



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE STRUČNJAKA ESB-a ZA EUROPODRUČJE, OŽUJAK 2015.¹

1. IZGLEDI ZA EUROPODRUČJE: PREGLED I KLJUČNE ZNAČAJKE

U drugoj polovini 2014. gospodarski je oporavak postupno rastao, a predviđa se da će u predstojećem razdoblju nekoliko činitelja pridonijeti jačanju gospodarske aktivnosti u europodručju. Prvo, nagli pad cijena nafte dovest će do znatnog povećanja realnog raspoloživog dohotka i očekuje se da će stanovništvo potrošiti velik dio dobitka koji proizlazi iz toga. Drugo, tijekom projekcijskog razdoblja gospodarsku će aktivnost europodručja sve više podupirati postupno jačanje inozemne potražnje i učinak deprecijacije eura.

Također se očekuje da će mjere monetarne politike koje je nedavno donijelo Upravno vijeće znatno poduprijeti gospodarsku aktivnost u kratkoročnom i dugoročnom razdoblju. Očekuje se da će prilagodljiva monetarna politika, a posebno prošireni program kupnje vrijednosnih papira ESB-a, povoljno utjecati na domaću potražnju i osobito na investicije u dugotrajnu imovinu. Predviđa se da će nedavne nestandardne mjere monetarne politike poduprijeti domaću potražnju kao rezultat njihova utjecaja na kamatne stope, tečaj eura i cijene vlasničkih vrijednosnih papira, kao i putem drugih važnih financijskih kanala (vidjeti okvir 1.).

Očekuje se da će drugi domaći činitelji poduprijeti gospodarsku aktivnost u projekcijskom razdoblju. Na domaću potražnju trebalo bi povoljno djelovati djelomično ublažavanje uvjeta kreditne ponude, na što upućuju rezultati nedavne ankete o kreditnoj aktivnosti banaka koji pokazuju neto ublažavanje standarda odobravanja kredita. Također se smanjio negativan utjecaj potrebe za razduživanjem poduzeća na poslovna ulaganja. Osim toga, očekuje se da će tijekom projekcijskog razdoblja fiskalna politika ostati neutralna.

Međutim, negativan učinak brojnih drugih činitelja vjerojatno će se tek postupno smanjivati. Za razliku od sektora poduzeća, u sektorima stanovništva i opće države još nije došlo do znatnog preokreta u koeficijentima zaduženosti. Povrh toga, kretanja na tržištu rada – premda se općenito poboljšavaju – i dalje će ostati u sjeni visokih stopa nezaposlenosti, osobito u nekim zemljama s poteškoćama. Nadalje, investicijsku će potrošnju i dalje ograničavati poteškoće povezane s dugoročnim potencijalom rasta i preostalim velikim viškovima kapaciteta u mnogim zemljama.

Očekuje se da će se rast realnog BDP-a povećati s 0,9 % u 2014. na 1,5 % u 2015., 1,9 % u 2016. i 2,1 % u 2017. godini. Nasuprot tome, procjenjuje se da će dinamika potencijalne proizvodnje ostati prilično umjerena, jer je doprinos rada i kapitala i dalje slab zbog velike strukturne nezaposlenosti i kao posljedica dugotrajne faze slabih ulaganja. To znači da će se procijenjeni negativni proizvodni jaz smanjivati tijekom projekcijskog razdoblja.

¹ Upravno vijeće služi se makroekonomskim procjenama stručnjaka ESB-a pri ocjeni gospodarskih kretanja i rizika za stabilnost cijena. Više informacija o korištenim postupcima i tehnikama možete pronaći u dokumentu *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ESB, lipanj 2001., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a. Zaključni datum za uključivanje najnovijih informacija u ove projekcije bio je 20. veljače 2015.

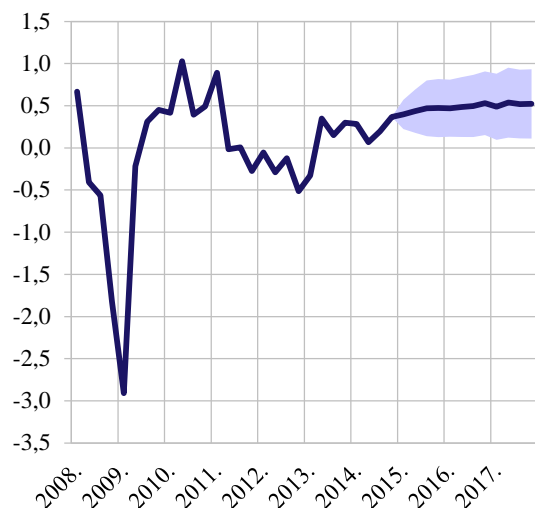
Ove makroekonomske projekcije obuhvaćaju razdoblje od 2015. do 2017. godine. Projekcije za tako dugo razdoblje vrlo su neizvjesne, što treba imati na umu prilikom njihova tumačenja. Vidjeti članak *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* u Mjesečnom biltenu ESB-a iz svibnja 2013.

Tablica 1. Makroekonomske projekcije¹⁾

(tromjesečni podatci)

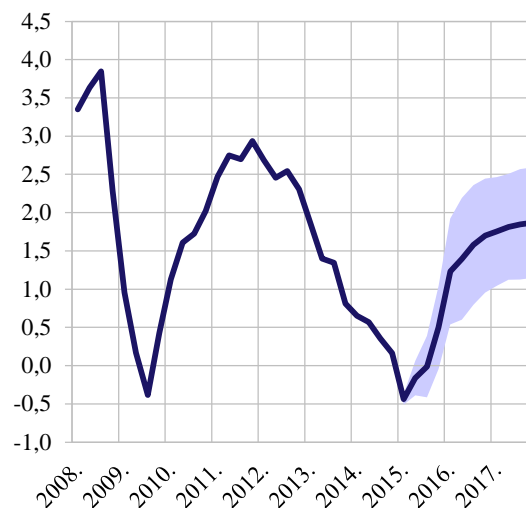
Realni BDP europa područja²⁾

(postotne promjene u odnosu na prethodno tromjesečje)



HIPC europa područja

(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 izračunati, 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 harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) posljednjih je mjeseci zabilježila negativne stope, što je uglavnom odraz pada cijena nafte. Niži tečaj eura proizveo je samo neznatan protuučinak velikom padu cijena nafte izraženih u američkim dolarima. Inflacija mjerena drugim komponentama HIPC-a također se blago smanjila posljednjih mjeseci.

Predviđa se da će inflacija mjerena HIPC-om 2015. prosječno biti na nuli, ali će se povećati na 1,5 % u 2016. i na 1,8 % u 2017. Niska stopa inflacije mjerene HIPC-om u 2015. posljedica je snažnog negativnog doprinosa inflacije cijena energije mjerene HIPC-om. Međutim, predviđa se da će se pritisci na smanjenje cijena koje cijene energije vrše na ukupnu inflaciju smanjiti krajem 2015. jer će se prethodna smanjenja cijena energije postupno prestati uvrštavati u izračun godišnje stope promjene, a i pretpostavlja se da će cijene nafte tijekom projekcijskog razdoblja rasti u skladu s uzlaznom putanjom krivulje cijena naftnih ročnica. Kao rezultat tih činitelja, predviđa se da će cijene energije pozitivno utjecati na ukupnu inflaciju u 2016. i 2017. godini.

Predviđa se da će se promjena stope inflacije u razdoblju od 2015. do 2016. vjerojatno pretežito objašnjavati preokretom u cijenama energije, predviđa se da će se i inflacija mjerena HIPC-om bez energije povećati usporedo s oporavkom gospodarstva. To se može objasniti očekivanim znatnim smanjenjem negativnog proizvodnog jaza koji će se odraziti na veći rast i profitnih marža i naknada po zaposlenome. Osim toga, očekuje se i da će rast cijena neenergetskih sirovina, neizravni učinci rasta cijena nafte i zaostali učinci slabijeg tečaja eura pridonijeti povećanju inflacije mjerene HIPC-om bez energije.

UKLJUČIVANJE NAJNOVIJIH NESTANDARDNIH MJERA MONETARNE POLITIKE U PROJEKCIJE

Od zaključnog datuma projekcija objavljenih u prosincu 2014. nastupila su dva nova događaja u vezi s nestandardnim mjerama ESB-a. Prvi je bio raspodjela približno 130 milijarda eura u drugoj ciljanoj operaciji dugoročnijeg refinanciranja 11. prosinca 2014., tako da je u prva dva natječaja, u kojima su banke imale pravo na početni dopušteni iznos zaduženja, dodijeljeno ukupno 212 milijarda eura. Planira se još šest ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja. Druga je novina bila odluka Upravnog vijeća od 22. siječnja 2015. o pokretanju programa kupnje vrijednosnih papira koji obuhvaća i postojeće programe kupnje vrijednosnih papira osiguranih imovinom i pokrivenih obveznica. Zbirni mjesečni iznos kupnje bit će 60 milijarda eura. Plan je provoditi te operacije do kraja rujna 2016., a u svakom slučaju sve dok ne dođe do postojane prilagodbe inflacijskih kretanja u skladu s ciljem Upravnog vijeća da se dosegne razina stopa inflacije ispod, ali blizu 2 % u srednjoročnom razdoblju.

Ta dva nova razvoja događaja potaknula su na ponovno razmatranje općeg pristupa koji se primjenjivao u prošlim projekcijama kako bi se uzeo u obzir učinak nestandardnih mjera monetarne politike na makroekonomske izgled. U prošlosti je taj pristup bio utemeljen na uvrštavanju makroekonomskog učinka nestandardnih mjera monetarne politike samo u onom opsegu u kojem su one već utjecale na tržišno utemeljene tehničke financijske pretpostavke (vidjeti okvir 3. za detaljnije informacije) koje su izvedene pomoću standardnog okvira modeliranja koji se upotrebljavao u projekcijama na zaključni datum. Taj pristup podrazumijeva rizik zanemarivanja transmisijskih kanala koje standardni okvir modeliranja ne obuhvaća u potpunosti, ali je ocijenjen kao primjeren zbog neizvjesnosti glede iznosa likvidnosti središnje banke koji nastaje kao posljedica nestandardnih mjera monetarne politike. Međutim, s obzirom na nedavna kretanja u monetarnoj politici, trenutačno ima više informacija o vjerojatnom iznosu likvidnosti središnje banke koji je nastao kao posljedica tih mjera. To omogućuje precizniju procjenu učinka navedenih mjera na makroekonomske izgled.

Pristup koji se primjenjivao u prethodnim projekcijama stoga je dopunjen na način da je u ove projekcije uključen dodatni učinak navedenih mjera putem financijskih transmisijskih kanala kao što su kanal ravnoteženja portfelja, određeni kanali očekivanja i povratna djelovanja između financijskog sektora i realnog gospodarstva. Standardni okvir modeliranja koji se upotrebljava u projekcijama uglavnom ne obuhvaća te kanale. Učinak dodatnih financijskih transmisijskih kanala na makroekonomske izgled kalibriran je na temelju ekonometrijskih alata koji eksplicitno modeliraju te kanale. Kao rezultat, projekcije iz ožujka 2015. obuhvaćaju opsežniju procjenu učinka nestandardnih mjera monetarne politike na makroekonomske izgled.

2. REALNO GOSPODARSTVO

Očekuje se da će rast izdataka za osobnu potrošnju ostati jedan od glavnih pokretača jačanja gospodarske aktivnosti. Osobna se potrošnja intenzivirala tijekom 2014., čemu je pridonio rast realnog raspoloživog dohotka zbog povećanja dohodaka od plaća i drugih dohodaka kao i zbog pada cijena energije. Ti bi činitelji trebali potaknuti i rast realnog raspoloživog dohotka u kratkoročnom razdoblju. Osim toga, očekuje se da će dohodak od plaća narasti u uvjetima povećanog rasta zaposlenosti i plaća, a povećanje drugih osobnih dohodaka također se očekuje usporedo s cjelokupnim oporavkom gospodarstva. Rast neto vrijednosti sektora stanovništva – koji odražava i povećanje cijena financijske imovine u 2015. i daljnja poboljšanja na tržištima stambenih nekretnina u razdoblju od 2016. do 2017. – kao i niski troškovi financiranja i blaži uvjeti financiranja kojima je znatno pridonio program kupnje vrijednosnih papira, zajedno s povećanom dinamikom kreditiranja stanovništva, također bi trebali poduprijeti osobnu potrošnju. Sve u svemu, predviđa se da će prosječni rast godišnje osobne potrošnje tijekom projekcijskog razdoblja iznositi 1,7 %.

Očekuje se da će se stopa štednje kretati po konveksnoj krivulji. Predviđa se početno povećanje stope štednje u 2015., nakon čega će uslijediti pad. To će prije svega biti odraz činjenice da će se velik dio ostvarenih dobitaka od nižih cijena nafte u početku štedjeti. Osim tog privremenog činitelja, suprotni učinci podrazumijevaju uglavnom nepromijenjenu razinu prosječne stope štednje. S jedne strane, vrlo

niski prinosi često odvrću od štednje, a povećano povjerenje potrošača, u spoju s postupnim smanjenjem nezaposlenosti, moglo bi oslabiti štednju iz opreza. Osim toga, stanovništvo bi se moglo sve više upuštati u velike kupnje koje su prethodno odlagali, zbog čega bi se stopa štednje smanjila. S druge strane, predviđa se da će daljnji pritisci na razduživanje u okolnostima uglavnom nepromijenjenih udjela duga stanovništva u nominalnom raspoloživom dohotku i dalje u određenoj mjeri pridonositi pritiscima na rast štednje.

Izgledi za ulaganja u stambene nekretnine vjerojatno će se postupno popravljati. Od 2015. godine očekuje se umjeren oporavak koji će podupirati vrlo niske kamatne stope na hipotekarne kredite u većini zemalja, blaži uvjeti financiranja koji su znatno potaknuti programom kupnje vrijednosnih papira, snažnije kreditiranje stanovništva i povećan rast raspoloživog dohotka. Budući da se u nekim zemljama smanjuje potreba za prilagodbom na tržištima stambenih nekretnina, ulaganja u stambene nekretnine trebala bi se intenzivirati. Predviđanje postupnog oporavka ulaganja u stambene nekretnine vrijedi za većinu zemalja, premda će tempo oporavka u nekim zemljama biti usporen zbog visokih razina duga stanovništva. Međutim, očekuje se da će pred kraj projekcijskog razdoblja nepovoljni demografski učinci početi prigušivati aktivnosti povezane sa stambenim nekretninama u nekim zemljama.

Intenzivirat će se oporavak poslovnih investicija. Tijekom 2014. nastavio se skroman oporavak poslovnih investicija, koji su usporavali veliki viškovi kapaciteta i preostala ograničenja ponude kredita u nekim zemljama. S obzirom da nepovoljan utjecaj tih činitelja slabi, očekuje se da će se kapitalna potrošnja povećati kao rezultat jačanja domaće i inozemne potražnje, potrebe za osuvremenjivanjem osnovnog kapitala nakon nekoliko godina ograničenih ulaganja, prilagodljive monetarne politike koju podupiru nedavne nestandardne mjere monetarne politike, a posebno program kupnje vrijednosnih papira, te kao rezultat rasta profitnih marži. Osim toga, ukupni pritisak na razduživanje poduzeća u europodručju ublažio se u 2014. i u projekcijskom bi razdoblju trebao manje ograničavati poslovne investicije nego u prošlosti. Razina duga poduzeća u nekim je zemljama ipak i dalje visoka, što sprječava još jače ubrzanje poslovnih investicija.

Predviđa se da će se inozemna potražnja europodručja umjereno povećavati usporedo s oporavkom svjetske gospodarske aktivnosti (vidjeti okvir 2.), potičući jačanje izvoza u države izvan europodručja. Očekuje se da će inozemna potražnja ojačati tijekom projekcijskog razdoblja, ali u različitoj mjeri u različitim zemljama, jer su neke zemlje europodručja pod većim negativnim učinkom izloženosti Rusiji i regiji Zajednice nezavisnih država. Istodobno se očekuje da će se tržišni udjeli izvoza ponešto povećati zbog jačanja konkurentnosti. Uvoz iz država izvan europodručja postupno će rasti, kao posljedica jačanja ukupne potražnje u europodručju. Predviđa se da će neto izvoz dati povoljan, iako umjeren doprinos rasti realnog BDP-a. S obzirom na djelomično pogoršanje trgovinske bilance, višak na tekućem računu vjerojatno će se donekle smanjiti, tako da će u 2017. pasti na 2,4 % BDP-a.

Okvir 2.

MEĐUNARODNO OKRUŽJE

Svjetsko gospodarstvo i dalje se postupno oporavlja. Očekuje se da će stopa rasta svjetskog realnog BDP-a (bez europodručja) tijekom projekcijskog razdoblja porasti s 3,6 % u 2014. na 3,8 % u 2015. i na malo više od 4 % u razdoblju od 2016. do 2017. Globalni pokazatelji i dostupni podatci o državama upućuju na usporavanje rasta krajem 2014., iako se očekuje da će gospodarska aktivnost ostati relativno snažna.

U predstojećem bi se razdoblju trebao nastaviti oporavak svjetske gospodarske aktivnosti. Globalne izgledе oblikuju brojni poticajni činitelji, uključujući (i) znatno smanjenje cijena nafte, koje je uglavnom prouzročeno činiteljima na strani ponude i koje bi trebalo imati ukupan pozitivan učinak na svjetsku gospodarsku aktivnost i (ii) nastavak trajnog oporavka i dobre izgledе u Sjedinjenim Američkim Državama. Ipak postoje i neki negativni činitelji, kao što su (i) nepovoljni utjecaji dvostrukog šoka ekonomskih sankcija i pada cijena nafte na rusko gospodarstvo, (ii) oštri pomaci u deviznim tečajevima, djelomično zbog sve većih razlika u monetarnim politikama i (iii) razočaravajuća razina rasta u nekim zemljama s tržištima u nastajanju, što je dovelo do revizija naniže njihova potencijalnog rasta.

Oporavak na svjetskoj razini, kao odraz činitelja koji oblikuju globalne izgleda, obilježavaju nejednaka kretanja i među razvijenim tržištima i među tržištima u nastajanju. Razvijena gospodarstva i dalje će imati koristi od slabljenja nepovoljnih činitelja kao što su smanjenje razduživanja, umjerenije fiskalno iscrpljivanje i poboljšanje uvjeta na tržištima rada, dok neriješene strukturne poteškoće i pooštavanje financijskih uvjeta i dalje sputavaju rast gospodarstava s tržištima u nastajanju.

Svjetska se trgovina u drugoj polovini 2014. intenzivirala nakon slabog zamaha u prvoj polovini godine. U projekcijskom se razdoblju očekuje njezino daljnje jačanje, doduše vrlo umjereno, pri čemu će njezina elastičnost u odnosu na gospodarsku aktivnost ostati manja nego u razdoblju prije krize. Rast svjetske trgovine (bez europodručja) trebao bi se povećati s 2,9 % u 2014. na 5,4 % u 2017.

Zbog suprotstavljenih utjecaja, projekcije svjetske gospodarske aktivnosti i inozemne potražnje europodručja za 2015. i 2016. nisu gotovo uopće revidirane u odnosu na projekcije objavljene u prosincu 2014.

Međunarodno okružje

(godišnje postotne promjene)

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

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 uvjeti na tržištu rada u europodručju tijekom projekcijskog razdoblja poboljšati. Tijekom 2014. nastavio se oporavak zaposlenosti, koja je rasla znatno brže no što se moglo naslutiti s obzirom na elastičnost zaposlenosti u odnosu na cjelokupnu gospodarsku aktivnost u prošlosti, što je vjerojatno odraz poticajnog učinka prethodnog obuzdavanja rasta plaća i nedavnih reforma na tržištu rada. Procjenjuje se da će se broj zaposlenih i dalje povećavati. U odnosu na gospodarsku aktivnost, očekuje se da će oporavak zaposlenosti biti posebno snažan u zemljama u kojima se provode reforme na tržištu rada. Predviđa se da će broj odrađenih sati po osobi donekle narasti, što će u nekim zemljama biti odraz uobičajenih cikličkih obrazaca, a u drugima uskih grla koja će nastati u ponudi radne snage.

Očekuje se daljnje smanjenje stope nezaposlenosti. Očekuje se da će se broj nezaposlenih tijekom projekcijskog razdoblja smanjiti za otprilike 2,7 milijuna i doseći najnižu razinu od sredine 2009. To smanjenje nezaposlenosti rezultat je utjecaja rasta zaposlenosti (za 4,2 milijuna), koji je u određenoj mjeri neutraliziran učinkom rasta radne snage. Očekuje se da će stopa nezaposlenosti u 2017. pasti na 9,9 %, s 11,6 % koliko je iznosila u 2014.

Izgledi za rast revidirani su znatno naviše u odnosu na projekcije stručnjaka objavljene u prosincu 2014. Osim pozitivnijeg učinka prijenosa koji je nastao zbog većeg rasta realnog BDP-a u posljednjem tromjesečju 2014. nego što se prethodno očekivalo, revizije naviše u velikoj mjeri odražavaju povoljan utjecaj nižih cijena nafte, slabiji efektivni tečaj eura i utjecaj nedavnih nestandardnih mjera monetarne politike ESB-a.

Okvir 3.**TEHNIČKE PRETPOSTAVKE U VEZI S KAMATNIM STOPAMA, TEČAJEVIMA I CIJENAMA SIROVINA**

U usporedbi s projekcijama objavljenim u prosincu 2014., promjene tehničkih pretpostavki obuhvaćaju znatno niže cijene nafte i neenergetskih sirovina izražene u američkim dolarima, deprecijaciju efektivnog tečaja eura te niže dugoročne kamatne stope u europodručju.

Tehničke pretpostavke u vezi s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima, sa zaključnim datumom 11. veljače 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 0,1 % 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 1,2 % u 2015., 1,4 % u 2016. i 1,6 % u 2017.¹ Očekuje se da će se prosječne aktivne kamatne stope banaka na kredite nefinancijskom privatnom sektoru europodručja, prateći kamatne stope na terminkom tržištu i postupni prijenos promjena tržišnih kamatnih stopa na aktivne kamatne stope, neznatno smanjiti u 2015., nakon čega će tijekom 2016. i 2017. skromno rasti. Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja cijena na tržištima ročnicama u dvotjednom razdoblju koje završava zaključnim datumom 11. veljače, pretpostavlja se da će cijena sirove nafte Brent, koja je u 2014. iznosila 99,3 USD, pasti na 58,5 USD u 2015., a potom narasti na 66,8 USD u 2016. i 70,7 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 11. veljače. To podrazumijeva tečaj američkog dolara prema euru od 1,14 u 2015. i 1,13 u 2016. i 2017.

Tehničke pretpostavke

	Ožujak 2015.				Prosinac 2014.			Korekcije od prosinca 2014. ¹⁾		
	2014.	2015.	2016.	2017.	2014.	2015.	2016.	2014.	2015.	2016.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Cijena nafte (u američkim dolarima, po barelu)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Cijene neenergetskih sirovina, u američkim dolarima (godišnja postotna promjena)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
Tečaj USD/EUR	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Nominalni efektivni tečaj eura (EER19) (godišnja postotna promjena)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

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 neenergetskih sirovina slijediti cijene ročnica do prvog 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.

3. CIJENE I TROŠKOVI

Kretanja cijena sirovina i tečajna kretanja vjerojatno će igrati ključnu ulogu u profilu inflacije europskog područja tijekom projekcijskog razdoblja. Očekuje se da će nedavni nagli pad cijena sirove nafte snažno utjecati na smanjenje inflacije cijena energije u 2015., što će samo u maloj mjeri ublažiti nedavna deprecijacija eura. Usporena kretanja cijena neenergetskih sirovina podrazumijevaju pritisak na smanjenje inflacije potrošačkih cijena u europskom području i preko uvoznih cijena drugih sirovina osim nafte. Pretpostavlja se da će od 2016. godine vanjska cjenovna kretanja utjecati na povećanje inflacije u europskom području. Velike promjene u inflaciji mjerenoj HIPC-om u 2016. u znatnoj se mjeri mogu pripisati slabljenju učinaka smanjenja inflacije proizašlih iz prethodnih smanjivanja cijena nafte u spoju s učincima povećanja inflacije koji proizlaze iz pretpostavke da će cijene nafte narasti, što će se prema predviđanjima nastaviti i u 2017. te odražavati uzlaznu putanju krivulje cijena naftnih ročnica. Osim toga, povećanje cijena neenergetskih sirovina, jačanje globalne potražnje i zaostali učinci nedavne deprecijacije eura vjerojatno će dovesti do znatnog porasta deflatora uvoza u razdoblju od 2015. do 2016. godine.

Tablica 1. Makroekonomske projekcije za europsko područje¹⁾

(godišnje postotne promjene)

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

1) Podatci se odnose na europsko područje, uključujući i Litvu, izuzev podataka o HIPC-u za 2014. Prosječne godišnje postotne promjene u HIPC-u za 2015. temelje se na sastavu europskog područja 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.

7) 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 iz ožujka 2012. i u okviru pod naslovom *The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position* u Mjesečnom biltenu iz rujna 2014.

Poboljšanja na tržištu rada i manja neiskorištenost gospodarskih kapaciteta upućuju na povećanje domaćih cjenovnih pritisaka tijekom projekcijskog razdoblja Kontinuirani rast zaposlenosti i određeni pad stope nezaposlenosti trebali bi poduprijeti postupno povećanje rasta naknade po zaposlenome s 1,5 % u 2014. na 2,3 % u 2017. Veće povećanje će izostati zbog visoke nezaposlenosti i preostale prilagodbe cjenovne konkurentnosti u pojedinim državama europodručja. Istodobno se očekuje da će drugi krug učinaka naglog pada cijena nafte na smanjenje plaća biti ograničen. To se očekuje s obzirom na rigidnosti koje koče smanjenje plaća i zato što bi učinak preko sustava automatske indeksacije plaća trebao biti malen, jer ti sustavi uglavnom povećavaju plaće i u više se država privremeno ne primjenjuju ili im je znatno smanjen obuhvat.

Profitne marže (izmjerene kao razlika između deflatora BDP-a izraženog u faktorskim troškovima i rasta jediničnih troškova rada) trebale bi znatno porasti tijekom projekcijskog razdoblja uz intenziviranje oporavka. Očekuje se da će biti glavni činitelj povećanja domaćih troškovnih pritisaka. Profitne marže trebale bi se malo smanjiti u 2015. nakon čega će, tijekom ostatka projekcijskog razdoblja, vjerojatno rasti kako se bude povećavala proizvodnost i jačala gospodarska aktivnost.

U usporedbi s projekcijama objavljenim u prosincu 2014. projekcija inflacije mjerene HIPC-om znatno je revidirana naniže za 2015. i malo naviše za 2016. Ukupna inflacija revidirana je naniže za 0,8 postotnih bodova za 2015. u usporedbi s prethodnim projekcijama. To je prije svega odraz cijena nafte izraženih u američkim dolarima koje su niže nego što se pretpostavljalo, što je tek u maloj mjeri nadoknađeno nižim tečajem eura u odnosu na američki dolar. Korekcija HIPC-a bez energije naniže za 2015. iznosi 0,2 postotna boda i povezana je s pogrešnim prethodnim prognozama zbog, među ostalim, neizravnih učinaka nižih cijena nafte na cijene robe i usluga. Inflacija mjerena HIPC-om za 2016. revidirana je za 0,2 postotna boda naviše. Korekcija naviše odraz je povoljnijih izgleda za rast, odgođenih učinaka nižeg tečaja eura i strmije krivulje cijena naftnih ročnica. Nedavne nestandardne mjere monetarne politike, posebno program kupnje vrijednosnih papira, raznim su kanalima pridonijele toj korekciji inflacije naviše.

4. FISKALNI IZGLEDI

Očekuje se da će stajalište fiskalne politike, mjereno promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda, tijekom projekcijskog horizonta biti uglavnom neutralno. To je odraz umjerenog rasta državne potrošnje u odnosu na trend rasta BDP-a, za koji se pretpostavlja da će se u nekim državama uglavnom neutralizirati smanjenjem poreza. 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 postupno smanjivati. Cikličko poboljšanje gospodarstva europodručja

² Fiskalne pretpostavke odraz su informacija iz proračunskih zakona za 2015. i nacionalnih srednjoročnih proračunskih planova koji su bili dostupni 20. veljače 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.

pridonosi smanjenju omjera deficita opće države i BDP-a. Strukturni proračunski saldo trebao bi se blago poboljšati tijekom projekcijskog razdoblja, odražavajući uglavnom uštede u kamatama zbog smanjenja implicitne kamatne stope. Pretpostavlja se da je omjer duga opće države i BDP-a dosegnuo najvišu razinu u 2014. i da će se tijekom projekcijskog horizonta smanjivati poduprt sve boljim proračunskim saldonom, jačanjem gospodarskog rasta i niskim kamatnim stopama.

U usporedbi s projekcijama objavljenim u prosincu 2014., fiskalni su se izgledi poboljšali. U nedostatku većih vijesti o fiskalnim politikama, mala revizija proračunskog salda države navise posljedica je prije svega poboljšanih makroekonomskih izgleda i uštede u kamatama zbog daljnjeg smanjenja troškova zaduživanja države. Izgledi su se poboljšali i u vezi s državnim dugom zahvaljujući povoljnim revizijama razlike između kamatnih stopa i stope rasta BDP-a i, u manjoj mjeri, primarnog salda.

Okvir 4.

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 europodručja, 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

Tehničke pretpostavke temelje se na prognoziranom povećanju cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja. 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.

Međutim, u alternativnom bi scenariju cijene nafte mogle uglavnom ostati na sadašnjim razinama tijekom cijelog projekcijskog razdoblja, zbog čega bi razlika između njih i pretpostavka o cijenama nafte u osnovnoj projekciji postajala sve veća. Takvo kretanje bilo bi u skladu s kontinuiranom velikom ponudom nafte i ograničenim oporavkom svjetske potražnje. Na temelju više makroekonomskih modela stručnjaka ESB-a procijenjeno je da će zbog stagnacije cijena nafte inflacija mjerena HIPC-om u europodručju biti otprilike od 0,1 do 0,2 postotna boda niža nego u osnovnoj projekciji za 2015. i otprilike od 0,3 do 0,6 postotna boda niža nego u osnovnoj projekciji za 2016. Inflacija mjerena HIPC-om trebala bi u 2017. biti otprilike od 0,2 do 0,3 postotna boda niža nego u osnovnoj projekciji. Istodobno bi alternativno kretanje cijena nafte poduprlo rast realnog BDP-a za otprilike od 0,1 do 0,2 postotna boda i u 2016. i 2017.

2) Alternativno kretanje tečaja

Premda osnovna projekcija pretpostavlja da se efektivni tečaj eura neće mijenjati do kraja projekcijskog razdoblja, moguće je zamisliti scenarij u kojem bi došlo do daljnje deprecijacije eura zbog razlike između izgleda za rast europodručja i Sjedinjenih Američkih Država. Takav scenarij bio bi u skladu s očekivanjima da će se razlika između stajališta monetarne politike u tim dvama gospodarstvima dodatno povećati. Alternativno kretanje eura, koje bi podrazumijevalo daljnju deprecijaciju, proizlazi iz 25. percentila gustoće vjerojatnosti distribucije tečaja eura i američkog dolara koja je implicirana u opcijama i neutralna s obzirom na rizik na dan 12. veljače 2015. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu deprecijaciju eura prema američkom dolaru na tečaj od 1,04 u 2017., što je 8,8 % 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 odstupanja efektivnog tečaja eura od osnovne projekcije, tako da bi 2017. bio 4,8 % niži od osnovne projekcije. U tom scenariju rezultati više makroekonomskih modela stručnjaka ESB-a 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 od 0,4 postotna boda u 2015., 2016. i 2017.

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. Naposljedku, različite prognoze razlikuju se i po metodi kalendarske prilagodbe (vidjeti tablicu).

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 ESB- a	ožujak 2015.	1,5	1,9	2,1	0,0	1,5	1,8
		[1,1–1,9]	[0,8–3,0]	[0,9–3,3]	[-0,3–0,3]	[0,8–2,2]	[1,0–2,6]
Europska komisija	veljača 2015.	1,3	1,9	-	-0,1	1,3	-
OECD	studen 2014.	1,1	1,7	-	0,6	1,0	-
Euro Zone Barometer	veljača 2015.	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	veljača 2015.	1,2	1,6	-	-0,1	1,1	-
Survey of Professional Forecasters	veljača 2015.	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
MMF	siječanj 2015.	1,2	1,4	-	0,9	1,2	-

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, zima 2015.; IMF World Economic Outlook Update, siječanj 2015. (BDP); IMF World Economic Outlook, listopad 2014.; OECD Economic Outlook, studeni 2014.; prognoze organizacije Consensus Economics; MJEconomics i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters.

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

U trenutačno dostupnim prognozama drugih institucija projekcije rasta realnog BDP-a europodručja i inflacije mjerene HIPC-om slične su ili nešto niže od projekcija stručnjaka ESB-a.

© 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.