



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE STRUČNJAKA EUROSUSTAVA ZA EUROPODRUČJE, LIPANJ 2015.¹

1. IZGLEDI ZA EUROPODRUČJE: PREGLED I KLJUČNE ZNAČAJKE

Projekcije iz lipnja potvrđuju izgleda za oporavak u europodručju. Prema brznoj procjeni Eurostata, realni BDP porastao je za 0,4 % u prvom tromjesečju 2015., a novi anketni podatci upućuju na nastavak cikličkog oporavka. Gledano dugoročnije, i dalje djeluju činitelji na kojima se temelji očekivani trajni gospodarski oporavak.

Vanjski činitelji poduprijet će izgleda za gospodarsku aktivnost. Usprkos umjerenom ponovnom rastu, pretpostavljena, još uvijek relativno niska razina cijena nafte i dalje povoljno utječe i na osobnu potrošnju i na poslovna ulaganja. Osim toga, predviđa se da će se u projekcijskom razdoblju inozemna potražnja europodručja donekle povećati. Inozemnu potražnju uglavnom podupire jači rast razvijenih gospodarstava, dok su izgledi za tržišta u nastajanju donekle oslabjeli.

Očekuje se da će nedavne mjere monetarne politike ESB-a poduprijeti agregatnu potražnju. Aktivne kamatne stope banaka dodatno su se smanjile zbog proširenog programa kupnje vrijednosnih papira ESB-a, cijene vlasničkih vrijednosnih papira značajno su porasle, a tečaj eura zamjetno je deprecirao. Stoga se očekuje da će prilagodljiva monetarna politika povoljno utjecati na agregatnu potražnju te posebno na investicije u dugotrajnu imovinu i izvoz. Očekuje se da će nedavne nestandardne mjere monetarne politike poduprijeti agregatnu potražnju i putem kanala uravnoteženja portfelja i putem učinaka na povjerenje.

Na domaću potražnju trebali bi povoljno utjecati i drugi činitelji. Očekuje se da će stajalište fiskalne politike, mjereno promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda opće države, tijekom projekcijskog razdoblja biti uglavnom neutralno, za razliku od restriktivnog stajališta u razdoblju do 2013. Uvjeti kreditne ponude i dalje se poboljšavaju, na što upućuju rezultati najnovije ankete o kreditnoj aktivnosti banaka, koji pokazuju neto ublažavanje standarda odobravanja kredita i uvjeta kreditiranja. Dug nefinancijskih društava (mjeren kao postotak BDP-a) još se malo smanjio u 2014., što je nastavak trenda koji traje od 2012. Također se čini da su kućanstva donekle napredovala u smanjenju zaduženosti, posebno u zemljama s relativno velikim teretom otplate dugova. Osim toga, pretpostavlja se da je prilagodba na tržištima stambenih nekretnina okončana u mnogim zemljama, na što upućuje prestanak pada cijena nekretnina.

Međutim, i dalje postoje strukturna ograničenja. Zaduzenost javnog sektora i dalje se povećava, premda sporije, i očekuje se da će u nekim zemljama ostati na visokoj razini. Kretanja na tržištu rada općenito se poboljšavaju, ali će i dalje ostati u sjeni visoke strukturne nezaposlenosti u nekim zemljama. Nadalje, investicijsku će potrošnju i dalje opterećivati poteškoće povezane s dugoročnim potencijalom rasta, sporim napretkom u provedbi strukturnih reformi, preostalim velikim viškovima kapaciteta te i dalje visokom razinom duga poduzeća u nekim zemljama.

¹ Upravno vijeće služi se makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava pri ocjeni gospodarskih kretanja i rizika za stabilnost cijena. Više informacija o korištenim postupcima i tehnikama možete pronaći u dokumentu *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ESB, lipanj 2001., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a. Zaključni datum za uključivanje najnovijih informacija u ove projekcije bio je 20. svibnja 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.

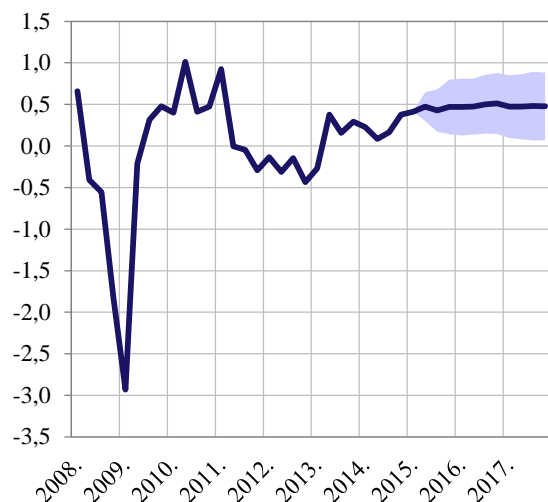
Očekuje se da će se rast realnog BDP-a znatno povećati, s 0,9 % u 2014. na 1,5 % u 2015., 1,9 % u 2016. i 2,0 % u 2017. godini. Nasuprot tome, dinamika potencijalnog rasta proizvodnje u projekcijskom bi razdoblju trebala iznositi otprilike 1 %, jer se očekuje da će doprinos rada i kapitala i dalje biti slab. Stoga se predviđa da će se pred kraj projekcijskog razdoblja znatno smanjiti negativni proizvodni jaz.

Tablica 1. Makroekonomske projekcije¹⁾

(tromjesečni podatci)

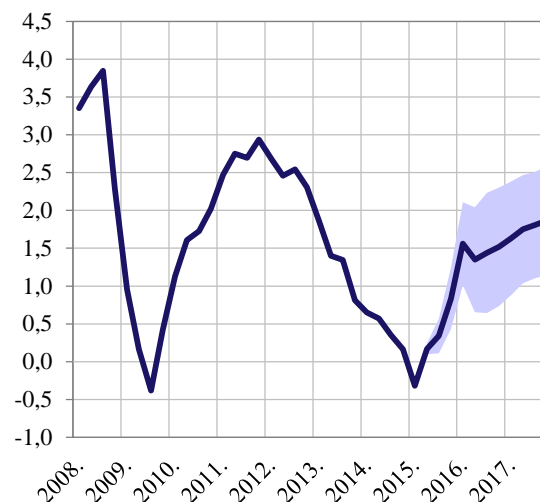
Realni BDP europa²⁾

(postotne promjene u odnosu na prethodno tromjesečje)



HIPC europa²⁾

(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.

Procjenjuje se da je inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) dosegla najnižu razinu u siječnju 2015., a u posljednjih nekoliko mjeseci blago je porasla. Glavni pokretač tog porasta bilo je ublažavanje pritiska na smanjenje inflacije koji dolazi od komponente energije u HIPC-u, koje je posljedica ponovnog povećanja cijena nafte izraženih u američkim dolarima. Pritisci na povećanje inflacije proizašli su, osim toga, iz veće inflacije komponente prehrambenih proizvoda u HIPC-u, kao posljedice povećanja cijena prehrambenih sirovina. Utjecaj tog trenda rasta cijena sirovina pojačan je deprecijacijom eura. Nasuprot tome, inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda u proteklih je nekoliko mjeseci ostala niska i još nije pokazala znakove rasta. Povećanje cjenovnih pritisaka na području inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda zasad je vidljivo samo u ranijim fazama cjenovnog lanca, prije svega u uvoznim cijenama, i još nije utjecalo na domaće proizvođačke cijene.

Predviđa se da će tijekom 2015. inflacija mjerena HIPC-om nastaviti rasti i da će prosječno za cijelu godinu iznositi 0,3 %. Očekuje se da će pozitivni bazni učinci, zajedno s očekivanim porastom cijena nafte koji proizlazi iz tržišta ročnica (vidjeti okvir 2.), prouzročiti sporiji pad inflacije komponente energije u HIPC-u tijekom godine. Ukupna inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda trebala bi se postupno povećavati tijekom 2015. Sve manja neiskorištenost kapaciteta na tržištu rada i u cjelokupnom gospodarstvu trebala bi se pokazati u stabilizaciji plaća i rastu profitnih marža. Nadalje, niži tečaj eura i neizravni učinci pretpostavljenog povećanja cijena energije i neenergetskih sirovina trebali bi pridonijeti ponovnom povećanju inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda.

Predviđa se daljnji porast ukupne inflacije, na 1,5 % u 2016. i 1,8 % u 2017. godini, kao posljedica daljnjeg smanjivanja neiskorištenosti kapaciteta u gospodarstvu i pozitivnih vanjskih cjenovnih

pritisaka. Očekivani porast zauzvrat odražava zaostale učinke tečajnog kanala i uzlaznu putanju krivulje cijena naftnih ročnica. Očekuje se i da će inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda dalje jačati te da će 2017. dosegnuti 1,7 %.

2. REALNO GOSPODARSTVO

U projekcijskom se razdoblju predviđa opći ciklički oporavak gospodarske aktivnosti u europodručju. U prvom tromjesečju 2015. gospodarska je aktivnost zadržala zamah vidljiv krajem prošle godine. Ankete upućuju na kontinuiran ciklički oporavak sredinom 2015. Povoljni izgledi odražavaju prije svega očekivan pozitivni učinak na gospodarsku aktivnost koji proizlazi iz deprecijacije eura od sredine 2014., niskih kamatnih stopa koje su djelomično potaknute programom kupnje vrijednosnih papira i pozitivnih učinaka na dohodak zbog nižih cijena energije.

Očekuje se da će izdatci za osobnu potrošnju ostati jedan od glavnih pokretača oporavka. Kratkoročni izgledi za rast realnog raspoloživog dohotka ostaju povoljni, premda se očekuje da će učinak djelomičnog obrata u trendu pada cijena energije donekle smanjiti njihov zamah. 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 trebali bi poduprijeti osobnu potrošnju i u određenoj mjeri rast neto vrijednosti sektora stanovništva, što će biti odraz i povećanja cijena financijske imovine u 2015. i daljnjih očekivanih poboljšanja na tržištima stambenih nekretnina u razdoblju od 2016. do 2017. Cjelokupno gledajući, prosječni rast godišnje osobne potrošnje trebao bi iznositi 1,7 % tijekom projekcijskog razdoblja.

Očekuje se da će se stopa štednje u sljedećih nekoliko tromjesečja neznatno sniziti, nakon što je prvobitno porasla prateći povećanje realnog dohotka povezanog s cijenama nafte. Nakon toga će zbog suprotnih učinaka u različitim zemljama razina stope štednje uglavnom ostati nepromijenjena tijekom preostalog projekcijskog razdoblja. 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, očekuje se da će u drugim zemljama velika neizvjesnost glede krize državnog duga, kao i velika nezaposlenost i zaduženost, i dalje u određenoj mjeri pridonositi pritiscima na rast štednje.

Očekuje se da će se, nakon osam godina smanjivanja, krajem 2015. okončati pad ulaganja u stambene nekretnine. Međutim, izgledi za ulaganja u stambene nekretnine popravljat će se tek postupno, jer su i dalje u sjeni preostalih slabosti u nekim zemljama. Usprkos tome, ulaganja u stambene nekretnine trebala bi se s vremenom intenzivirati, a podupirat će ih trajni rast realnog raspoloživog dohotka, vrlo niske kamatne stope na hipotekarne kredite i ublažavanje uvjeta financiranja. Rezultat bi trebao biti veći rast kreditiranja stanovništva. Međutim, visoka razina duga stanovništva u nekim zemljama i nepovoljni demografski učinci u drugima vjerojatno će spriječiti jači rast ulaganja u stambene nekretnine.

Poslovna ulaganja postupno će se intenzivirati, potaknuta programom kupnje vrijednosnih papira i cikličkim oporavkom. Tijekom 2015. nastavit će se skroman oporavak poslovnih ulaganja, koji je ometala povećana neizvjesnost proizišla iz krize državnog duga u europodručju, niska profitabilnost, veliki viškovi kapaciteta i ograničena kreditna ponuda u nekim zemljama. Međutim, očekuje se da će se nepovoljan učinak tih činitelja smanjiti tijekom projekcijskog razdoblja. Osim toga, ukupni pritisak razduživanja poduzeća u europodručju trebao bi u projekcijskom razdoblju manje ograničavati poslovna ulaganja nego u prošlosti. Nadalje, predviđa se da će kapitalnu potrošnju poduprijeti jačanje domaće i inozemne potražnje, potreba za osuvremenjivanjem osnovnog kapitala nakon nekoliko godina ograničenih ulaganja, prilagodljiva monetarna politika i rast profitnih marža. Međutim, u usporedbi s prethodnim ciklusima, oporavak poslovnih ulaganja usporavat će preostala neizvjesnost, financijska uska grla i slabiji izgledi za rast potencijalne proizvodnje.

Inozemna potražnja europodručja u zadnje je vrijeme bila slabija no što se očekivalo, kao odraz usporavanja na tržištima u nastajanju. Predviđa se da će se inozemna potražnja umjereno povećavati usporedo s oporavkom svjetske gospodarske aktivnosti (vidjeti okvir 1.) Tijekom projekcijskog razdoblja očekuje se njezino jačanje, ali uz mnogo slabiji zamah nego prije krize, što je odraz i niže razine svjetske gospodarske aktivnosti i manje elastičnosti svjetske trgovine u odnosu na rast. Jačanje inozemne potražnje u europodručju prikrit će neka odstupanja po zemljama europodručja, odražavajući razlike u sektorskim i regionalnim obrascima trgovine te činjenicu da su neke zemlje europodručja pod većim negativnim učinkom od drugih zbog izloženosti Rusiji i regiji Zajednice nezavisnih država kao i zemljama izvoznicama nafte.

Okvir 1.

MEĐUNARODNO OKRUŽJE

Početakom 2015. svjetski se rast usporio, a svjetsko gospodarstvo nastavilo se umjereno ali neujednačeno oporavljati, pri čemu se i dalje primjećuju razlike u kretanjima između razvijenih tržišta i tržišta u nastajanju. Predviđa se da će stopa rasta svjetskog realnog BDP-a (bez europodručja) tijekom projekcijskog razdoblja porasti s 3,4 % u 2015. na malo više od 4 % u razdoblju od 2016. do 2017. Što se tiče činitelja koji bi trebali poduprijeti svjetski rast, očekuje se da će prošlogodišnji pad cijena nafte povoljno utjecati na zemlje koje uvoze naftu. Usprkos pooštavanju monetarne politike koje se očekuje u Sjedinjenim Američkim Državama, prilagodljivi financijski uvjeti u razvijenim gospodarstvima također bi trebali poduprijeti svjetsku potražnju. Nadalje, nepovoljni činitelji koji još od financijske krize ograničavaju rast u nekoliko razvijenih gospodarstava – razduživanje privatnog sektora, fiskalna konsolidacija i oslabljena tržišta rada – smanjuju se i stvaraju osnovu za trajniji oporavak tih gospodarstava. Suprotno tome, izgledi na tržištima u nastajanju pogoršali su se, tako da se usporavanje koje traje zadnjih godina nastavlja. Na nekim tržištima u nastajanju stalne makroekonomske neravnoteže sve više ograničavaju potencijal rasta. Druga gospodarstva u nastajanju prilagođavaju se nižim cijenama sirovina i normalizaciji monetarnih politika koja se očekuje u razvijenim gospodarstvima.

Rast svjetske trgovine zamjetno se usporio početkom 2015., ali njegovo se jačanje očekuje tijekom projekcijskog razdoblja. Predviđa se da će svjetska trgovina (bez europodručja) porasti s 2 % u 2015. na 5 % u 2016. i 2017. godini. Međutim, očekuje se da će elastičnost trgovine u odnosu na gospodarsku aktivnost ostati manja nego u razdoblju prije krize, što je odraz činjenice da se rast svjetskog BDP-a u manjoj mjeri temelji na trgovini.

U usporedbi s projekcijama stručnjaka objavljenim u ožujku, svjetska gospodarska aktivnost revidirana je naniže za 2015. godinu, što odražava slabije kratkoročne izgleda. Inozemna potražnja europodručja također je revidirana naniže, posebno za 2015., zbog očekivanog smanjenja uvoza u nekim od najvećih gospodarstava u nastajanju, posebno Rusiji.

Međunarodno okružje

(godišnje postotne promjene)

	Lipanj 2015.				Ožujak 2015.			Korekcije od ožujka 2015.		
	2014.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.
Svjetski realni BDP (bez europodručja)	3,7	3,4	4,1	4,1	3,8	4,2	4,1	-0,4	-0,1	0,0
Svjetska trgovina (bez europodručja) ¹⁾	2,7	2,0	4,8	5,2	3,9	5,1	5,4	-1,8	-0,3	-0,2
Inozemna potražnja europodručja ²⁾	2,9	2,2	4,6	5,0	3,2	4,7	5,1	-1,0	-0,2	-0,1

Napomena: Korekcije su izračunane na temelju nezaokruženih podataka.

1) Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza.

2) Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja.

Postupno povećanje inozemne potražnje i slabiji tečaj eura trebali bi poduprijeti rast izvoza tijekom projekcijskog razdoblja, pri čemu će se udio na inozemnom tržištu povećavati. Tijekom projekcijskog razdoblja očekuje se postupno ubrzanje rasta uvoza iz država izvan europodručja, kao odraz

jačanja ukupne potražnje u europodručju. Višak na tekućem računu trebao bi se donekle smanjiti i dosegnuti 2,0 % BDP-a 2017.

Očekuje se da će se uvjeti na tržištu rada u europodručju tijekom projekcijskog razdoblja i dalje poboljšavati. Tijekom 2014. nastavio se oporavak zaposlenosti, koji se intenzivirao u prvom tromjesečju 2015. Taj trenutačni oporavak i dalje je snažniji no što se moglo pretpostaviti s obzirom na elastičnost zaposlenosti u odnosu na cjelokupnu gospodarsku aktivnost u prošlosti, što je vjerojatno rezultat poticajnog učinka obuzdavanja rasta plaća i nedavnih reforma na tržištu rada. Procjenjuje se da će se broj zaposlenih tijekom projekcijskog razdoblja i dalje znatno povećavati, što je prije svega posljedica gospodarskog oporavka i, u nekim zemljama, fiskalnih poticaja i prethodnih reforma na tržištu rada. Predviđa se da će broj odrađenih sati po osobi donekle narasti, ali 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 nepovoljnih demografskih činitelja u drugima.

Okvir 2.

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

U usporedbi s projekcijama iz ožujka, promjene tehničkih pretpostavka obuhvaćaju znatno više cijene nafte izražene u američkim dolarima, deprecijaciju eura i neznatno više dugoročne kamatne stope u europodručju.

Tehničke pretpostavke u vezi s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima, sa zaključnim datumom 12. svibnja 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 biti 0,0 % u 2015. i 2016. te 0,2 % u 2017. godini. Tržišna očekivanja u vezi s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 1,3 % u 2015., 1,7 % u 2016. i 1,9 % u 2017.¹ 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. svibnja, pretpostavlja se da će cijena sirove nafte Brent, koja je u 2014. iznosila 98,9 USD, pasti na 63,8 USD u 2015., a potom narasti na 71,0 USD u 2016. i 73,1 USD u 2017. Pretpostavlja se da će se cijene neenergetskih sirovina izražene u američkim dolarima u 2015. znatno smanjiti, a u 2016. i 2017. povećati.² 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. svibnja. To podrazumijeva tečaj američkog dolara prema euru od 1,12 tijekom projekcijskog razdoblja.

Tehničke pretpostavke

	Lipanj 2015.				Ožujak 2015.			Korekcije od ožujka 2015. ¹⁾		
	2014.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	2,0	1,3	1,7	1,9	1,2	1,4	1,6	0,1	0,3	0,3
Cijena nafte (u američkim dolarima, po barelu)	98,9	63,8	71,0	73,1	58,5	66,8	70,7	9,0	6,3	3,4
Cijene neenergetskih sirovina, u američkim dolarima (godišnja postotna promjena)	-6,2	-13,6	2,9	4,9	-11,0	2,6	4,8	-2,6	0,3	0,0
Tečaj USD/EUR	1,33	1,12	1,12	1,12	1,14	1,13	1,13	-1,8	-1,5	-1,5
Nominalni efektivni tečaj eura (EER19) (godišnja postotna promjena)	0,6	-9,5	-0,2	0,0	-7,9	-0,2	0,0	-1,6	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 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 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 neenergetskih sirovina slijediti cijene ročnica do drugog tromjesečja 2016. i da će se potom razvijati u skladu sa svjetskom gospodarskom aktivnošću. Cijene na poljoprivrednom gospodarstvu u EU-u (u eurima), koje se koriste za prognoziranje potrošačkih cijena prehrambenih proizvoda, projicirane su pomoću ekonometrijskog modela kojim se uzimaju u obzir kretanja međunarodnih cijena prehrambenih sirovina.

Očekuje se da će se stopa nezaposlenosti smanjiti, ali će i dalje ostati na povišenoj razini u odnosu na povijesne vrijednosti. Broj nezaposlenih trebao bi se smanjiti za otprilike 2,8 milijuna tijekom projekcijskog razdoblja i doseći najnižu razinu od sredine 2009., što će i dalje biti otprilike 4,5 milijuna više od najniže vrijednosti iz razdoblja prije krize. To smanjenje rezultat je rasta zaposlenosti, koji je u određenoj mjeri neutraliziran učinkom rasta radne snage, premda u mnogo manjoj mjeri nego u prošlosti. Stoga se očekuje da će se stopa nezaposlenosti u projekcijskom razdoblju zamjetno smanjiti i da će u 2017. dosegnuti 10,0 %.

U usporedbi s prethodnim projekcijama, izgledi za rast ostaju uglavnom nepromijenjeni. Samo u 2017. rast realnog BDP-a neznatno je revidiran naniže zbog slabijeg rasta privatnih ulaganja.

3. CIJENE I TROŠKOVI

Predviđa se da će inflacija mjerena HIPC-om 2015. prosječno iznositi 0,3 % te da će se povećati na 1,5 % u 2016. i na 1,8 % u 2017. Tijekom 2015. očekuje se njezino povećanje jer će porastu inflacije osim njezine energetske komponente – zbog pozitivnih baznih učinaka i pretpostavke, koja proizlazi iz tržišta ročnica, da će cijene nafte porasti – pridonijeti i deprecijacija eura od sredine 2014., pretpostavljen porast cijena neenergetskih sirovina i povećanje domaćih cjenovnih pritisaka zbog gospodarskog oporavka. Ukupna inflacija trebala bi nastaviti rasti tijekom 2016. i 2017., jer će se domaći cjenovni pritisci pojačavati zbog postojanog smanjivanja proizvodnog jaza i jer se očekuju stalni pritisci na povećanje cijena iz vanjskog okružja, posebno zbog zaostalih učinaka deprecijacije eura.

Cijene sirovina i tečajna kretanja važni su pokretači rasta inflacije. Pad cijena energije i neenergetskih sirovina tijekom većeg dijela posljednje dvije godine, kao i aprecijacija eura u razdoblju do početka 2014., stvarali su znatan pritisak na smanjenje inflacije mjerene HIPC-om i u velikoj su mjeri odgovorni za nagli pad inflacije na vrlo niske razine u nedavnoj prošlosti. Očekuje se da će preokret u kretanjima vanjskih cijena, od trenda snižavanja prema trendu povećavanja, podupirati rast inflacije do 2017. godine. Pritisci na povećanje cijena trebali bi potjecati od pretpostavljenog rasta cijena energije i neenergetskih sirovina, na što upućuju krivulje ročnica, tijekom projekcijskog razdoblja. Deprecijacija eura od sredine 2014. također će pridonijeti rastućem trendu inflacije, a s obzirom na znatne zaostale učinke tečajnih kretanja na inflaciju očekuje se da će nedavni trendovi povećanja vanjskih cijena pridonijeti ponovnom rastu inflacije do kraja projekcijskog razdoblja. Predviđa se, međutim, da će učinak depreciacije eura na rast inflacije biti manji nego u prošlim epizodama na temelju zaključaka iz nekih studija prema kojima se prijenos učinka tečaja na inflaciju u europodručju tijekom vremena smanjuje.

Očekuje se da će poboljšani uvjeti na tržištu rada dovesti do snažnijeg rasta plaća. Predviđa se da će trajni rast zaposlenosti i smanjenje stope nezaposlenosti poduprijeti postupno povećanje stope rasta naknade po zaposlenom, s 1,5 % u 2014. na 2,3 % u 2017.

Povećanje rasta plaća usporavaju brojni činitelji. To su, među ostalim, preostali stupanj neiskorištenosti kapaciteta na tržištu rada i kontinuirana prilagodba cjenovne konkurentnosti u pojedinim zemljama europodručja. Osim toga, strukturne reforme tržišta rada usmjerene na poticanje rasta zaposlenosti, koje su se provodile u nekim zemljama europodručja u razdoblju krize, vjerojatno će usporiti ponovno povećanje rasta plaća tijekom sadašnjeg oporavka. Očekuje se da će dinamika povećanja plaća biti umjerena, dok će drugi krug učinaka proteklog pada cijena nafte na smanjenje plaća biti ograničen. To je odraz činjenice da se sustavi automatske indeksacije plaća uglavnom primjenjuju kod povećavanja plaća i da su, osim toga, sheme te vrste u nekim državama u kojima se upotrebljavaju privremeno obustavljene ili ograničene.

Predviđa se da će se rast jediničnih troškova rada samo neznatno povećati tijekom gospodarskog oporavka. Cjenovni pritisci koji proizlaze iz porasta cijena bit će djelomično neutralizirani cikličkim ubrzanjem produktivnosti do 2017. godine. Očekuje se da će se rast jediničnih troškova rada povećati na 1,3 % u 2017. godini.

Tablica 1. Makroekonomske projekcije za europodručje¹⁾

(godišnje postotne promjene)

	Lipanj 2015.				Ožujak 2015.			Korekcije od ožujka 2015. ²⁾		
	2014.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.
Realni BDP ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
		[1,2–1,8] ^{4) 5)}	[0,8–3,0] ^{4) 5)}	[0,7–3,3] ^{4) 5)}	[1,1–1,9] ⁴⁾	[0,8–3,0] ⁴⁾	[0,9–3,3] ⁴⁾			
Osobna potrošnja	1,0	1,9	1,6	1,6	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Državna potrošnja	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,8	-0,3	0,2	0,0
Bruto investicije u dugotrajnu imovinu	1,2	1,9	3,5	3,9	1,7	4,1	4,6	0,1	-0,6	-0,7
Izvoz ⁶⁾	3,8	4,2	5,4	5,6	4,1	5,1	5,5	0,1	0,2	0,1
Uvoz ⁶⁾	4,1	4,8	5,8	5,9	4,3	5,5	5,8	0,5	0,3	0,1
Zaposlenost	0,6	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Stopa nezaposlenosti (postotak radne snage)	11,6	11,1	10,6	10,0	11,1	10,5	9,9	0,0	0,1	0,0
HIPC	0,4	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2–0,4] ⁴⁾	[0,9–2,1] ⁴⁾	[1,0–2,6] ⁴⁾	[-0,3–0,3] ⁴⁾	[0,8–2,2] ⁴⁾	[1,0–2,6] ⁴⁾			
HIPC bez energije	0,7	0,9	1,4	1,7	0,8	1,4	1,8	0,0	-0,1	0,0
HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda	0,8	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0
HIPC bez energije, prehrambenih proizvoda i promjena neizravnih poreza ⁷⁾	0,7	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,1	0,0
Jedinični troškovi rada	1,2	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	-0,3	-0,3	0,1
Naknada po zaposlenom	1,5	1,4	1,7	2,3	1,7	2,0	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Proizvodnost rada	0,3	0,6	1,0	1,0	0,6	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1
Saldo proračuna opće države (postotak BDP-a)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	0,2	0,1	0,1
Strukturni proračunski saldo (postotak BDP-a) ⁸⁾	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1	0,3
Bruto dug opće države (postotak BDP-a)	92,0	91,5	90,2	88,4	91,4	89,8	87,9	0,1	0,4	0,6
Saldo tekućeg računa (postotak BDP-a)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,7	2,5	2,4	-0,6	-0,4	-0,4

1) Podatci se odnose na europodručje, uključujući Litvu, izuzev podataka o HIPC-u za 2014. Prosječne godišnje postotne promjene HIPC-a za 2015. temelje 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) Rasponi projekcija stručnjaka Eurosustava glede rasta realnog BDP-a 2015., 2016. i 2017. objavljeni 3. lipnja 2015. naknadno su ispravljani.

6) Uključujući trgovinu unutar europodručja.

7) 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.

8) 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.

Predviđa se rast profitnih marža uz nastavak oporavka. Nakon razdoblja slabosti posljednjih godina očekuje se ponovni oporavak profitnih marža u projekcijskom razdoblju zbog veće proizvodnosti i jače gospodarske aktivnosti, što će poduprijeti moć poduzeća da određuju cijene. Međutim, očekuje se da će reforme na tržištu proizvoda provedene tijekom krize i dalje usporavati rast profitnih marža u razdoblju

gospodarskog uspona. Jačanje natjecanja na svjetskim i domaćim tržištima proizvoda također bi moglo odgoditi ili smanjiti ciklički rast profitnih marža u odnosu na povijesne pravilnosti.

U usporedbi s projekcijama objavljenim u ožujku projekcija inflacije mjerene HIPC-om revidirana je naviše za 2015. i uglavnom je nepromijenjena za 2016. i 2017. Revizija naviše za 2015. odraz je učinka povećanja inflacije zbog nedavnog ponovnog rasta cijena nafte u eurima u usporedbi s prethodnim projekcijama.

4. FISKALNI IZGLEDI

Očekuje se da će stajalište fiskalne politike, mjereno promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda, tijekom projekcijskog razdoblja biti uglavnom neutralno. To je odraz umjerenog rasta državne potrošnje u odnosu na trendni rast nominalnog BDP-a, što bi, općenito gledano, trebalo biti neutralizirano smanjenjem poreza u nekim državama. Pozitivan učinak automatskih fiskalnih stabilizatora na domaću potražnju smanjivat će se kako se gospodarstvo bude oporavljalo.²

Predviđa se da će se omjer državnog deficita i BDP-a i omjer državnog duga i BDP-a tijekom projekcijskog razdoblja smanjivati. Smanjenje omjera deficita opće države i BDP-a u potpunosti je posljedica cikličkog poboljšanja gospodarstva europodručja i smanjenja kamatnih troškova. Nasuprot tome, strukturni primarni proračunski saldo trebao bi ostati uglavnom nepromijenjen tijekom projekcijskog razdoblja, odražavajući uglavnom neutralnu fiskalnu politiku. Pretpostavlja se da je omjer duga opće države i BDP-a dosegnuo najvišu razinu u 2014. i da će se tijekom projekcijskog razdoblja smanjivati poduprt sve boljim proračunskim saldonom, jačanjem gospodarskog rasta i niskim kamatnim stopama.

U usporedbi s projekcijama objavljenim u ožujku, kretanje proračunskog salda opće države malo je povoljnije, dok su se izgledi u vezi s javnim dugom donekle pogoršali. Malo poboljšanje salda opće države uglavnom je posljedica daljnjeg smanjivanja troškova zaduživanja država. Predviđeni omjer državnog duga i BDP-a revidiran je naviše uglavnom zbog nižeg nominalnog BDP-a u nazivniku.

Okvir 3.

ANALIZE OSJETLJIVOSTI

Projekcije se uvelike oslanjaju na tehničke pretpostavke u vezi s razvojem određenih ključnih varijabla. Budući da neke od tih varijabla mogu imati velik utjecaj na projekcije za europodručje, osjetljivost tih projekcija u odnosu na drugačija kretanja temeljnih pretpostavki 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 cijena nafte pokazuju nešto više cijene nafte 2017. Tehničke pretpostavke temelje se na predviđenom povećanju cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja (vidjeti okvir 2.). To kretanje u skladu je s oporavkom svjetske potražnje za naftom kako se svjetska gospodarska aktivnost bude intenzivirala i s neznatnim smanjenjem ponude nafte zbog nedovoljnih ulaganja i smanjenih kapaciteta za proizvodnju nafte u nekim državama proizvođačicama nafte. Stručnjaci Eurosustava služe se nizom alternativnih modela u predviđanju cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja. To su, među ostalim: (i) model ročnica „prilagođenih za rizik“, statistički model koji ispravlja prognostičku pogrešku iz ročnica

² Fiskalne pretpostavke odraz su informacija iz proračunskih zakona za 2015. kao i nacionalnih srednjoročnih proračunskih planova i ažuriranih programa stabilnosti koji su bili dostupni 20. svibnja 2015. One uključuju sve mjere fiskalne politike koje su nacionalni parlamenti već odobrili odnosno koje su vlade dovoljno detaljno razradile i koje će vjerojatno biti prihvaćene u zakonodavnom postupku.

prilagodбом premije za rizik ovisne o vremenu i povezane s gospodarskom aktivnošću SAD-a; (ii) bajesovski VAR (BVAR) model, empirijski model koji se temelji na podacima koji se odnose na temeljne činitelje povezane s naftom (proizvodnja i zalihe nafte) i na svjetskoj gospodarskoj aktivnosti i (iii) dinamički stohastički model opće ravnoteže (DSGE), teorijski model koji obuhvaća dugoročna kretanja na tržištu nafte.¹ Neponderirani prosjek predviđenih cijena nafte na temelju ta tri modela, zajedno s cijenama nafte koje proizlaze iz tržišta ročnica i predviđene su osnovnim projekcijama, trenutačno upućuje na nešto niže cijene nafte u 2015. i 2016. nego što je predviđeno u osnovnim projekcijama. Međutim, ta kombinacija modela za 2017. upućuje na nešto snažniji porast cijena nafte, koji je u skladu sa smanjenjem kapaciteta za proizvodnju nafte u nekim državama. To alternativno kretanje ima veoma ograničen utjecaj na rast realnog BDP-a i inflaciju 2015. i 2016. te upućuje na neznatno slabiji rast 2017. i nešto višu inflaciju mjerenu HIPC-om (+0,1 postotni bod).

2) Alternativno kretanje tečaja

Moguća je daljnja deprecijacija eura zbog očekivanja različitih monetarnih politika u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama. Takav scenarij podrazumijeva dulje razdoblje niskih kamatnih stopa u europodručju i bržu normalizaciju monetarne politike u smjeru povećanja kamatnih stopa u Sjedinjenim Američkim Državama. Alternativno kretanje eura, koje bi podrazumijevalo daljnju deprecijaciju, proizlazi iz 25. percentila vjerojatnosti distribucije tečaja eura i američkog dolara proizašle iz gustoća neutralnih na rizik koje su implicirane u opcijama na dan 12. svibnja 2015. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu deprecijaciju eura prema američkom dolaru na tečaj od 1,03 u 2017., što je 8,2 % niže od pretpostavke iz osnovne projekcije za tu godinu. Odgovarajuće pretpostavke za nominalni efektivni tečaj eura odražavaju povijesne pravilnosti, dok promjene u tečaju EUR/USD odražavaju promjene u efektivnom tečaju s elastičnošću od oko 52 %. To dovodi do postupnog povećavanja negativne razlike efektivnog tečaja eura u odnosu na osnovnu projekciju, tako da bi 2017. bio 4,3 % niži od osnovne projekcije. U tom scenariju rezultati više makroekonomskih modela stručnjaka Eurosustava upućuju na veći rast realnog BDP-a, za od 0,1 do 0,3 postotna boda, i veću inflaciju mjerenu HIPC-om, za od 0,1 do 0,4 postotna boda, u 2015., 2016. i 2017.

1 Više informacija sadržava Manescu, C. i Van Robays, I., *Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance*, Working Paper Series, br. 1735, ESB, 2014.

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, 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 slična je središnjim projekcijama iz projekcija stručnjaka Eurosustava iz lipnja i u potpunosti je unutar raspona tih projekcija (u tablici u zagradama).

Usporedba prognoza za realni rast 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 Eurosustava	lipanj 2015.	1,5	1,9	2,0	0,3	1,5	1,8
		[1,2-1,8] ¹⁾	[0,8-3,0] ¹⁾	[0,7-3,3] ¹⁾	[0,2-0,4]	[0,9-2,1]	[1,0-2,6]
Europska komisija	svibanj 2015.	1,5	1,9	–	0,1	1,5	–
Euro Zone Barometer	svibanj 2015.	1,5	1,9	1,6	0,1	1,2	1,6
Consensus Economics Forecasts	svibanj 2015.	1,5	1,8	1,6	0,1	1,2	1,5
Survey of Professional Forecasters	svibanj 2015.	1,4	1,7	1,8	0,1	1,2	1,6
MMF	travanj 2015.	1,5	1,6	–	0,1	1,0	–

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

Napomene: 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.

1) Rasponi projekcija stručnjaka Eurosustava glede rasta realnog BDP-a 2015., 2016. i 2017. objavljeni 3. lipnja 2015. naknadno su ispravljani.

© 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.