



Prosinac 2016. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje¹

Očekuje se da će se gospodarski oporavak u europodručju nastaviti, uglavnom u skladu s projekcijama iz rujna 2016. Oporavak bi se trebao održati tijekom projekcijskog razdoblja zahvaljujući očekivanom globalnom oporavku i otpornosti domaće potražnje, poduprtim prilagodljivom monetarnom politikom, napretkom postignutim u razduživanju u svim sektorima i kontinuiranim poboljšanjem uvjeta na tržištu rada. Na godišnjoj se razini očekuje da će se realni BDP povećati za 1,7 % u 2016. i 2017. te za 1,6 % u 2018. i 2019. godini.

Stopa inflacije mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) trebala bi značajno porasti s 0,2 % u 2016. na 1,3 % u 2017., 1,5 % u 2018. i 1,7 % u 2019., čemu će u kratkoročnom razdoblju posebno pridonijeti ponovni porast cijena nafte. Osim toga, i povećanje plaća i jediničnih troškova rada, kao posljedica postupnog smanjenja neiskorištenih kapaciteta na tržištu rada, trebali bi ojačati inflaciju mjerenu HIPC-om tijekom projekcijskog razdoblja.

1. Realno gospodarstvo

Realni BDP porastao je za 0,3 % u trećem tromjesečju 2016., poduprt domaćom potražnjom. Dostupne informacije za treće tromjesečje upućuju na to da su osobna potrošnja i investicije u dugotrajnu imovinu pridonijele povećanju gospodarske aktivnosti, dok je izvoz porastao manje od uvoza, zbog čega je doprinos neto trgovine bio negativan. Uvjeti na tržištu rada posljednjih su se mjeseci kontinuirano poboljšavali. Zaposlenost je iznenađujuće porasla, a stope nezaposlenosti pale su više no što se očekivalo. Pouzdanje se i dalje poboljšava u svim sektorima i zemljama, što upućuje na otporan rast u kratkoročnom razdoblju.

Očekuje se da će u projekcijskom razdoblju realni BDP porasti za 1,7 % u 2016. i 2017. te 1,6 % u 2018. i 2019. godini. Otporna domaća potražnja, poduprta vrlo prilagodljivom monetarnom politikom ESB-a, trebala bi i dalje biti glavni oslonac

¹ 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 the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, ESB, srpanj 2016., koji je dostupan na mrežnim stranicama ESB-a. Zaključni datum za tehničke pretpostavke, na primjer one povezane s cijenama nafte i tečajevima, bio je 17. studenoga 2016. (vidi Okvir 2.). Zaključni datum za uključivanje drugih informacija u ove projekcije bio je 24. studenoga 2016.

Ove makroekonomske projekcije obuhvaćaju razdoblje od 2016. do 2019. godine. 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.

rasta realnog BDP-a. Predviđa se da će se izvoz postupno intenzivirati zahvaljujući očekivanom postupnom globalnom oporavku, zbog čega će se doprinosi neto trgovine postupno povećati tijekom projekcijskog razdoblja.

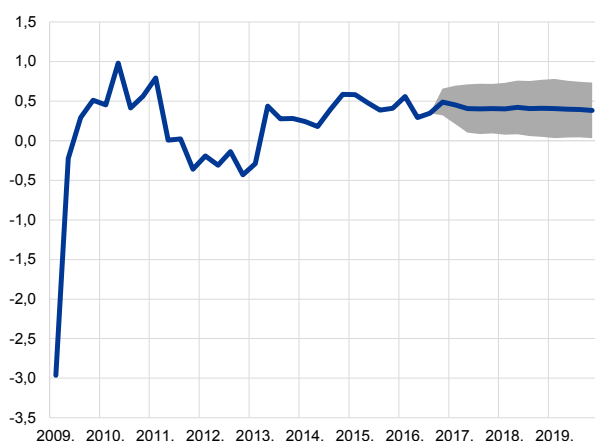
Grafikon 1.

Makroekonomske projekcije¹

(tromjesečni podatci)

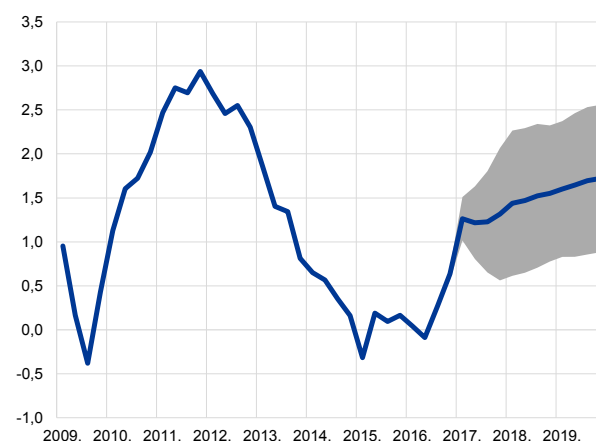
Realni BDP europa²

(stope promjene u odnosu na prethodno tromjesečje)



HIPC europa

(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 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

Osobna potrošnja trebala bi tijekom projekcijskog razdoblja uglavnom održati sadašnji zamah. Pouzdanje potrošača posljednjih se mjeseci ponovno poboljšalo u uvjetima sve boljih općih gospodarskih očekivanja i povoljnijih individualnih financijskih očekivanja.

Srednjoročni izgledi za rast nominalnog raspoloživog dohotka i dalje su pozitivni. Predviđa se da će se tijekom projekcijskog razdoblja doprinosi bruto nadnica i plaća povećati jer je slabiji rast zaposlenosti i više nego nadoknađen snažnijim ubrzanjem rasta naknada po zaposlenom. Rast osobnog dohotka iz drugih izvora trebao bi se pojačati, uglavnom u skladu s profilom rasta dobiti, a doprinosi neto fiskalnih transfera trebao bi biti neznatno negativan. Istodobno se očekuje da će se rast realnog raspoloživog dohotka u 2017. usporiti zbog rasta inflacije potrošačkih cijena, nakon čega će njegov zamah ostati postojan.

Poboljšanje bankovnih uvjeta kreditiranja, na koje povoljno djeluju mjere monetarne politike ESB-a, trebalo bi poduprijeti osobnu potrošnju. 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 marginalnu sklonost potrošnji, ta bi preraspodjela trebala dodatno poduprijeti agregatnu osobnu potrošnju. Osim toga, i napredak postignut u razduživanju i predviđeni rast neto vrijednosti kućanstava, koji odražavaju pretpostavljeno daljnje povećanje cijena stambenih nekretnina, trebali bi poduprijeti potrošnju. Cjelokupno gledano, predviđa se da će se godišnji rast osobne

potrošnje umjereno smanjiti s 1,7 % u 2016. na 1,5 % u 2017. i 2018. te 1,4 % u 2019.

Očekuje se da će se stopa štednje smanjivati do sredine 2017. i nakon toga ostati na istoj razini. Procjenjuje se da je stopa štednje porasla od sredine 2015., najvjerojatnije zato što su kućanstva uštedjela dio stečenog izvanrednog dohotka povezanog s cijenama nafte. Taj bi učinak trebao biti privremene naravi i predviđa se da će se stope štednje tijekom 2017. smanjiti zbog njegova postupnog slabljenja. Predviđa se da će stopa štednje nakon toga ostati na istoj razini do kraja projekcijskog razdoblja. Pad nezaposlenosti, poboljšanje uvjeta kreditiranja i niske kamatne stope utjecat će na smanjenje stope štednje u nekim zemljama, dok će trajna potreba za razduživanjem i izgladivanje procikličke potrošnje pridonijeti njezinu povećanju.

Okvir 1.

Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama, tečajevima i cijenama sirovina

U usporedbi s projekcijama iz rujna, promjene tehničkih pretpostavki obuhvaćaju više kamatne stope, više cijene nafte izražene u američkim dolarima i malu aprecijaciju efektivnog tečaja eura. Tehničke pretpostavke povezane s kamatnim stopama i cijenama sirovina temelje se na tržišnim očekivanjima, sa zaključnim datumom 17. studenoga 2016. 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 –0,3 % u 2016. i 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 0,8 % u 2016., 1,2 % u 2017., 1,5 % u 2018. i 1,7 % u 2019.² Očekuje se da će se prosječne aktivne kamatne stope banaka na kredite nefinancijskom privatnom sektoru europodručja, prateći kamatne stope na terminskom tržištu i postupni prijenos promjena tržišnih kamatnih stopa na aktivne kamatne stope, blago povećati u 2017. te potom nastaviti rasti u 2018. i 2019. Što se tiče cijena sirovina, na temelju kretanja cijena na tržištima ročnica, uzimajući u obzir prosjek dvotjednog razdoblja koje završava zaključnim datumom 17. studenoga, pretpostavlja se da će cijena sirove nafte Brent, koja je u 2015. iznosila 52,4 USD, pasti na 43,1 USD u 2016., a potom narasti na 49,3 USD u 2017., 52,6 USD u 2018. i 54,6 USD u 2019., što je u odnosu na projekcije iz rujna povećanje za otprilike 2 USD u prosjeku tijekom 2017. i 2018. godine. Pretpostavlja se da će se cijene sirovina bez energije izražene u američkim dolarima u 2016. donekle smanjiti, a od 2017. povećavati.³ Pretpostavlja se da će bilateralni tečajevi tijekom projekcijskog razdoblja biti nepromijenjeni na prosječnim razinama koje su prevladavale u dvotjednom razdoblju koje je završilo zaključnim datumom 17. studenoga. To

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 zemalja i odgovarajućeg prosjeka za europodručje biti nepromijenjene tijekom projekcijskog razdoblja.

³ Pretpostavke o cijenama nafte i prehrambenih sirovina temelje se na cijenama ročnica do kraja projekcijskog razdoblja. Pretpostavlja se da će cijene drugih, tvrdih mineralnih sirovina bez energije slijediti cijene ročnica do četvrtog tromjesečja 2017. i da će se potom razvijati u skladu sa svjetskom gospodarskom aktivnošću.

podrazumijeva prosječan tečaj američkog dolara prema euru od 1,11 u 2016. i 1,09 u razdoblju od 2017. do 2019., u usporedbi s 1,11 koliko je predviđeno u projekcijama iz rujna. Pretpostavlja se da će tijekom projekcijskog razdoblja efektivni tečaj eura (u odnosu na 38 trgovinskih partnera) biti u 2016. za 0,2 %, a u 2017. i 2018. za 0,4 % viši no što je pretpostavljeno u projekcijama iz rujna.

Tehničke pretpostavke

	prosinac 2016.				rujan 2016.		
	2016.	2017.	2018.	2019.	2016.	2017.	2018.
Tromjesečni EURIBOR (godišnji postotak)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
Prinosi na desetogodišnje državne obveznice (godišnji postotak)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Cijena nafte (u USD za barel)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Cijene sirovina bez energije, u USD (godišnja stopa promjene)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
Tečaj USD/EUR	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Nominalni efektivni tečaj eura (EER38) (godišnja stopa promjene)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

Očekuje se daljnji rast ulaganja u stambene nekretnine u europodručju.

Predviđeno ubrzanje rasta nominalnog raspoloživog dohotka, vrlo niske kamatne stope na hipotekarne kredite i ograničene mogućnosti ostalih ulaganja trebali bi poduprijeti postojan oporavak ulaganja u stambene nekretnine. Na povoljne izgleda za ulaganja u stambene nekretnine upućuje i porast broja građevinskih dozvola i sve veća potražnja za stambenim kreditima u okolnostima poboljšanja bankovnih uvjeta kreditiranja te posebno smanjenja marži na standardne kredite. Nadalje, čini se da je prilagodba na tržištima stambenih nekretnina u nekim zemljama okončana i da su cijene nekretnina počele rasti. Usprkos tome, očekuje se da će nepovoljan utjecaj visokih stopa nezaposlenosti i visokih razina zaduženosti kućanstava na ulaganja u stambene nekretnine u nekim zemljama tek postupno slabjeti. U drugim zemljama na rast ulaganja u stambene nekretnine loše utječu već postojeće visoke razine ulaganja u stambene nekretnine u odnosu na raspoloživ dohodak i nepovoljna demografska kretanja.

Očekuje se da će poslovna ulaganja postojano rasti. Kretanja poslovnih ulaganja trebalo bi poduprijeti nekoliko činitelja: poslovno se pouzdanje i dalje poboljšava u uvjetima povoljnih proizvodnih očekivanja, rasta narudžbi i preokreta očekivanja o prodajnim cijenama; iskorištenost kapaciteta već je na najvišoj razini od sredine 2008.; uvjeti financiranja, poduprti nestandardnim mjerama politike ESB-a, i dalje su vrlo poticajni; očekuje se da domaća potražnja i dalje bude otporna, uz jačanje vanjske potražnje; nakon nekoliko godina slabijeg ulaganja pojavila se potreba za modernizacijom osnovnog kapitala, a očekuje se i povećanje profitnih marži s obzirom na izdašnost novčanih sredstava u sektoru nefinancijskih društava. Nadalje, zbog snažnog oporavka cijena dionica zabilježenog posljednjih nekoliko godina i umjerenog rasta financiranja dugom omjer financijske poluge (omjer duga i ukupne imovine) u sektoru nefinancijskih društava približio se najnižim razinama do sada. No rigidnosti na tržištima proizvoda i očekivanja da će potencijalna proizvodnja rasti slabije nego u prethodnom razdoblju kočiti će oporavak poslovnih ulaganja.

Predviđa se da će se rast izvoza u zemlje izvan europodručja u projekcijskom razdoblju ubrzati, uglavnom u skladu s inozemnom potražnjom. Očekuje se intenziviranje inozemne potražnje od kraja 2016. jer se uvozna potražnja povećava i u razvijenim zemljama i u zemljama s tržištima u nastajanju, uključujući Rusiju i Brazil. No očekuje se i da će smanjen rast uvoza u Ujedinjenoj Kraljevini spriječiti snažnije povećanje inozemne potražnje europodručja. Cjelokupno gledano, predviđene stope rasta inozemne potražnje i dalje će biti znatno ispod razina prije krize.⁴ Očekuje se da će se izvoz u zemlje izvan europodručja intenzivirati od četvrtog tromjesečja 2016., uglavnom u skladu s kretanjima inozemne potražnje. Uvoz iz zemalja izvan europodručja trebao bi porasti donekle brže od izvoza u zemlje izvan europodručja, u skladu s povijesnom elastičnošću prema ukupnoj potražnji. Očekuje se da će doprinosi neto trgovine rastu realnog BDP-a postati povoljniji tijekom projekcijskog razdoblja. Višak na tekućem računu trebao bi ostati stabilan na otprilike 3,1 % BDP-a.

Okvir 2.

Međunarodno okruženje

Očekuje se jačanje globalne gospodarske aktivnosti tijekom projekcijskog razdoblja. Čini se da podaci objavljeni nakon prošlih projekcija potvrđuju tu procjenu za drugu polovinu godine, upućujući na relativno stabilan rast razvijenih gospodarstava i blago poboljšanje u zemljama s tržištima u nastajanju. Očekuje se da će globalna gospodarska aktivnost i dalje jačati, iako će ostati ispod razine zabilježene prije krize. Izgledi su i dalje neujednačeni, i u razvijenim gospodarstvima i u zemljama s tržištima u nastajanju. Očekuje se da će uglavnom prilagodljive politike i poboljšanja na tržištima rada i dalje podupirati gospodarsku aktivnost u Sjedinjenim Državama, da će dinamika rasta u Japanu i dalje biti umjerena te da će povećana neizvjesnost nepovoljno djelovati na srednjoročne izgleda za gospodarski rast u Ujedinjenoj Kraljevini. Osim toga, kontinuirano usporavanje kineskog rasta vjerojatno će nepovoljno utjecati na izgleda drugih zemalja s tržištima u nastajanju, dok će postupno slabljenje duboke recesije u nekim većim izvoznicama sirovina i dalje podupirati budući svjetski rast.

Očekuje se i da će se svjetska trgovina donekle intenzivirati u drugoj polovini ove godine, nakon slabosti zabilježene u prvom polugodištu. Svjetski uvoz bez europodručja neznatno je revidiran naviše u prvoj polovini 2016., a raspoloživi pokazatelji upućuju na pozitivne signale u vezi s kratkoročnim izgledima. Očekuje se da će u srednjoročnom razdoblju svjetska trgovina jačati zbog oporavka globalne aktivnosti. Inozemna potražnja europodručja trebala bi se povećati za 1,5 % u 2016., 2,4 % u 2017., 3,4 % u 2018. i 3,6 % u 2019.

⁴ Vidi članak radne grupe za trgovinu Odbora za međunarodne odnose (IRC) pod naslovom „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?“, *Occasional Paper Series*, br. 178., ESB, rujan 2016.

Međunarodno okružje

(godišnje stope promjene)

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

¹ Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza.

² Izračunano kao ponderirani prosjek uvoza trgovinskih partnera europodručja.

Izgledi za globalni oporavak i inozemnu potražnju uglavnom se nisu promijenili u odnosu na projekcije iz rujna 2016.

Negativni proizvodni jaz trebao bi se do kraja projekcijskog razdoblja zatvoriti zbog umjerenog rasta potencijalne proizvodnje. Procjenjuje se da će rast potencijalne proizvodnje tijekom projekcijskog razdoblja i dalje biti slab te da će ostati znatno niži od 1,7 %, koliko je iznosio prije krize. Zamah potencijalne proizvodnje skroman je prije svega zbog prilično niskog doprinosa kapitala nakon duljeg razdoblja vrlo slabog ulaganja. Dopri nos rada trebao bi se neznatno povećati, što je odraz sve većeg broja radno sposobnih osoba i povećane participacije radne snage zahvaljujući strukturnim reformama. Zbog starenja stanovništva dopri nos rada ipak će i dalje biti nešto niži od svojeg prosjeka prije krize. S obzirom na to da se očekuje da će stvarni rast biti znatno veći od umjerenog kretanja potencijalne proizvodnje, negativni proizvodni jaz trebao bi se postojano smanjivati i zatvoriti do kraja projekcijskog razdoblja.

Tijekom projekcijskog razdoblja uvjeti na tržištu rada u europodručju trebali bi se i dalje poboljšavati. Tijekom projekcijskog razdoblja predviđa se daljnji rast zapošljavanja, iako sporiji nego u proteklim tromjesečjima. U kratkoročnom razdoblju sporiji je rast uglavnom odraz normalizacije s obzirom na slabljenje nekih privremenih činitelja potpore, a tijekom preostalog razdoblja uglavnom je odraz pretpostavke da će u nekim dijelovima europodručja jačati učinak nedostatne ponude kvalificirane radne snage. Ta kretanja zaposlenosti podrazumijevaju povećanje stope rasta produktivnosti rada s 0,3 % u 2016. na 0,9 % u 2019., u skladu s procikličkim obrascem povećane iskorištenosti kapitala i radne snage, te povećanje odrađenih sati po osobi i određene dobitke u smislu ukupne faktorske produktivnosti. Očekuje se da će se stopa nezaposlenosti smanjivati, iako sporije nego u posljednjem razdoblju jer se rast zaposlenosti usporava snažnije od rasta radne snage.

U usporedbi s projekcijama iz rujna 2016., rast realnog BDP-a revidiran je neznatno naviše u kratkoročnom razdoblju, nakon čega je i dalje uglavnom nepromijenjen. Pobo ljšani kratkoročni izgledi odražavaju povoljnija kretanja kratkoročnih pokazatelja i pozitivna iznenađenja povezana s tržištima rada i stambenih nekretnina u posljednje vrijeme.

2. Cijene i troškovi

Očekuje se da će se stopa inflacije mjerena HIPC-om znatno povećati: s 0,2 % u 2016. na 1,3 % u 2017. i dodatno na 1,5 % u 2018. i 1,7 % u 2019. godini. Oko četiri petine porasta inflacije mjerene HIPC-om u 2016. i 2017. trebalo bi biti povezano s cijenama energije. Zbog slabljenja snažnog nepovoljnog utjecaja prošlih padova cijena nafte, koji se odrazio na ukupnu inflaciju u 2015. i 2016., ukupna inflacija trebala bi znatno porasti u 2017., osobito na početku godine. Potom bi se, sudeći po izravnanju krivulje cijena naftnih ročnica, stopa inflacije za tu sastavnicu HIPC-a trebala blago sniziti tijekom ostatka 2017. i poslije biti uglavnom nepromijenjena.

Očekuje se da će inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda tijekom projekcijskog razdoblja postupno rasti zbog sve većih domaćih troškovnih pritisaka. Stalna poboljšanja uvjeta na tržištu rada, koja se odražavaju u kontinuiranom rastu stope zaposlenosti, trebala bi prouzročiti smanjenje neiskorištenosti kapaciteta na tržištu rada. Očekuje se da će to pridonijeti znatnom povećanju stopa rasta plaća i jediničnih troškova rada do 2019. Trebale bi se povećati i profitne marže, u skladu sa zatvaranjem proizvodnog jaza, premda uglavnom stabilnim ili sporijim tempom od onog koji je zabilježen u posljednje vrijeme. Osim toga, slabljenje nepovoljnih utjecaja prošlih padova cijena nafte i pretpostavljena povećanja cijena nafte trebali bi, putem neizravnih učinaka, pridonijeti porastu inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda. Nasuprot tomu, slabljenje povoljnih utjecaja prošle deprecijacije eura i nepovoljni utjecaji aprecijacije eura koja je uslijedila nepovoljno utječu na izgleda inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda. Gledano u cijelosti, stopa inflacije mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda trebala bi u prosjeku iznositi 0,9 % u 2016. i tijekom projekcijskog razdoblja postupno porasti na 1,7 % u 2019. Ona bi trebala biti glavni pokretač jačanja inflacije mjerene HIPC-om od sredine 2017. nadalje.

Važan činitelj predviđenog jačanja inflacije u kratkoročnom razdoblju je očekivani preokret u uvoznim cijenama. Nakon neuobičajeno dugog razdoblja uzastopnih smanjenja uvoznih cijena, godišnja stopa rasta uvoznih cijena trebala bi u 2017. postati pozitivna. Jedan od ključnih elemenata predviđenog preokreta pretpostavljeno je povećanje cijena sirovina, posebno nafte. Bitnu ulogu u preokretu godišnje stope rasta deflatora uvoza u 2016. i 2017. imaju i snažni pozitivni bazni učinci. Vanjskim cjenovnim pritiscima u europodručju treba pridodati sve veće globalne inflacijske pritiske nepovezane s cijenama sirovina poduprte sve manjim globalnim rezervnim kapacitetima. Premda se očekuje njihov rast, globalni cjenovni pritisci trebali bi ostati umjereni, oslabljeni i dalje znatnim globalnim rezervnim kapacitetima u razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju te, kao posljedicom, visokim stupnjem natjecanja sa zemljama s nižim cijenama.

Predviđa se da će se stopa rasta plaća zamjetno povećavati tijekom cijelog projekcijskog razdoblja kako se neiskorištenost kapaciteta na tržištu rada bude smanjivala i kako budu slabjeli drugi činitelji koji nepovoljno utječu na rast plaća. Predviđa se da će naknada po zaposlenom porasti s 1,2 % u 2016. na

2,4 % u 2019. Glavni činitelji tog znatnog porasta predviđena su poboljšanja uvjeta na tržištu rada te predviđeni porast inflacije, koji bi se trebali odraziti na kretanja plaća jer se pregovaranje o plaćama u dijelu zemalja europodručja u znatnoj mjeri temelji na pokazateljima za prošla razdoblja. Štoviše, tijekom projekcijskog razdoblja trebala bi se postupno smanjiti potreba za obuzdavanjem rasta plaća radi obnove cjenovne konkurentnosti u nekim zemljama kao i potisnuto ograničenje plaća. Osim toga, nepovoljni utjecaji koji na rast plaća imaju strukturne reforme na tržištu rada provedene tijekom krize u nekim zemljama europodručja mogli bi oslabjeti kako ciklički oporavak bude napredovao i širio se. Kompozicijski učinci trebali bi slabjeti kako se rast zaposlenosti bude širio i, u odnosu na posljednjih nekoliko godina, bude sve manje koncentriran u sektorima s niskom proizvodnošću rada i, stoga, nižim plaćama.

Očekuje se da će se u projekcijskom razdoblju nastaviti rast profitnih marži zbog kontinuiranog gospodarskog oporavka, ali bit će mnogo sporiji nego u 2015. Profitne marže povećale su se u 2015. zbog naglog pada cijena nafte, koji, kako se čini, nije u potpunosti prenesen na potrošačke cijene, te zbog slabih kretanja jediničnih troškova rada. Kako bude postupno nestajao učinak cijena nafte i kako se bude ubrzavao rast jediničnih troškova rada u 2016., očekuje se slabljenje rasta profitnih marži. Uglavnom nepromijenjen i umjeren tempo rasta profitnih marži do kraja projekcijskog razdoblja u skladu je s predviđenim cikličkim oporavkom i određenim nepovoljnim utjecajem sve većih jediničnih troškova rada.

U odnosu na projekcije iz rujna 2016. izgledi za inflaciju mjerenu HIPC-om uglavnom su nepromijenjeni. Premda je kretanje temeljne inflacije nešto slabije nego u prošlim projekcijama, to je više nego nadomješteno višom inflacijom cijena energije u 2017.

3. Fiskalni izgledi

Predviđa se da će fiskalne politike u 2016. biti ekspanzivne, dok će u razdoblju 2017. – 2019. biti uglavnom neutralne. Karakter fiskalne politike mjeri se promjenom ciklički prilagođenog primarnog salda bez državne potpore financijskom sektoru. Ekspanzivan karakter fiskalnih politika u 2016. uglavnom potiču diskrecijske fiskalne mjere, dok nediskrecijski činitelji imaju manju ulogu i uglavnom su povezani s blagim padom neporeznih prihoda.

Očekuje se da će se manjak proračuna opće države i omjeri duga tijekom projekcijskog razdoblja smanjivati. U 2016. će manje plaćanje kamata i poboljšanje cikličke komponente više nego nadomjestiti pogoršanje ciklički prilagođenog primarnog salda. Daljnje smanjenje plaćanja kamata te poboljšanje cikličke komponente u razdoblju 2017. – 2019. podrazumijevaju daljnje smanjenje proračunskog manjka, dok je ciklički prilagođeni primarni saldo nepromijenjen. Postupno smanjenje državnog duga tijekom projekcijskog razdoblja uglavnom podupiru povoljna razlika između kamatnih stopa i stope gospodarskog rasta, s obzirom na predviđeni gospodarski oporavak i pretpostavljene niske kamatne stope. Primarni višak također povoljno utječe na predviđeno kretanje duga.

U usporedbi s projekcijama objavljenim u rujnu, fiskalni su izgledi uglavnom nepromijenjeni u pogledu omjera manjka, dok je omjer duga u razdoblju 2017. – 2018. revidiran naviše. Revizija naviše omjera duga i BDP-a u 2017. i 2018. uglavnom je odraz manjeg doprinosa razlike između kamatnih stopa i stope gospodarskog rasta smanjenju duga, koji proizlazi iz revizije naniže nominalnog BDP-a europodručja.

Tablica 1.
Makroekonomske projekcije za europodručje¹

(godišnje stope promjene)

	prosinac 2016.				rujan 2016.		
	2016.	2017.	2018.	2019.	2016.	2017.	2018.
Realni BDP¹	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6
	[1,6 – 1,8] ²	[1,1 – 2,3] ²	[0,6 – 2,6] ²	[0,4 – 2,8] ²	[1,5 – 1,9] ²	[0,7 – 2,5] ²	[0,4 – 2,8] ²
Osobna potrošnja	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,6	1,5
Državna potrošnja	2,0	1,3	1,1	1,1	1,7	0,9	1,0
Bruto investicije u dugotrajnu imovinu	3,0	3,1	3,1	2,7	3,1	3,3	3,3
Izvoz³	2,7	3,7	3,9	4,0	2,6	3,7	4,1
Uvoz³	3,3	4,1	4,3	4,1	3,3	4,4	4,7
Zaposlenost	1,4	1,1	0,8	0,8	1,3	0,8	0,7
Stopa nezaposlenosti (postotak radne snage)	10,0	9,5	9,1	8,7	10,1	9,9	9,6
HIPC	0,2	1,3	1,5	1,7	0,2	1,2	1,6
	[0,2 – 0,2] ²	[0,8 – 1,8] ²	[0,7 – 2,3] ²	[0,9 – 2,5] ²	[0,1 – 0,3] ²	[0,6 – 1,8] ²	[0,8 – 2,4] ²
HIPC bez energije	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,3	1,5
HIPC bez energije, prehrambenih proizvoda i promjena neizravnih poreza ⁴	0,8	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
Jedinični troškovi rada	0,8	1,0	1,3	1,5	0,8	1,0	1,3
Naknada po zaposlenom	1,2	1,7	2,1	2,4	1,2	1,8	2,2
Proizvodnost rada	0,3	0,6	0,8	0,9	0,4	0,7	0,9
Proračunski saldo opće države (postotak BDP-a)	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-1,9	-1,7	-1,5
Strukturni proračunski saldo (postotak BDP-a)⁵	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4	-1,9	-1,8	-1,6
Bruto dug opće države (postotak BDP-a)	89,4	88,5	87,3	85,7	89,5	88,4	87,0
Saldo tekućeg računa (postotak BDP-a)	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,4	3,3

¹ kalendarski prilagođeni podatci

² 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.

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 3.

Analiza osjetljivosti i analiza scenarija

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 drukčija 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. Osim toga, razmatraju se učinci koje bi neke moguće politike nove vlade SAD-a mogle imati na izgled SAD-a, svijeta i europodručja.

1. Alternativno kretanje cijena nafte

Alternativni modeli predviđanja cijena nafte upućuju na postojanje rizika za brži rast cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja u odnosu na predviđanja na temelju ročnica. Prema tehničkim pretpostavkama o kretanju cijena nafte iz osnovnih projekcija, koje se temelje na tržištima ročnica, cijene nafte trebale bi porasti, pri čemu će cijena sirove nafte Brent doseći približno 55 USD po barelu krajem 2019. Takvo je kretanje u skladu s umjerenim oporavkom svjetske potražnje za naftom, koji bi mogao biti posljedica intenziviranja svjetske gospodarske aktivnosti, te s blagim padom ponude nafte. Kombinacija alternativnih modela kojima se stručnjaci Eurosustava služe⁵ za predviđanje cijena nafte tijekom projekcijskog razdoblja trenutačno upućuje na cijene nafte u projekcijskom razdoblju koje su više od onih pretpostavljenih u tehničkim pretpostavkama. Ostvarenje alternativnog kretanja cijena, koje se temelji na pretpostavci da će do 2019. cijene nafte biti 19 % 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 2017., 0,2 postotna boda u 2018. i 0,3 postotna boda u 2019.).

Nakon što su ove makroekonomske projekcije dovršene, OPEC je 30. studenoga 2016. odlučio smanjiti ponudu nafte, što je prouzročilo naglo kratkoročno povećanje cijena naftnih ročnica, dok se u nastavku projekcijskog razdoblja očekuje njihovo blago povećanje. Kada bi se ta kretanja cijena naftnih ročnica ostvarila, prouzročila bi snažniju inflaciju mjerenu HIPC-om u 2017., no njihov učinak na kretanja inflacije u 2018. i 2019. bio bi slabiji u usporedbi s kretanjima predviđenim u osnovnim projekcijama.

2. Alternativno kretanje tečaja

Ovom analizom osjetljivosti istražuje se utjecaj alternativnog kretanja tečaja eura nižeg od onog u osnovnim projekcijama. Rizici od deprecijacije za tečaj eura uglavnom proizlaze iz razlika u stajalištima monetarne politike na različitim stranama Atlantika. Nagliji rast kamatne stope u SAD-u od očekivanog mogao bi vršiti dodatan pritisak na slabljenje eura. On bi osobito mogao biti odraz povećanih inflacijskih očekivanja u Sjedinjenim Državama, u okružju ekspanzivnih fiskalnih politika i manje ponude radne snage na tržištu rada. 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 17. studenoga 2016. Takvo kretanje podrazumijeva postupnu deprecijaciju eura u odnosu na američki dolar na tečaj od 0,95 USD/EUR u 2019., što je za 9,7 % niže od pretpostavke iz osnovnih projekcija za tu godinu. Odgovarajuće pretpostavke za nominalni

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

efektivni tečaj eura odražavaju povijesne pravilnosti, dok promjene u tečaju USD/EUR odražavaju promjene efektivnog tečaja s elastičnošću od otprilike 50 %. Na temelju te pretpostavke postupno se povećava negativna razlika efektivnog tečaja eura u odnosu na osnovnu projekciju, tako da bi on 2019. bio 5,2 % niži od osnovne projekcije. U tom scenariju prosjek rezultata više makroekonomskih modela stručnjaka upućuje na veći rast realnog BDP-a (za od 0,2 do 0,3 postotna boda godišnje) i veću stopu inflacije mjerenu HIPC-om (za 0,2 postotna boda u 2017. te od 0,4 do 0,5 postotnih bodova u 2018. i 2019.).

3. Scenariji povezani s novom vladom SAD-a: učinci na izgled SAD-a, svijeta i europodručja

Moguće promjene politika koje će donijeti nova vlada SAD-a na čelu s novoizabranim

predsjednikom Donaldom Trumpom još nisu posve izvjesne. Iako pojedini politika koje nova vlada sprema još nisu poznate te stoga nisu obuhvaćene osnovnim projekcijama, Donald Trump iznio je tijekom kampanje sljedeće glavne planove: (i) velik paket fiskalnih poticaja, koji bi mogao obuhvaćati kombinaciju smanjenja osobnih poreza i poreza na velika poduzeća te povećanje izdataka za infrastrukturu i obranu, (ii) strožu imigracijsku politiku i (iii) veći trgovački protekcionizam. S obzirom na visoku razinu neizvjesnosti glede budućih politika, učinci tih triju širokih područja politika opisani su u nastavku.

Takav paket politika vjerojatno će imati inflacijski učinak u Sjedinjenim Državama, a posljedice na gospodarsku aktivnost ovisit će o konkretnim mjerama koje će se odabrati.

Fiskalne mjere potaknut će rast realnog BDP-a i inflaciju, no taj bi rast mogle ublažiti više kamatne stope i aprecijacija američkog dolara. Stroža imigracijska politika mogla bi prouzročiti tek blago smanjenje gospodarske aktivnosti ako se smanjenje radne snage u velikoj mjeri nadoknadi višom stopom participacije i zaposlenosti u drugim segmentima domaćeg stanovništva. Protekcionističke trgovinske politike s višim uvoznim carinskim pristojbama mogle bi djelovati i u obratnom smjeru te tako zbog manjeg izvoza iz SAD-a pridonijeti smanjenju realnog BDP-a u SAD-u u projekcijskom razdoblju.

Globalni učinci ovisit će o relativnoj snazi raznih kanala. Budu li zemlje s tržištima u nastajanju snažno pogođene protekcionističkim mjerama, to bi moglo negativno utjecati na rast njihova BDP-a, dok bi druge regije u početku mogle imati korist od američkih fiskalnih poticaja i učinaka supstitucijskih efekata u trgovinskoj razmjeni.

Kada je riječ o utjecaju na europodručje, situacija će ovisiti o raznim kanalima. Prvo, ekspanzija fiskalne politike u Sjedinjenim Državama potaknula bi domaću potražnju u SAD-u, oslabila euro u odnosu na američki dolar i izazvala veću potražnju za robom i uslugama europodručja. Drugo, budući da bi domaća gospodarska aktivnost i uvoz u Sjedinjenim Državama i zemljama s tržištima u nastajanju mogli oslabjeti zbog viših uvoznih carinskih pristojbi i drugih trgovinskih politika, učinak izravne potražnje kao posljedica trgovinskih politika SAD-a mogao bi negativno utjecati na europodručje. Međutim, kada se više uvozne carinske pristojbe ne bi primjenjivale na europodručje, njegove cijene postale bi konkurentnije u odnosu na cijene država koje podliježu višim uvoznim carinskim pristojbama. To bi moglo izazvati globalni supstitucijski efekt u korist europodručja. No cjelokupno gledano, učinci na europodručje u ovom su trenutku vrlo neizvjesni i ovisit će o konkretnim mjerama koje će nova vlada SAD-a odabrati.

Okvir 4.

Prognoze drugih institucija

Postoji više prognoza za europodručje koje su sastavile međunarodne organizacije i institucije privatnog sektora. Međutim, te prognoze ne mogu se, strogo uzevši, uspoređivati jedna s drugom ili s makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava jer nisu završene u isto vrijeme. Osim toga, služe se različitim (dijelom navedenim) metodama kako bi došle do pretpostavki o fiskalnim, financijskim i vanjskim varijablama, uključujući cijene nafte i drugih primarnih sirovina. Naposljetku, različite prognoze razlikuju se i po metodi kalendarske prilagodbe (vidi tablicu).

Kao što je prikazano u tablici, trenutačno dostupne projekcije drugih institucija koje se odnose na rast realnog BDP-a i inflaciju mjerenu HIPC-om u potpunosti 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		
		2016.	2017.	2018.	2016.	2017.	2018.
Projekcije stručnjaka Eurosustava	prosinac 2016.	1,7 [1,6 – 1,8]	1,7 [1,1 – 2,3]	1,6 [0,6 – 2,6]	0,2 [0,2 – 0,2]	1,3 [0,8 – 1,8]	1,5 [0,7 – 2,3]
Europska komisija	studen 2016.	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
OECD	studen 2016.	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
Euro Zone Barometer	studen 2016.	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	studen 2016.	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
Survey of Professional Forecasters	listopad 2016.	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
MMF	listopad 2016.	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Izvori: Gospodarske prognoze Europske komisije, jesen 2016.; IMF World Economic Outlook, listopad 2016.; OECD Economic Outlook, studen 2016.; prognoze organizacije Consensus Economics, studen 2016.; MJEconomics za Euro Zone Barometer, studen 2016. i istraživanje ESB-a Survey of Professional Forecasters, listopad 2016.

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

© Europska središnja banka, 2016.

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.