izgleda za rast u razvijenim zemljama, dok bi postupno slabljenje duboke recesije u velikim zemljama s tržištem u nastajanju, osobito u Rusiji i Brazilu, trebalo ojačati svjetski rast i tako smanjiti utjecaj strukturnog usporavanja u Kini.

Svjetska trgovina i dalje slaba. Na svjetsku trgovinu posljednjih tromjesečja djelovali su ciklički nepovoljni utjecaji u zemljama s tržištem u nastajanju, osobito izvoznicama sirovina, u kojima su ulaganja pala. Dok utjecaj tih šokova u sljedećim tromjesečjima bude postupno nestajao, svjetski bi se uvoz trebao skromno oporavljati. Projekcija za srednjoročno razdoblje pretpostavlja elastičnost svjetske trgovine prema svjetskom rastu od oko 1, što je znatno ispod razina prije krize. Inozemna potražnja europodručja trebala bi se povećati sa 1,6 % u 2016. na 2,6 % u 2017. i 3,5 % u 2018.

Međunarodno okružje

(godišnje stope promjene)

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

¹⁾ Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza.

²⁾ Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja.

U odnosu na projekcije iz lipnja 2016. svjetska gospodarska aktivnost i inozemna potražnja europodručja revidirane su naniže. Revizija inozemne potražnje europodručja naniže za 0,4 postotna boda u 2016. godini te za 0,9 postotnih bodova u 2017. odnosno 0,5 postotnih bodova u 2018. ponajprije su odraz očekivanja slabijeg rasta uvoza iz Ujedinjene Kraljevine i globalnog prelijevanja njegova učinka.

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

Procjenjuje se da će se rast potencijalne proizvodnje tijekom projekcijskog razdoblja neznatno 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 vrlo slabog ulaganja. Doprinos rada trebao bi se povećati tijekom projekcijskog razdoblja, što je odraz sve većeg broja

radno sposobnih osoba u uvjetima priljeva izbjeglica i povećane participacije radne snage, djelomično zahvaljujući prošlim strukturnim reformama. Doprinos rada ipak će ostati neznatno niži od svojeg prosjeka prije krize zbog starenja stanovništva. Nasuprot tome, očekivani doprinos ukupne faktorske produktivnosti uglavnom odgovara razini prije krize.

Uvjeti na tržištu rada u europodručju tijekom projekcijskog razdoblja trebali bi se i dalje poboljšavati. Tijekom projekcijskog razdoblja predviđa se daljnji porast zapošljavanja, iako ponešto slabiji nego proteklih tromjesečja. Kratkoročno će uglavnom biti odraz normalizacije s obzirom na slabljenje nekih privremenih činitelja potpore, a tijekom preostalog razdoblja uglavnom je odraz pretpostavke da će u nekim dijelovima europodručja jačati učinak nedostatne ponude kvalificirane radne snage. Očekuje se da će se stopa nezaposlenosti smanjiti, iako sporije nego u 2015. jer bi snažniji rast radne snage, zbog priljeva izbjeglica i učinka ohrabrenih radnika, trebao djelom neutralizirati učinak povećanja zaposlenosti na stopu nezaposlenosti. Takva kretanja zaposlenosti upućuju na povećanje rasta proizvodnosti rada sa 0,4 % u 2016. na 0,9 % u 2018., kao odraz uobičajenog procikličkog obrasca.

U odnosu na projekcije iz lipnja 2016. izgledi za rast realnog BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja neznatno su revidirani naniže. To je uglavnom odraz nepovoljnog učinka koji na izvoz europodručja ima revizija inozemne potražnje naniže, a koju samo djelomično nadomješta povoljan učinak nižih dugoročnih kamatnih stopa, slabiji efektivni tečaj eura i dodatna fiskalna potpora.

2. Cijene i troškovi

Predviđa se da će stopa inflacije mjerena HIPC-om u 2016. iznositi prosječno 0,2 % te zamjetno porasti na 1,2 % u 2017. odnosno 1,6 % u 2018. Očekuje se da slabljenje snažnog negativnog učinka prošlog pada cijene nafte dovede do znatnog povećanja ukupne inflacije početkom 2017., uz porast na 1,2 % u prvom tromjesečju. Na temelju krivulje cijena naftnih ročnica, očekuje se promjena doprinosa inflacije cijena energije mjerene HIPC-om ukupnoj inflaciji sa –0,6 postotnih bodova u 2016. na oko +0,1 do 0,2 postotna boda u 2017. i 2018., te će taj doprinos povećanju ukupne inflacije od 2016. do 2017. iznositi 0,7 postotnih bodova.

S polaganim slabljenjem gospodarskog pada očekuje se porast inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda. Očekuje se da će poboljšanje stanja na tržištu rada, koje se odražava u zamjetnom padu stope nezaposlenosti, pridonijeti postupnom povećanju rasta plaća tijekom projekcijskog razdoblja. Uz gospodarski oporavak koji je u tijeku, očekuje se da će temeljnu inflaciju i dalje podupirati veća moć poduzeća da određuju cijene i povezano povećanje profitnih marža. Slabljenje nepovoljnih neizravnih utjecaja kretanja cijena energije i sirovina bez energije također bi trebalo pridonijeti očekivanom povećanju inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda. Mogu se očekivati i pozitivni učinci rastućih svjetskih cjenovnih pritisaka općenito, ali bi postupno slabljenje pritisaka na rast cijena zbog prošle deprecijacije trebalo nepovoljno

djelovati na povećanje inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda tijekom projekcijskog razdoblja. Cjelokupno gledano, predviđa se da će stopa inflacije mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda u 2016. iznositi prosječno 0,9 % te ojačati na 1,3 % u 2017. odnosno 1,5 % u 2018.

Vanjski cjenovni pritisci pridonijet će povećanju inflacije, uz pozitivan predznak za inflaciju uvoznih cijena u 2017. nakon duljeg, četverogodišnjeg razdoblja negativnih godišnjih stopa promjene. Predviđa se da će deflator uvoza u 2016. i dalje padati, ali da će porasti u 2017. i 2018. Među ključnim je elementima promjene smjera pritisaka uvoznih cijena pretpostavljeno povećanje cijena sirovina, osobito cijena nafte na koje upućuje krivulja njihovih ročnica, nakon snažnog pada prethodnih godina. Bitnu ulogu u preokretu godišnje stope promjene deflatora uvoza od 2016. do 2017. imaju i snažni pozitivni bazni učinci. Osim tih činitelja, sve veći globalni pritisci na rast inflacije općenito, kao odraz, na primjer, predviđenog povećanja svjetske stope inflacije mjerene potrošačkim cijenama, trebali bi dodatno povećati vanjske cjenovne pritiske u europodručju.

Smanjenje neiskorištenosti kapaciteta na tržištu rada i rast ukupne inflacije trebali bi poduprijeti brži rast plaća u 2017. i 2018. Unatoč trajnom smanjenju neiskorištenosti kapaciteta na tržištu rada posljednjih godina, rast plaća do sada je uglavnom stabilan. Osim neiskorištenosti kapaciteta i niske inflacije, u činitelje koji su vjerojatno nastavili nepovoljno djelovati na rast plaća u trenutačnom gospodarskom oporavku ubrajaju se kontinuirani procesi prilagodbe u svim državama kako bi se povratila ili održala cjenovna konkurentnost, pojačani reformama na tržištu rada koje su provedene za vrijeme krize. Osim toga, čini se da su stvorena nova radna mjesta, osobito u sektorima s niskom proizvodnošću rada i zato niskim razinama plaća, što otežava agregatni rast plaća zbog učinaka tih sastavnica. Važnost tih nepovoljnih utjecaja na plaće trebala bi se donekle smanjiti tijekom projekcijskog razdoblja, uz daljnje predviđeno smanjenje neiskorištenosti kapaciteta na tržištu rada, što bi trebalo omogućiti jačanje rasta naknada po zaposlenom sa 1,2 % u 2016. na 1,8 % u 2017. i 2,2 % u 2018.

Očekuje se povoljan utjecaj kontinuiranoga gospodarskog oporavka na pokazatelj profitnih marži tijekom projekcijskog razdoblja. Slaba kretanja troškova rada i nagli pad cijena nafte, koji, kako se čini, nije u potpunosti prenesen na potrošačke cijene, povećali su profitne marže u 2015. Budući da se očekuje slabljenje učinka cijena nafte u 2016., i stopa rasta pokazatelja profitnih marži trebala bi se smanjiti. No očekuje se da će predviđena ciklička poboljšanja gospodarske aktivnosti tijekom projekcijskog razdoblja i dalje povoljno utjecati na moć poduzeća da određuju cijene, a stoga i na profitne marže unatoč nepovoljnom utjecaju povećanja troškova rada.

U odnosu na projekcije iz lipnja 2016. izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om tijekom projekcijskog razdoblja uglavnom su nepromijenjeni.

3. Fiskalni izgledi

Predviđa se da će fiskalne politike u 2016. biti blago ekspanzivne, dok će u 2017. i 2018. biti uglavnom neutralne.

Karakter fiskalne politike mjeri se promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda bez državne potpore financijskom sektoru. Ekspanzivan karakter fiskalne politike u 2016. uglavnom potiču diskrecijske fiskalne mjere, dok nediskrecijski činitelji imaju manju ulogu i povezani su, između ostalog, s blagim padom neporeznih prihoda.

Očekuje se da će se manjak proračuna opće države i omjeri duga tijekom projekcijskog razdoblja smanjivati.

U 2016. će manje plaćanje kamata i poboljšanje cikličke komponente više nego nadomjestiti pogoršanje ciklički prilagođenog primarnog salda. Daljnje smanjenje plaćanja kamata te poboljšanja cikličke komponente, kao i primarnog salda od 2017. do 2018. podrazumijevaju daljnje smanjenje proračunskog manjka. Postupno smanjenje državnog duga tijekom projekcijskog razdoblja uglavnom podupiru 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 lipnju, fiskalni su izgledi uglavnom nepromijenjeni u pogledu omjera manjka te povoljniji u pogledu omjera duga.

Predviđa se da će i omjer duga i BDP-a biti niži tijekom projekcijskog razdoblja, posebno zbog revizije naviše nominalnog BDP-a u Irskoj za 2015. te posljedičnog smanjenja omjera duga i BDP-a europodručja za oko 0,4 % BDP-a.

Tablica 1.

Makroekonomske projekcije za europodručje¹

(godišnje stope promjene)

	Rujan 2016.				Lipanj 2016.			
	2015.	2016.	2017.	2018.	2015.	2016.	2017.	2018.
Realni BDP ¹	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
		[1,5 – 1,9] ²	[0,7 – 2,5] ²	[0,4 – 2,8] ²		[1,3 – 1,9] ²	[0,7 – 2,7] ²	[0,5 – 2,9] ²
Osobna potrošnja	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,5
Državna potrošnja	1,4	1,7	0,9	1,0	1,3	1,5	0,8	0,9
Bruto investicije u dugotrajnu imovinu	2,9	3,1	3,3	3,3	2,7	3,2	3,4	3,3
Izvoz ³	6,1	2,6	3,7	4,1	5,2	3,2	4,2	4,4
Uvoz ³	6,1	3,3	4,4	4,7	6,0	4,7	4,7	4,8
Zaposlenost	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9
Stopa nezaposlenosti (postotak radne snage)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,9	10,2	9,9	9,5
HIPC	0,0	0,2	1,2	1,6	0,0	0,2	1,3	1,6
		[0,1 – 0,3] ²	[0,6 – 1,8] ²	[0,8 – 2,4] ²		[0,1 – 0,3] ²	[0,6 – 2,0] ²	[0,7 – 2,5] ²
HIPC bez energije	0,9	0,9	1,2	1,5	0,9	0,9	1,2	1,6
HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda	0,8	0,9	1,3	1,5	0,8	1,0	1,2	1,5
HIPC bez energije, prehrambenih proizvoda i promjena neizravnih poreza ⁴	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	0,9	1,2	1,5
Jedinični troškovi rada	0,4	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3
Naknada po zaposlenom	1,3	1,2	1,8	2,2	1,3	1,3	1,8	2,2
Proizvodnost rada	0,9	0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,9
Proračunski saldo opće države (postotak BDP-a)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Strukturni proračunski saldo (postotak BDP-a) ⁵	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Bruto dug opće države (postotak BDP-a)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Saldo tekućeg računa (postotak BDP-a)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8

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 4.

Analiza 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 analizi 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 51,6 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 modela⁴ kojima se stručnjaci ESB-a služe 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 11 % 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 0,1 postotni bod u 2017. i 0,3 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 11. kolovoza 2016. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu deprecijaciju eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 1,04 USD/EUR u 2018., što je za 6,3 % 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 %. Na temelju te pretpostavke postupno se povećava negativna razlika efektivnog tečaja eura u odnosu na osnovnu projekciju, tako da bi on 2018. bio 3,3 % 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 0,2 postotna boda) u 2017. i 2018.

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

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 (vidi tablicu).

Kao što je prikazano u tablici, trenutačno dostupne projekcije drugih institucija koje se odnose na rast realnog BDP-a i inflacije mjerene HIPC-om u potpunosti su unutar raspona projekcija stručnjaka ESB-a (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 ESB-a	rujan 2016.	1,7 [1,5 – 1,9]	1,6 [0,7 – 2,5]	1,6 [0,4 – 2,8]	0,2 [0,1 – 0,3]	1,2 [0,6 – 1,8]	1,6 [0,8 – 2,4]
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	kolovoz 2016.	1,5	1,3	1,6	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	kolovoz 2016.	1,5	1,2	1,6	0,2	1,3	1,6
Survey of Professional Forecasters	srpanj 2016.	1,5	1,4	1,6	0,3	1,2	1,5
MMF	srpanj (BDP) / travanj (HIPC) 2016.	1,6	1,4	1,6	0,4	1,1	1,3

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, proljeće 2016., svibanj 2016. (u srpnju 2016. Europska komisija objavila je dva scenarija u kojima se odražava učinak ishoda referenduma u Ujedinjenoj Kraljevini na gospodarske izgleda europodručja; prema optimističnijem scenariju, rast BDP-a europodručja iznosit će 1,6 % u 2016. i 1,5 % u 2017., a prema pesimističnijem scenariju, 1,5 % u 2016. i 1,3 % u 2017.); IMF World Economic Outlook Update, srpanj 2016. (BDP); IMF World Economic Outlook, travanj 2016. (HIPC); OECD Economic Outlook, lipanj 2016.; prognoze organizacije Consensus Economics, kolovoz 2016.; MJEconomics za Euro Zone Barometer, kolovoz 2016.; istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters, srpanj 2016.

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.