



# lipanj 2017. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje<sup>1</sup>

*Očekuje se da će se gospodarski oporavak u europodručju nastaviti bržim tempom od predviđenoga. Realni BDP trebao bi u projekcijskom razdoblju rasti po godišnjoj stopi od približno 1,8 %. Očekivani globalni oporavak poduprijet će izvoz europodručja, dok bi se domaća potražnja tijekom projekcijskog razdoblja trebala održati zahvaljujući vrlo prilagodljivoj monetarnoj politici, napretku postignutom u razduživanju u svim sektorima te kontinuiranom poboljšanju uvjeta na tržištu rada.*

*Inflacija mjerena HIPC-om trebala bi se kretati putanjom u obliku slova V i dosegnuti 1,6 % u 2019. Znatno pozitivan učinak inflacije cijena energije mjerene HIPC-om u 2017. smanjit će se u 2018. i 2019., dok će inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda postupno rasti kako se bude smanjivala neiskorištenost gospodarskih kapaciteta.*

## 1. Realno gospodarstvo

**Poslije postojanog rasta u prvom tromjesečju 2017. povoljni kratkoročni pokazatelji upućuju na nastavak snažnog zamaha u kratkoročnom razdoblju.**

Posljednjih mjeseci nastavilo se poboljšanje uvjeta na tržištu rada, dok u dijelu država europodručja zbog sve brojnije radne snage nestaju uska grla koja su bila prepreka rastu zaposlenosti i dok se u većini država europodručja nezaposlenost naglo smanjuje. Pouzdanje poduzeća i potrošača, koje je već bilo na visokim razinama, posljednjih mjeseci nastavilo se poboljšavati u svim sektorima i državama, što upućuje na nastavak postojanog rasta u kratkoročnom razdoblju.

**Realni BDP u projekcijskom razdoblju trebao bi rasti po sljedećim stopama: 1,9 % u 2017., 1,8 % u 2018. i 1,7 % u 2019.** Očekuje se da će domaću potražnju tijekom projekcijskog razdoblja i dalje podupirati više povoljnih čimbenika. Vrlo

<sup>1</sup> Upravno vijeće služi se ovim makroekonomskim projekcijama koje su izradili stručnjaci Eurosustava 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 provedenim postupcima i primijenjenim 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 16. svibnja 2017. (vidi Okvir 1.). Krajnji datum za uključivanje drugih informacija u projekcije bio je 23. svibnja 2017.

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.

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. Nastavlja se oporavak bankovnog kreditiranja nefinancijskih društava potaknut niskim kamatama, rastom potražnje za kreditima i povoljnim uvjetima ponude kredita. Domaću potražnju podupiru i daljnja poboljšanja uvjeta na tržištu rada te manja potreba za razduživanjem. Očekuje se da će tijekom projekcijskog razdoblja ojačati i globalni gospodarski oporavak, što će poduprijeti izvoz europodručja.

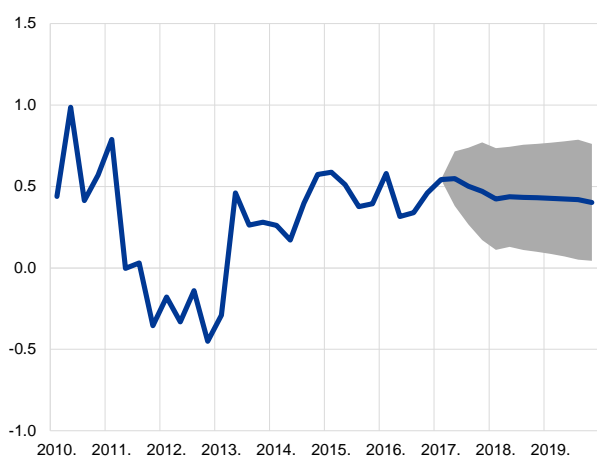
## Grafikon 1.

### Makroekonomske projekcije<sup>1</sup>

(tromjesečni podatci)

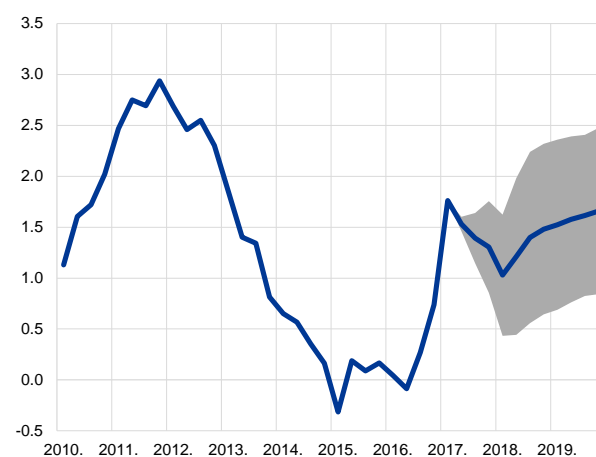
#### Realni BDP europodručja<sup>2</sup>

(stope promjene u odnosu na prethodno tromjesečje)



#### HIPC europodručja

(stope promjene u odnosu na prethodnu godinu)



<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> kalendarski prilagođeni podatci

**Trebao bi se nastaviti oporavak osobne potrošnje, no zamah će biti malo slabiji nego u 2016.** Posljednjih mjeseci u sve je više država raslo pouzdanje potrošača i doseglo razine koje su zamjetno više od dugoročnog prosjeka u uvjetima sve boljih općih gospodarskih očekivanja i povoljnijih individualnih financijskih očekivanja. Kratkoročne izglede za osobnu potrošnju podupiru i daljnja poboljšanja uvjeta na tržištu rada u posljednje vrijeme.

**Rast nominalnog raspoloživog dohotka trebao bi se postupno povećavati tijekom projekcijskog razdoblja, premda će visoka inflacija oslabiti realnu kupovnu moć kućanstava.** Doprinos bruto nadnica i plaća rastu nominalnog raspoloživog dohotka trebao bi rasti tijekom projekcijskog razdoblja poduprt daljnjim rastom zaposlenosti i većim rastom naknada po zaposlenom. Očekuje se znatan pad rasta realnog raspoloživog dohotka u 2017., prije svega zbog predviđenog rasta inflacije cijena energije, kao i njegov postupni oporavak u sljedećem razdoblju.

**Poboljšanje bankovnih uvjeta kreditiranja, na koje povoljno djeluju mjere monetarne politike ESB-a, trebalo bi pridonijeti 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 višu graničnu sklonost potrošnji, ta bi preraspodjela trebala dodatno poduprijeti agregatnu osobnu potrošnju. Osim toga, potrošnju bi trebao poduprijeti i napredak u razduživanju.

**Očekuje se da će se stopa štednje postupno vratiti na razine prije povećanja prouzročene cijenom nafte i biti uglavnom nepromijenjena tijekom projekcijskog razdoblja.** Takva stabilnost zapravo proizlazi iz suprotstavljenih čimbenika u državama europodručja. Pritisci na smanjenje proizlaze iz manje nezaposlenosti, 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 oporavka. Cjelokupno gledano, predviđa se da će godišnji rast osobne potrošnje pasti sa 1,9 % u 2016. na približno 1,5 % između 2017. i 2019.

## Okvir 1.

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama, tečajevima i cijenama sirovina

---

**U usporedbi s projekcijama iz ožujka 2017., tehničke pretpostavke obuhvaćaju znatno niže cijene nafte izražene u američkim dolarima, aprecijaciju efektivnog tečaja eura te znatno niže dugoročne kamatne stope.** Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima s krajnjim datumom 16. svibnja 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., –0,2 % u 2018. i 0,0 % u 2019. Tržišna očekivanja povezana s nominalnim prinosima na desetogodišnje državne obveznice europodručja upućuju na prosječnu razinu od 1,2 % u 2017., 1,5 % u 2018. i 1,8 % u 2019.<sup>2</sup> U usporedbi s projekcijama iz ožujka 2017., tržišna očekivanja povezana s kratkoročnim kamatnim stopama i dalje su uglavnom nepromijenjena, dok su očekivanja povezana s dugoročnim kamatnim stopama revidirana naniže za između 10 i 20 baznih bodova.

Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja prosječnih cijena na tržištima ročnica u dvotjednom razdoblju s 16. svibnjem kao krajnjim datumom, pretpostavlja se da će cijena sirove nafte Brent narasti s 44,0 USD u 2016. na 51,6 USD u 2017. te da će i dalje biti približno na toj razini u 2018. i 2019. Pretpostavka je takva kretanja da će, u usporedbi s projekcijama iz ožujka 2017., cijene nafte izražene u američkim dolarima u 2017. biti niže za 8,6 %, u 2018. za 9,1 % te u 2019. za 7,9 %.

---

<sup>2</sup> 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.

Pretpostavlja se da će cijene sirovina bez energije izražene u američkim dolarima znatno porasti u 2017. te da će poslije njihov rast biti umjereniji.<sup>3</sup>

Bilateralni će tečajevi, prema pretpostavkama, tijekom projekcijskog razdoblja biti nepromijenjeni na prosječnim razinama iz dvotjednog razdoblja koje je završilo krajnjim datumom 16. svibnja. To podrazumijeva prosječan tečaj američkog dolara prema euru od 1,08 u 2017. i 1,09 u 2018. i 2019., dok je u projekcijama iz ožujka 2017. predviđen tečaj američkog dolara prema euru od 1,07. U odnosu na pretpostavke iz projekcija iz ožujka 2017. efektivni tečaj eura (u odnosu na 38 trgovinskih partnera) bit će viši za 0,6 % u 2017. te za približno 1,0 % u 2018. i 2019.

#### Tehničke pretpostavke

|  | lipanj 2017. |       |       |       | ožujak 2017. |       |       |       |
|--|--------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|
|  | 2016.        | 2017. | 2018. | 2019. | 2016.        | 2017. | 2018. | 2019. |
| Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)                          | -0,3         | -0,3  | -0,2  | 0,0   | -0,3         | -0,3  | -0,2  | 0,0   |
| Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)  | 0,8          | 1,2   | 1,5   | 1,8   | 0,8          | 1,3   | 1,6   | 1,9   |
| Cijena nafte (u USD za barel)                                    | 44,0         | 51,6  | 51,4  | 51,5  | 44,0         | 56,4  | 56,5  | 55,9  |
| Cijene sirovina bez energije, u USD (godišnja stopa promjene)    | -3,9         | 6,4   | 2,0   | 4,5   | -3,9         | 13,2  | 3,5   | 4,6   |
| Tečaj USD/EUR  | 1,11         | 1,08  | 1,09  | 1,09  | 1,11         | 1,07  | 1,07  | 1,07  |
| Nominalni efektivni tečaj eura (EER38) (godišnja stopa promjene) | 3,7          | -0,4  | 0,3   | 0,0   | 3,7          | -1,0  | 0,0   | 0,0   |

#### Očekuje se da će se oporavak ulaganja u stambene nekretnine nastaviti.

Ulaganje u stambene nekretnine 2016. snažno je poraslo poduprto snažnim rastom raspoloživog dohotka i povoljnim uvjetima financiranja. I dalje postoje temeljni uvjeti za daljnji oporavak ulaganja u stambene nekretnine. Na povoljne izgleda za takva ulaganja upućuje porast broja građevinskih dozvola i sve veća potražnja za stambenim kreditima u okolnostima poboljšanja bankovnih uvjeta kreditiranja. Povoljni izgledi za porast dohotka i uvjeti financiranja i dalje idu u prilog uzlaznom trendu na tržištima stambenih nekretnina koji je u tijeku. Ipak, očekuje se da će porast ulaganja u stambene nekretnine izgubiti nešto od svojeg zamaha tijekom projekcijskog razdoblja, što je odraz slabljenja učinka fiskalnih poticaja u nekim državama te nepovoljnih demografskih trendova, čije se posljedice očekuju.

#### Poslovna ulaganja trebala bi se kretati u skladu s cikličkim oporavkom. S

jačanjem inozemne potražnje i učinkom fiskalnih mjera u nekim državama očekuje se daljnji oporavak poslovnih ulaganja. Taj oporavak podupire nekoliko čimbenika: poslovno pouzdanje i dalje se poboljšava zahvaljujući povoljnim proizvodnim očekivanjima, povećanju narudžbi i preokretu očekivanja o prodajnim cijenama; iskorištenost kapaciteta početkom 2017. i dalje nadmašuje prosječne razine iz razdoblja prije krize; u projekcijskom razdoblju očekuje se tek neznatno pogoršanje

<sup>3</sup> 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 drugog tromjesečja 2018. i da će se potom razvijati u skladu s globalnom gospodarskom aktivnošću.

uvjeta financiranja, koji će i dalje biti vrlo povoljni; nakon nekoliko godina slabijeg ulaganja postoji potreba za modernizacijom osnovnog kapitala te se s obzirom na izdašnost novčanih sredstava u sektoru nefinancijskih društava očekuje povećanje profitnih marži. Nadalje, zahvaljujući snažnom oporavku cijena dionica zabilježenom posljednjih nekoliko godina i umjerenom rastu financiranja dugom, omjer financijske poluge (omjer duga i ukupne imovine) u sektoru nefinancijskih društava nalazi se na najnižim razinama do sada. No, očekuje se da će neki čimbenici i dalje nepovoljno utjecati na poslovna ulaganja. Među njima su očekivanja da će rast potencijalne proizvodnje biti slabiji nego što je bio u prošlosti kao i da će u nekim državama mogućnosti banaka za financijsko posredovanje biti ograničene.

## Okvir 2.

### Međunarodno okruženje

**Oporavak globalne gospodarske aktivnosti trebao bi se nastaviti.** Rast svjetskog BDP-a neznatno se smanjio u prvom tromjesečju 2017., ali pokazatelji pouzdanja i ankete upućuju na njegov ponovni rast sljedećih mjeseci. Financijski uvjeti u razvijenim zemljama i dalje su povoljni, a podupiru ih prilagodljiva monetarna politika tih zemalja i očekivanja o fiskalnim poticajima u Sjedinjenim Američkim Državama. Nakon rezultata američkih izbora krajem 2016. oporavila su se i financijska tržišta u zemalja s tržištem u nastajanju. Dugoročnije gledano, očekuje se umjereno ubrzanje svjetske gospodarske aktivnosti. Izgledi za razvijene zemlje upućuju na kontinuiran ciklički oporavak uz postupno smanjenje njihova negativnog proizvodnog jaza. Što se tiče zemalja s tržištem u nastajanju, u zemljama uvoznicama sirovina poput Indije i Kine rast bi trebao ostati otporan, dok se očekuje da će gospodarska aktivnost zemalja izvoznica sirovina nakon duboke recesije dosegnuti najnižu razinu. Predviđa se da će se globalna aktivnost (bez europodručja) povećavati po stopama od 3,5 % u 2017. te 3,8 % u 2018. i 2019., koje su nepromijenjene u odnosu na prethodne projekcije.

### Međunarodno okruženje

(godišnje stope promjene)

|   | lipanj 2017. |       |       |       | ožujak 2017. |       |       |       |
|---|--------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|
|   | 2016.        | 2017. | 2018. | 2019. | 2016.        | 2017. | 2018. | 2019. |
| Svjetski realni BDP (bez europodručja)            | 3,2          | 3,5   | 3,8   | 3,8   | 3,1          | 3,5   | 3,8   | 3,8   |
| Svjetska trgovina (bez europodručja) <sup>1</sup> | 0,9          | 4,4   | 3,8   | 3,9   | 1,2          | 3,4   | 3,7   | 3,8   |
| Inozemna potražnja europodručja <sup>2</sup>      | 1,3          | 3,7   | 3,4   | 3,5   | 1,6          | 2,8   | 3,4   | 3,5   |

<sup>1</sup> izračunano kao ponderirani prosjek uvoza

<sup>2</sup> izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja

**Nakon znatnog jačanja svjetske trgovine posljednjih mjeseci očekuje se njezin postupan rast u projekcijskom razdoblju.** Očekuje se da će svjetska trgovina u srednjoročnom razdoblju rasti u skladu s oporavkom svjetske gospodarske aktivnosti. U usporedbi s projekcijama iz ožujka 2017., inozemna potražnja europodručja u 2017. revidirana je naviše uglavnom zbog novih pokazatelja, koji su snažniji od očekivanih.

**Predviđa se da će oporavak svjetske potražnje poduprijeti izvoz u države izvan europodručja.** Procjenjuje se da je inozemna potražnja europodručja u drugoj

polovini 2016. i početkom 2017. dobila jači zamah zahvaljujući većoj uveznoj potražnji u razvijenim zemljama (ponajprije SAD-u i Japanu), ali i zemljama s tržištem u nastajanju (osobito Kini, Rusiji i Brazilu). U sljedećem razdoblju predviđa se povećanje uvezne potražnje i u razvijenim zemljama i u onima s tržištima u nastajanju, dok će uvezna potražnja Ujedinjene Kraljevine i dalje biti slaba. Očekuje se da će izvozu u države izvan europodručja pogodovati povećanje inozemne potražnje u projekcijskom razdoblju. Uvoz iz država izvan europodručja trebao bi rasti brže od izvoza u te države u skladu s njegovom povijesnom elastičnošću prema ukupnoj potražnji. Predviđa se da će se višak na tekućem računu europodručja tijekom projekcijskog razdoblja donekle smanjiti, djelomično i zbog postupnog nestajanja utjecaja trgovinskih uvjeta koji su bili povezani s cijenama nafte.

#### **Negativan proizvodni jaz trebao bi se tijekom projekcijskog razdoblja zatvoriti.**

Očekuje se da će rast potencijalne proizvodnje u projekcijskom razdoblju biti malo viši od 1 %, odnosno da će i dalje biti znatno niži od predviđenog stvarnog rasta realnog BDP-a za približno 1,8 %. Zamah potencijalne proizvodnje slab je prije svega zbog prilično malog doprinosa kapitala nakon duljeg razdoblja povijesno niskih razina ulaganja. Doprinos rada trebao bi se povećati, što je odraz povećane participacije radne snage zahvaljujući prošlim strukturnim reformama. Zbog starenja stanovništva doprinos rada ipak će i dalje biti nešto niži od svojeg prosjeka prije krize. Očekuje se da će razina doprinosa ukupne faktorske produktivnosti biti tek neznatno niža od one zabilježene prije krize.

#### **Uvjeti na tržištu rada u europodručju trebali bi se tijekom projekcijskog razdoblja i dalje poboljšavati.**

Predviđa se da će zaposlenost tijekom projekcijskog razdoblja i dalje rasti. Međutim, postupno će izgubiti dio svojeg zamaha. To je u kratkom roku uglavnom posljedica slabljenja određenih povoljnih privremenih čimbenika koji utječu na rast zaposlenosti. Pretpostavlja se sve snažniji utjecaj ograničene ponude kvalificirane radne u nekim državama tijekom preostalog razdoblja, zbog čega će se rast zaposlenosti smanjiti, a broj odrađenih sati po zaposleniku povećati. Takva kretanja zaposlenosti upućuju na povećanje rasta proizvodnosti rada zbog bolje iskorištenosti kapitala i rada u situaciji smanjenja neiskorištenosti kapaciteta. Očekuje se smanjenje stope nezaposlenosti na 8,3 % u 2019., no ona će i dalje biti iznad svoje razine prije krize (7,5 % u 2007.).

#### **U usporedbi s projekcijama iz ožujka 2017., izgledi za rast realnog BDP-a revidirani su naviše.**

Vrlo povoljno poslovno i potrošačko raspoloženje, zajedno s jačanjem inozemne potražnje, upućuju na kratkoročni rast koji je donekle snažniji od očekivanoga. Gledano dugoročnije, pozitivne učinke nižih cijena nafte, nižih dugoročnih kamatnih stopa i viših cijena dionica te snažnije javne potrošnje i javnih ulaganja samo donekle umanjuju negativni učinci aprecijacije tečaja eura.

## **2. Cijene i troškovi**

**Očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om u 2017. iznositi prosječno 1,5 %. Nakon toga bi se trebala neznatno smanjiti na 1,3 % u 2018. te neznatno povećati na 1,6 % u 2019.** Putanju ukupne inflacije u obliku slova V u projekcijskom

razdoblju uglavnom će oblikovati razlike u kretanju inflacije cijena energije mjerene HIPC-om i inflacije mjerene HIPC-om bez komponenata energije i prehrambenih proizvoda. U 2017. se očekuje snažno povećanje inflacije cijena energije mjerene HIPC-om u odnosu na 2016. te umjerenija kretanja nakon toga kao odraz povećanja cijena nafte u posljednje vrijeme, uz razmjerno ravnu krivulju naftnih ročnica u sljedećem razdoblju. Pozitivan doprinos inflacije cijena energije mjerene HIPC-om ukupnoj inflaciji, za koji se predviđa da će iznositi 0,4 postotna boda u 2017., tijekom sljedeće dvije godine trebao bi se znatno smanjiti.

**Očekuje se postupno povećanje inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda tijekom projekcijskog razdoblja.** Glavni razlog za očekivano jačanje inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda leži u povećanju jediničnih troškova rada kako oporavak bude napredovao i jačao. Među glavnim je pokretačima očekivano smanjenje slabosti na tržištu rada, što bi trebalo potaknuti rast plaća. Osim toga, očekuje se postupno nestajanje čimbenika koji su u posljednjih nekoliko godina negativno utjecali na rast plaća, kao što je potreba za ponovnim ostvarenjem cjenovne konkurentnosti u nekim državama, što bi trebalo pridonijeti predviđenom povećanju stope rasta naknada po zaposlenom. Tijekom projekcijskog razdoblja očekuje se neznatno slabiji rast jediničnih troškova rada u odnosu na rast plaća. Ponovno povećanje cijena nafte od početka 2016. također bi neizravno trebalo donekle pridonijeti tim pritiscima na povećanje troškova putem viših troškova proizvodnje i utjecaja koje će imati na nominalne plaće s obzirom na uobičajena zaostajanja u transmisiji.

**Predviđa se prestanak negativnih vanjskih pritisaka na rast potrošačkih cijena u europodručju u projekcijskom razdoblju.** Nakon četiri godine smanjenja uvoznih cijena godišnja stopa rasta uvoznih cijena trebala bi u 2017. postati pozitivna. Taj se obrat uglavnom može pripisati ponovnom povećanju cijena nafte i sirovina bez energije od 2016. Blago smanjenje stopa rasta uvoznih cijena koje je uslijedilo isto je tako odraz umjerenijega kretanja cijena sirovina. Izuzmemo li cijene sirovina, globalni bi se inflacijski pritisci općenito trebali postupno povećavati. Predviđa se da će se globalni troškovi proizvodnje postupno povećavati sa smanjenjem neiskorištenosti kapaciteta na svjetskoj razini. Međutim, globalne cjenovne pritiske ublažit će još uvijek visoka razina globalnih rezervnih kapaciteta i snažno natjecanje sa zemljama s nižim troškovima.

**Smatra se da će poboljšanje uvjeta na tržištu rada sljedećih godina biti dominantan izvor povećanja domaćih troškovnih pritisaka.** Predviđa se da će rast naknada po zaposlenom porasti sa 1,7 % u 2017. na 2,4 % 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. Ako se oni izuzmu, može se očekivati da će nedavno znatno povećanje ukupne inflacije prouzročiti snažnije povećanje nominalnih plaća u onim državama europodručja u kojima se u postupku određivanja plaća uzimaju u obzir i cjenovni elementi za protekla razdoblja. Taj bi učinak mogao postati relevantniji tek od 2018. jer je u nekoliko država većina dogovorenih plaća za 2017. već fiksirana. No možda će taj učinak ipak biti slab jer je ograničen na države u kojima je (implicitna) indeksacija plaća povezana s ukupnom inflacijom. Njegovo je djelovanje

ograničeno i time što je više država posljednjih godina smanjilo stupanj indeksacije plaća u odnosu na ukupnu inflaciju. Dodatan bi zamah rasti plaća trebalo dati očekivano jačanje rasta proizvodnosti tijekom projekcijskog razdoblja. Osim toga, u tom se razdoblju očekuje smanjeno djelovanje više čimbenika koji nepovoljno utječu na rast plaća. Među njima su, na primjer, potisnuto ograničenje plaća s obzirom na obvezujuće rigidnosti u pogledu smanjenja nominalnih plaća za vrijeme krize. U nekim se državama također očekuje prestanak mjera usmjerenih na smanjenje doprinosa za socijalno osiguranje i obuzdavanje rasta plaća u javnom sektoru.

**Predviđa se da će profitne marže u projekcijskom razdoblju rasti neznatno snažnijim tempom od onoga u posljednje vrijeme.** Kako nepovoljan utjecaj povećanja cijena nafte u posljednje vrijeme bude postupno slabio, očekuje se da će profitne marže rasti neznatno brže nego posljednjih tromjesečja zahvaljujući daljnjem gospodarskom oporavku. Međutim, rast profitnih marži vjerojatno će se u projekcijom razdoblju donekle smanjiti zbog očekivanih povećanja rasta jediničnih troškova rada i globalnih pritisaka na konkurentnost.

**U usporedbi s projekcijama iz ožujka 2017., izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om revidirani su neznatno niže.** Niže cijene nafte od onih pretpostavljenih u projekcijama iz ožujka 2017. podrazumijevaju reviziju naniže inflacije cijena energije mjerene HIPC-om za 2017. i 2018. Isto su tako naniže revidirane projekcije cijena prehrambenih proizvoda tijekom cijelog projekcijskog razdoblja. Inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda također je revidirana naniže za 2018. i 2019. godinu. Ta revizija naniže djelomično je odraz neizravnih utjecaja nižih cijena nafte i neznatno snažnijeg tečaja eura, ali i slabijih izgleda za djelovanje temeljnih pritisaka troškova i cijena na inflaciju u raznim gospodarstvima europodručja.

### 3. Fiskalni izgledi

**Predviđa se da će fiskalne politike u razdoblju 2017. – 2019. biti uglavnom neutralne.** Karakter fiskalne politike mjeri se promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda bez državne potpore financijskom sektoru. Procjenjuje se da će utjecaj nediskrecijskih čimbenika kao i diskrecijskih mjera do kraja razdoblja biti neutralan.

**Očekuje se da će se manjak proračuna opće države kao i omjeri duga tijekom projekcijskog razdoblja smanjivati.** Do poboljšanja proračunskog salda došlo je zbog daljnjeg smanjenja plaćanja kamata tijekom ovog razdoblja i poboljšanja cikličke komponente, što će više nego nadomjestiti neznatno pogoršanje ciklički prilagođenog primarnog salda. Postupno smanjenje državnog duga u projekcijskom razdoblju proizlazi iz povoljne razlike između kamatnih stopa i stope rasta<sup>4</sup> te predviđenog primarnog viška.

<sup>4</sup> Razlika se izračunava kao razlika između nominalne efektivne kamatne stope na dug i stope rasta nominalnog BDP-a.



**U usporedbi s projekcijama objavljenim u ožujku 2017., izgledi za proračunski deficit i omjere duga uglavnom su nerevidirani.**

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

(godišnje stope promjene)

|  | lipanj 2017. |                          |                          |                          | ožujak 2017. |                          |                          |                          |
|--|--------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
|  | 2016.        | 2017.                    | 2018.                    | 2019.                    | 2016.        | 2017.                    | 2018.                    | 2019.                    |
| Realni BDP   | 1,7          | 1,9                      | 1,8                      | 1,7                      | 1,7          | 1,8                      | 1,7                      | 1,6                      |
|  |              | [1,6 – 2,2] <sup>2</sup> | [0,8 – 2,8] <sup>2</sup> | [0,6 – 2,8] <sup>2</sup> |              | [1,5 – 2,1] <sup>2</sup> | [0,7 – 2,7] <sup>2</sup> | [0,5 – 2,7] <sup>2</sup> |
| Osobna potrošnja   | 1,9          | 1,5                      | 1,6                      | 1,4                      | 1,9          | 1,4                      | 1,4                      | 1,4                      |
| Državna potrošnja  | 1,8          | 1,2                      | 1,2                      | 1,1                      | 2,0          | 1,1                      | 1,0                      | 1,1                      |
| Bruto investicije u dugotrajnu imovinu   | 3,6          | 3,7                      | 3,4                      | 3,0                      | 2,5          | 2,8                      | 3,2                      | 2,8                      |
| Izvoz <sup>3</sup>   | 2,8          | 4,8                      | 4,3                      | 4,1                      | 2,9          | 4,3                      | 4,1                      | 4,0                      |
| Uvoz <sup>3</sup>  | 4,0          | 5,2                      | 4,6                      | 4,3                      | 3,5          | 4,6                      | 4,4                      | 4,2                      |
| Zaposlenost  | 1,4          | 1,4                      | 1,0                      | 0,9                      | 1,3          | 1,0                      | 1,0                      | 0,8                      |
| Stopa nezaposlenosti<br>(postotak radne snage)   | 10,0         | 9,4                      | 8,8                      | 8,3                      | 10,0         | 9,4                      | 8,9                      | 8,4                      |
| HIPC   | 0,2          | 1,5                      | 1,3                      | 1,6                      | 0,2          | 1,7                      | 1,6                      | 1,7                      |
|  |              | [1,4 – 1,6] <sup>2</sup> | [0,6 – 2,0] <sup>2</sup> | [0,7 – 2,5] <sup>2</sup> |              | [1,4 – 2,0] <sup>2</sup> | [0,9 – 2,3] <sup>2</sup> | [0,8 – 2,6] <sup>2</sup> |
| HIPC bez energije  | 0,9          | 1,2                      | 1,4                      | 1,6                      | 0,9          | 1,2                      | 1,6                      | 1,8                      |
| HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda   | 0,9          | 1,1                      | 1,4                      | 1,7                      | 0,9          | 1,1                      | 1,5                      | 1,8                      |
| HIPC bez energije, prehrambenih proizvoda i<br>promjena neizravnih poreza <sup>4</sup> | 0,8          | 1,1                      | 1,4                      | 1,7                      | 0,8          | 1,1                      | 1,5                      | 1,8                      |
| Jedinični troškovi rada  | 0,9          | 1,1                      | 1,3                      | 1,5                      | 0,9          | 1,1                      | 1,4                      | 1,6                      |
| Naknada po zaposlenom  | 1,3          | 1,7                      | 2,1                      | 2,4                      | 1,3          | 1,8                      | 2,1                      | 2,4                      |
| Proizvodnost rada  | 0,3          | 0,5                      | 0,8                      | 0,9                      | 0,4          | 0,7                      | 0,7                      | 0,8                      |
| Proračunski saldo opće države<br>(postotak BDP-a)                                      | -1,5         | -1,3                     | -1,2                     | -1,0                     | -1,6         | -1,4                     | -1,2                     | -0,9                     |
| Strukturni proračunski saldo<br>(postotak BDP-a) <sup>5</sup>                          | -1,6         | -1,5                     | -1,4                     | -1,3                     | -1,7         | -1,5                     | -1,4                     | -1,1                     |
| Bruto dug opće države<br>(postotak BDP-a)  | 89,2         | 87,9                     | 86,4                     | 84,7                     | 89,3         | 88,0                     | 86,4                     | 84,5                     |
| Saldo tekućeg računa<br>(postotak BDP-a)   | 3,4          | 2,8                      | 2,8                      | 2,9                      | 3,4          | 3,1                      | 3,2                      | 3,3                      |

<sup>1</sup> Realni BDP i njegove sastavnice odnose se na kalendarski prilagođene podatke.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> uključujući trgovinu unutar europodručja

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> 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 3.

#### Analiza osjetljivosti

---

**Projekcije se uvelike oslanjaju na tehničke pretpostavke povezane s kretanjem određenih ključnih varijabli.** Budući da neke od tih varijabli mogu imati velik utjecaj na projekcije za europodručje, ispitivanje osjetljivosti projekcija u odnosu na 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 ostati uglavnom nepromijenjene, pri čemu će se cijena sirove nafte Brent kretati na razini od oko 51,5 USD po barelu do kraja 2019. Takvo je kretanje u skladu s umjerenim oporavkom svjetske potražnje za naftom, koji bi mogao biti posljedica intenziviranja svjetske gospodarske aktivnosti. Cijene nafte predviđene ročnicama još nisu porasle zbog nedavnog produženja primjene sporazuma članica OPEC-a, vjerojatno zbog stanja zaliha, koje su blizu najviših zabilježenih razina, ali i mogućeg povećanja proizvodnje nafte iz škriljevca te zabrinutosti da bi neke od najvećih država proizvođača mogle odstupiti od sporazuma. Kombinacija alternativnih modela kojima se stručnjaci Eurosustava<sup>5</sup> služe za predviđanje cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja trenutačno upućuje na više cijene nafte od onih pretpostavljenih u tehničkim pretpostavkama. Ostvarenje alternativnog kretanja cijena, koje se temelji na pretpostavci da će do 2019. cijene nafte biti 7,2 % više od onih pretpostavljenih u osnovnim projekcijama, imalo bi neznatno nepovoljan utjecaj na rast realnog BDP-a te bi prouzročilo brži rast inflacije mjerene HIPC-om (bila bi viša za 0,1 postotni bod u 2018. i 0,2 postotna boda u 2019.).

#### 2. Alternativno kretanje tečaja

**Ovom analizom osjetljivosti istražuje se utjecaj alternativnog kretanja tečaja eura nižeg od onog u osnovnim projekcijama.** Rizici od deprecijacije tečaja eura uglavnom proizlaze iz razlika u stajalištima monetarne politike na različitim stranama Atlantika, koje su veće nego što se trenutačno očekuje. Dodatan pritisak na slabljenje eura mogao bi vršiti nagliji rast ključne kamatne stope u SAD-u od očekivanoga. On bi osobito mogao biti odraz povećanih inflacijskih očekivanja u Sjedinjenim Američkim Državama, u okružju ekspanzivnih fiskalnih politika i manje ponude radne snage na tržištu rada nakon što se smanji neizvjesnost u vezi s politikama nove vlade SAD-a. Alternativno kretanje tečaja eura temelji se na 25. percentilu distribucije vjerojatnosti tečaja USD/EUR izvedene iz gustoća neutralnih na rizik koje su implicirane u opcijama na dan 16. svibnja 2017. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu deprecijaciju eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 1,06 USD/EUR u 2019., što je za oko 3 % niže od pretpostavke iz osnovnih projekcija za tu godinu. Odgovarajuće pretpostavke za nominalni efektivni tečaj eura odražavaju povijesne pravilnosti, dok promjene u tečaju USD/EUR odgovaraju promjenama efektivnog tečaja s elastičnošću od otprilike 52 %. Na temelju te pretpostavke postupno se povećava negativna razlika efektivnog tečaja eura u odnosu na osnovnu projekciju, tako da bi on 2019. bio 1,8 % niži od

---

<sup>5</sup> Vidi kombinaciju četiriju modela opisanu u članku *Forecasting the price of oil*, Ekonomski bilten, br. 4., ESB, 2015.

osnovne projekcije. U tom scenariju prosjek rezultata više makroekonomskih modela stručnjaka upućuje na povećanje inflacije mjerene HIPC-om i rasta BDP-a za 0,1 odnosno 0,2 postotna boda u 2018. i 2019.

#### Okvir 4.

##### Prognoze drugih institucija

**Postoji više prognoza za europodručje koje su sastavile međunarodne organizacije i institucije privatnog sektora.** Međutim, te prognoze ne mogu se, strogo uzevši, uspoređivati jedna s drugom ni 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 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 Eurosustava (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 Eurosustava         | lipanj 2017.  | 1,9<br>[1,6 – 2,2] | 1,8<br>[0,8 – 2,8] | 1,7<br>[0,6 – 2,8] | 1,5<br>[1,4 – 1,6]        | 1,3<br>[0,6 – 2,0] | 1,6<br>[0,7 – 2,5] |
| 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                       | svibanj 2017. | 1,8                | 1,7                | 1,5                | 1,7                       | 1,5                | 1,7                |
| prognoze organizacije Consensus Economics | svibanj 2017. | 1,7                | 1,6                | 1,4                | 1,6                       | 1,4                | 1,7                |
| Survey of Professional Forecasters        | travanj 2017. | 1,7                | 1,6                | 1,5                | 1,6                       | 1,5                | 1,7                |
| MMF                                       | travanj 2017. | 1,7                | 1,6                | 1,6                | 1,7                       | 1,5                | 1,6                |

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, proljeće 2017.; IMF World Economic Outlook, travanj 2017.; OECD Economic Outlook, lipanj 2017.; prognoze organizacije Consensus Economics, svibanj 2017.; MJEconomics za Euro Zone Barometer, svibanj 2017. i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters, travanj 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](http://www.ecb.europa.eu)

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

ISSN 2529-4717 (pdf)  
kataloški broj EU-a QB-CF-17-001-HR-N (pdf)