



Makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a za europodručje, rujan 2017.¹

Predviđa se da će se gospodarski rast u europodručju nastaviti tijekom projekcijskog razdoblja po stopama koje su znatno veće od potencijalnih. U 2017. se očekuje godišnji rast realnog BDP-a od 2,2 %, odnosno najveći godišnji rast realnog BDP-a u razdoblju nakon krize, dok bi u 2018. i 2019. u prosjeku trebao iznositi 1,8 %. Domaća potražnja trebala bi se održati zahvaljujući vrlo prilagodljivoj monetarnoj politici, napretku postignutom u razduživanju u svim sektorima te kontinuiranom poboljšanju uvjeta na tržištu rada. Očekuje se da će globalni gospodarski oporavak, usprkos nedavnoj aprecijaciji eura, poduprijeti izvoz europodručja.

Ukupna inflacija trebala bi se u kratkoročnom razdoblju smanjiti, uglavnom zbog baznih učinaka komponente energije, te ponovno povećati i dostići 1,5 % u 2019. Usprkos nepovoljnom utjecaju nedavne aprecijacije tečaja eura predviđa se da će temeljna inflacija postupno rasti kako se bude smanjivala neiskorištenost gospodarskih kapaciteta.

1. Realno gospodarstvo

Povoljni pokazatelji raspoloženja upućuju na nastavak snažnog gospodarskog oporavka. Realni BDP porastao je za 0,6 % u drugom tromjesečju 2017. zahvaljujući snažnom doprinosu domaće potražnje. Posljednjih su se mjeseci uvjeti na tržištu rada i dalje poboljšavali, a stopa nezaposlenosti smanjivala se brže nego što se očekivalo. Očekuje se da će se tempo rasta izvoza donekle normalizirati poslije visokih stopa rasta zabilježenih početkom 2017. Rast realnog BDP-a trebao bi biti umjereniji u kratkoročnom razdoblju, premda bi i dalje trebao biti znatno veći od potencijalnoga, u skladu s visokim razinama poslovnog i potrošačkog raspoloženja.

¹ Upravno vijeće služi se ovim makroekonomskim projekcijama koje su izradili stručnjaci ESB-a pri ocjeni gospodarskih kretanja i rizika za stabilnost cijena. Upravno vijeće ne potvrđuje makroekonomske projekcije koje su izradili stručnjaci ESB-a ili stručnjaci Eurosustava i one nisu nužno odraz stajališta Upravnog vijeća o izgledima za europodručje. Više informacija o upotrijebljenim postupcima i tehnikama možete pronaći u dokumentu *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ESB, srpanj 2016., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a. Krajnji datum za tehničke pretpostavke, na primjer one povezane s cijenama nafte i tečajevima, bio je 14. kolovoza 2017. (vidi Okvir 1.). Krajnji datum za uključivanje drugih informacija u ove projekcije bio je 21. kolovoza 2017., no iznimno su uključeni i tromjesečni nacionalni računi za Španjolsku objavljeni 24. kolovoza. Makroekonomske projekcije obuhvaćaju razdoblje od 2017. do 2019. Projekcije za tako dugo razdoblje vrlo su neizvjesne, što treba imati na umu pri njihovu tumačenju. Vidi članak *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections* u Mjesečnom biltenu ESB-a iz svibnja 2013. Na stranici <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> možete lako pronaći podatke na kojima se temelje odabrane tablice i grafikoni.

U srednjoročnom će razdoblju domaća potražnja poduprta povoljnim uvjetima financiranja i poboljšanjima na tržištu rada i dalje biti pokretač rasta. Gledano dugoročnije, očekuje se da će više povoljnih čimbenika tijekom projekcijskog razdoblja i dalje podupirati osobnu i investicijsku potrošnju. Vrlo prilagodljiva monetarna politika ESB-a i dalje se prenosi na gospodarstvo, a tržišna očekivanja povezana s budućim kamatnim stopama (ugrađena u tehničke pretpostavke ovih projekcija) i dalje upućuju na niske razine tijekom projekcijskog razdoblja. Kreditiranje privatnog sektora i dalje raste potaknuto niskim kamatnim stopama i povoljnim bankovnim uvjetima kreditiranja. Na osobnu potražnju trebalo bi povoljno utjecati kontinuirano poboljšavanje uvjeta na tržištu rada. Nastavit će se oporavak poslovnih ulaganja, djelomično zahvaljujući rastu profitnih marži u uvjetima manje potrebe za razduživanjem i sve većih pritisaka na strani potražnje. Povoljni izgledi za porast dohotka i uvjeti financiranja te niski prinosi na alternativna ulaganja podupiru ulaganja u stambene nekretnine. Rast bi trebali poduprijeti i vanjski povoljni čimbenici kako bude jačala globalna gospodarska aktivnost i te se stoga bude poboljšavala inozemna potražnja europodručja.

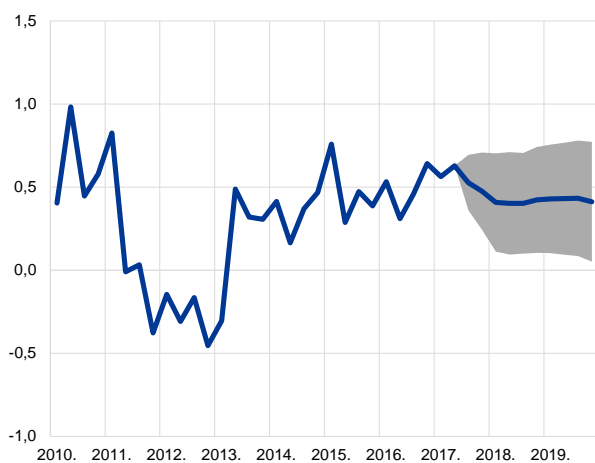
Grafikon 1.

Makroekonomske projekcije¹

(tromjesečni podatci)

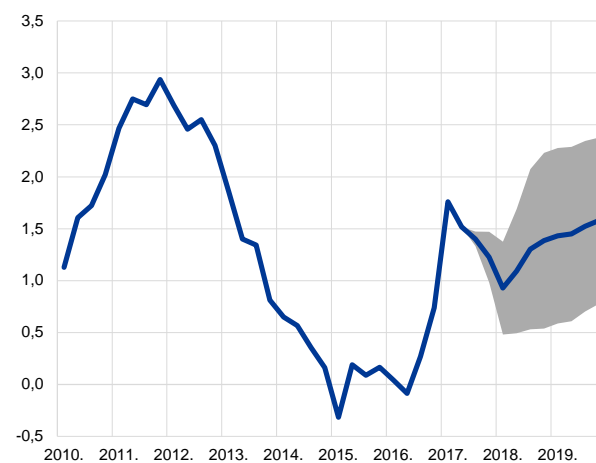
Realni BDP europodručja²

(stope promjene u odnosu na prethodno tromjesečje)



HIPC europodručja

(stope promjene u odnosu na prethodnu godinu)



¹ Rasponi prikazani oko središnjih projekcija temelje se na razlikama između stvarnih rezultata i prošlih projekcija, koje se izrađuju 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

Očekuje se da će osobna potrošnja tijekom projekcijskog razdoblja i dalje biti snažna. Najnoviji pokazatelji pouzdanja potrošača, koji su i dalje znatno viši od dugoročnog prosjeka, upućuju na otpornost osobne potrošnje, koju dodatno podupiru kontinuirana poboljšanja na tržištu rada, u kratkoročnom razdoblju. Predviđa se da će se osobna potrošnja u srednjoročnom razdoblju uglavnom razvijati u skladu s rastom realnog raspoloživog dohotka.

Rast nominalnog raspoloživog dohotka trebao bi se povećati tijekom projekcijskog razdoblja, premda će povećana inflacija vjerojatno ograničiti rast realne kupovne moći kućanstava. Doprinosi bruto nadnica i plaća rastu

nominalnog raspoloživog dohotka trebao bi biti relativno stabilan tijekom projekcijskog razdoblja jer se očekuje da će manji rast zaposlenosti uglavnom biti nadomješten većom stopom rasta naknada po zaposlenom. Predviđa se pozitivan rast osobnog dohotka iz drugih izvora zahvaljujući pozitivnim kretanjima dobiti i prihoda od imovine. Premda se rast realnog raspoloživog dohotka nedavno smanjio, trebao bi se donekle oporaviti i biti snažan tijekom projekcijskog razdoblja.

Poboljšanje bankovnih uvjeta kreditiranja, na koje povoljno djeluju mjere monetarne politike ESB-a, i napredak postignut u razduživanju također bi trebali doprinijeti rastu osobne potrošnje. Premda niske kamatne stope utječu i na zaradu od kamata i na plaćanje kamata kućanstava, sredstva se od neto štediša uglavnom preraspodjeljuju neto dužnicima. S obzirom na to da neto dužnici obično imaju veću graničnu sklonost potrošnji, ta bi preraspodjela trebala poduprijeti agregatnu osobnu potrošnju. Osim toga, potrošnju bi trebao poduprijeti i napredak u razduživanju.

Očekuje se da će stopa štednje kućanstava biti uglavnom nepromijenjena tijekom projekcijskog razdoblja. Stabilnost stope štednje na razini europodručja zapravo proizlazi iz suprotstavljenih čimbenika. Pritisci na smanjenje proizlaze iz manje nezaposlenosti odnosno manje štednje iz opreza, poboljšanja uvjeta kreditiranja i niskih kamatnih stopa, dok pritisci na rast proizlaze iz potreba za daljnjim smanjivanjem bruto zaduženosti i izgladivanja potrošnje u uvjetima cikličkog rasta.

Okvir 1.

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama, tečajevima i cijenama sirovina

U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2017., među tehničkim pretpostavkama je i znatna aprecijacija efektivnog tečaja eura te malo niže kamatne stope. Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima s krajnjim datumom 14. kolovoza 2017. Kratkoročne kamatne stope odnose se na tromjesečni EURIBOR, pri čemu su tržišna očekivanja izvedena iz kamatnih stopa predviđenih ročnicama. Primijenjenom metodologijom izračunano je da će prosječna razina tih kratkoročnih kamatnih stopa biti –0,3 % u 2017., –0,3 % u 2018. i –0,1 % u 2019. Tržišna očekivanja povezana s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 1,1 % u 2017., 1,3 % u 2018. i 1,6 % u 2019.² U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2017., tržišna očekivanja povezana s kratkoročnim i dugoročnim kamatnim stopama revidirana su naniže za između 10 i 20 baznih bodova.

Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja prosječnih cijena na tržištima ročnicama u dvotjednom razdoblju s krajnjim datumom 14. kolovoza, pretpostavlja se da će cijena sirove nafte Brent porasti s 44,0 USD u 2016. na 51,8 USD u 2017., 52,6 USD u 2018. i 53,1 USD u 2019.

² Pretpostavka o nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice u europodručju temelji se na ponderiranom prosjeku prinosa desetogodišnjih referentnih obveznica država, koji je ponderiran godišnjim 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 dviju serija podataka održana tijekom cijelog projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će razlike između prinosa na državne obveznice pojedinačnih država i odgovarajućeg prosjeka za europodručje biti nepromijenjene tijekom projekcijskog razdoblja.

Pretpostavka takvog kretanja je da će, u usporedbi s projekcijama iz lipnja 2017., cijene nafte izražene u američkim dolarima u 2017. biti više za 0,5 %, u 2018. za 2,3 % i u 2019. za 3,0 %. Pretpostavlja se da će cijene sirovina bez energije izražene u američkim dolarima znatno porasti u 2017. te da će poslije njihov rast biti umjereniji.³

Pretpostavlja se da će bilateralni tečajevi tijekom projekcijskog razdoblja ostati nepromijenjeni na prosječnim razinama koje su prevladavale u dvotjednom razdoblju koje je završilo zaključnim datumom 14. kolovoza. To podrazumijeva prosječan tečaj američkog dolara prema euru od 1,13 u 2017. i 1,18 u 2018. i 2019., dok je u projekcijama iz lipnja 2017. predviđen tečaj američkog dolara prema euru od 1,09. Efektivni tečaj eura (u odnosu na 38 trgovinskih partnera) bit će viši za 2,1 % u 2017. te za približno 4,4 % u 2018. i 2019. nego što je predviđeno projekcijama iz lipnja 2017.

Tehničke pretpostavke

	rujan 2017.				lipanj 2017.			
	2016.	2017.	2018.	2019.	2016.	2017.	2018.	2019.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Cijena nafte (u USD za barel)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Cijene sirovina bez energije, u USD (godišnja stopa promjene)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
Tečaj USD/EUR	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Nominalni efektivni tečaj eura (EER38) (godišnja stopa promjene)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

Očekuje se nastavak oporavka ulaganja u stambene nekretnine. Tijekom posljednjih tromjesečja ulaganja u stambene nekretnine snažno su porasla u mnogim državama europodručja poduprta povoljnim uvjetima financiranja, preraspodjelama portfelja u korist stambenih nekretnina u okolnostima niskih prinosa na druge mogućnosti dugoročnog ulaganja i kontinuiranog poboljšanja stanja na tržištu rada. Osim toga, čini se da je prilagodba na tržištima stambenih nekretnina u većini država europodručja okončana. Tijekom projekcijskog razdoblja i dalje postoje temeljni uvjeti za daljnji oporavak ulaganja u stambene nekretnine. Ipak se očekuje određeno slabljenje zamaha zbog zrele faze ciklusa na tržištu stambenih nekretnina i slabljenja učinka poticaja u nekim državama, potrebe za daljnjim razduživanjem u drugim državama i nepovoljnih demografskih trendova.

Predviđa se nastavak oporavka poslovnih ulaganja u projekcijskom razdoblju. Očekuje se da će ga poduprijeti više čimbenika: poslovno pouzdanje i dalje je visoko zahvaljujući vrlo povoljnim proizvodnim očekivanjima i narudžbama; iskorištenost kapaciteta i dalje nadmašuje prosječne razine iz razdoblja prije krize; uvjeti financiranja trebali bi u projekcijskom razdoblju i dalje biti vrlo povoljni; nakon nekoliko godina slabijih ulaganja postoji potreba za modernizacijom temeljnog

³ Pretpostavke o cijenama nafte i prehrambenih sirovina temelje se na cijenama predviđenim ročnicama do kraja projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će cijene drugih, tvrdih mineralnih sirovina bez energije slijediti cijene ročnica do trećeg tromjesečja 2018. i da će se potom razvijati u skladu sa svjetskom gospodarskom aktivnošću.

kapitala; s obzirom na izdašnost novčanih sredstava u sektoru nefinancijskih društava očekuje se povećanje profitnih marži. Osim toga, omjeri financijske poluge u sektoru nefinancijskih društava smanjili su se u okolnostima povećanja cijena imovine i umjerenog rasta financiranja dugom u mnogim državama europodručja. Istodobno se očekuje da će na izgled za poslovna ulaganja i dalje nepovoljno utjecati neki čimbenici, kao na primjer očekivani slabiji rast potencijalne proizvodnje i ograničene mogućnosti banaka za financijsko posredovanje u nekim državama.

Okvir 2.

Međunarodno okruže

Dinamika rasta svjetskoga gospodarstva i dalje je postojana. Nakon privremenog smanjenja zamaha početkom godine statistički podatci i rezultati anketa upućuju na ponovni rast svjetskog realnog BDP-a u drugom tromjesečju. Pokazatelji pouzdanja potrošača i poduzeća upućuju na to da je raspoloženje i dalje optimistično. Usprkos povećanju prinosa na dugoročne obveznice tijekom proteklih tjedana, financijski uvjeti u razvijenim zemljama i dalje su povoljni, a podupire ih prilagodljiva monetarna politika. Financijska tržišta u zemljama s tržištima u nastajanju i dalje su otporna, a tokovi kapitala prema tim zemljama snažni su. Dugoročnije gledano, očekuje se umjereno ubrzanje svjetske gospodarske aktivnosti. Izgledi za razvijene zemlje upućuju na smanjivanje proizvodnog jaza i nastavak cikličkog oporavka. Monetarne i fiskalne politike podupiru poboljšanje gospodarske aktivnosti, premda su očekivani fiskalni poticaji u Sjedinjenim Američkim Državama revidirani naniže nakon promjene političkog raspoloženja. Što se tiče zemalja s tržištima u nastajanju, u zemljama uvoznicama sirovina poput Indije i Kine rast će i dalje biti otporan, dok bi gospodarska aktivnost u zemljama izvoznicama sirovina nakon duboke recesije trebala dosegnuti najnižu razinu. Predviđa se da će rast svjetske gospodarske aktivnosti (bez europodručja) u 2017. iznositi 3,7 % i do kraja 2019. doseći 3,8 %. Povećanje aktivnosti od 2016. prije svega je posljedica progresivnog ublažavanja duboke recesije u zemljama izvoznicama sirovina. U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2017., rast realnog svjetskog BDP-a uglavnom je nepromijenjen, pri čemu je revidiran naniže za Sjedinjene Američke Države (nakon promjene pretpostavki o budućim fiskalnim poticajima), ali je ta revizija neutralizirana očekivanjima povezanim s većom otpornošću u zemljama s tržištima u nastajanju.

Međunarodno okruže

(godišnje stope promjene)

	rujan 2017.				lipanj 2017.			
	2016.	2017.	2018.	2019.	2016.	2017.	2018.	2019.
Svjetski realni BDP (bez europodručja)	3,2	3,7	3,8	3,8	3,2	3,5	3,8	3,8
Svjetska trgovina (bez europodručja) ¹⁾	1,1	5,3	3,8	3,8	0,9	4,4	3,8	3,9
Inozemna potražnja europodručja ²⁾	1,6	4,7	3,4	3,5	1,3	3,7	3,4	3,5

¹⁾ izračunano kao ponderirani prosjek uvoza

²⁾ izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja

Početak 2017. došlo je do iznenađujućeg povećanja rasta svjetske trgovine. Očekuje se da će svjetska trgovina u srednjoročnom razdoblju rasti u skladu sa svjetskom gospodarskom aktivnošću. Inozemna potražnja europodručja trebala bi se povećati za 4,7 % u 2017., 3,4 % u 2018. i 3,5 % u 2019. U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2017. revidirana je naviše za 1,1 postotni bod u 2017., uglavnom zbog snažnijih pokazatelja za prvo tromjesečje.

Predviđa se da će smanjenje konkurentnosti prouzročeno nedavnom aprecijacijom eura nepovoljno utjecati na izvoz u države izvan europodručja.

Izvoz u države izvan europodručja snažno je rastao u prvom tromjesečju 2017. poduprt intenzivnom inozemnom potražnjom i deprecijacijom eura u drugoj polovici 2016. i početkom 2017. Očekuje se da će izvoz u države izvan europodručja u projekcijskom razdoblju i dalje snažno rasti zahvaljujući velikoj inozemnoj potražnji i iz razvijenih zemalja i iz zemalja s tržištima u nastajanju. Ipak se pretpostavlja da će na taj izvoz nepovoljno utjecati snažniji tečaj eura tijekom projekcijskog razdoblja, zbog čega je kretanje udjela na izvoznim tržištima revidirano naniže te se sada predviđa njihovo smanjenje za 1,1 postotni bod tijekom projekcijskog razdoblja. Za razliku od toga, malo pozitivnija kretanja domaće potražnje i snažniji tečaj eura trebali bi povoljno utjecati na uvoz iz država izvan europodručja, zbog čega će se donekle smanjiti ukupni doprinos neto trgovine gospodarskom rastu.

S obzirom na umjeren potencijalni rast očekuje se smanjenje preostale neiskorištenosti gospodarskih kapaciteta tijekom projekcijskog razdoblja. Za razliku od relativno intenzivnog stvarnog rasta realnog BDP-a, procjenjuje se da će potencijalna proizvodnja porasti za malo više od 1 % tijekom projekcijskog razdoblja. Stopa rasta potencijalne proizvodnje slaba je prije svega zbog prilično malog doprinosa kapitala nakon duljeg razdoblja rekordno niskih razina ulaganja. Predviđa se da će doprinos rada potencijalnom rastu i dalje biti pozitivan, što je prije svega povezano s povećanom participacijom radne snage zahvaljujući provedenim strukturnim reformama. Zbog slabljenja doprinosa radno sposobnog stanovništva doprinos rada ipak će i dalje biti malo niži od prosjeka prije krize. Očekuje se da će i razina doprinosa ukupne faktorske produktivnosti biti tek neznatno niža od one zabilježene prije krize.

Očekuje se kontinuiran nastavak poboljšanja uvjeta na tržištu rada tijekom projekcijskog razdoblja. Zaposlenost mjerena brojem ljudi u prvom je tromjesečju 2017. porasla za 0,4 %, a procjenjuje se da je sličnim tempom rasla i u drugom tromjesečju 2017. Nedavni snažni rast zaposlenosti raširen je po državama, ali ga se može djelomično pripisati povoljnim privremenim čimbenicima (poput mjera fiskalnih poticaja u pojedinim državama europodručja). Budući da se očekuje postupno slabljenje učinka tih čimbenika, rast zaposlenosti trebao bi donekle izgubiti zamah, čemu će doprinijeti i sve veći manjak kvalificirane radne snage.

U srednjoročnom razdoblju očekuje se snažniji rast produktivnosti rada u skladu s njezinim cikličkim kretanjem. Bolja iskorištenost kapitala i rada u okolnostima smanjenja neiskorištenosti kapaciteta, povećanje odrađenih sati po osobi i određeni dobitci u ukupnoj faktorskoj produktivnosti upućuju na postojano jačanje rasta produktivnosti.

Očekuje se daljnje smanjenje stope nezaposlenosti. U drugom tromjesečju 2017. stopa nezaposlenosti smanjila se na 9,2 %, što je najniža razina zabilježena od ožujka 2009. Predviđa se da će se broj nezaposlenih i dalje znatno smanjivati. Očekuje se smanjenje stope nezaposlenosti na 8,1 % u 2019., no ona će i dalje biti iznad razine prije krize (7,5 % u 2007.).

U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2017., rast realnog BDP-a revidiran je naviše za 2017., dok je uglavnom nepromijenjen za preostali dio projekcijskog razdoblja. Revizija naviše za 2017. uglavnom se odnosi na nedavni iznenađujući porast u podacima o BDP-u. Općenitije govoreći, izgledi za snažniju domaću potražnju, koji su u skladu s povoljnim raspoloženjem poduzeća i potrošača i s nižim kamatnim stopama, uglavnom su neutralizirani nepovoljnim učinkom na izvoz koji proizlazi iz gubitka cjenovne konkurentnosti zbog nedavne aprecijacije eura.

2. Cijene i troškovi

Očekuje se da će se tijekom projekcijskog razdoblja inflacija mjerena HIPC-om kretati po krivulji u obliku slova V zbog toga što će bazni učinci povezani s inflacijom cijena energije kratkoročno prouzročiti pad inflacije prije no što se temeljna inflacija počne postupno oporavljati. Predviđa se da će ukupna inflacija mjerena HIPC-om u 2017. prosječno iznositi 1,5 %, da će se u 2018. smanjiti na 1,2 % te ponovno porasti na 1,5 % u 2019. Bazni učinci upućuju na znatno smanjenje doprinosa inflacije cijena energije mjerene HIPC-om ukupnoj inflaciji u razdoblju od 2017. do 2018. Pretpostavljeno povećanje cijena nafte, premda skromno, u preostalom dijelu projekcijskog razdoblja, vidljivo u krivulji terminkih cijena nafte, upućuje na djelomičan oporavak inflacije cijena energije mjerene HIPC-om u 2019. Očekuje se da će se nedavni oporavak inflacije cijena prehrambenih proizvoda mjerene HIPC-om uglavnom održati tijekom projekcijskog razdoblja, među ostalim i zbog pretpostavke o malo snažnijem rastu cijena prehrambenih sirovina. Daljnji gospodarski oporavak vjerojatno će tijekom projekcijskog razdoblja doprinijeti postupnom povećanju inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda. Ključni čimbenik tog povećanja bit će očekivani rast troškova rada kao posljedica smanjenja neiskorištenosti kapaciteta na tržištu rada.

Smatra se da će poboljšanje uvjeta na tržištu rada sljedećih godina biti dominantan izvor povećanja domaćih troškovnih pritisaka. Predviđa se da će naknada po zaposlenom porasti s 1,5 % u 2017. na 2,3 % u 2019. S obzirom na očekivano cikličko jačanje rasta produktivnosti, očekuje se da će rast jediničnih troškova rada biti malo manje snažan te da će porasti s 0,8 % u 2017. na 1,4 % u 2019. Važnim razlozima za povećanje rasta plaća smatraju se smanjenje slabosti na tržištu rada europodručja i sve veći manjak ponude radne snage u nekim dijelovima europodručja. Osim toga, može se očekivati i da će nedavno znatno povećanje ukupne inflacije s vremenom prouzročiti snažnije povećanje nominalnih plaća u onim državama europodručja u kojima se u postupku određivanja plaća uzimaju u obzir i elementi očekivanja ili indeksacije za protekla razdoblja. Osim toga, očekuje se da će brojni čimbenici koji trenutačno nepovoljno utječu na rast plaća postupno oslabjeti. Oni obuhvaćaju potrebu za obuzdavanjem rasta plaća radi ponovnog postizanja cjenovne konkurentnosti u nekim državama i potisnuto ograničenje plaća povezano s obvezujućim rigidnostima u pogledu smanjenja nominalnih plaća za vrijeme krize. Također se očekuje prestanak mjera za smanjenje doprinosa za socijalno osiguranje.

Predviđa se rast profitnih marži tijekom projekcijskog razdoblja. Početkom 2017. na profitne marže negativno su se odrazila povećanja cijena nafte i njihov utjecaj na ulazne troškove proizvodnje i općenito na uvjete trgovanja. Usporedo sa slabljenjem tih nepovoljnih učinaka očekuje se da će na profitne marže povoljno utjecati daljnji gospodarski oporavak, ali da će njihov rast tijekom projekcijskog razdoblja donekle sputavati povećanje rasta jediničnih troškova rada.

U proteklim tromjesečjima snažno su porasli vanjski pritisci na rast cijena, koji će i dalje blago rasti tijekom projekcijskog razdoblja. Očekuje se da će stopa rasta uvoznih cijena, koja se smanjivala četiri godine, u 2017. postati pozitivna. Do tog će obrata u 2017. uglavnom doći zbog ponovnog povećanja cijena nafte i sirovina bez energije u razdoblju od 2016. Nakon toga očekuje se smanjenje stopa rasta kao posljedica umjerenijeg kretanja cijena sirovina i nedavne aprecijacije eura. Općenitije gledano, temeljni globalni inflacijski pritisci trebali bi postupno jačati tijekom projekcijskog razdoblja zbog porasta globalnih troškova proizvodnje koji će pratiti smanjenje neiskorištenosti kapaciteta na svjetskoj razini. Međutim, s obzirom na preostale velike viškove globalnih kapaciteta i globalne pritiske na konkurentnost, ne predviđa se znatan pritisak tih čimbenika na rast uvoznih cijena europodručja.

U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2017., izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om revidirani su neznatno naniže. Aprecijacija tečaja eura u odnosu na prethodne projekcije stvara pritisak na smanjenje inflacije mjerene HIPC-om. Kada je riječ o temeljnoj inflaciji, taj pritisak na smanjenje djelomično neutraliziraju poboljšani izgledi za domaću potražnju u europodručju (vidi Okvir 3.).

Okvir 3.

Procjena učinka nedavne aprecijacije eura na inflacijske izgled u europodručju

Tijekom proteklih nekoliko mjeseci došlo je do aprecijacije nominalnog efektivnog tečaja eura, a na krajnji datum za izradu ovih projekcija (14. kolovoza 2017.) desetodnevni prosjek bio je 4,4 % viši od razine predviđene projekcijama iz lipnja 2017. U ovom okviru razmatraju se čimbenici koje bi trebalo uzeti u obzir pri procjeni učinka nedavne aprecijacije na inflacijske izgled u europodručju.

Elastičnosti predviđene standardnim modelom, premda se mogu uvelike razlikovati, općenito upućuju na to da bi tečajni šok koji bi po svojoj snazi bio jednak onom zabilježenom u proteklim mjesecima imao nezanemariv učinak na inflacijske izgled u europodručju.⁴ Te elastičnosti predviđene modelom vrijede, međutim, samo za egzogene tečajne šokove. Za razliku od toga, nedavna aprecijacija vjerojatno je u velikoj mjeri potaknuta daljnjim poboljšanjem izgleda za gospodarski rast u europodručju, koji je posljedica poboljšanih izgleda za domaću potražnju, i to bi trebalo uzeti u obzir pri procjeni učinka nedavne aprecijacije na inflacijske izgled.

U projekcijama iz rujna 2017. cjelokupni učinak aprecijacije na inflaciju znatno je umjereniji nego što pokazuju elastičnosti predviđene standardnim modelom, koje se uglavnom odnose

⁴ Vidi, na primjer, članak pod naslovom „Exchange rate pass-through into euro area inflation“, *Ekonomski bilten*, br. 7, ESB, 2016.

na egzogene tečajne šokove. Nedavna empirijska istraživanja priznaju postojanje endogenih tečajnih kretanja i pokazuju kako je učinak tečajnih kretanja na inflaciju ovisan o šoku.⁵ To znači da reakcija cijena na promjenu tečaja može biti različita ovisno o prirodi šoka koji je u prvom redu potaknuo tečajno kretanje jer on može biti povezan s različitim transmisijskim kanalima. Ako je aprecijacija u potpunosti potaknuta povoljnim šokom potražnje, prema empirijskim procjenama trebalo bi čak doći do pritiska na rast cijena povezanog s izgledima za pojačanu domaću potražnju. Budući da je očekivani povoljniji gospodarski rast, kao odraz poboljšanih izgleda za domaću potražnju, glavni pokretač nedavne aprecijacije eura, učinci aprecijacije na smanjenje inflacije trebali bi biti znatno manji nego što bi se očekivalo u slučaju isključivo egzogenog tečajnog šoka, čiji učinak obuhvaćaju elastičnosti predviđene standardnim modelom.

3. Fiskalni izgledi

U prosjeku se očekuje da će tijekom projekcijskog razdoblja fiskalna politika biti uglavnom neutralna. Karakter fiskalne politike mjeri se promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda bez državne potpore financijskom sektoru. Na njega je u 2017. utjecao oporavak državnih ulaganja nakon slabih rezultata zabilježenih u 2016. i jednokratne isplate proizvođačima nuklearne energije u Njemačkoj (otprilike 0,2 % domaćeg BDP-a)⁶. Taj pretežito neutralni karakter posljedica je suprotnih učinaka i na strani rashoda i na strani prihoda.

Očekuje se da će se tijekom projekcijskog razdoblja smanjivati i manjak proračuna opće države i omjer duga. Fiskalna projekcija uključuje postupno smanjenje manjka proračuna opće države tijekom cijelog razdoblja, uglavnom zbog poboljšanja cikličke komponente i smanjenja plaćanja kamata. Ciklički prilagođeni primarni saldo uglavnom je nepromijenjen. Očekuje se da će se omjer državnog duga i BDP-a i dalje smanjivati tijekom projekcijskog razdoblja poduprt poboljšanjem primarnog salda i povoljnom razlikom između kamatnih stopa i stopa rasta.⁷

U usporedbi s projekcijama iz lipnja 2017., izgledi za proračunski manjak uglavnom su nepromijenjeni, dok je omjer duga i BDP-a nešto manji, uglavnom zbog povoljnije razlike između kamatnih stopa i stopa rasta u 2017.

⁵ Vidi, na primjer, Shambaugh, J., „A new look at pass-through”, *Journal of International Money and Finance*, sv. 27., br. 4, str. 560–591, lipanj 2008.; Forbes, K., Hjortsoe, I. i Nenova, T., „The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through”, *Discussion Paper*, br. 43, Bank of England, External MPC Unit, studeni 2015.; te Ciccarelli, M. i Osbat, C., „Low inflation in the euro area: Causes and consequences”, *Occasional Paper Series*, br. 181, ESB, siječanj 2017.

⁶ Ona je provedena nakon što je ustavni sud presudio da je porez na reaktorsko gorivo koji se naplaćivao u razdoblju od 2011. do 2016. bio neustavan.

⁷ Razlika se izračunava kao razlika između nominalne efektivne kamatne stope na dug i stope rasta nominalnog BDP-a.

Tablica 1.

Makroekonomske projekcije za europodručje¹

(godišnje stope promjene)

	rujan 2017.				lipanj 2017.			
	2016.	2017.	2018.	2019.	2016.	2017.	2018.	2019.
Realni BDP	1,8	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7
		[2,1 – 2,3] ²	[1,0 – 2,6] ²	[0,6 – 2,8] ²		[1,6 – 2,2] ²	[0,8 – 2,8] ²	[0,6 – 2,8] ²
Osobna potrošnja	2,0	1,7	1,8	1,5	1,9	1,5	1,6	1,4
Državna potrošnja	1,8	1,2	1,2	1,1	1,8	1,2	1,2	1,1
Bruto investicije u dugotrajnu imovinu	4,1	4,0	3,9	3,1	3,6	3,7	3,4	3,0
Izvoz ³	3,2	4,7	3,7	3,8	2,8	4,8	4,3	4,1
Uvoz ³	4,5	5,2	4,6	4,2	4,0	5,2	4,6	4,3
Zaposlenost	1,4	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,0	0,9
Stopa nezaposlenosti (postotak radne snage)	10,0	9,1	8,6	8,1	10,0	9,4	8,8	8,3
HIPC	0,2	1,5	1,2	1,5	0,2	1,5	1,3	1,6
		[1,4 – 1,6] ²	[0,6 – 1,8] ²	[0,7 – 2,3] ²		[1,4 – 1,6] ²	[0,6 – 2,0] ²	[0,7 – 2,5] ²
HIPC bez energije	0,9	1,2	1,3	1,5	0,9	1,2	1,4	1,6
HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,7
HIPC bez energije, prehrambenih proizvoda i promjena neizravnih poreza ⁴	0,8	1,1	1,3	1,5	0,8	1,1	1,4	1,7
Jeđinični troškovi rada	0,8	0,8	1,2	1,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Naknada po zaposlenom	1,2	1,5	2,0	2,3	1,3	1,7	2,1	2,4
Proizvodnost rada	0,4	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5	0,8	0,9
Proračunski saldo opće države (postotak BDP-a)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Strukturni proračunski saldo (postotak BDP-a) ⁵	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Bruto dug opće države (postotak BDP-a)	89,1	87,5	86,0	84,2	89,2	87,9	86,4	84,7
Saldo tekućeg računa (postotak BDP-a)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,4	2,8	2,8	2,9

¹ Realni BDP i njegove sastavnice odnose se na kalendarski prilagođene podatke.

² Rasponi projekcija temelje se na razlikama između stvarnih rezultata i prošlih projekcija, koje se izrađuju već niz godina. Širina raspona dvaput je veća od prosječne apsolutne vrijednosti tih razlika. Metoda kojom su ti rasponi izračunani, a koja uključuje reviziju za izvanredne događaje, opisana je u dokumentu *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, ESB, prosinac 2009., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a.

³ uključujući trgovinu unutar europodručja

⁴ Ovaj podindeks temelji se na procjenama stvarnih učinaka neizravnih poreza. Te procjene mogu se razlikovati od Eurostatovih podataka, koji se temelje na pretpostavci o potpunom i neposrednom prijenosu učinaka oporezivanja na HIPC.

⁵ Izračunan kao državni saldo bez prolaznih učinaka gospodarskog ciklusa i privremenih mjera vlada (za ESSB-ov pristup vidi *Working Paper Series*, br. 77, ESB, rujan 2001. i *Working Paper Series*, br. 579, ESB, siječanj 2007.). Projekcija strukturnog salda nije izvedena iz agregatne mjere proizvodnog jaza. Prema metodologiji ESSB-a, cikličke komponente izračunavaju se zasebno za različite stavke prihoda i potrošnje. Više pojedinosti navedeno je u okviru pod naslovom *Cyclical adjustment of the government budget balance* u Mjesečnom biltenu ESB-a iz ožujka 2012. i u okviru pod naslovom *The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position* u Mjesečnom biltenu ESB-a iz rujna 2014.

Okvir 4.

Analiza osjetljivosti

Projekcije se uvelike oslanjaju na tehničke pretpostavke povezane s kretanjem određenih

ključnih varijabli. Budući da neke od tih varijabli mogu imati velik učinak na projekcije za europodručje, ispitivanje osjetljivosti projekcija u odnosu na alternativna kretanja tih temeljnih pretpostavki može pomoći pri analizi rizika za projekcije. U ovom se okviru govori o neizvjesnosti povezanoj s nekim ključnim temeljnim pretpostavkama te o osjetljivosti projekcija u odnosu na te varijable.

1. Alternativno kretanje cijena nafte

Alternativni modeli predviđanja cijena nafte upućuju na postojanje rizika da će cijene nafte tijekom projekcijskog razdoblja biti više od onih predviđenih na temelju naftnih ročnica.

Prema tehničkim pretpostavkama o kretanju cijena nafte iz osnovnih projekcija, koje se temelje na tržištima ročnica, cijene nafte trebale bi blago porasti, pri čemu će cijena sirove nafte Brent narasti na približno 53 USD po barelu krajem 2019. Takvo je predviđeno kretanje naftnih ročnica u skladu s umjerenim rastom svjetske potražnje za naftom, koji bi mogao biti posljedica određenog intenziviranja svjetske gospodarske aktivnosti. Kada je riječ o faktorima ponude, cijene nafte predviđene ročnicama još nisu znatno porasle zbog produženja primjene sporazuma između zemalja OPEC-a i glavnih proizvođača izvan zemalja OPEC-a, vjerojatno zbog stanja zaliha nafte, čija je razina, iako u padu, i dalje visoka, te zabrinutosti da bi neke od najvećih država proizvođača mogle odstupiti od sporazuma. Nadalje, snažan rast proizvodnje nafte iz škriljevca u Sjedinjenim Američkim Državama djelomično je nadomjestio smanjenje proizvodnje proizvođača konvencionalne nafte. Kombinacija alternativnih modela kojima se stručnjaci Eurosustava⁸ služe za predviđanje cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja trenutačno upućuje na neznatno više cijene nafte od onih pretpostavljenih u tehničkim pretpostavkama. Takvo kretanje moglo bi biti u skladu s neočekivanim daljnjim poremećajima u ponudi u kratkoročnom i dugoročnom razdoblju. To može dovesti do bržeg smanjivanja ravnoteže ponude i potražnje od očekivanog, a time i do viših cijena nafte. Ostvarenje alternativnog kretanja cijena nafte, koje se temelji na pretpostavci da će do 2019. cijene nafte biti 3,8 % više od onih pretpostavljenih u osnovnim projekcijama, imalo bi neznatno nepovoljan utjecaj na rast realnog BDP-a te bi prouzročilo nešto brži rast inflacije mjerene HIPC-om (bila bi viša za 0,1 postotni bod u 2019.).

2. Alternativno kretanje tečaja

Ovom analizom osjetljivosti istražuje se mehanički utjecaj kretanja tečaja eura višeg od onog u osnovnim projekcijama. Za ilustraciju, alternativno kretanje tečaja eura temelji se na 75. percentilu distribucije vjerojatnosti tečaja USD/EUR izvedene iz gustoća neutralnih na rizik koje su implicirane u opcijama na dan 14. kolovoza 2017. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu aprecijaciju eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 1,31 USD za euro u 2019., što je za oko 11 % više od pretpostavke iz osnovnih projekcija za tu godinu. Odgovarajuće pretpostavke za nominalni efektivni tečaj eura odražavaju povijesne pravilnosti, dok promjene u tečaju USD/EUR odgovaraju promjenama efektivnog tečaja s elastičnošću od otprilike 52 %. Ta pretpostavka dovodi do postupnog povećavanja pozitivne razlike efektivnog tečaja eura u odnosu na osnovnu projekciju, tako da bi on 2019. bio oko 6 % viši od osnovne projekcije. U tom scenariju prosjek rezultata više makroekonomskih modela stručnjaka upućuje na to da bi rast realnog BDP-a mogao biti za 0,3 postotna boda niži i u 2018. i 2019., dok bi inflacija mjerena HIPC-om bila za 0,4 postotna boda niža u 2018. odnosno za 0,5 postotna boda u 2019. Treba istaknuti da se ti procijenjeni učinci na rast i inflaciju primjenjuju samo u slučaju potpuno egzogenog šoka tečaja (vidi raspravu u Okviru 3.).

⁸ 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 organizacije 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 sirovina. Naposljetku, različite prognoze razlikuju se i po metodi kalendarske prilagodbe (vidi tablicu).

Kao što je prikazano u tablici, trenutačno dostupne projekcije drugih institucija koje se odnose na rast realnog BDP-a i inflacije mjerene HIPC-om općenito su unutar raspona projekcija stručnjaka ESB-a (u tablici u zagradama).

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

(godišnje stope promjene)

	Datum objave	Rast BDP-a			Inflacija mjerena HIPC-om		
		2017.	2018.	2019.	2017.	2018.	2019.
Projekcije stručnjaka ESB-a	rujan 2017.	2,2 [2,1 – 2,3]	1,8 [1,0 – 2,6]	1,7 [0,6 – 2,8]	1,5 [1,4 – 1,6]	1,2 [0,6 – 1,8]	1,5 [0,7 – 2,3]
Europska komisija	svibanj 2017.	1,7	1,8	–	1,6	1,3	–
OECD	lipanj 2017.	1,8	1,8	–	1,7	1,4	–
Euro Zone Barometer	kolovoz 2017.	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
prognoze organizacije Consensus Economics	kolovoz 2017.	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	srpanj 2017.	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
MMF	srpanj 2017.	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, proljeće 2017.; IMF Article IV country report, 25. srpnja 2017.; OECD Economic Outlook, lipanj 2017.; prognoze organizacije Consensus Economics, kolovoz 2017.; MJEconomics za Euro Zone Barometer, kolovoz 2017. i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters, srpanj 2017.

Napomene: Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava i ESB-a i prognoze OECD-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 nije izričito navedeno jesu li podaci u njima kalendarski prilagođeni.

© Europska središnja banka, 2017.

Poštanska adresa: 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka

Telefon: +49 69 1344 0

Mrežne stranice: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4490 (pdf)

kataloški broj EU-a QB-CE-17-002-HR-N (pdf)