



# MAKROEKONOMSKE PROJEKCIJE STRUČNJAKA EUROSUSTAVA ZA EUROPODRUČJE, PROSINAC 2015.<sup>1</sup>

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

*Očekuje se da će se gospodarski oporavak u europodručju nastaviti. Realni BDP trebao bi se povećati u 2015. za 1,5 %, u 2016. za 1,7 % i u 2017. za 1,9 %. U usporedbi s prethodnim projekcijama izgledi su uglavnom ostali nepromijenjeni, ali bi domaća potražnja trebala biti jača, dok bi bi inozemna potražnja trebala biti slabija. Očekuje se da će inflacija tijekom projekcijskog razdoblja porasti do 1,6 % u 2017. Inflacijski izgledi revidirani su neznatno naniže, uglavnom zbog nižih cijena nafte.*

**Više povoljnih činitelja trebalo bi i dalje podupirati oporavak utemeljen na domaćoj potražnji u 2016. i 2017.** Nastavlja se prijenos prilagodljive monetarne politike ESB-a na gospodarstvo, što je vidljivo po određenom dodatnom ublažavanju uvjeta kreditne ponude, nedavnom preokretu u iznosima kredita i deprecijaciji efektivnog tečaja eura. Niske cijene nafte trebale bi poduprijeti i potrošnju i ulaganje. Osim toga, na domaću potražnju povoljno će utjecati određeno fiskalno popuštanje, djelomično i zbog priljeva izbjeglica u posljednje vrijeme jer se očekuje da će on prouzročiti dodatnu državnu potrošnju i transfere stanovništvu. U nadolazećim godinama očekuje se smanjivanje potreba za razduživanjem privatnog sektora i jačanje domaće potražnje putem akceleratora investicija. Osim toga, daljnja poboljšanja na tržištu rada trebala bi poduprijeti potrošnju. Nasuprot tome, povoljan utjecaj svjetskog oporavka na gospodarsku aktivnost u europodručju trebao bi ostati slab, uglavnom zbog slabog rasta u zemljama s tržištima u nastajanju.

**Predviđa se da će stopa inflacije mjerena HIPC-om porasti i iznositi 1,0 % u 2016. odnosno 1,6 % u 2017.** Kretanja inflacije cijena energije mjerene HIPC-om trebala bi uvelike utjecati na oblikovanje profila inflacije mjerene HIPC-om tijekom projekcijskog razdoblja. Predviđa se da će snažni pozitivni bazni učinci na prijelazu iz 2015. u 2016. godinu te u drugoj polovini 2016. i pretpostavljeni rast cijena nafte (u skladu s kretanjem cijena ročnica) dovesti do znatnog rasta inflacije cijena energije mjerene HIPC-om u odnosu na sadašnje negativne stope. Nadalje, inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda trebala bi se postupno povećavati tijekom projekcijskog razdoblja. Očekuje se da će temeljna inflacija porasti zbog povećanja plaća i profitnih marži u uvjetima intenziviranja gospodarskog oporavka. Osim toga, učinak znatnog smanjenja tečaja eura trebao bi se i dalje prenositi na inflaciju mjerenu HIPC-om.

---

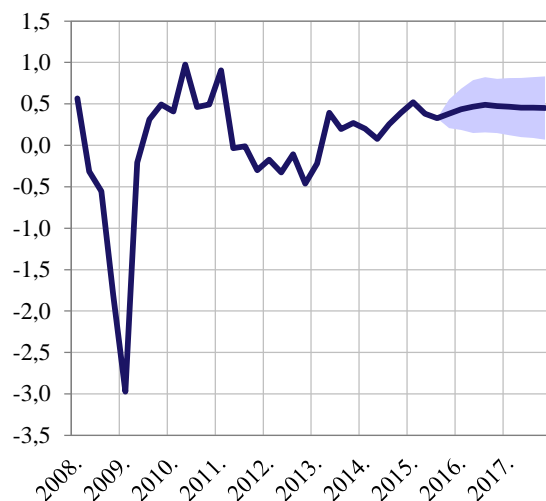
<sup>1</sup> Upravno vijeće služi se makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava pri ocjeni gospodarskih kretanja i rizika za stabilnost cijena. Više informacija o upotrijebljenim postupcima i tehnikama možete pronaći u dokumentu *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, ESB, lipanj 2001., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a. Zaključni datum za tehničke pretpostavke, na primjer one povezane s cijenama nafte i tečajevima, bio je 12. studenoga 2015. (vidi Okvir 3.). Zaključni datum za uključivanje drugih informacija u ove projekcije bio je 19. studenoga 2015. Ove makroekonomske projekcije obuhvaćaju razdoblje od 2015. do 2017. godine. Projekcije za tako dugo razdoblje vrlo su neizvjesne, što treba imati na umu pri njihovom tumačenju. Vidi članak *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* u Mjesečnom biltenu ESB-a iz svibnja 2013.

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

(tromjesečni podatci)

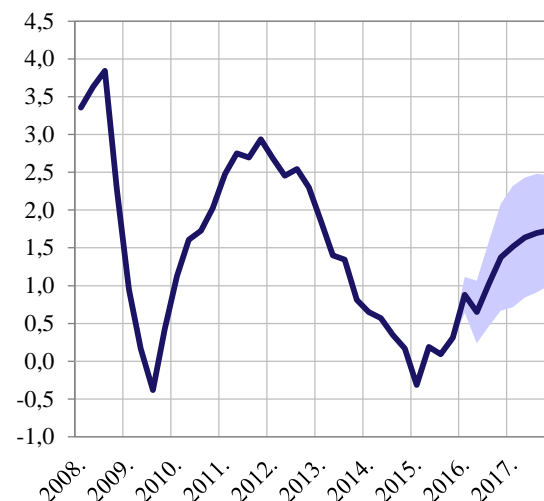
### Realni BDP europa<sup>2)</sup>

(postotne promjene u odnosu na prethodno tromjesečje)



### HIPC europa

(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 reviziju za izvanredne događaje, opisana je u dokumentu *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ESB, prosinac 2009., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a.

2) Kalendarski prilagođeni podatci.

## 2. REALNO GOSPODARSTVO

**Očekuje se nastavak oporavka gospodarske aktivnosti u europa zbog sve većeg povoljnog utjecaja domaće potražnje tijekom projekcijskog razdoblja.** Realni BDP porastao je za 0,3 % u trećem tromjesečju 2015. U proteklim mjesecima razina pokazatelja pouzdanja poduzeća i potrošača ostala je visoka, što upućuje na postojan rast u kratkoročnom razdoblju. U sljedećem dijelu projekcijskog razdoblja rast realnog BDP-a trebalo bi poduprijeti više povoljnih činitelja, prije svega prilagodljiva monetarna politika, određeno fiskalno popuštanje, niske cijene nafte i postupno poboljšanje izgleda za svjetsku potražnju popraćeno rastom tržišnih udjela izvoza zbog relativno slabog efektivnog tečaja eura.

**Očekuje se da će izdatci za osobnu potrošnju ostati jedan od glavnih pokretača oporavka.** Rast nominalnog raspoloživog dohotka trebao bi se ubrzati tijekom projekcijskog razdoblja poduprt povećanjem dohodaka od plaća u uvjetima snažnog rasta zaposlenosti i nominalne naknade po zaposlenom, kao i ubrzanjem rasta drugih osobnih dohodaka. Osim toga, u 2016. će se, zahvaljujući većim transferima i manjim izravnim porezima, povećati dohodak kućanstava. Očekuje se da će rast realnog raspoloživog dohotka ostati stabilan u 2016. i usporiti se u 2017. zbog rasta potrošačkih cijena. Niski troškovi financiranja i rast neto vrijednosti kućanstava poduprti programom kupnje vrijednosnih papira trebali bi pridonijeti osobnoj potrošnji, premda uvjeti niskih kamatnih stopa istodobno nepovoljno utječu na raspoloživi dohodak zbog manjih kamatnih prihoda. Cjelokupno gledano, prosječni godišnji rast osobne potrošnje trebao bi u razdoblju od 2015. do 2017. iznositi 1,7 %, nakon povećanja od 0,8 % u 2014.

**Stope štednje trebale bi ostati uglavnom stabilne u kratkoročnom razdoblju i malo se smanjiti u 2017.** Predviđa se da će stopa štednje donekle porasti 2015. zbog određene inercije u prilagodbi potrošnje dobitnicima zbog cijene nafte u realnom raspoloživom dohotku. Stopa štednje trebala bi ostati uglavnom nepromijenjena u 2016. i malo se smanjiti u 2017. Očekuje se da će u nekim zemljama visoka nezaposlenost i visoke razine bruto duga i dalje pridonositi pritiscima na rast štednje, dok bi u nekim

zemljama vrlo niska razina kamatnih stopa mogla upućivati na potrebu za dodatnom štednjom. Međutim, s vremenom bi trebalo prevladati više pritisaka na smanjenje štednje. Prvo, potrošnja kućanstava trebala bi postupno dostići porast raspoloživog dohotka zbog pada cijena nafte. Drugo, postupno smanjivanje nezaposlenosti trebalo bi dovesti do smanjenja štednje iz opreza i omogućiti kućanstvima veće kupnje, koje su se prije možda odgađale. Naposljetku, vrlo niski prinosi od kamata često odvrću od štednje zbog intertemporalnog supstitucijskog učinka.

**Očekuje se da će porasti ulaganja u stambene nekretnine u europodručju, iako s vrlo niske razine.**

Revidirani podaci upućuju na veće ulaganje u stambene nekretnine u prvoj polovini 2015. Ulaganja u stambene nekretnine trebala bi se u projekcijskom razdoblju intenzivirati, a podupirat će ih daljnji rast realnog raspoloživog dohotka, vrlo niske kamatne stope na hipotekarne kredite i blaži uvjeti financiranja, ojačani programom kupnje vrijednosnih papira. Rezultat bi trebao biti veći rast kredita kućanstvima, što će pridonijeti ulaganju u stambene nekretnine. Međutim, visoke razine duga kućanstava i nepovoljni demografski utjecaji u nekim zemljama europodručja vjerojatno će spriječiti jači rast ulaganja u stambene nekretnine.

**Poslovna ulaganja postupno će se intenzivirati, poduprta poboljšanjem uvjeta financiranja i cikličkim oporavkom.** Predviđa se da će kapitalnu potrošnju poduprijeti prilagodljiva monetarna politika, učinci akceleratora u uvjetima predviđenog jačanja domaće i inozemne potražnje, potreba za osuvremenjivanjem osnovnog kapitala nakon nekoliko godina ograničenih ulaganja, fiskalne mjere u nekim zemljama i jačanje profitnih marži u uvjetima u kojima sektor nefinancijskih društava već raspolaze s mnogo gotovine. Nadalje, ukupni pritisak razduživanja poduzeća u europodručju trebao bi u projekcijskom razdoblju ograničavati poslovna ulaganja manje nego u prošlosti. U većini zemalja već se znatno smanjio omjer duga i kapitala u odnosu na najviše razine dosegnute tijekom financijske krize i trenutačno je na najnižim zabilježenim razinama. Međutim, oporavak poslovnih ulaganja i dalje će usporavati preostala financijska uska grla i visoka razina zaduženosti u nekim zemljama, kao i očekivanja slabijeg rasta potencijalnog proizvoda u odnosu na prethodno razdoblje.

**Očekuje se da će stajalište fiskalne politike, mjereno promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda bez državne potpore financijskom sektoru, dati mali pozitivan doprinos potražnji tijekom projekcijskog razdoblja.** Nakon blagog pooštavanja diskrecijskih fiskalnih mjera u 2015. očekuje se diskrecijsko fiskalno popuštanje u 2016., dok bi fiskalne mjere u 2017. trebale biti neutralne.<sup>2</sup> Očekuje se određeni zamah rasta realnog državnog ulaganja u 2016. i dodatno ubrzanje rasta u 2017. usporedo s relativno snažnim rastom državne potrošnje. Priljev izbjeglica trebao bi pridonijeti popuštanju stajališta fiskalne politike u europodručju (vidi Okvir 2.).

**Na inozemnu potražnju europodručja trebao bi nepovoljno utjecati slab rast u zemljama s tržištima u nastajanju i slab intenzitet trgovine u odnosu na svjetski gospodarski rast, ali predviđa se njezin postupni oporavak tijekom projekcijskog razdoblja (vidi Okvir 1.).** Očekuje se da će inozemna potražnja tijekom projekcijskog razdoblja jačati postupno, ali sporo zbog slabog rasta uvoza u zemljama s tržištima u nastajanju. Trebala bi rasti znatno sporije nego u razdoblju prije krize kako zbog slabije svjetske gospodarske aktivnosti tako i zbog manje elastičnosti svjetske trgovine u odnosu na rast, osobito u zemljama s tržištima u nastajanju.

**Rast izvoza u zemlje izvan europodručja trebao bi se povećati tijekom projekcijskog razdoblja.**

Predviđa se da će u projekcijskom razdoblju rast izvoza u zemlje izvan europodručja biti brži od rasta inozemne potražnje jer će na izvoz pozitivno utjecati zaostali učinci deprecijacije efektivnog tečaja eura i povećanja konkurentnosti. Uvoz iz zemalja izvan europodručja trebao bi tijekom projekcijskog razdoblja ostati relativno ograničen zbog sastava ukupne potražnje u kojoj dominiraju sastavnice rashoda s malim udjelom uvoza, kao što su državna i osobna potrošnja. Očekuje se da će se višak na tekućem računu platne bilance povećati s 2,4 % BDP-a u 2014. na 3,0 % u 2015., prije nego što padne na razinu od 2,9 % u 2016. odnosno 2,7 % u 2017.

---

<sup>2</sup> Fiskalne pretpostavke odraz su informacija iz proračunskih zakona za 2016. te drugih važnih informacija koje su bile dostupne 19. studenoga 2015. One uključuju sve mjere politike koje su nacionalni parlamenti već odobrili, odnosno koje su vlade dovoljno detaljno razradile i koje će vjerojatno biti prihvaćene u zakonodavnom postupku.

**Negativni proizvodni jaz trebao bi se smanjiti u uvjetima umjerenog rasta potencijalnog proizvoda.** Procjenjuje se da će rast potencijalnog proizvoda tijekom projekcijskog razdoblja iznositi samo oko 1 %, što znači da će ostati znatno ispod razine zabilježene prije krize. S obzirom na to da je predviđeni rast realnog BDP-a veći od potencijalnog, očekuje se da će se do kraja projekcijskog razdoblja negativni proizvodni jaz znatno smanjiti.

#### Okvir 1.

### MEĐUNARODNO OKRUŽJE

**Svjetsko gospodarstvo nastavlja se postupno oporavljati, no dinamika gospodarskog rasta i dalje je umjerena.** Pokazatelji svjetske gospodarske aktivnosti i raspoloživi podaci o zemljama upućuju na nastavak umjerenog svjetskog rasta u trećem tromjesečju 2015. U nadolazećem bi razdoblju oporavak svjetske aktivnosti trebao ostati postupan, umjeren, no neujednačen. Podupiru ga izgledi za snažan rast u većini razvijenih zemalja, ali izgledi u zemljama s tržištima u nastajanju i dalje su slabi u usporedbi s prijašnjim vrijednostima. Niske cijene nafte, povoljni uvjeti financiranja, bolji uvjeti na tržištu rada i jačanje pouzdanja, kao i sve manji nepovoljni utjecaji razduživanja privatnog sektora i fiskalne konsolidacije trebali bi podupirati izgledi u razvijenim zemljama. Nasuprot tome, srednjoročni izgledi za zemlje s tržištima u nastajanju neujednačeniji su. Iako bi veća potražnja u razvijenim zemljama trebala podupirati oporavak gospodarske aktivnosti, strukturne prepreke i makroekonomske neravnoteže u nekoliko velikih zemalja s tržištima u nastajanju i dalje slabe izgledi za rast u tim zemljama. Istodobno se neke od tih zemalja prilagođavaju nižim cijenama sirovina i pooštrenim uvjetima inozemnog financiranja uoči normalizacije monetarne politike u SAD-u, dok je politička neizvjesnost u nekima od njih i dalje visoka. Svjetski rast (bez europodručja) trebao bi se postupno ubrzati s 3,1 % u 2015. na 3,6 % u 2016. te na blizu 3,9 % u 2017. To upućuje na reviziju naniže od 0,1 postotna boda u 2015. i 0,2 postotna boda u 2016. u usporedbi s projekcijama objavljenim u rujnu.

**Svjetska trgovina bila je izrazito slaba u prvoj polovini 2015., no očekuje se njezin postupan rast.** Podatci o svjetskoj trgovini u prvoj polovini 2015. znatno su revidirani naniže i sada pokazuju snažnije smanjenje. Iako se značajan pad uvoza u Rusiju i Brazil tijekom tog razdoblja može djelomično objasniti padom domaće potražnje i deprecijacijom tečaja, čini se da kretanja u drugim zemljama (uključujući Ujedinjenu Kraljevinu, Japan i Kinu) odražavaju uglavnom šum u podacima o trgovini. Najnoviji pokazatelji trgovine upućuju na određenu stabilizaciju u trećem tromjesečju 2015., no u kratkoročnom razdoblju vjerojatno će prevladati općenito sporija dinamika. Očekuje se da će u nadolazećem razdoblju svjetska trgovina postupno jačati, u skladu s oporavkom svjetske aktivnosti, no i da očitito neće povratiti dinamiku zabilježenu prije financijske krize. Gledano u cjelini, predviđa se da će, u odnosu na svjetski BDP-a, svjetski uvoz i inozemna potražnja europodručja biti prilično slabi tijekom projekcijskog razdoblja. Rast inozemne potražnje u europodručju trebao bi se povećati s -0,1 % u 2015. na 2,7 % u 2016. i 3,8 % u 2017. U usporedbi s projekcijama objavljenim u rujnu, to je revizija naniže od 1,6 postotnih bodova u 2015., 0,7 postotnih bodova u 2016. i 0,3 postotna boda u 2017.

### Međunarodno okružje

(godišnje postotne promjene)

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

Napomena: Revizije su izračunane na temelju nezaokruženih vrijednosti.

1) Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza.

2) Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja.

**Očekuje se da će se tijekom projekcijskog razdoblja nastaviti poboljšanje uvjeta na tržištu rada u europodručju.** U drugoj polovini 2015. trebao bi se nastaviti brz rast broja zaposlenih. Predviđa se da će nastaviti rasti u 2016. i 2017. uglavnom zbog gospodarskog oporavka, fiskalnih poticaja u nekim zemljama, obuzdavanja rasta plaća, proteklih reformi na tržištu rada i postupnog uključivanja izbjeglica na tržište rada. Broj odrađenih sati po osobi trebao bi donekle narasti u projekcijskom razdoblju, ali bi trebao ostati daleko ispod razina iz razdoblja prije krize. Takva kretanja zaposlenosti upućuju na povećanje rasta proizvodnosti rada s 0,3 % u 2014. na 0,9 % u 2017., što je u skladu s tipičnim procikličkim obrascem. Očekuje se da će se radna snaga povećati više nego što je prethodno predviđeno, za 0,5 % u 2016. i u 2017. nakon godišnjih stopa rasta od 0,2 % u 2014. i 2015., odražavajući nastavak priljeva izbjeglica (vidi Okvir 2.) i slabljenje učinaka obeshrabrenja. Predviđa se da će se stopa nezaposlenosti smanjiti na 10,1 % u 2017., što će i dalje biti daleko iznad njezine razine prije krize (7,5 % u 2007.).

**U usporedbi s projekcijama objavljenim u rujnu, izgledi za rast realnog BDP-a uglavnom su nepromijenjeni.** Do male revizije naviše u 2015. došlo je prije svega zbog boljih rezultata u drugom tromjesečju 2015. Uglavnom nerevidirani izgledi za 2016. i 2017. odražavaju dva činitelja sa suprotnim učinkom: s jedne strane, snažnije izgleda za osobnu potrošnju i veću državnu potrošnju zbog, među ostalim, fiskalnih mjera koje se poduzimaju kao odgovor na priljev izbjeglica i, s druge strane, slabije izgleda za izvoz zbog slabije inozemne potražnje.

#### Okvir 2.

### UČINAK PRILJEVA IZBJEGLICA NA GOSPODARSTVO EUROPODRUČJA

**Europodručje trenutačno proživljava dosad nezabilježen priljev izbjeglica.** Prema Uredu Visokog povjerenika Ujedinjenih naroda za izbjeglice, oko 850 000 izbjeglica prešlo je Sredozemno more do kraja studenoga 2015., što je znatno veći priljev od onog zabilježenog za vrijeme balkanske krize početkom devedesetih. U ovim projekcijama pretpostavlja se da će dodatnih 2,4 milijuna izbjeglica (manje od 1 % stanovništva europodručja) vjerojatno stići u europodručje do 2017., u usporedbi s projekcijama objavljenim u lipnju 2015.

**Procjena učinka priljeva izbjeglica na realno gospodarstvo i javne financije povezana je s vrlo visokom razinom neizvjesnosti.** Još uvijek nije poznat točan broj izbjeglica i kakve su njihove kvalifikacije, a broj članova obitelji koji će naknadno doći u velikoj je mjeri nepredvidiv. Nije jasna ni njihova raspodjela po zemljama europodručja. Osim toga, nacionalne politike azila, koje imaju i makroekonomske i fiskalne implikacije, u postupku su usklađivanja.

**Makroekonomski učinak na stranu ponude prije svega bi ovisio o sudionicima na tržištu rada i brzini ulaska na tržište rada.** Ulazak na formalno tržište rada zemlje domaćina najčešće je dugotrajan proces za izbjeglice. Prvo trebaju dobiti azil i ponekad radne dozvole, naučiti jezik te im se trebaju priznati njihove stručne kvalifikacije. Dok je u europodručju zbog pravnih i praktičnih ograničenja izbjeglicama potrebno prosječno najmanje šest mjeseci za ulazak na tržište rada, postoje velike razlike među zemljama te bi, u praksi, za mnogo izbjeglica moglo proći nekoliko godina prije nego što pronađu stabilan posao. U osnovnoj projekciji za europodručje pretpostavljeno je da su pridošle izbjeglice pretežno mlade osobe koje se natječu s rezidentnim radnicima koji se nalaze u donjem dijelu distribucije kvalifikacija i plaća. Nadalje, samo se za oko jednu četvrtinu svih izbjeglica pretpostavlja da se uključila u radnu snagu prije kraja projekcijskog razdoblja.

**Kratkoročni i srednjoročni makroekonomski učinak priljeva izbjeglice djeluje i preko kanala ponude i preko kanala potražnje.** U početku će pozitivan šok na strani potražnje putem veće osobne i državne potrošnje povećati cijene i proizvod, a poduprijet će ga relativno niska štednja i veća sklonost potrošnji među izbjeglicama. Veličina tog šoka može također ovisiti o visini doznaka koje izbjeglice šalju u svoje matične zemlje. U nekim zemljama pogoršanje pouzdanja potrošača i poduzeća može istodobno negativno utjecati na gospodarstvo. To može odražavati bojazan da će se izbjeglice integrirati na štetu izgleda rezidenata na tržištu rada (ako izbjeglice ne popune samo slobodna radna mjesta) te da bi mogao



biti pogođen sektor turizma u južноеuropskim zemljama koje primaju veliki broj izbjeglica. Kako neke izbjeglice budu ulazile na tržište rada, mogle bi se smanjiti naknade po zaposlenom i proizvodnost zbog porasta broja niskokvalificiranih i slabije plaćenih radnika. Međutim, u kratkoročnom razdoblju inflacija bi zapravo mogla porasti u odnosu na osnovnu projekciju koja ne uključuje učinak dodatnih izbjeglica zbog veće domaće potražnje, niže proizvodnosti i većih cijena najma stambenih nekretnina. Poslije toga bi trend rasta ponude radne snage i zaposlenosti mogao potaknuti daljnji rast putem snažnije osobne potrošnje i ulaganja u stambene nekretnine. Osim toga, u dugom bi roku mogli biti zabilježeni povoljni učinci na rast potencijalnog proizvoda.

**Učinak na zaposlenost, proizvod i cijene razlikuje se u pojedinim zemljama i vjerojatno će biti umjeren u osnovnoj projekciji za europodručje. Međutim, proračunski učinci bit će zamjetljivi.** Očekuje se da će proračunski učinak priljeva izbjeglica odražavati rashode države za hranu i smještaj, novčane transfere izbjeglicama i, u manjoj mjeri, povećanje državne potrošnje koja je, među ostalim, povezana s obrazovanjem, zdravstvom i integracijom u općenitijem smislu. Očekivani kratkoročni proračunski učinci odražavaju činjenicu da, unatoč nekim naznakama dodatnih potreba za stambenim nekretninama, ne postoji dokaz o većem dodatnom državnom ulaganju. Procjenjuje se da će priljev izbjeglica pridonijeti blažoj fiskalnoj politici u europodručju u usporedbi s prijašnjim projekcijama. Očekuje se da će proračunski učinak na javne financije trajati tijekom čitavog projekcijskog razdoblja u zemljama koje su najpogođenije. Uz iznimku nekoliko zemalja u kojima se očekuje da će se dodatni (ograničeni) troškovi koji proizlaze iz primanja izbjeglica pokriti ponovnim određivanjem prioriteta rashoda ili povlačenjem pričuvi, očekuje se da će se zbog takvih rashoda povećati deficit državnog proračuna, posebno zbog toga što se Paktom o stabilnosti i rast dopušta određena fleksibilnost u tom pogledu. Fiskalni učinak u dugom roku može postati povoljniji, ovisno prije svega o tome kada će i koliko izbjeglica ući na tržište rada.

### Okvir 3.

#### TEHNIČKE PRETPOSTAVKE POVEZANE S KAMATNIM STOPAMA, TEČAJEVIMA I CIJENAMA SIROVINA

**U usporedbi s projekcijama iz rujna, promjene tehničkih pretpostavki obuhvaćaju niže cijene nafte i neenergetskih sirovina izražene u američkim dolarima, malu aprecijaciju efektivnog tečaja eura te niže kamatne stope u europodručju.**

**Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima, sa zaključnim datumom 12. studenoga 2015.** 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 biti 0,0 % u 2015., -0,2 % u 2016. i -0,1 % u 2017. godini. Tržišna očekivanja povezana s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 1,2 % u 2015., 1,4 % u 2016. i 1,7 % u 2017.<sup>1</sup> Očekuje se da će prosječne aktivne kamatne stope banaka na kredite nefinancijskom privatnom sektoru europodručja, prateći kamatne stope na terminskom tržištu i postupno prijenos promjena tržišnih kamatnih stopa na aktivne kamatne stope, ostati uglavnom stabilne u 2016., nakon čega će tijekom 2017. umjereno rasti. Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja cijena na tržištima ročnica u dvotjednom razdoblju koje završava zaključnim datumom 12. studenoga, pretpostavlja se da će cijena barela sirove nafte Brent porasti s tadašnje razine od 45 USD na 52,2 USD u 2016. i 57,5 USD u 2017. Pretpostavlja se da će cijene neenergetskih sirovina izražene u američkim dolarima nastaviti rasti.<sup>2</sup> Bilateralni tečajevi trebali bi tijekom projekcijskog razdoblja ostati nepromijenjeni na prosječnim razinama koje su prevladavale u dvotjednom razdoblju koje je završilo zaključnim datumom 12. studenoga. To podrazumijeva tečaj američkog dolara prema euru od 1,09 tijekom projekcijskog razdoblja.

## Tehničke pretpostavke

	Prosinac 2015.				Rujan 2015.			Revizije od rujna 2015. <sup>1)</sup>		
	2014.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Cijena nafte (u USD za barel)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Cijene neenergetskih sirovina, u USD (godišnja postotna promjena)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
Tečaj USD/EUR	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Nominalni efektivni tečaj eura (EER38) (godišnja postotna promjena)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	0,0

1) Izračunane su 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 zemalja i odgovarajućeg prosjeka za europodručje ostati nepromijenjene tijekom projekcijskog razdoblja.
- 2) Pretpostavke u vezi s cijenama nafte i prehrambenih sirovina temelje se na cijenama ročnica do kraja projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će cijene drugih, mineralnih neenergetskih sirovina slijediti cijene ročnica do četvrtog tromjesečja 2016. i da će se potom razvijati u skladu sa svjetskom gospodarskom aktivnošću.

### 3. CIJENE I TROŠKOVI

**Inflacija mjerena HIPC-om ostala je blizu nule u nekoliko posljednjih mjeseci.** Niska razina ukupne inflacije odražava jačanje pritisaka na pad cijena koji proizlaze iz cijena energije povezanih s najnovijim padom cijena nafte. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije istodobno je neznatno porasla tijekom posljednjih mjeseci. Razlog za to bila su povećanja stopa inflacije cijena prehrambenih proizvoda i cijena neenergetskih industrijskih proizvoda. Stopa inflacije neenergetskih industrijskih proizvoda porasla je zbog snažne deprecijacije eura. Nasuprot tome, bez obzira na određenu kolebljivost, inflacija cijena usluga gotovo je nepromijenjena posljednjih nekoliko mjeseci i odražava umjerene domaće troškovne pritiske.

**Predviđa se da će inflacija mjerena HIPC-om u 2015. prosječno iznositi 0,1 % te da će se povećati na 1,0 % u 2016. i na 1,6 % u 2017.** Inflacija cijena energije mjerena HIPC-om trebala bi imati snažan utjecaj na profil inflacije mjerene HIPC-om u projekcijskom razdoblju. Predviđa se da će značajni pozitivni bazni učinci i pretpostavljen rast cijena nafte (prema kretanjima na tržištima ročnicama) dovesti do znatnog povećavanja inflacije cijena energije mjerene HIPC-om sve do 2017. Predviđa se da će inflacija mjerena HIPC-om bez energije postupno rasti, u skladu s povećavanjem domaćih troškovnih pritisaka kako se negativni proizvodni jaz bude smanjivao. U projekcijskom razdoblju očekuju se također pozitivni učinci znatne deprecijacije eura i neizravnih utjecaja pretpostavljenog rasta cijena sirovina na inflaciju mjerenu HIPC-om bez energije. Istodobno bi učinak administrativnih cijena i promjena u neizravnom oporezivanju na inflaciju trebao ostati ograničen.

**Očekuje se da će deprecijacija eura, pozitivni bazni učinci povezani s cijenama nafte i pretpostavljena povećanja cijena sirovina biti među glavnim činiteljima rasta inflacije u projekcijskom razdoblju.** Nakon višegodišnjih pritisaka na pad cijena koji su dolazili iz vanjskog okružja, očekuje se da će uvozne cijene rasti i pridonijeti povećanju inflacije mjerene HIPC-om u projekcijskom razdoblju. Predviđa se da će se godišnji rast deflatora uvoza povećati s -2,0 % u 2015. na

0,4 % u 2016. i 1,8 % u 2017. Ta povećanja rezultat su ponajprije znatnog slabljenja tečaja eura, a prijenos njegova učinka na domaće cijene, putem uvoznih cijena, obično je odgođen, pa se očekuje se da će utjecati na domaće cijene i u 2016. i 2017. Nadalje, cijene energenata i neenergetskih sirovina potaknut će u projekcijskom razdoblju rast inflacije uvoznih i potrošačkih cijena u europodručju.

**Predviđa se također da će povećanje domaćih cjenovnih pritisaka pridonijeti rastu inflacije mjerene HICP-om, posebno na kraju projekcijskog razdoblja.** Zbog očekivanog kontinuiranog gospodarskog oporavka i jačanja potražnje trebalo bi doći do daljnjeg poboljšanja uvjeta na tržištu rada te veće moći poduzeća da određuju cijene. U takvom se okružju očekuje da će i plaće i profitne marže porasti i utjecati na domaće cjenovne pritiske.

**Predviđa se da će smanjenje neiskorištenosti kapaciteta na tržištu rada dovesti do snažnijeg rasta nominalnih naknada po zaposlenom.** Međutim, očekuje se da će rast plaća ostati relativno umjeren. Činitelji koji usporavaju rast naknada po zaposlenom tijekom trenutačnog gospodarskog oporavka obuhvaćaju preostale neiskorištene kapacitete na tržištu rada i trenutačne uvjete niske inflacije. Isto tako se očekuje da će kontinuirani procesi prilagodbe radi povećanja konkurentnosti cijena u nekim zemljama europodručja imati nepovoljan učinak na rast plaća. Osim toga, strukturne reforme na tržištu rada koje su provedene za vrijeme krize, a možda i prethodno potisnuto ograničenje plaća zbog obvezujućih rigidnosti u pogledu smanjenja nominalnih plaća za vrijeme krize činitelji su koji bi mogli usporiti povećanje rasta plaća tijekom trenutačnog oporavka. Predviđa se da će se rast jediničnih troškova rada do početka 2017. nastaviti kretati oko nedavnih niskih razina jer predviđeno cikličko ubrzanje proizvodnosti neutralizira postupno povećanje rasta plaća. Stabiliziranje rasta proizvodnosti i daljnje povećanje rasta plaća koji će potom uslijediti upućuju na snažniji rast jediničnih troškova rada tijekom 2017.

**Profitne marže bi se trebale povećavati kako se gospodarstvo bude oporavljalo.** Daljnja poboljšanja potražnje i smanjenje neiskorištenosti kapaciteta u gospodarstvu mogli bi poduprijeti moć poduzeća da određuju cijenu i nastavak nedavnog zabilježenog oporavka profitnih marži tijekom projekcijskog razdoblja. Izvanredni dobitci povezani s prošlim snažnim smanjenjima cijena nafte i sirovina i deprecijacija eura zbog strategije usklađivanja s tržišnim cijenama izvoznika pridonijeli su nedavnom oporavku dobiti. Nasuprot tome, očekuje se da će strukturne reforme na tržištu proizvoda koje su se provodile za vrijeme i nakon krize imati nepovoljan utjecaj na profitne marže jer se procjenjuje da se zbog njih povećala konkurentnost na nekim tržištima. Nakon dugotrajnih slabih kretanja tijekom prethodnih nekoliko godina, predviđa se da će se profitne marže oporavljati tijekom projekcijskog razdoblja te da će prosječno rasti za oko 0,5 % svake godine između 2015. i 2017.

**U usporedbi s projekcijama objavljenim u rujnu, izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om neznatno su revidirani naniže.** Glavni razlog za revidiranje naniže slabiji su vanjski cjenovni pritisci povezani s cijenama nafte koje su bile niže od pretpostavljenih.

#### 4. FISKALNI IZGLEDI

**Predviđa se da će se državni saldo poboljšati.** Postupno poboljšanje omjera državnog salda i BDP-a djelomično proizlazi iz cikličkog poboljšanja, a djelomično iz smanjenja kamatnih rashoda, iako se predviđa da će se strukturni primarni saldo neznatno pogoršati u 2016. te ostati stabilan u 2017. Omjer državnog duga i BDP-a trebao bi se, nakon rasta koji je trajao do 2014., smanjivati od 2015. nadalje.

**U usporedbi s projekcijama objavljenim u rujnu, fiskalni su izgledi uglavnom ostali nepromijenjeni.** Proračunski saldo države neznatno je revidiran naviše za 2015. te neznatno naniže za 2017. kako bi se uzele u obzir promjene u iznosu fiskalne konsolidacije. Kretanje duga povoljnije je tijekom projekcijskog razdoblja i odražava povoljniji diferencijal stope rasta i kamatne stope, kao i pozitivan učinak usklađivanja deficita i duga.



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

(godišnje postotne promjene)

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

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

2) Izračunane su na temelju nezaokruženih vrijednosti.

3) Kalendarski prilagođeni podaci.

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 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.

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 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.

### ANALIZE OSJETLJIVOSTI

**Projekcije se uvelike oslanjaju na tehničke pretpostavke povezane s kretanjem određenih ključnih varijabli.** Budući da neke od tih varijabli mogu imati velik utjecaj na projekcije za europodručje, ispitivanje osjetljivosti tih projekcija u odnosu na drugačija kretanja tih temeljnih pretpostavki može

pomoći pri analiziranju rizika za te projekcije. U ovom se okviru govori o neizvjesnosti povezanoj s cijenama nafte i tečajevima, kao i o osjetljivosti projekcija s obzirom na te varijable.

## 1) Alternativno kretanje cijena nafte

**Alternativni modeli predviđanja cijena nafte pokazuju cijene nafte u 2016. i 2017. koje su nešto više od onih na koje upućuju ročnice.** Prema tehničkim pretpostavkama o kretanju cijena nafte iz osnovnih projekcija, koje se temelje na tržištima ročnica, cijene nafte trebale bi porasti tijekom projekcijskog razdoblja (vidi Okvir 3.). Takvo je kretanje u skladu s određenim oporavkom svjetske potražnje za naftom koji proizlazi iz intenziviranja svjetske gospodarske aktivnosti i s određenim smanjenjem rasta ponude nafte. Drugi modeli kojima se stručnjaci ESB-a služe<sup>1)</sup> za predviđanje cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja trenutačno upućuju na cijene nafte u projekcijskom razdoblju koje su nešto više od onih pretpostavljenih u tehničkim pretpostavkama. To bi bilo u skladu s još snažnijim oporavkom svjetske potražnje za naftom u srednjoročnom razdoblju i/ili sa snažnijim smanjenjem rasta ponude nafte zbog manjih ulaganja u naftni sektor i stoga smanjenih kapaciteta za proizvodnju nafte u nekim zemljama kao posljedicama nedavnog pada cijena nafte. To alternativno kretanje cijena, koje se temelji na pretpostavci da će do 2017. cijene nafte rasti nešto brže i biti za 5,8 % više od onih pretpostavljenih u osnovnoj projekciji, imalo bi blago nepovoljan utjecaj na rast realnog BDP-a, koji bi u 2017. bio manji za 0,1 postotni bod, i prouzročilo bi nešto brži rast inflacije mjerene HIPC-om u 2016. i 2017.: ona bi u tom razdoblju bila viša približno 0,1 postotni bod.

## 2) Alternativno kretanje tečaja

**U vezi s kretanjem efektivnog tečaja eura, postoje negativni i pozitivni rizici.** Negativni rizici uglavnom proizlaze iz sve većih razlika u stajalištima monetarne politike na različitim stranama Atlantika. Dodatna prilagodba monetarne politike u europodručju i rast kamatne stope u SAD-u mogli bi tako vršiti dodatan pritisak na smanjenje tečaja eura. Nasuprot tome, pozitivni rizici za kretanje tečaja eura proizlaze iz moguće veće zabrinutosti u pogledu rasta u zemljama s tržištima u nastajanju i posebno u Kini. Proizašlo povećanje tržišne kolebljivosti može dovesti do aprecijacije eura zbog smanjivanja pozicija zaduživanja u valutama s niskom kamatnom stopom i konverzije u valute koje nude visoke kamatne stope (eng. carry trade).

**Ova analiza osjetljivosti uključuje dva alternativna kretanja tečaja eura radi ilustracije rizika za projekcije s tim u vezi.** Prvo kretanje temelji se na 25. percentilu distribucije vjerojatnosti tečaja USD/EUR izvedenih iz gustoća neutralnih na rizik koje su implicirane u opcijama na dan 12. studenoga 2015. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu deprecijaciju eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 0,99 USD/EUR u 2017., što je za 8,1 % niže od pretpostavke iz osnovne projekcije za tu godinu. Drugo kretanje temelji se na 75. percentilu iste distribucije vjerojatnosti i podrazumijeva postupnu aprecijaciju eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 1,18 USD/EUR u 2017., što je za 8,9 % više od pretpostavke iz osnovne projekcije za tu godinu. Odgovarajuće pretpostavke za nominalni efektivni tečaj eura (NEER-38) odražavaju povijesne pravilnosti, dok promjene u tečaju USD/EUR odgovaraju promjenama efektivnog tečaja s elastičnošću od oko 52 %. U slučaju deprecijacije to dovodi do postupnog smanjivanja odstupanja tečaja NEER-38 od osnovne projekcije na razinu koja je za 4,3 % niža od osnovne projekcije u 2017. U slučaju aprecijacije implicirano povećanje odstupanja tečaja NEER-38 od osnovne projekcije dovodi ga do razine koja je za 4,5 % viša od osnovne projekcije u 2017.

**U oba scenarija rezultati više makroekonomskih modela upućuju na relativno snažne učinke na rast realnog BDP-a i inflaciju mjerenu HIPC-om u 2016. i 2017.** Rezultati za deprecijaciju eura upućuju na rast inflacije mjerene HIPC-om (za 0,1 do 0,3 postotna boda u 2016. i za 0,3 do 0,5 postotnih bodova u 2017.) te na veći rast realnog BDP-a (za 0,1 do 0,2 postotna boda u 2016. i za 0,2 do 0,3 postotna boda u 2017.). Rezultati za aprecijaciju eura su slični, uz suprotan predznak.

1) 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 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 (vidi tablicu). Kao što je prikazano u tablici, većina trenutno dostupnih prognoza drugih institucija ne razlikuje se znatno od središnjih projekcija iz projekcija stručnjaka Eurosustava iz prosinca i u potpunosti je unutar raspona tih projekcija (u tablici u zagradama).

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

(godišnje postotne promjene)

	Datum objave	Rast BDP-a			Inflacija mjerena HIPC-om		
		2015.	2016.	2017.	2015.	2016.	2017.
Projekcije stručnjaka Eurosustava	Prosinac 2015.	1,5 [1,4 – 1,6]	1,7 [1,1 – 2,3]	1,9 [0,9 – 2,9]	0,1 [0,1 – 0,1]	1,0 [0,5 – 1,5]	1,6 [0,9 – 2,3]
Europska komisija	Studen 2015.	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
OECD	Studen 2015.	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
Euro Zone Barometer	Studen 2015.	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Consensus Economics Forecasts	Studen 2015.	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
Survey of Professional Forecasters	Studen 2015.	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
MMF	Listopad 2015.	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

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

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

© Europska središnja banka, 2015.

Poštanska adresa: 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon: +49 69 1344 0

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

Sva prava pridržana.

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